

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
BANKACILIK VE SİGORTACILIK
ENSTİTÜSÜ
SERMAYE PİYASASI VE BORSA
ANA BİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**FİNANSAL KRİZLER:
1990-2009 DÖNEMİNDE
SEÇİLMİŞ
GÜNEY AMERİKA
ÜLKELERİ İLE
TÜRKİYE’NİN
KARŞILAŞTIRMALI
ANALİZİ**

Vedat BİCERANO

İstanbul, 2010

T.C
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
BANKACILIK VE SİGORTACILIK
ENSTİTÜSÜ
SERMAYE PİYASASI VE BORSA
ANA BİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**FİNANSAL KRİZLER:
1990-2009 DÖNEMİNDE
SEÇİLMİŞ
GÜNEY AMERİKA
ÜLKELERİ İLE
TÜRKİYE'NİN
KARŞILAŞTIRMALI
ANALİZİ**

Vedat BİCERANO

Danışman: Yrd. Doç. Dr. Başak
TANINMIŞ YÜCEMEMİŞ

İstanbul, 2010



T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü

Aşağıda belirtilen lisansüstü tez, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği hükümlerinde belirtilen esaslar çerçevesinde jüri önünde savunulmuş ve jüri tarafından başarılı bulunmuştur.

TEZ BAŞLIĞI : Finansal Krizler: 1990-2009 Döneminde Seçilmiş Güney Amerika Ülkeleri ile Türkiye'nin Karşılaştırmalı Analizi

TURU : Yüksek Lisans

TEZİ HAZIRLAYAN : Vedat BİCERANO

ANABİLİM DALI : Sermaye Piyasası ve Borsa

SAVUNMA TARİHİ : 26.10.2010

JÜRİ ÜYELERİ :

GÖREVİ

ADI SOYADI

İmza

Danışman

Yrd.Doç.Dr.Başak TANINMIŞ YÜCEMEMİŞ

Üye

Prof.Dr.Erişah ARICAN

Üye

Yrd.Doç.Dr.Hayati ERİŞ

İÇİNDEKİLER

	Sayfa No
İÇİNDEKİLER.....	1
TABLolar LİSTESİ.....	v
ŞEKİLLER ve GRAFİKLER LİSTESİ.....	vii
KISALTMALAR.....	viii
ÖZET.....	ix
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

FINANSAL KRİZ KAVRAMI, MODELLERİ VE ÖNCÜ GÖSTERGELERİ

1.1. Finansal Kriz Kavramı.....	3
1.2. Finansal Kriz Türleri.....	6
1.2.1. Para Krizleri.....	8
1.2.2. Sistematik Finansal Krizler.....	9
1.2.3. Dış Borç Krizleri	10
1.2.4. Bankacılık Krizleri	10
1.3. Finansal Krizlere Neden Olan Faktörler.....	13
1.3.1. Aşırı Borçlanma	13
1.3.2. Uluslararası Sermaye Hareketleri.....	14
1.3.3. Enflasyon	15
1.3.4. Döviz Kuru Politikası	15

1.4. Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri	16
1.5. Finansal Krizleri Açıklamaya Yönelik Modeller.....	20
1.5.1. Birinci Nesil Modeller (Kanonik Model)	21
1.5.2. İkinci Nesil Modeller.....	22
1.5.3. Üçüncü Nesil Modeller.....	25

İKİNCİ BÖLÜM

SEÇİLMİŞ GÜNEY AMERİKA ÜLKELERİNDE ve TÜRKİYE'DE YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER

2.1. 1994 Meksika Krizi.....	27
2.1.1. Meksika Ekonomisinin Tarihsel Gelişimi.....	27
2.1.1.1. Pacto Öncesi Dönem.....	28
2.1.1.2. Pacto Sonrası Dönem (1987-1994).....	31
2.1.2. 1994 Meksika Krizinin Başlangıcı ve Temel Nedenleri.....	33
2.1.3. Kriz Süreci.....	35
2.1.4. Kriz Sonrası Alınan Önlemler Ve Uygulanan Politikalar.....	38
2.2. Arjantin Krizi.....	41
2.2.1. Arjantin Ekonomisinin Tarihsel Gelişimi.....	41
2.2.2. Krize Sürecinin Başlangıcı ve Temel Nedenleri.....	48
2.2.3. Kriz Süreci.....	52
2.2.3. Kriz Sonrası Alınan Önlemler ve Uygulanan Politikalar.....	53
2.3. Türkiye’de 1990 Sonrası Yaşanan Finansal Krizler.....	55

2.3.1. 1990'lı Yıllara Kadar Türkiye'nin Ekonomik Görünümü.....	56
2.3.2. 1994 Krizi.....	61
2.3.2.1. Krizin Başlangıcı ve Temel Nedenleri.....	61
2.3.2.2. Kriz Süreci.....	63
2.3.2.3. Kriz Sonrası Alınan Önlemler ve Uygulanan Politikalar.....	68
2.3.3 Kasım 2000 – Şubat 2001 Krizi.....	70
2.3.3.1. Krizin Başlangıcı ve Temel Nedenleri.....	70
2.3.3.2. Kriz Süreci.....	75
2.3.3.3. Kriz Sonrası Alınan Önlemler Ve Uygulanan Politikalar.....	76

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE, ARJANTİN VE MEKSİKA'DA 1990 SONRASI YAŞANILAN FİNANSAL KRİZLERDE ETKİLİ OLAN FAKTÖRLERİN KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ

3.1. Krizlerde Etkili Olan Faktörlerin Karşılaştırmalı Analizi.....	78
3.1.1. Dışsal Şoklar.....	78
3.1.2. İçsel Şoklar.....	81
3.1.3. Finansal Sistemin Kırılganlıkları.....	84
3.1.4. Sermaye Hareketleri.....	89
3.1.5. Borç Yükü/Mali Dengesizlik.....	91
3.1.6. Cari İşlemler Açığı.....	95
3.1.7. Reel Döviz Kuru Değerlenmesi.....	99
3.1.8. Sabit Döviz Kuru Politikası.....	101

3.2. 2008 Küresel Mali Krizin Türkiye, Meksika ve Arjantin Ekonomilerine Etkileri...	104
.....	104
3.2.1. Küresel Mali Krizin Temel Nedenleri ve Kriz Süreci.....	104
3.2.2. Küresel Mali Krizin Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri.....	107
3.2.3. Küresel Mali Krizin Arjantin Ekonomisi Üzerindeki Etkileri.....	112
3.2.4. Küresel Mali Krizin Meksika Ekonomisi Üzerindeki Etkileri.....	114
SONUÇ ve GENEL DEĞERLENDİRME.....	118
KAYNAKÇA.....	125

TABLULAR LİSTESİ

Sayfa No

Tablo 1: Krizlerin Öncü Göstergeleri.....	18
Tablo 2: Meksika'nın Uzun Dönemli Ekonomik Performansı (1955-1993).....	28
Tablo 3: Meksika'nın Temel Ekonomik Göstergeleri (1990-1994).....	36
Tablo 4: Meksika Kamu Borcunun GSYİH'ya Oranı (1990-1994)	38
Tablo 5: Meksika Kur Rejimi Uygulamaları (1991-1994).....	40
Tablo 6: Arjantin'de Uygulanan İstikrar Programları (1960-1995)	44
Tablo 7: Arjantin Ekonomisinin 1991-2002 Dönemi Temel Ekonomik Göstergeleri.....	47
Tablo 8: 1992-2001 Döneminde Arjantin Kamu Maliyesi.....	50
Tablo 9: Türkiye'ye Yabancı Sermaye Hareketleri (Milyon Dolar).....	60
Tablo 10: Türk Bankacılık Sektörü Toplam Açık Pozisyon (1988-1993).....	61
Tablo 11: Kamu Kesimi Borçlanma Gereğinin Bütçe Türlerine Göre Dağılımı (1989–1993, Cari Fiyatlarla, Milyar TL).....	65
Tablo 12: Kamu Kesimi Borçlanma Gereğinin Finansmanı (GSMH'ya oranlar)..	65
Tablo 13 : Kaynaklar ve Kullanımı (1989–1993).....	66
Tablo 14: 1989-1994 Yıllarında Konsolide Bütçe Açığı ve Finansmanı	66
Tablo 15: Türkiye Sermaye Akışı.....	67
Tablo 16: Türkiye Ekonomisinin Temel Göstergeleri (1995-2001).....	71
Tablo 17: Yabancı Para Dağılımı ve Bilanço Döviz pozisyonu (Milyar Dolar)...	74
Tablo 18: 12 Aylık Cari Açık/Döviz Rezervi Oranı (1999–2001).....	74
Tablo 19 : Merkez Bankası Piyasaları, Kasım 2000 ve Şubat 2001 Şokları.....	77
Tablo 20: Türkiye Temel Ekonomik Göstergeleri.....	109
Tablo 21: Türkiye'de 2004-2009 Yılları Arasında İşsizlik Oranları.....	110
Tablo 22: Arjantin Temel Ekonomik Göstergeleri 2007-2009.....	113
Tablo 23: Arjantin'de 2004-2009 Yılları Arasında İşsizlik Oranları.....	113

Tablo 24: Meksika Temel Ekonomik Göstergeleri 2007-2009.....	115
Tablo 25: Meksika’da 2004-2009 Yılları Arasında İşsizlik Oranları.....	116

ŞEKİLLER ve GRAFİKLER LİSTESİ

	Sayfa No.
Şekil 1: Ekonomik Krizlerin Sınıflandırılması.....	6
Grafik 1: Meksika’da 1980-1992 Döneminde Kamu Borçlarının Görünümü.....	29

KISALTMALAR

A.B.D.	Amerika Birleşik Devletleri
B.D.D.K.	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senedi
ECU	Avrupa Para Birimi (European Currency Unit)
ERM	Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (European Exchange Rate Mechanism)
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
HKVA	Hazine Kısa Vdeli Avans Kullanımı
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İMF	Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund)
GSYİH	Gayri Safi Yurt içi Hasıla
KİT	Kamu İktisadi Teşebbüsü
KKGB	Kamu Kesimi Borçlanma Gereği
M.B.	Merkez Bankası
NAFTA	Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması (North American Free Trade Agreement)
NDV	Net Dış Varlıklar
TEFE	Toptan Eşya Fiyat Endeksi
T.C.M.B.	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi

ÖZET

1990'lı yılların başından itibaren, yaşanan finansal ve ekonomik krizler, yayılan küreselleşme olgusu nedeniyle ülke ekonomilerine büyük zararlar vermişlerdir. Ülkelerin ekonomik istikrarı ve sürdürülebilir büyümeyi sağlaması yönünde çabalarına rağmen birçok olumsuzluk ortaya çıkmıştır. Krizleri önlemeye yönelik makro politikaların belirlenmesi ve uygulanan ekonomik sistem ve kararların incelenmesi ekonomi biliminin en güncel sorunlarından biri hale getirmiştir. Her ne kadar her kriz öncesi ve sonrası ekonomik önlemler alınmaya çalışılsa da, Arjantin, Meksika ve Türkiye'nin de içinde olduğu birçok gelişmekte olan ülke bu krizlerin olumsuz etkilerini yaşamış, başta finans sektörü olmak üzere ülkelerin ekonomik ve sosyal durumlarında köklü değişiklikler yaşanmıştır.

Finansal krizlerden korunmanın yollarını arayan devletler sağlam bir ekonomik yapı oluşturmaya çalışmakta, başta bankacılık sistemi olmak üzere tüm finans sektörünün ve diğer ekonomik yapıların temellerini sağlamlaştırmak için çözüm yolları aramaya ve geliştirmeye her geçen gün daha fazla yöntem ve teknolojiyle çaba harcamaktadırlar. Bu kapsamda, gelişmekte olan ülkelerin ekonomik istikrarı sağlama yolunda ilerlerken yaşadıkları kriz deneyimleri ve bu deneyimlerden alınacak dersler geleceğe ışık tutacak ve gelecekte olası krizleri önlemede önemli bir kaynak niteliği taşıyacaktır.

GİRİŞ

Küresel ekonomi 1980’li yıllarda artan oranlarda “de-regülasyon” sürecine, 1990’lı yıllarda ise makro ölçekli birçok finansal krize maruz kalmıştır. Dünyada yaşanan finansal krizler her zaman güncelliğini koruyan, değişik dönemlerde, değişik bakış açılarıyla incelenen konular arasında yer almaktadır. Finansal krizlerin sıkça görülmesi, bu krizlerin nedenleri ve yayılması konusunda pek çok çalışmanın yapılmasına, hipotezlerin oluşturulmasına neden olmuştur.

Gelişmiş ve özellikle gelişmekte olan ülkelerde istikrarlı bir ekonominin sağlanmasının en önemli koşullarından biri, etkin bir şekilde çalışan finansal sistemin varlığıdır. Finansal piyasaların işleyişini kesintiye uğratan finansal krizler sonucu bu ülkelerde ekonomik büyüme olumsuz yönde etkilenmektedir. Finansal krizlerin farklı coğrafyalarda ve farklı makroekonomik şartlarda ortaya çıkıyor olması ve dolayısıyla her bir krizin kendine özgü unsurlara sahip olması krizlerin öngörülmesini zorlaştırmaktadır. Finansal krizlerin etkilerinin derin olması ve ülkelerin siyasi, ekonomik, sosyal unsurlarını köklü bir biçimde etkilemesi krizlerin açıklanmasını ve krizlere neden olan unsurların ortaya çıkarılmasını zorunlu hale getirmiştir.

Dünya ekonomilerinde 1990’lı yıllarla birlikte sıklaşan kriz aralıkları öncelikle gelişme sürecindeki ekonomileri etkilemiştir. Bu ekonomilerden biri de Türkiye ekonomisidir. Türkiye ekonomisinin pek de uzak olmadığı kriz olgusu, gelişmekte olan ülkeler gibi ülkemizde de iktisadi hayatın kaçınılmazları arasında yer almaktadır. Ülkemizde yaşanan krizlerde dışsal faktörler kadar içsel faktörlerde göze çarpmaktadır. Başlıca içsel faktörler; sürdürülemez bir iç borç dinamiğine sahip olunması, mali sistemde yaşanan aksaklıklar, yıllardan beri süre gelen yapısal sorunlarına kalıcı şekilde çözüm bulunamamış olunması ve bu sorunlara ek olarak cari, dış ticaret ve ödemeler dengesindeki açıklar göze çarpmaktadır. Bu olumsuz gelişmeler toplumdaki refah düzeyinin istenilen seviyeye gelememesine ve kayıt dışı ile olan mücadelede başarı sağlanamamasına sebep olmuştur.

Finansal krizlerde etkili olan faktörlerin anlaşılmasının gelecekte olası krizleri önlemede önemli olduğu düşünülmektedir. Bu çalışmanın temel amacı finansal krizlerin teorik açıdan makro ekonomik ve finansal göstergelerle seçilmiş Güney Amerika ülkelerinden Arjantin ve Meksika ile Türkiye’de yaşanan finansal krizlerin benzerlik ve farklılıklarını incelemek suretiyle her üç ülkede yaşanan finansal krizlerde etkili olan faktörlerin anlaşılmasını sağlamaktır.

Üç bölümden oluşan bu çalışmanın birinci bölümünde, finansal kriz kavramı tanımlanarak krize neden olan faktörler incelenmiş, finansal kriz türleri ve krizin öncü göstergeleri üzerinde durulmuş, finansal kriz modelleri birinci, ikinci ve üçüncü nesil modeller olarak irdelenmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde, seçilmiş Güney Amerika ülkelerinde ve Türkiye’de yaşanan finansal krizler incelenmiştir. Arjantin, Meksika ve Türkiye ekonomilerinde finansal kriz öncesi süreç, kriz süreci ve sonuçları değerlendirilmiştir.

Tezin üçüncü bölümde, Türkiye’de yaşanan finansal krizlerle Güney Amerika ülkelerinde yaşanan krizlerin benzerlikleri ve farklılıkları incelenmiştir. Ülkelerde sermaye hareketleri, finansal sistemin kırılganlığı, borç yükü ve mali dengesizlik, içsel ve dışsal şoklar, uygulanan döviz kuru politikaları ve cari işlemler açığı gibi sorunlar ülke bazında detaylı olarak ele alınmıştır. Ayrıca 2008 yılında patlak veren ve tüm dünya ekonomilerini derinden sarsan 2008 küresel mali krizinin ortaya çıkış nedenleri ve krizin başlangıcından bu yana alınan önlemler incelenerek Meksika, Arjantin ve Türkiye’nin temel ekonomik göstergeleri ışığında krizden ne yönde etkilendikleri ortaya konulmaya çalışılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL KRİZ KAVRAMI, MODELLERİ VE ÖNCÜ GÖSTERGELERİ

1.1. Finansal Kriz Kavramı

Kriz, çeşitli bilim dallarında ve aynı zamanda günlük konuşma dilinde çok yaygın olarak kullanılan kavramlardan birisidir. Etimolojik kökeni Yunanca "krisis" kelimesine dayalı olan kriz kelimesi, sosyal bilimler alanında çoğu kez "buhran" ve "bunalım" kelimeleri ile eş anlamlı olarak kullanılmaktadır.

Ekonomik kriz, önceden zaman, yer ve büyüklük açısından tahmin edilmesi imkansız olan, beklenmedik bir anda ortaya çıkmasıyla birlikte ülke ekonomilerini zincirleme olarak veya bağlı olduğu ekonomiyi direkt etkileyerek ciddi sonuçların ortaya çıkması olarak tanımlanabilir. Genel olarak krizler herhangi bir mal, hizmet, üretim faktörü veya döviz piyasasındaki fiyat ve veya miktarlarda, kabul edilebilir bir sınırın ötesinde gerçekleşen şiddetli dalgalanmalar olarak da tanımlanabilmektedir.¹

Ekonomik krizler etkiledikleri sektörler açısından, reel ve finansal krizlere neden olabilmektedir. Reel krizler mal ve emek piyasasında üretimdeki düşmeler ve işsizlikte artışlar olarak ortaya çıkmaktadır. Enflasyonist baskı ve şokları yaratan etkenlerin arasında, para arzı genişlemesi tarafından takip edilen sürekli ve yüksek kamu kesimi açıkları, ithal girdi fiyatlarında artışlar yaratarak üretimi olumsuz etkileyen sürekli döviz kuru artışları, ekonomik birimlerin enflasyonist beklentileri, politik istikrarsızlık, hükümetlerin düşük kredibiliteye sahip olması gibi etkenler sayılabilir. Finansal krizler ise ekonominin reel kesimi üzerinde tahrip edici etkiler yaratabilen ve piyasaların işleyiş gücünü bozan finansal piyasa çöküşleridir. Finansal krizler, döviz kuru, faiz ve hisse senedi fiyatlarında görülen anormal değişimlerden veya bankacılık

¹ Aykut Kibritçioğlu, "Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler: 1969-2001", **Yeni Türkiye Dergisi**, Eylül-Ekim 2001, s.1

sisteminde bankalara geri dönmeyen batık kredilerin aşırı derecede artmasından kaynaklanmaktadır.²

Literatürde finansal kriz konusunda yapılan tanımlardan biri Kindleberger tarafından yapılmıştır. Kindleberger finansal krizleri, konjonktörün tepe noktasındaki ekonomik geçişlemeden daralmaya doğru dönüşün bir temel unsuru ve önceki gelişmelerin kaçınılmaz sonucu olarak tanımlamaktadır.³

Bir başka tanımda Mishkin, asimetrik bilgi teorisi çerçevesinde finansal krizi, ters seçim ve ahlaki tehlike (moral hazard) sorunlarının ileri boyutlara varması ve böylece finansal piyasaların, fonların en verimli yatırım fırsatlarına sahip olan ekonomik birimlere kanalize edilmesindeki etkinliğini kaybetmesi nedeniyle finansal piyasalarda ortaya çıkan doğrusal olmayan bir bozulma olarak tanımlamaktadır.⁴

Finansal krizler, finansal piyasaların etkin bir şekilde faaliyet gösterememesi ile sonuçlanırlar. Bu da ekonomik faaliyet hacminde şiddetli daralmalara yol açar. Mishkin finansal krizlere kapı aralayan dört önemli faktör üzerinde durmaktadır:

- Finansal sektör bilançolarındaki bozulma,
- Faiz oranlarındaki artışlar,
- Belirsizlikteki artışlar,
- Varlık fiyatlarındaki değişimler nedeniyle finansal olmayan şirket bilançolarının (non-financial balance sheets) bozulması.

Finansal krizlere yönelik yapılan sayısız çalışmadan ortaya çıkan sonuç; finansal krizlerin dinamik bir sürecin etkisi ile değişik faktörlerin tetiklemesi ile ortaya

² Aykut Kibritçioğlu, “Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler: 1969-2001”, **Yeni Türkiye Dergisi**, Eylül-Ekim 2001, s.s.1-2.

³ Charles P. Kindleberger, “Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises”, Revised Edition, Basic Books Inc., 1989, s.s. 3-6.

⁴ Güven Delice, “Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel bir Perspektif”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı: 20, Ocak-Haziran 2003, s. 58.

çıkıldığı, bu nedenle de finansal krizlere ait temel parametrelerin sürekli olarak değiştiğinin tespitidir. Gelişmekte olan ülkelerin finansal krizlerin yıkıcı etkilerinden korunması amacıyla bu krizlerin tanımlanması, nedenlerinin belirlenmesi ve önceden öngörülebilmesi gerekmektedir. Finansal kriz türlerinin ortak yanları dikkate alındığında 1990'lı yıllarda art arda yaşanan finansal krizler, birçok bakımdan benzerlikler göstermesine karşın, çok farklı koşullarda ve hiç beklenmedik dönemlerde patlak vermiştir.

Her ne kadar erken uyarı sistemleri ortaya çıkarılmış olsa da içlerinde ülkemizin de olduğu gelişmekte olan ülkeler bu krizlerin olumsuz etkilerini yaşamış, başta finans sektörü olmak üzere ülkelerin ekonomik ve sosyal durumlarında köklü değişiklikler yaşanmıştır.⁵

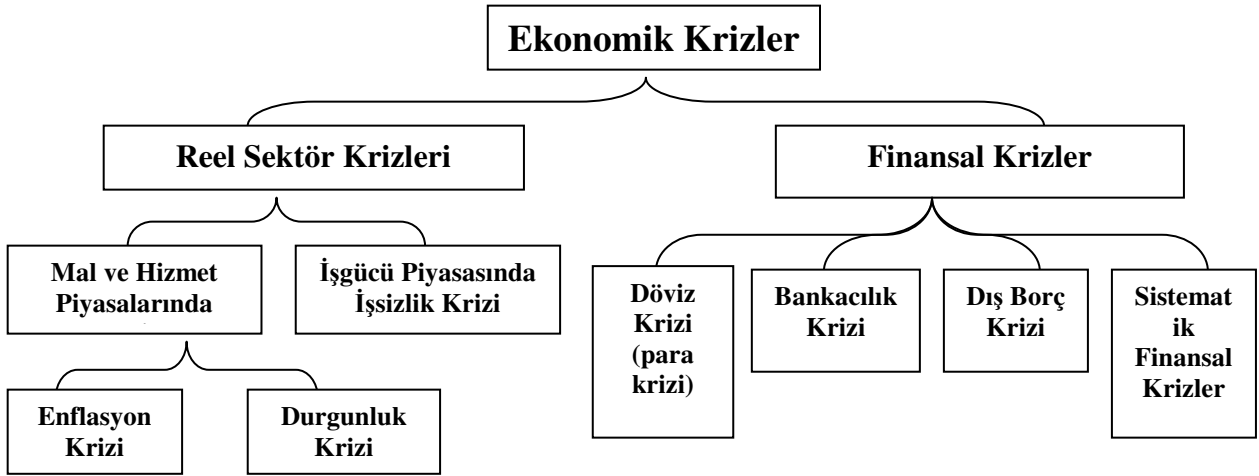
Finansal krizleri açıklamaya yönelik pek çok teorik model ve çalışma bulunmaktadır. Uygulamada finansal krizler daha çok bankacılık ve para krizi dediğimiz ayrıma tabi tutulmuş ancak finansal krizlerin sınıflandırılmasına yönelik farklı kriz sınıflandırmalarını ortaya koyan çalışmalar da yapılmıştır. Para krizleri de kendi içerisinde birinci, ikinci ve üçüncü nesil kriz modelleri şeklinde bir ayrıma tabi tutulmaktadır. Bu modellerin ortak noktaları bulunmakla birlikte her bir modelin bütün krizleri açıklayabilecek nitelikte olmadığı görülmektedir. 1970'lerde ve 1980'lerin başında Latin Amerika ülkelerinde ortaya çıkan krizleri açıklamak için "Birinci Nesil Kriz Modelleri" ortaya atılmıştır. Fakat 1992 Avrupa Para Krizi'ni açıklamada bu model yeterli gelmemiş ve sonucunda "İkinci Nesil Para Krizleri Teorisi" literatüre girmiştir. 1997 Asya krizinin etkilerinin diğer krizlerden daha şiddetli olması ve yayılma etkisi nedenleri ile diğer kriz modellerinden farklılıklar içermesi "Üçüncü Nesil Kriz Modelleri" ni iktisat literatürüne sokmuştur.⁶

⁵ Ertürk Korkut, "Parasal Kriz Teorileri Üzerine Notlar", İktisat Üzerine Yazılar II: İktisadi Kalkınma, Kriz ve İstikrar", Oktay Türel'e Armağan (Ed. A. H. Köse, F. Şenses ve E. Yeldan). İletişim Yayınları, 2003, s.225.

⁶ Ahmet Turgut, "Türleri, Nedenleri ve Göstergeleriyle Finansal Krizler", **TÜHİS İş Hukuku ve İktisat Dergisi** Cilt: 20, Sayı: 4 - 5 Kasım 2006 / Şubat 2007, s.s. 35-37.

1.2. Finansal Kriz Türleri

Ülkeler arasında hızla yer değiştiren sermaye, ulusal ekonomiler için istikrarsızlık kaynağı oluşturmakta, ülkeden sermaye çıkışı ve ülke parasının değerindeki kuvvetli dalgalanmalar reel ekonomiye yansıyan önemli sorunlar yaratabilmektedir. Sermaye hareketlerinde yaşanan hızlı artışın ulusal ekonomiler açısından ortaya çıkardığı sorunlar, finansal krizler bağlamında ele alınmaktadır.



Şekil 1. Ekonomik Krizlerin Sınıflandırılması

Literatürde finansal krizlerin sınıflandırılmasına yönelik çeşitli çalışmalar mevcuttur. Feldstein, finansal krizleri; cari hesap krizleri, bilanço krizleri, banka paniklerinin yol açtığı para krizleri, sirayet krizleri ve irrasyonel spekülasyon olmak üzere dört başlık altında toplamaktadır.⁷ Bir başka sınıflandırma, krizleri kaynaklandıkları sektöre göre, özel-kamu ve bankacılık-şirket krizleri; dengesizliklerin yapısına göre, akım dengesizlikler (cari hesap ve bütçe dengesizlikleri) ve stok dengesizlikleri (varlıklar ve yükümlülüklerin uyumsuzluğu) ve bu dengesizliklerinden

⁷ M. Feldstein, "Self-Protection for Emerging Market Economies", NBER Working Paper Series, 6907, January, 1999, s.s. 6-10.

kaynaklanan finansmanın vadesine göre likidite krizi ve borç ödeyememe krizi şeklinde yapılmıştır.⁸

Özellikle gelişmekte olan ülke piyasalarında 1980’li ve 1990’lı yıllardan itibaren yaygın olarak yaşanan finansal krizler, genel olarak ortaya çıkışında etkili olan faktörlere göre dört grupta sınıflandırılmıştır:⁹

- Para Krizleri (Currency Crises),
- Sistematik Finansal Krizler (Systematic Financial Crises),
- Dış Borç Krizleri (Foreign Debt Crises),
- Bankacılık Krizleri (Banking Crises).

Kriz türlerini açıklamaya geçmeden önce belirtmek gerekir ki, her ne kadar genel kabul gören yaklaşıma göre özellikle yükselen piyasalarda yaygın olarak görülen finansal krizler ana hatlarıyla yukarıdaki sınıflandırmaya tabi tutulsa da, krizler genellikle birbirini takip ettikleri için çok keskin çizgilerle ayırım yapılamamaktadır. Krizler tek başlarına ortaya çıkabilecekleri gibi, birbirlerini izleyen aşamalar şeklinde de ortaya çıkabilirler. Fakat bu krizler arasında bir neden sonuç ilişkisi olması zorunlu değildir. Örneğin, Türkiye’de öncelikle bir bankacılık krizi olarak başlayan Nisan 1994 krizi daha sonra para krizine dönüşmüş ve TL Dolar karşısında %200 civarında değer kaybına uğramış, faizler yükselmiş, ancak bu durum borç krizine dönüşmemiştir. Meksika krizinde ise para, banka ve dış borç krizleri bir arada görülmüştür.

⁸ IMF, Finance Development, **Eye of the Storm**, December 2002, Volume 39, Number 4, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2002/12/eye.htm>

⁹ Hicabi Ersoy, “Finansal Krizlerin Çözümleme Süreçleri ve Yöntemleri, Türkiye, Kore ve Meksika Deneyimlerinin Karşılaştırmalı Analizi”, (Mar. Üniv. Bank ve Sig. Ens. Bank-ABD Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul 2007), s. 29.

1.2.1. Para Krizleri

Spekülatif bir etki sonucunda herhangi bir ülke parasının devalüe etmesi veya değer kaybetmesi ile sonuçlanan ya da spekülatif saldırılar sonucunda ülke yetkililerinin uluslararası rezervleri önemli ölçüde harcayarak veya faiz oranlarını hızlı bir biçimde yükselterek paralarını savunmaları durumunda oluşur.¹⁰

Zayıf makroekonomik göstergeler, hatalı iktisat politikaları, finansal alt yapının yetersizliği, ahlaki tehlike ve asimetrik bilgi olgusu, piyasadaki kreditorlerin ve uluslararası finans kuruluşlarının hatalı his ve önsezileri, siyasal suikast veya terorist saldırıları gibi beklenmedik olay ve tesadüfler parasal krizlerin belirleyicileri arasında sayılabilir. Sayılan etkenlerin bir veya birkaçı belirli bir süredir değer yitirmesi gerektiği halde hala hiç veya yeterince değer yitirmemiş olan bir ulusal paraya karşı spekülatif saldırı başlamasına neden olmakta ve sonrasında yerli paradan dövize doğru kaçışla birlikte mevcut döviz kuru üzerinde baskı oluşmasına neden olmaktadır. Söz konusu baskı, ilgili ülkenin iktisat politikası karar alıcıları tarafından ya merkez bankası rezervlerinde ciddi bir erime göz önüne alınarak, ya büyük bir devalüasyonla, ya da yurtiçi faiz hadleri önemli ölçülerde yükseltilerek, ya da bu üç politikanın uygun bir bileşimi tercih edilerek karşılanmaktadır. Spekülatif saldırı karşısında hükümetin alacağı ilgili politika kararı geciktikçe finansal baskı giderek büyümekte ve böylece döviz krizi daha derinleşmektedir. Bu durumda ülke ekonomisi daha yüksek oranlı devalüasyon, faiz artışı ve veya rezerv kayıpları ile karşı karşıya kalacaktır.¹¹

Para krizleri yapılan devalüasyonlarla belirlenmeye çalışılmaktadır. Frankel ve Rose'a göre bir ülke parasında bir yılda en az %25 değer kaybı varsa ve bu kayıp bir önceki yıldan %10 fazla ise o ülkede para krizi oluşmuştur.¹²

¹⁰ Mustafa Özer, "Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar", Eskişehir: T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları, 1999, s.29.

¹¹ Kibritçioğlu, a.g.e., s.s. 1-2.

¹² A. Frankel Jeffrey ve K. Andrew Rose, "Currency Crashes in Emerging Markets: Emprical Indicators", NBER, 1996, s. 3.

1.2.2. Sistemik Finansal Krizler

Sistemik finansal krizler, finansal sistemde ortaya çıkan ve finansal sistemin varlık değerlemesi, kredi tahsisi ve ödemeler gibi önemli işlevlerini bozan bir şok biçiminde tanımlanır. Bu tür krizler ekonomik, politik, sosyal yaşamın yapısından ve değişikliğinden kaynaklanmaktadır. Aynı zamanda tüm finansal piyasalar ile bu piyasalarda işlem gören finansal varlıkların tamamını etkilemektedir.¹³

Sistemik finansal krizler bir para krizini bünyesinde barındırabilirken; para krizleri her zaman sistemik finansal krizlere yol açmayabilir. Bu krizlerin temelinde likidite sorunları olmakla birlikte, ülke borcunun aşırı artması, mevduat sigorta sisteminin kötüye kullanılması, Merkez Bankası'nın piyasaya likidite sunmasındaki başarısızlık ve finans kesimi dışından kaynaklanan şoklar yer almaktadır.

Sistemik finansal krizlerin kendine özgü bir takım özellikleri bulunmaktadır;

- Bu krizler finansal piyasalarda oluşmakta ya da bu piyasalar tarafından boyutları büyütülmektedir.
- Bu krizlerde bir ülke ya da kurumda oluşan sorunlar, diğer ülke ya da kurumlarda sorunlara veya iflaslara neden olmaktadır.
- Yatırımcılar güven kaybı nedeni ile sağlamak istedikleri likiditeyi keserler. Likiditenin kesilmesi borç alanların kredibilitesinden değil yatırımcının tamamen kendi düşüncesinden kaynaklanmaktadır.
- Ekonomi üzerinde önemli tahribata neden olur.
- Sistemik finansal krizler mutlaka politik müdahaleyi gerektirir.¹⁴

¹³ Muharrem Afşar, "Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılık Krizleri Üzerine Etkisi", Eskişehir: T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2004, s.79.

¹⁴ http://www.chicagofed.org/publications/economicperspectives/1998/ep3Q98_2.pdf, Erişim: 8 Aralık 2008, s.15.

1.2.3. Dış Borç Krizleri

Bir ülkenin kamu ve/veya özel sektöre ait dış borçlarını ödeyememe durumudur. Özellikle hükümetlerin dış borçlarını çevirmek ve yeni dış kredi bulma konusunda sıkıntıya düşmesi nedeni ile yükümlülüklerini ertelemesi şeklinde ortaya çıkar. Kamu sektörünün geri ödeme yükümlülüklerini yerine getiremeyeceği şeklindeki risk algılamaları özel sermaye girişlerinde şiddetli bir düşüşe ve bir döviz krizine yol açabilir.¹⁵

1970’li yıllardan itibaren gelişmekte olan ülkeler kalkınmanın finansmanı için gereksinim duydukları fonları, dışarıdan aldıkları borç veya yardımlarla karşılamaya başlamışlar, ancak alınan borçların kısa vadeli olması bu ülkelerin dış borç krizine girmesine neden olmuştur.

1.2.4. Bankacılık Krizleri

Bankacılık krizleri, bankaların yükümlülüklerini yerine getiremeyip ertelemeye zorlayan banka başarısızlıklarının yaşanması, mevduatlarının kendilerine ödenemeyeceği algı ve korkusu nedeniyle mudilerin bir ya da daha fazla bankadan kaçışları, hükümetlerin bu durumu önlemek için kurtarma ve kamulaştırma operasyonlarıyla müdahale ettiği veya geniş ölçüde dönmeyen kredilerin varlığı durumunda ortaya çıkabilir.¹⁶

Gerard Caprio ve Daniel Klingebiel bankacılık krizlerinin ortaya çıkmasını; banka sermayelerinin yok olması, geri dönmeyen kredilerin toplam banka kredilerine oranının %15-20 ve daha fazla üzerine gelmesi, bankacılık sektöründe sıkıntıların

¹⁵ Güven, a.g.e., s.61.

¹⁶ Turan Yay, Gülsün Gürkan Yay ve Ensar Yılmaz, “Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler”, İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları, 2001, s.21.

giderilmesi maliyetinin gayrisafi yurtiçi hasılanın en az %3-5'ine ulaşmış olması ile tanımlanmaktadır.¹⁷

Bankalardan büyük oranda mevduat çekilmesi, banka bilançolarının kötüleşmesi, aktif kalitesinin bozulması, geri dönmeyen kredilerin artması ve menkul kıymet piyasalarındaki dalgalanmalar bankacılık krizlerinin temel nedenleri olmaktadır. Eğer banka iflasları kapanmayla, birleşmeyle önlenemiyor ve devlet tarafından kontrol altına alınamıyorsa; iflas olmadan bile, birleşme, satın alma veya büyük ölçekli hazine yardımı yapılıyorsa, bu durum bankacılık krizinin başlangıcı olarak değerlendirilir.

Bankacılık sektöründe yaşanan krizleri çoğu zaman tek bir nedenle açıklamak mümkün değildir. Krizlerin nedenleri her ülkede farklı olduğu gibi alınan önlemler, ekonomik yapının alınan önlemlere uyum sağlama sürecinin uzunluğu, uygulamaların etkinliği de ülkeler arasında farklılık göstermektedir.

Bankacılık krizleri yalnızca makroekonomik nedenlere bağlı olmayıp, kurumsal bozukluklar ya da yapısal eksiklikler gibi temellere de dayanabilmektedir. Bankacılık krizlerinin ortaya çıkmasına neden olan faktörler aşağıdaki gibi sıralanabilecektir.¹⁸

- Makro ekonomik faktörler:
 - Faiz Hadlerindeki Değişimler.
 - Arz ve Talepteki Ani Değişmeler.
 - Enflasyon.
 - Büyüme.
 - Kurlardaki Dalgalanmalar.

¹⁷ Gerard Caprio Jr. ve Daniela Klingebiel, "Bank Insolvencies: Cross Country Experience", Worldbank Working Papers, No: 1620, 1996, s.2.

¹⁸ Seçil Uyar, "Bankacılık Krizleri", Ankara 2003, Ziraat Yayınları, s.s.41-45.

- Dış Ticarete Değişim.
- Finansal Serbestleşme.
- Mikroekonomik Nedenler:
 - Yetersiz Denetleme ve Düzenlemeler.
 - Yönetim Hataları.
 - Şeffaflığın Olmıyışı.
 - Yetersiz Sermaye.
 - Bankalara Devlet Müdahalesi.
 - Mevduata Verilen Yüksek Güvenceler.
 - İştiraklere Kullandırılan Krediler.
 - Türev Ürünler Yoluyla Aşırı Risk Alma.

Bankacılık krizlerinin maliyetleri ve yarattığı kayıplar, döviz krizlerinden daha fazladır. Bankaların birbirleri ile olan ilişkileri nedeniyle herhangi birinde ortaya çıkan problem çok kısa sürede tüm sisteme dağılabilmekte ve kriz haline dönüşüp tüm sistemi etkileyebilmektedir.

Bu çerçevede bankalar sistematik risk taşırlar; sistemde var olan ya da yeni baş gösteren bir bozukluk veya dengesizlik kritik bir düzeye ulaştığı zaman bankacılık sektöründe sorun ortaya çıkar ve kontrol altına alınmadığı takdirde tüm ekonominin dengelerini tehdit eden bir krize dönüşür. Bankacılık krizleri, öncelikle mevduat sahiplerini, küçük hissedarları ve yerli ve yabancı alacaklıları; sonraki aşamalarda ise mali sektördeki

diğer kurumları ve reel sektörü etkileyerek ardı ardına banka ve sanayi şirketlerinin iflasına yol açar.¹⁹

1.3. Finansal Krizlere Neden Olan Faktörler

1.3.1. Aşırı Borçlanma

Gelişmekte olan ülkelerde uygulanan kamu harcamalarına dayalı genişletici maliye politikaları finansal krizin en önemli nedenlerinden birisidir. Kamu kesimi borçlanma gereğinde ortaya çıkan aşırılık ülkelerde yatırım yapan kişi ve kurumlar için geleceğe yönelik belirsizlik riskini artırmaktadır.²⁰

Aşırı borçlanma ile ülkeler borçlarını ödeyebilmek için yeniden borçlanmak zorunda kalmakta ve bir borç kısır döngüsü sürecine girmektedirler. Bu süreç sonunda faiz yükünün aşırı derecede çoğalması nedeniyle bütçe giderleri karşılanamayacak boyutlara ulaşmaktadır. Sürekli olarak artan kamu harcamalarının finansmanı için alınan borçlar ve bu borçlanma ile sağlanan fonların verimli yatırımlarda değil de günübirlik düşüncelerle kullanılması ülkeleri borç kısır döngüsüne sokarak, borcun her devredişinde faizlerin bir kısmının borç stokuna eklenmesi sonucunu ortaya çıkarmaktadır.

Finansal krizlerin bu gibi olumsuzlukları neticesinde ülkeler için borç yönetimi bir zorunluluk haline gelmektedir. Borçlanma ile teknolojik altyapılarını geliştirmek isteyen ülkeler, borçlanmanın olumsuz etkilerinden korunmak için risk faktörlerini ölçebilecek profesyonel kadroları istihdam ederek ve teknolojik donanıma sahip uzmanlaşmış birimler kurarak borç yönetiminde başarılı olmayı hedeflemektedirler.²¹

¹⁹ Oğuz Esen, “Türk Bankacılık Sektörü, Türkiye Ekonomisi Sektörel Analiz”, Ankara: Türkiye Ekonomi Kurumu Yayınları, Ekim 2001, s.242.

²⁰ Erişah Arıcan, “Gelişmekte Olan Ülkelerde İstikrar Politikaları: Türkiye”, Kardeşler Matbaası, İstanbul, 2002, s.25.

²¹ Gürkan Ateş, “Borç Yönetim Ofisi ve Türkiye Uygulaması Üzerine Bir Çalışma”, Hazine Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, 2002, s.2.

1.3.2. Uluslararası Sermaye Hareketleri

Finansal küreselleşmenin hızlanması ve özellikle 1990'lı yıllardan sonra uluslararası sermayenin dünya ölçeğinde serbestçe dolaşma imkanını bulması nedeniyle, dünyada ekonomik krizlerin arttığı gözlenmektedir. Dolayısıyla, uluslararası sermaye hareketlerinin artmasıyla ekonomik krizler arasında çok yakın bir korelasyon bulunmaktadır.²²

Sermaye hareketleri doğrudan yatırım ve portföy yatırımı olmak üzere iki ana bölümde incelenmektedir. Doğrudan yabancı yatırım, sabit sermaye yatırımı adı altında, sermayenin kaynak ülkeden yatırıma ev sahipliği yapacak ülkedeki şirket hisselerinin uluslararası yatırımcılar tarafından en az % 10'unun alınması şeklinde kendini gösterir. Sabit sermaye yatırımlarına ek olarak doğrudan yatırımın ülkelere girişi; şirket birleşmesi ya da devri, özelleştirme uygulamaları, ortak girişim, stratejik ortaklık ya da devam eden faaliyetlerin genişletilmesi ile de mümkündür. Doğrudan yabancı yatırımların dışında ortaya çıkan ve tahvil ya da hisse senedine doğrudan yatırım şeklinde gerçekleşmeyen, mobilitesi oldukça yüksek olan yatırımlar ise portföy yatırımı içine girer ve uluslararası hukuk ve ilgili ülke hukuku çerçevesinde örgütlenmiş piyasalarda işlem görürler. Bununla birlikte, IMF, opsiyonlar gibi türev ürünleri dolaylı yatırımlar grubuna dahil etmektedir.²³

Uluslararası sermaye hareketlerinin ekonomik etkileri konusunda gelişmekte olan ülkelerde bir biri ardına patlayan krizler damgasını vurmuştur. Söz konusu süreçte, ülkeye gelen finansal yabancı sermaye yatırımları öncelikle döviz birikimi sağlamaktadır. Döviz birikiminin ortaya çıkardığı ithalata ve para arzındaki artışa bağlı olarak tüketim ve yatırım harcamaları artmakta ve ulusal tasarruflar azalmaktadır. Tüketim ve yatırım harcamalarındaki artış yurt içi hasılayı arttırmaktadır. Ülkeye gelen sermaye akımlarının hızının yavaşlaması veya durması ve ithalattaki artışa bağlı olarak

²² Mehmet Şimşek, "Finansal Küreselleşmenin Ekonomik Krizler Üzerindeki Etkileri ve Örnek Kriz Ekonomileri", **Finans-Politik&Ekonomik Yorumlar Dergisi**, 2004, s.64.

²³ Müge İşeri ve Zeynep Aktaş, "İMKB'de Yabancı Portföy Yatırımlarındaki Hareketler (1997-2005 Dönemi)", <http://www.econturk.org/Turkiye2005.html> (Erişim Tarihi: 20.08.2010), 2005, s.1.

ülke büyük bir cari işlemler bilançosu açığı ile karşı karşıya kalmaktadır. Finansal liberalleşme süreci söz konusu etkiler sonucu genellikle büyük bir finansal kriz ve buna bağlı olarak ortaya çıkan ekonomik krizler ile son bulmaktadır.²⁴

1.3.3. Enflasyon

Güçlü bir para birimine sahip olmayan ekonomilerde enflasyon ortaya çıkabilir. Enflasyon ekonominin temel değişkenlerine zarar vererek ileriye dönük beklentileri güçlendirmekte dolayısıyla ekonomiyi enflasyon sarmalına sokarak enflasyonun giderek kronik bir hal almasına neden olmaktadır. Ayrıca, diğer ülkelere kıyasla yüksek enflasyon oranına sahip ülkelerde sabit kur sisteminin uygulanması, paranın dış değerini reel olarak yükselterek, cari işlemler bilançosunu olumsuz biçimde etkilemektedir.²⁵

Enflasyonu kontrol altına almak için çeşitli mekanizmalar bulunmaktadır. Bu mekanizmalardan biri olan borçlanma, enflasyonu baskı altına almak ve büyümeyi sağlamak konusunda kısa vadede işe yarasa da, reel üretime katkıda bulunmadığı zaman uzun vadede ülkeyi krize açık hale getirmektedir. Bu nedenle, enflasyonu sermaye hareketleri ile baskı altına almak yerine ekonomik dengeleri birbiri ile uyumlu hale getirecek ve bu dengeleri sağlayacak tedbirler uygulamak önem kazanmaktadır.

1.3.4. Döviz Kuru Politikası

Döviz kurlarında ortaya çıkabilecek istikrarsızlıklarla krizler arasında yakın bir ilişki söz konusudur. Döviz kurunun belli bir çığpaya bağlanarak sabitlenmesi ya da reel değerinin altında baskıda tutulması, finansal sektörü krizlere karşı daha kırılgan hale getirmektedir. Bununla birlikte krizlerinden korunma mekanizmalarından Merkez Bankasının son durak borç merci (nihai yüklenici) işlevini yerine getirmesi ve döviz

24 Ferit Kula, "Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği, Türkiye Üzerine Gözlemler", C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt 4, Sayı 2, 2003 141, Erciyes Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, s. 4.

25 Ünal Çağlar, "Döviz Kurları Uluslararası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar", Melisa Matbaacılık, İstanbul, 2003, s.149.

kurunun baskı altında tutulması, bankaların açık pozisyonlarının artmasını teşvik edici bir unsur oluşturarak döviz risklerini artırmaktadır. Böyle bir politika, gelişmekte olan ülkelerde enflasyonist ortamın da etkisi ile finans kurumları dışındaki işletmelerin borç portföylerinde döviz borçlarının önemli bir yer tutmasına neden olmaktadır. Bu şekilde uygulanan politika neticesinde döviz krizleri ile bankacılık krizleri arasındaki tetikleme mekanizması güçlenmektedir.²⁶

1.4. Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri

Ekonomide kullanılan bazı istatistiksel veriler gelecekteki dönemde ekonominin hangi yöne gideceğini gösterir. Bu verilere “*öncü göstergeler*” denir. Ekonomide yarattığı sorunlar ve oluşturduğu maliyetler sebebiyle finansal krizlerin önceden tahmin edilebilmesi, hem bu krizlerin ekonomide yarattığı tahribatları önlemeye hem de krizlerin oluşturduğu maliyetlerin azaltılması açısından önem taşımaktadır.

Krizleri önceden tahmin edebilmek amacıyla çeşitli makroekonomik göstergeler kullanılmaktadır. Bu göstergelerin seçiminde, krize en çok hangi etkenlerin neden olacağı konusundaki beklentiler rol oynamaktadır. Eğer krizlerin ana nedeni olarak mali sorunlar düşünülüyorsa; mali açıklar, kamu tüketimi ve bankacılık sektörünün kamu kesimine açtığı krediler ana göstergeler olmaktadır. Benzer biçimde krizin dış dengeden kaynaklanması olasılığında önem kazanacak göstergeler; kısa vadeli borcun döviz rezervlerine oranı, reel döviz kurunun uzun vadeli eğilim değerine kıyasla değerlendirme oranı ve cari hesap açığından oluşmaktadır. Bu göstergelerin, bir ekonominin krize girip girmeyeceği konusunda nasıl kullanıldığına bakılacak olursa; reel döviz kurunun aşırı değerlendirilmesi bir ülkenin krize olan duyarlılığının en önemli ve en erken göstergesidir. Bir diğer gösterge, para arzının döviz rezervlerine olan oranıdır. Sermaye girişlerinin tersine döndüğü bir ortamda Merkez Bankaları döviz kurlarında devalüasyona izin vermek istemeyeceklerdir. Bu nedenle de likit yükümlülüklerini

²⁶ Koray Duman, “Finansal Krizlerin Nedenleri, Etkileri ve Bankacılık Sektörüne Yansımaları”, Finans-Politik& Ekonomik Yorumlar Dergisi, 2002, s.46.

rezervleriyle ödemesi gerekeceğinden döviz rezervleri önem kazanmaktadır. Bunların dışında hisse senedi fiyatlarındaki belirgin düşüş ve ticaret hadlerinde başlayan kötüleşmeler, gelişmekte olan piyasalar için öncü göstergeler olabilmektedir.²⁷

Gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen krizler, incelenirken bu krizlerin birçok öncü göstergesinin bulunduğu ortaya çıkmıştır. Kriz, döviz veya bankacılık kaynaklı olduğundan dolayı göstergelerin temel özelliği de genelde döviz rezervi veya döviz üzerinden yapılan sermaye hareketleriyle ilişkilidir. Gelişmekte olan ülkelerdeki krizler doğal olarak dış ekonomik ilişkilerdeki gelişmelerle paralellik göstermektedir.

Finansal krizleri önceden haber vererek kontrol altına alınmasını sağlayacak erken uyarı sistemleri oluşturmak için bir çok ampirik çalışma yapılmıştır. Kriz göstergeleri, çeşitli kategoriler halinde tabloda yer almaktadır.

²⁷ M. Goldstein ve P. Turner, “Yükselen Ekonomilerde Bankacılık Krizleri”, Çev.:Ali İhsan Karacan, Dünya Yayıncılık, İstanbul, 1999, s.19.

Tablo 1: Krizlerin Öncü Göstergeleri

Makroekonomik Göstergeler: <ul style="list-style-type: none">• Enflasyon• Kamu açıkları / GSMH• Yatırım / GSMH• Yatırım artış değişim oranı / GSMH• Reel GSMH artış oranı• ABD faiz oranlarına göre fark• Sermaye girişi• Bölgesel yayılma göstergeleri	Finansal Göstergeler: <ul style="list-style-type: none">• İç kredilerin artış oranı• Özel sektöre açılan kredi artışı / GSMH artışı• Bankalara verilen MB kredileri / GSMH• Para çarpanındaki değişimler• M2 / Uluslararası rezerv• M2 / GSMH• Uluslararası rezervler / İthalat• Faiz oranlarındaki değişimler• Özel sektör yükümlülüklerinin artışı
Cari Hesaplar ve Borçlarla İlgili Göstergeler: <ul style="list-style-type: none">• Dış ticaret dengesi• Dış ticaret hadleri• Cari hesap açık / GSMH• İhracat artış oranı• İhracat / GSMH• İthalat / GSMH• İhracat+İthalat / GSMH• Reel döviz kuru değerlendirme oranı• Toplam borç / GSMH• Borç servisi / GSMH• Kısa vadeli borç / Toplam borç• Kısa vadeli dış borç / Uluslararası rezerv• Toplam borç / Uluslararası rezerv• Toplam borç / İhracat• Borç servisi / İhracat• Faiz ödemeleri / İhracat• Kamu borcu / Toplam borç• Yabancı doğrudan yatırımlar / Toplam borç	Mikroekonomik Göstergeler: <p>Bankaların ödeme kabiliyetini yansıtan göstergeler:</p> <ul style="list-style-type: none">• Geri dönmeyen borçlar / Toplam borç• Toplam borç / Aktif• Sermaye / Aktif <p>Karlılıkla ilgili göstergeler:</p> <ul style="list-style-type: none">• Faiz gelirleri / Aktifler• İşlem harcamaları / Aktifler• Karlar / Aktifler

Kaynak: Yay, Gülsün Gürkan, 1990'lı Yıllardaki Finansal Krizler ve Türkiye Krizi, Yeni Türkiye Ekonomik Kriz Özel Sayısı II, 42, s.11

Gelişmekte olan ülkeler için öncü göstergeler içerisinde en önemli en yaygın olarak kullanılan ve bir çok çalışmada temel olarak kabul edilen göstergeler şunlardır:

a) Kısa vadeli dış borç / Döviz rezervi:

Bir ekonomide kısa vadeli faizler, o ekonomideki parasal istikrar ve dalgalanmanın yani para politikasının bir göstergesi olarak alınabilmektedir. Gecelik faizlerdeki dalgalanmanın büyüklüğü, yaklaşan krizi en açık biçimde haber vermektedir.

b) Cari açık / Döviz rezervi ve Cari açık / GSYİH:

Döviz rezervi azalma, cari açık da artma eğiliminde olduğunda, cari açığın döviz rezervine oranında da önemli bir artış seyri yaşamaktadır. Bir ülke parasının reel olarak %25 olarak değer kazanması ve cari açığın yurt içi milli gelire oranının %4'e ulaşması durumunda, bu ülkenin kriz ortamına girdiği söylenebilmektedir.

c) Döviz kurunun değer yitirmesi ve yerli paranın aşırı değerlenmesi:

Yapılan çalışmalarda, aşırı değerlenmiş reel döviz kurunun büyük olasılıkla kriz yaratacağı ortaya konulmuştur. Aşırı değerlenen reel döviz kuru nedeniyle ödemeler dengesi bozularak, uluslararası piyasalarda faiz oranlarının yükselmesi gibi çeşitli tetikleyici nedenlerle uluslar arası sermaye akımları tersine dönmektedir. Bu durum Türkiye'de de yaşanmış, zaten artması gereken döviz kurunda ani ve büyük sıçramalara neden olmuştur.²⁸

Ayarlanabilir sabit kur uygulaması nedeniyle yerli paranın aşırı değer kazanması, ekonomisini düzlüğe çıkaracak bir program uygulayan ülkede, olması gerekenin tam tersi gelişmelerdir.

²⁸ Melih İpeker, "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Finansal Sistem İstikrarının Sağlanmasındaki Rolü", Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, 2002, Ankara, s.54

d) Ekonomide Borç / Özkaynak Yapısı:

Borç / Özkaynak Yapısı oranında önemli ölçüde bir yükselme görülmesi de finansal krizlerin öncü göstergelerinden biridir.

e) Diğer Göstergeler:

Krizin öncü göstergeleri olarak bankacılık kesimi açık pozisyonunun döviz rezervine veya ihracat gelirin oranı, bankacılık kesimi kredi hacminin döviz rezervine oranı, para arzının döviz rezervine oranı, sermaye hareketlerindeki dalgalanma, kısa vadeli faizlerdeki dalgalanma, borsada yabancı sermaye hareketleri gibi faktörler de gelişmekte olan ülkelerde krizlerin önemli öncü göstergelerindedir.²⁹

1.5. Finansal Krizleri Açıklamaya Yönelik Modeller

Meksika ve Arjantin'de 1970'ler ve 1980'lerin başında yaşanan krizler, krizlerle ilgili çalışmaların yoğunluk kazanmasına neden olmuştur. Bu çerçevede, 1990'lı yıllardan önce ve sonra karşılaşılan finansal krizlerin farklı özellikler taşıyor olması nedeniyle, finansal krizleri açıklamaya yönelik olarak modeller geliştirilmiştir.

Birinci Nesil Modeller, 1973-1982 yılları arasında Meksika ve diğer Latin Amerika ülkelerinde ortaya çıkan para krizlerine tepki olarak geliştirilmiştir. İkinci Nesil Modeller ise, 1990'lı yılların başında Avrupa ve Meksika'da ortaya çıkan ve çeşitli ülke paralarını hedef alan spekülasyon saldırıları açıklamaya yönelik olarak geliştirilmiştir. Ancak hem birinci nesil hem de ikinci nesil modellerin, Güneydoğu Asya Krizini açıklamakta yetersiz kalmaları, araştırmacıları yeni modeller geliştirmeye yöneltmiştir. Bu modellerin başında, krizleri bir bulaşıcı hastalık gibi yayılan nitelikte gören Üçüncü Nesil Modeller (Bulaşıcı Kriz Modelleri) gelmektedir.

²⁹ Metin Toprak, "Küreselleşme ve Kriz: Türkiye ve Dünya Deneyimi", Ankara: Siyasal Kitabevi, 2001

1.5.1. Birinci Nesil Modeller (Kanonik Model)

Birinci nesil finansal kriz modelleri “Kanonik Kriz Modeli” olarak da adlandırılmaktadır. Meksika ve Arjantin’deki finansal krizleri açıklayabilmek için bu geleneksel kriz modellerinin teorik temellerini atan Krugman, Flood ve Garber’e göre finansal krizler, uygulanan makro politikalar ve sabit kur rejimi arasındaki uyumsuzluktan kaynaklanır. Bu uyuşmazlık bütçe açığının kapatılması için para basılması sonucu, sabit kur sisteminde oluşan dengesizliğe, bu da ülkelerin merkez bankalarının rezervlerinde yaşanabilecek azalmalara sebep olmaktadır. Aslında merkez bankalarının elinde başta yurtiçi para arzını daraltmak olmak üzere, döviz kurunu koruyucu çok çeşitli enstrümanlar bulunmaktadır. Döviz kurunu koruyucu tüm bu politika seçeneklerinin maliyetleri vardır. Ancak, döviz kurunu korumak, var olan bu sakıncalar arasında bir denge kurulması meselesidir ve rezervleri son kuruşuna kadar satmak gerçek hayata pek fazla uymamaktadır.³⁰

Merkez bankalarının rezervlerindeki azalma yönündeki değişiklikler spekülasyon hareketleri doğmasına fırsat yaratır. Bu modele göre hükümetin verdiği bütçe açığı, iç borçlanma veya emisyon yardımıyla finanse edilmektedir. Makro politikaların para arzının artırılması yoluyla finansmanı aynı zamanda enflasyona sebep olur. Bu durum da ödemeler dengesinde bir açığın oluşması sonucunu doğurur. Sabit kur sisteminin devam ettirilmesi konusunda ısrarcı olan para otoritesi bu kez ödemeler dengesi açığını kapatmak için rezervlerini kullanmak durumunda kalır. Gelişmekte olan bir ülke ekonomisi açısından da bakıldığında sınırlı miktarda rezervlere sahip olunması nedeniyle sabit kur rejimi konusunda çok fazla ısrar edilmesi söz konusu olamayacaktır. Bu noktada para ya devalüe edilir ya da dalgalanmaya bırakılır.³¹

Birinci nesil modele göre kriz, yanlış makro ekonomik politikaların bir sonucu olup ve paranın reel olarak aşırı değerlendirilmesi, cari işlemler bilançosundaki artan açık ve

³⁰ Gökhan Karabulut, “Gelişmekte Olan Ülkelerde Krizlerin Nedenleri”, Der Yayınları, 2002, s.s.86-87.

³¹ Muhammet Akdiş, “Global Finansal Sistem Finansal Krizler ve Türkiye”, İstanbul: Beta Yayınevi, 2000, s.s. 95-97.

rezervlerdeki ciddi azalma ile birlikte öngörülebilir. Sahip olduğu iyi yanlara rağmen Kanonik Model pek çok iktisatçı tarafından reel krizlerde yaşanan olayları gerçekçi bir biçimde yansıtmadığı konusunda eleştirilmektedir.

Birinci nesil modele örnek olarak, Meksika 1982 krizi verilebilmektedir. Sabit kur sistemine bağlı olarak uygulanan makroekonomik politikaların tutarsız ve rezerv düzeyini azaltmaya yönelik olması krizin oluşmasında önemli bir etkidir. Petrol endüstrisindeki hızlı büyüme ve buna bağlı olarak imalat sanayisinin en yüksek imalat üretim rakamlarına ulaşması 1982 yılının başında gerçekleşmiştir. Gelir düzeyinde yüksek artış sağlansa da yanlış hükümet politikaları ve buna bağlı harcamalar bütçe açığını meydana getirmiştir. Merkez Bankası bütçe açıklarını kapamaya çalışırken rezerv kaybı meydana gelmiş ve sonuçta yaşanan krizle birlikte sabit kur sisteminden vazgeçilmek zorunda kalınmıştır.³²

1.5.2. İkinci Nesil Modeller

Bir grup iktisatçı tarafından Kanonik Model'in yetersizliklerinin giderilmesi amacıyla "İkinci Nesil Kriz Modelleri" şeklinde anılan model geliştirilmiştir. İkinci nesil krizlerin üç ana bileşeni bulunmaktadır. Bunlar;

- Kamunun sabit kur politikasını sürdürmek istemesinin mutlaka bir nedeni bulunmaktadır.
- İzlenen sabit döviz kuru politikası nedeniyle katlanılmış olan belirli bir maliyet bulunmaktadır. Bu maliyet sabit kurdan çıkmayı zorlaştırmaktadır.
- İktisadi birimlerin beklentileri önem kazanmaktadır.

Bu model daha çok makroekonomik politika problemlerine vurgu yapmaktadır. Avrupa Para Krizini ortaya çıkaran olgu, makroekonomik politikaların sürdürülebilirliği

³² Aydan Kansu, "Döviz Kuru Sistemleri ve Döviz Krizleri Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri", Aralık 2006, s.82.

beklentisinde ortaya çıkan ani değişimlerdir. Bu modelde ekonomik göstergeler bir krizi göstermese dahi, kriz çıkabileceğini ortaya koyan modellerdir.

1990'lı yıllarda yaşanan krizler, İkinci Nesil Krizler olarak adlandırılmaktadır. Bu krizler, ekonomide önemli bir dengesizlik olmasa bile spekülâtorlerin dövizle doğru spekülâtif atağı karşısında, yetkili organların dövizle ilgili gerekli önlemleri almamaları sonucu doğmaktadır. Şöyle ki; zayıf döviz kuru piyasalarında, ülke parası kısa pozisyonda olan ve sayıları oldukça fazla olan satıcıların portföylerini yeniden tahsis etme çabaları yerli paraya karşı ekonomide önemli bir dengesizlik olmasa bile, spekülâtorlerin dövizle doğru ataklarına rağmen yetkili organların dövizle ilgili gerekli önlemleri almamaları sonucu doğan bir hareket başlatır.³³

Makro değişkenler iktisadi bozulmayı işaret etmese de, ikinci nesil finansal kriz modellerine göre gerçekte olmayan fakat beklenen politika değişimlerine iştirak edilmesiyle oluşan spekülâtif ortam kriz olgusunu da beraberinde getirecektir. Zayıf makro değişkenler krizi tahmin için yeterli değildir. Bu modeller, beklentilerdeki değişmeye neyin ya da nelerin neden olduğu konusuna tam manasıyla bir açıklık getirmezler.³⁴

1990'ların başında, bir çok Avrupa ülkesi paralarını sabit pariteden Avrupa Para Birimi (The European Currency Unit- ECU)'ye bağlamışlardır. İspanya, İngiltere ve İtalya makro değişkenlerinde önemli bir bozulma olmamasına rağmen 1992-1993 döneminde sabit kur sistemi altında kriz olgusu ile birlikte yaşadılar.

İkinci nesil modele ilk örnek ERM (Exchange Rate Mechanism-Döviz Kuru Mekanizması) krizi olmuştur. Birinci nesilden farklı olarak bütçe açıkları para basılarak karşılanmamış, sabit kuru sürdürmek için rezervler azalmamış olsa bile ERM krizi rezervlerin normal olduğu zamanda bile olumsuz beklentiler sonucu oluşan yeni bir kriz türü olarak ortaya çıkmıştır. Yüksek faizin sonucunda oluşan işsizlik sorunu 1992 yılına

³³ Fatih Özatay, "Currency Crises In Turkey", İstanbul: Yapı Kredi Bank Economic Review, 1996, s.25.

³⁴ P. Pesenti, ve C. Tille, "The Economics Of Currency Crises And Contagion: An Introduction", Economic Policy Review (Federal Reserve Bank of New York), 2000, s.6.

doğru devalüasyon olasılığının artmasına ve faiz oranlarının yükselmesine sebep olmuştur. Bu politikaların sonucu olarak devalüasyon beklentisi engellenememiş ve 1992 yılının Eylül ayında ERM krizi yaşanmıştır.³⁵

Birinci nesil ve ikinci nesil finansal kriz modelleri karşılaştırıldığında aşağıdaki farklar elde edilebilir:³⁶

- Birinci kuşak modelde hükümet sabit döviz kurunu sadece döviz rezervlerine sahip olduğu sürece devam ettirebilir. Spekülatif saldırı sonucunda rezervler tükendiği zaman, otoritelerin sabit kuru bitirmekten başka şansı bulunmamaktadır. Yani hükümet sabit kurdan vazgeçmek zorunda kalmakta ve sistemin çöküşü teknik bir nedene dayanmaktadır. Fakat ikinci kuşak modelde kur sisteminin çöküşü teknik bir nedene bağlı değildir. Merkez Bankası'nın rezerv düzeyi veya dış borçlanma kabiliyetine herhangi bir rol verilmemiştir. Hükümet, ekonomik ve politik düşünceleri doğrultusunda sabit kurdan vazgeçmeyi tercih etmektedir.
- Birinci kuşak modelde krizin oluşumu uluslararası rezervler gibi temel yapı değişkenleri tarafından açıklanmaktadır. Fakat ikinci kuşak modelde temel yapıda kayda değer bir değişme olmaksızın kendi kendini besleyen bekleyişler nedeniyle kriz ortaya çıkabilmektedir.
- Birinci kuşak modelde kriz, aşırı genişletici politikalar ile rezervlerdeki azalmayı izlemektedir. Spekülatif saldırının oluş zamanının, rezervlerdeki tükenme biçiminde teknik bir nedene bağlı olması, sistemin çöküşünü öngörülebilir kılmaktadır. Fakat ikinci kuşak modelde sistemin çöküşü hükümetin kararına bağlıdır ve bu kararda etkili olan faktörlerin bir kısmını ölçmek kolay değildir.

³⁵ Kansu, a.g.e, s.s.117-118.

³⁶ Cemil Varlık, "İkiz krizler: Para Krizleri ile Bankacılık Krizleri Arasındaki Bağlantılar", **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, Sayı: 42-43, 2002, s.s.161-163.

Bu nedenle temel yapıda önemli bir değişme olmaksızın ortaya çıkan kendi kendini besleyen krizlerin öngörülmesi oldukça güç olabilir.

- Birinci kuşak modelde spekülâtif saldırı sadece kaçınılmazı öne almaktadır. Çünkü saldırı olsa da olmasa da, tutarsız politikaların varlığında, eninde sonunda devalüasyon olması kaçınılmazdır. Fakat ikinci kuşak modelde spekülâtif saldırının kendisi devalüasyonu hızlandırabilir. Fakat spekülâtif saldırının olmadığı durumda sabit kur belirsiz olarak sürdürülebilir ve bu yüzden devalüasyon kaçınılmaz değildir.

1.5.3. Üçüncü Nesil Modeller

1997 yılında Asya ülkelerinde patlak vermesine karşın küresel anlamda pek çok dünya ekonomisinin ciddi boyutlarda etkilenmesine sahne olan Asya Krizine ilişkin görüşlerin geliştirilmesine paralel olarak özellikle Asya Krizinin açıklanmasında diğer finansal kriz modellerinin yetersiz kalmasının neticesinde Üçüncü Nesil Finansal Kriz Modellerinden bahsedilmeye başlanmıştır.³⁷

Üçüncü nesil finansal kriz modellerinin, birinci ve ikinci nesil finansal kriz modellerinin bileşiminden oluştuğu düşüncesinden hareketle hükümet ile büyük sermayeli şirketlerin arasındaki iktisadi ilişkilerin krizlere yol açtığından söz edilmektedir. Birinci nesil finansal kriz modelinde sakıncalı unsurun nasıl ki, mali genişleme olduğu yolundaki iddialar ön plana çıkıyorsa, üçüncü nesil finansal kriz modelinde ise hükümet ile büyük sermayeli işletmeler arasındaki ilişkilerin sakıncalı olduğu ve krize yol açtığı ifade edilmektedir. Modelin ikinci ayağında ise fiyatlardaki ve ekonomideki tıkanıklığın ikinci nesil finansal kriz modelleriyle açıklandığı ifade edilmektedir.³⁸

³⁷ Craig Burnside, "Understanding The Korean And Thai Currency Crises, Economic Perspectives", 2000 3rd Quarter, Vol. 24, Issue 3, 2000, s.24.

³⁸ Wing Thye Woo, The Unorthodox Origins of The Asian Currency Crisis, ASEAN Economic Bulletin, March 2000, s.17.

Sermaye akımlarının serbest olduğu bir ekonomide, hükümet bankaların ya da şirketlerin yurtdışından aldıkları borçlara, doğrudan ya da dolaylı şekilde garanti vermektedir. Ancak hükümetin, finansal birimleri kontrol etme yetersizliği sonucu, ciddi ahlaki riziko (moral hazard) problemleri ortaya çıkmaktadır. 1980 ve 1990'lı yıllarda yaşanan krizleri açıklamaya çalışın bu modeller krizin çeşitli kaynaklardan beslendiğini ortaya koymuşlardır. Bunlardan başlıcaları; kamu maliyesi açıkları, dış ticaret bilançosu göstergeleri, döviz kurunda meydana gelen bozulmalar, spekülasyon sermaye atakları ve yapısal nedenlerdir. Bu nedenle dünyanın çeşitli bölgelerinde özellikle kırılgan ekonomiye sahip ekonomileri krizle sarsmaktadır. Krizlerin negatif etkilerini azaltmak, krizden korunmak, krizi yönetmek adına krizi önceden haber veren çeşitli göstergeler kullanılmıştır. Kriz öncü göstergelerle tahmin edilmeye çalışılmıştır. Bunlardan başlıcaları; mali göstergeler, parasal göstergeler, dış ticaret hareketleri ve reel ekonomi göstergeleridir.

Üçüncü nesile örnek olarak 1997 Asya Krizi verilebilir. 1993 yılında Hong Kong ve Japonya dışındaki tüm Asya ülkeleri yönetimli veya sabit kur sistemi uygulamıştır. Asya ülkelerinde uygulanan yüksek faiz oranları bu ülkelere sermaye girişini hızlandırmıştır. Sermaye girişinin artması merkez bankasını sabit kur veya esnek kur arasında seçim yapmasına sebep olmuştur. Asya ülkelerinin birçoğu sabit kur sistemini tercih etmişler ve bunun sonucunda 2 Temmuz 1997 tarihinde Tayland bahtının devalüe edilmesiyle kriz resmen başlamıştır. Tayland'daki kriz diğer Asya ülkelere de sıçrayarak devam etmiştir. Esnek kur yerine sabit kur uygulama yolu tercih edilmiştir. Bu durum, esnek kurun tercih edilmesiyle birlikte krizi meydana getiren birçok unsurun oluşmamış ve böyle bir krizin meydana gelmesi önlenmiş olacaktı görüşünü kuvvetlendirmiştir.³⁹

³⁹ Kansu, a.g.e, s.s.149-150.

İKİNCİ BÖLÜM

SEÇİLMİŞ GÜNEY AMERİKA ÜLKELERİNDE ve TÜRKİYE'DE YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER

Gelişmekte olan ülkeler 1980'lerin sonu ve 1990'larda bir yandan finansal serbestleşmeyi benimseyerek dünya finansal piyasalarına entegre olmuş, diğer yandan ise enflasyonu düşürerek makroekonomik istikrarı ve sağlıklı büyümeyi yakalamaya çalışmışlardır. Bu amaç doğrultusunda uzun süreli ekonomik istikrarsızlığın hakim olduğu Latin Amerika ülkelerinden Meksika ve Arjantin ile Türkiye döviz kurunu çıpa 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. 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. Her üç ülke krizlerinde etkili olan faktörlerin anlaşılması gelecekte olası krizleri önlemede önemlidir.

Bu çerçevede, çalışmanın ikinci bölümünde Latin Amerika ülkelerinden Meksika ve Arjantin ile Türkiye ekonomilerinin tarihsel gelişimi özetlenecek, üç ülkede de yaşanan finansal krizlerin oluşumuna neden olan etkenler ve krizlerin gelişim süreci açıklanarak söz konusu ülkelerde yaşanan finansal krizlerin analizi yapılacaktır.

2.1. 1994 Meksika Krizi

2.1.1. Meksika Ekonomisinin Tarihsel Gelişimi

1950'li yılların ortalarından 1970'li yıllara kadar olan dönem dikkate alındığında Meksika finansal istikrar ve büyüme sembolü olarak kabul edilen bir ülkedir. Döviz kurunun A.B.D. Dolar'ına sabitlendiği, orta düzeyde enflasyonun seyrettiği, konvertibilite üzerine herhangi bir kısıtın bulunmadığı ve kişi başına düşen

reel milli gelirin yüksek olduğu bir ekonomik ortam bulunmaktaydı. 1970’li yıllarda finansal istikrar, petrol fiyatlarındaki artış ile birlikte sonlanmaya başlamıştı. Petrol fiyatlarındaki artış petrol ihraç gelirlerini artırarak mali disiplinde ciddi bozulmaya neden olmuştur. Bu yolla bütçede oluşan ek kaynak ihtiyacı genişlemeci politikaları beraberinde getirerek kamu borçlarını arttırmış, ülke para birimi aşırı değerli hale gelmiş ve yurt dışına sermaye kaçışları başlamıştır. Hızla artan kamu borcunu önce finansal sistemin ardından da döviz kuru rejiminin çöküşü takip etmiştir.⁴⁰

Tablo 1, 1955-1993 yılları arasında Meksika’da kişi başına düşen milli gelirin ve enflasyonun gelişimini göstermektedir.

Tablo 2: Meksika’nın Uzun Dönemli Ekonomik Performansı (1955-1993)

Dönem	Kişi Başına GSYİH(Ort.)	Tüketici Fiyatları Endeksi (Ort.)
1955-1972	3,1	3,6
1973-1981	3,6	20,6
1982-1988	-2,0	86,2
1989-1992	1,5	21,1
1993	-1,2	9,7

Kaynak: Dornbusch ve Werner, “Mexico: Stabilization, Reform, and No Growth, Brookings Papers on Economic Activity”, 1994, s.256

Meksika’da 1980’li yılların başlarında uygulanmaya başlanan liberalleşme politikaları, 1987 yılında Ekonomik Dayanışma (Birlik) Paketi’nin imzalanması ile hız kazandığından, 1994 krizi öncesi Meksika ekonomisini Pacto öncesi dönem ve Pacto sonrası dönem olarak iki kısımda özetlemek mümkündür.

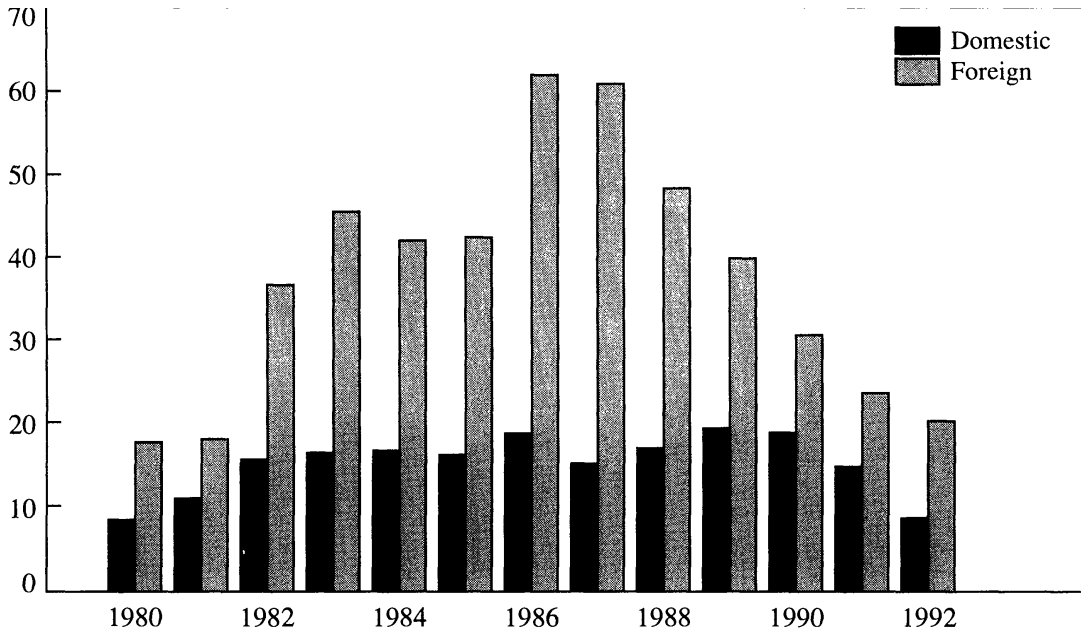
2.1.1.1. Pacto Öncesi Dönem

Meksika’da 1973 ve 1976-1977 krizi arasında büyümeye dönük kamu harcamaları ve ithal ikamesi olanaklarının daraldığı ve yine yüksek büyüme ile ilk

⁴⁰ Rudiger Dornbusch ve Alejandro Werner, “Mexico: Stabilization, Reform, and No Growth, Brookings Papers on Economic Activity”, Vol. 1994, No. 1., 1994, s.s. 253-257.

döneme göre yüksek enflasyonun olduğu bir dönem söz konusu olmuştur. 1978-1981 yılları arası ise, büyük petrol gelirlerine dayanan yüksek büyüme dönemi olarak ifade edilmektedir. 1981 yılına gelindiğinde Meksika ihracatının içindeki petrol ihracatının payı %70' e ulaştığı ve petrol dışı ticaret dengesi hızla bozulduğu için dış borçlar hızla uyarı vermeye başlamış ve yılın ortalarında petrol fiyatları düşmeye başlamıştır. 1982 yılına kadar olan dönem içerisinde Meksika GSYİH'sının %49'u oranında dış borç almıştır. Büyük cari açıklar nedeniyle oluşan bu dış borçlanma ihtiyacı kurdaki aşırı değerlenme, finans sektöründeki problemler gibi nedenlerle artmıştır.⁴¹ Bu kapsamda kamu borçları içerisinde yurtiçi ve yurtdışı borçlanmanın görülmesi için şekilde, Meksika ekonomisinin 1980-1992 döneminde kamu borçlarının gelişimi gösterilmektedir.

Grafik 1: Meksika'da 1980-1992 Döneminde Kamu Borçlarının GSYİH İçindeki Payı



Kaynak: Dornbusch ve Werner, "Mexico: Stabilization, Reform, and No Growth, Brookings Papers on Economic Activity", 1994, s.261

⁴¹ Dornbusch ve Werner, a.g.e., s. 261

Latin Amerika ülkelerinin pek çoğu gibi Meksika da 1982 yılının Ağustos ayında ciddi bir borç krizi içerisine girerek dış borçlarını ödeyemeyeceğini açıklamıştır. Meksika'nın petrol ihraç eden bir ülke olarak içine düştüğü bu borç krizi yıllar boyunca yaşayacağı ekonomik zorlukların başlangıcı olmuştur.

Meksika, 1983 yılında borç erteleme için yapılan pazarlıkla birlikte ortodoks bir istikrar uygulamaya başlamıştır. Çok taraflı uluslararası kurumları memnun eder nitelikte olan piyasa merkezli reformlar ile ithal ikameci sanayileşme stratejisi terk edilerek, devletin ekonomideki rolü yeniden tanımlanmıştır. 1985 yılına kadar, Meksika'da ekonomiyi stabilize edebilmek için devlet kontrolleri ile geleneksel sıkı para politikaları uygulanmıştır. Bu çerçevede, bankalar devletleştirilmiş, ithalat kısıtlama politikaları ile bütçe açıkları azaltılmaya çalışılmıştır. Ancak 1982-1985 dönemi arasında uygulanan bu politikalar istenilen sonucu verememiş, mali disiplini sağlama gayreti yetersiz kalmış, nihayetinde finansal piyasalara güven oluşmamıştır.

Grafik 1'den de görüleceği gibi kamu sektörü borcu yüksek kalmış, artan enflasyon ve yüksek faiz oranlarının oluşturduğu bir ortamda faiz ödemelerinin GSYİH'ya oranı ve kamu açığı da yüksek kalmaya devam etmiş, 1985 yılında yüksek kamu borcu, yüksek faiz ve enflasyon oranları altında ikinci bir kriz yaşanmıştır. Patlak veren ikinci kriz ile birlikte, hükümet Meksika ekonomisinin temellerine dair reformlara ihtiyaç duyulduğuna ikna olmuş, 1986 yılında bozulan ekonomik durumu iyileştirmek için IMF ile stand-by anlaşması yapılarak yeni bir ekonomik program uygulamaya konmuştur. 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 reformlar sürerken enflasyonda ciddi bir artış yaşanmış ve 1987 yılında enflasyon üç haneli rakamlara ulaşmıştır.⁴²

2.1.1.2. Pacto Sonrası Dönem (1987-1994)

Meksika’da 1987’de borsada çöküş yaşanmış; ardından hükümet, işçiler, tarım üreticileri ve iş dünyasından temsilcilerin ortak katılımıyla Ekonomik Dayanışma Paketi (Pacto-the Pact for Economic Solidarity) ilan edilmiştir. Temel amacı enflasyonu düşürmek olan 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 çıpasına 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.⁴³

1987-1994 yılları arasına bakıldığında, Pacto çerçevesinde hükümet yetkililerinin işçi sendikaları ve özel sektör temsilcileri ile yıllık veya altı aylık dönemler için asgari ücret ve döviz kuru artış oranları ile temel kamu sektörü fiyatlarını belirlemek üzere bir araya geldikleri görülmüştür. Söz konusu dönemde, devalüasyon oranları beklenen enflasyon oranlarından daha aşağıda belirlendiği ve genelde enflasyon beklentilerin üzerinde gerçekleştiği için reel döviz kuru hızla değerlenmiş, benzer şekilde aynı periyotta imalat sektörü reel ücretleri önemli ölçüde yükselmiştir.

Meksika ekonomik verilerine bakıldığında, 1987 yılında %100’ün üzerinde seyreden enflasyon oranının 1991 yılında %23’e, 1993 yılında ise %9’a düştüğü

⁴² Anne Krueger ve Aaron Tornell, “The Role of Bank Restructuring in Recovering From Crises: Mexico 1995-1998”, Nber Working Paper Series, 7042, March 1999, s.s. 1-7.

⁴³ Sebastian Edwards, “The Mexican Peso Crises: How Much Did We Know? When Did We Know It?”, NBER Working Paper: 6334, December 1997, s.3.

görülmektedir. 1986 yılında ihracatın % 423'üne ulaşan borç servisi, 1993 yılında % 205'e; 1982'de % 40.4 olan dış borç faiz ödemelerinin ihracat gelirlerine oranı, 1993'de %10.9'a gerilemiştir. Enflasyon ve dış borç oranlarındaki rakamsal gelişmelerden de görüleceği üzere uygulanan program fiyat istikrarı ve mali disiplini sağlama anlamında başarılı olmuştur. Bütçe dengesi tam olarak sağlanmış ve enflasyon hedeflendiği gibi tek haneli rakamlara düşürülmüştür. Dış borçtaki olumlu gelişmeler Meksika'ya uluslararası finansal piyasaların kapısını açmış, 1990-1993 döneminde ortalamada GSYİH'nın %6'sı tutarında sermaye girişi yaşanmıştır.

Otoriteler tarafından mali disiplin rejimi reformlarına ek olarak ekonominin her alanında kapsamlı bir reform süreci başlatılmıştır. Söz konusu reformlar çerçevesinde kamu sektörünün rolü azaltılarak, 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- Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması)'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. 1990 yılında ABD ile serbest ticaret antlaşması olan NAFTA'nın görüşülmeye başlanması ile, reformların ters tepmesi olasılığının azaldığı düşüncesi ile iş dünyasında güven artarak yatırım artışlarına sebep olmuş, ABD faiz oranlarının düşmesi ile Meksika'ya portföy yatırımları hızlanmıştır.

1988-1994 yılları arasındaki dönemde, tüm olumlu gelişmelere ve yapılan reformlara rağmen bazı güçlükler söz konusudur. Bu güçlüklerden bir tanesi yapılan reformlara rağmen Meksika'nın büyüme hızı ve ekonomik performansının göreceli olarak düşük kalmasıdır. 1993'e kadar neredeyse hiç verimlilik artışı sağlanamamış, ihracattaki büyüme sınırlı kalmış, reel kur değerlenmiş, özel tasarruflar ciddi biçimde azalmıştır. Ek olarak yoksulluk ve gelir dağılımındaki adaletsizlik sorun oluşturmaya devam etmiştir. Diğer taraftan otoriteler sermayenin kalıcı olduğu düşüncesi ile, cari açığa yol açan döviz kurunun sürdürülmesine izin vermişler, cari işlemler hesabı 1986-

1988 yıllarında dengedeysen, 1994 yılında 30 milyar A.B.D. Dolar'ı tutarında açık vermiştir. GSYİH'nın %8'ini bulan bu açık, yurt içi tasarruflardaki düşüşle açıklanmaktadır. GSYİH'nın % 22'sinden %16'sına gerileyen yurtiçi tasarruflara karşılık, yatırımların GSYİH'ya oranı neredeyse sabit kalmıştır.⁴⁴

2.1.2. 1994 Meksika Krizinin Başlangıcı ve Temel Nedenleri

Latin Amerika ülkelerinin geleneksel problemi olan yüksek enflasyon ve istikrarsızlık, Meksika'nın da temel sorunlarından birisi olmuştur. Meksika krizi, bir çok iktisatçıya göre 21. yüzyılın ilk finansal krizidir. Meksika'daki yüksek faiz oranları, uzun dönem borçlarını ödeyebilecek şekilde olumlu görünüm ve gerçek değerinin altında işlem gören Meksika Peso'suna rağmen yabancı yatırımcılar, Meksika'ya yatırımlarını durdurmuşlardır. Bunun başlıca nedeni olarak yüksek enflasyondan dolayı Meksika'nın borçlarını geri ödeyemeyecek durumuna gelmesi olarak düşünülmüştür. Bu gelişme Peso'nun da hızla değer kaybetmesine neden olmuştur.

1950'lerin ortasından 1970'lere kadar olan dönem içinde Meksika bir finansal istikrar ve büyüme sembolü olarak görülmektedir. Döviz kurunun A.B.D. Dolar'ına sabitlendiği; enflasyonun orta düzeyde seyrettiği, konvertibilite üzerinde herhangi bir kısıtlamanın bulunmadığı ve kişi başına düşen reel milli gelirin yüksek olduğu bir ekonomik ortam mevcuttur. 1982 yılında yaşanan iç borç krizinin ardından ticari bankalar kamulaştırılma yoluna gidilmiştir. 1945'den başlayarak, Meksika döviz kurunu sabitleştirmek için beş farklı girişim gerçekleştirmiştir. Her girişim sonrası ekonomik gelişmeler, Peso'nun reel olarak değer kazanmasına sebep olmuş, dış açıklar önemli boyutlara ulaşmış ve bu gelişmelerin sonucunda devalüasyonlar meydana gelmiştir. Aralık 1988'de yüksek seviyelere ulaşan enflasyon oranını aşağıya çekmek için, döviz kuru tabanlı bir istikrar programı uygulanmaya başlanmıştır. Bu program, sıkı bütçe ve para politikası, kronikleşen enflasyonla mücadele için toplumsal uzlaşmaya dayanan gelirler politikası, hedef enflasyona göre ayarlanacak kamu ürün fiyatları ve yeni

⁴⁴ Krueger ve Tornell, a.g.e, s.s. 6-10.

sözleşmelerde geçmiş enflasyon yerine gelecek için hedeflenen enflasyonun dikkate alınması gibi önlemleri içermiştir.⁴⁵

Yaşanılan krizlerden farklı olarak 1994 Meksika krizi tam anlamıyla olmasa da istikrarın sağlandığı bir ortamda meydana gelmiştir. Meksika, kriz öncesinde kamu maliyesini düzenleme için önemli adımlar atmış, dış borçlarını yeniden yapılandırmış ve birçok reform gerçekleştirmiştir. 1994 yılının başında ABD ile NAFTA Anlaşması ile birlikte dış ticareti serbestleştirme yolunda önemli mesafeler kaydetmesine rağmen tarihinin en ağır finansal ve ekonomik krizini yaşamıştır. Kriz sonrası Peso yarı yarıya değer kaybetmiş, ekonomi hızla küçülmüş, enflasyon hızla artıp yaklaşık 8 kat büyümüştür. Krizin etkisiyle birlikte Meksika ekonomisi ciddi hasar almış ve 421 milyar Dolar büyüklüğündeki ekonomi kriz sonrası 286 milyar Dolara kadar gerilemiştir. Krizin temeli üç sebebe dayanır;

1. Kamu ve özel sektörün dış borçlanmasının hızla artmasıyla birlikte cari açığı kapamak için kısa vade sermaye girişi sağlanması yeterli olmamıştır.

2. Meksika Krizi'nin en önemli sebeplerinden biri Hükümetin likit pozisyonda olamamasıyla birlikte borçların büyük bir kısmının kısa vadeye yoğunlaşması ve hükümetin borçları karşılayamama endişeli bir sürecin ortaya çıkmasıdır.

3. Yaşanan ekonomik gelişmelerden dolayı bankacılık krizi ve diğer önlemlerin alınması gerekliliği ortaya çıkmıştır.⁴⁶

⁴⁵ Metin Toprak , “Yükselen Piyasalarda Finansal Kriz”, **Yeni Türkiye Dergisi**. 42: 854–889, Kasım-Aralık 2001, s.s. 883-885.

⁴⁶ Melih Gürsoy, “Ekonomik ve Finansal Krizler Dünü ve Bugünü”, MG Yayınları, İstanbul, 2009, s.s.164-166.

2.1.3. Kriz Süreci

Kriz öncesindeki son 3 yıla bakıldığında uygulanan programın fiyat istikrarını ve mali disiplini sağlama anlamında başarılı olduğu görülmektedir. Bütçe dengesi tam olarak sağlanmış ve enflasyon hedeflendiği şekilde tek haneli rakamlara düşürülmüştür. 1991 yılında fiyat artış hızı, % 19'a ve 1993'te % 8'e gerilemiştir. Tablo 3'te Meksika'nın temel ekonomik göstergeleri detaylı şekilde gösterilmiş ve tabloya bağlı olarak yorumlanmıştır. Tabloda da görüldüğü gibi, kamu sektörü dengesinde önemli bir iyileşme sağlanmıştır. Borç servisi, 1993 yılında % 205'e; dış borç faiz ödemelerinin ihracat gelirlerine oranı, 1993'de % 10.9'a gerilemiştir. Dış borçtaki olumlu gelişmeler Meksika'ya uluslararası finansal piyasaların kapısını açmıştır. Nitekim 1990-1993 döneminde ortalamada GSYİH'nin % 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'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. Bu dönemde, büyüme oranlarında fazla bir artış yaşanmazken, önemli ekonomik başarılarla imza atılmış, enflasyon düşürülmüş, mali istikrar sağlanmış, ithalat serbestleştirilmiş, temel özelleştirmeler gerçekleştirilmiştir.⁴⁷

⁴⁷ Edwards, a.g.e., s. 25.

Tablo 3: Meksika'nın Temel Ekonomik Göstergeleri (1990-1994)

	1990	1991	1992	1993	1994
Reel Büyüme-GSYİH (%)	4.5	3.6	2.8	0.6	3.5
TÜFE (Yıllık % Değişim)	29.9	18.8	11.9	8.3	7.1
Nominal Döviz Kuru (Yılsonu Peso/Dolar)	2.9	3.1	3.1	3.1	5
Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi (1980=100)	77.4	85.9	93.3	99.3	90.6
Faiz Oranları (28-gün Cetes)	26	16.7	16.9	11.8	30
Cari İşlemler Dengesi (milyar Dolar)	-7.5	-15	-25	-23	-30
Brüt Ulus. Rezervler (milyar Dolar)	10.1	17.9	19.4	25.4	6.3
İhracat Artışı (%)	17.6	1.7	4.4	9.9	13.6
İthalat Artışı (%)	22.9	22.1	26.2	1.5	20.3
Faiz Dışı Bütçe Dengesi/ GSYİH (%)	7.8	5.5	5.4	3.9	2.6
Dış Borç/GSYİH (IMF hariç) (%)	31.7	26.1	22.2	23	24.2
İç Borç/GSYİH (%)	23.5	19.7	12.9	12	13.2

Kaynak: IMF, Data and Statistic, Bloomberg

1990'larla birlikte Meksika gerçekleştirdiği ekonomik reformların başarısı ile örnek gösterilmektedir. Diğer reformist Latin Amerika ülkeleri olan Şili ve Kolombiya'nın büyüme rakamları ile karşılaştırıldığında (sırasıyla % 7.1 ve % 4.1) Meksika'nın % 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. 1993 yılına kadar reel GSYİH'da ancak ortalama yıllık % 3 oranında bir büyüme gerçekleşmiştir. Bu yavaş büyüme kısmen ihracattaki yavaş gelişmeye karşılık hızla büyüyen ithalatın ve bozulan cari işlemler dengesinin bir sonucudur.⁴⁸

Cari işlemler hesabı 1994 yılında 30 milyar A.B.D. Dolarlık bir açık vermiştir. GSYİH'nın % 8'ini bulan bu açık, yurtiçi tasarruflardaki düşüşle açıklanmaktadır. GSYİH'nın % 22'sinden % 16'sına gerileyen yurtiçi tasarruflara karşılık, yatırımların

⁴⁸ Krueger, a.g.e., s.8.

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. Ancak bu derecede düşük bir reel büyüme sadece yapısal değişikliklerle açıklanamaz. Asıl neden, ihracattaki büyümeyi olumsuz etkileyen aşırı değerli reel kurdur.

1994 yılında Meksika ekonomisinin yaşadığı finansal çalkantılarda yurt içi politik şoklar kadar yurt dışı ekonomik şokların da rolü büyüktür. Bu 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.

Yurt dışında ekonomik şartlar Meksika ekonomisinin aleyhine işlerken yurt içinde de olumsuz gelişmeler birbirini izlemiştir. 1994 yılı 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 kâğıtlarının faiz oranları iki katına çıkmıştır.⁴⁹

⁴⁹ Frederic S. Mishkin, "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective", NBER Working Paper No. 5600, Mayıs 1996, s.s.28-30.

Tablo 4 :Meksika Kamu Borcunun GSYİH'ya Oranı (1990-1994) (%)

	1990	1991	1992	1993	1994
Toplam Borç	55.2	45.8	35.1	35	37.4
Dış Borç	31.7	26.1	22.2	23	24.2
İç Borç	23.5	19.7	12.9	12	13.2

Kaynak: Sachs, J., Tornell, A. ve Velasco, A., The Collapse of the Mexican Peso, Working Paper No.5142, Haziran 1995, s.40

2.1.4. Kriz Sonrası Alınan Önlemler ve Uygulanan Politikalar

Meksika Krizi'nin temel nedenleri belirlendikten sonra krizi engellemek ve ekonomideki problemlerin çözülüp güven ortamının tekrar yaratılması için bir önlem paketi hazırlanmıştır. 1994 yılında krizle birlikte yaşanan devalüasyon sonrası ekonomi politikaları üç temel konu üstünde yoğunlaşmıştır:

1. Bankacılık sektörüne ait ödeme gücünün kontrol altına alınması için gereken önlemlerin alınması ve bankalarda bulunan mevduatların korunması,
2. Kamu sektörünün yaklaşık 30 milyar Dolara ulaşan kısa vadeli döviz borçlarının yeniden yapılandırılması,
3. Meksika ekonomisini derinden etkileyen sermaye girişindeki azalışın durdurulup, sermaye girişinin artışı sağlamak amacıyla makroekonomik ayarlamaların yapılmasıdır.⁵⁰

Devalüasyonun ortaya çıkardığı enflasyonist baskının kontrolünün sağlanması için sıkı para politikası uygulanmıştır. Bankacılık sektörünün karşılaştığı problemlerin

⁵⁰ M. A. Savastano, J. Roldos ve J. Santaella, "Factors Behind the Financial Crisis in Mexico", IMF World Economic Outlook, Annex 1, Washinton DC: IMF, 90-97 , Mayıs 1995, s.34.

özölmesi için özel programlar hazırlanması ve bunun sonucunda oluşacak maliyetlerin maliye politikasında yapılacak ayarlamalarla uzun bir döneme yayılarak karşılanması öngörölmüştür. Dalgalı döviz kuru rejiminde enflasyonun düşürölmesi para politikasının tek hedefi olarak belirlenmiştir. Para politikasında bankacılık sektöründe yaşanabilecek ekonomik problemlerin ortadan kaldırılması koşuluyla enflasyon hedefi seçilmiştir.

1994-1995 yılları arasında faiz öncesi dendedeki artış sonucu maliye politikaları sıkılaştırılmıştır. Bankacılık sektörünün eski sağlıklı yapısına dönmesi için ek mali önlemler ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Sıkı para ve maliye politikaları ile birlikte harcamalarda yapılan ayarlamalar sayesinde cari işlemler dengesinde ve dövizin istikrara kavuşturulması için gerekli adımlar atılmıştır. Ülke borçlarının kredibilitesi kullandırılan kredilerin geri dönüşümü açısından önem taşıdığından Meksika Hükümeti 52 milyar Dolarlık bir acil yardım desteğı için uluslararası kreditorlerle anlaşmıştır. Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund-IMF) ve Döviz Stabilizasyon Fonu (Exchange Stabilization Fund) başlıca kreditorler arasındadır.

Meksika Hükümeti, kriz sonrası Bankacılık sektöründeki sorunların çözümü için bazı düzenlemeler getirmiştir; Bu düzenlemelerle birlikte Meksika bankacılık sektörünün sağlam bir yapıya sahip olması planlanmıştır. Başlıca alınan kararlar şu şekildedir;

- Bankacılık sektöründeki denetim ve düzenlemelerin güçlendirilmesi,
- Merkez bankasının ödünç verme fonksiyonunun azaltılması,
- Bankacılık sektörünün tekrar yapılandırma maliyetinin mali bir olgu olarak ele alınması,
- Bankacılık sisteminde sistematik riskin önlenmesi,

- Ahlaki bozulma riskinin en aza indirilmesi amaçlanmıştır.⁵¹

Meksika 1994 yılında yaşadığı döviz krizinin ardından önceden belirlenen kur rejimini yerine dalgalı kur rejimine geçmiş ve para politikasını yeniden şekillendirmiştir. Yeni para politikası ile birlikte orta dönemli fiyat istikrarı sağlanması amaçlanmıştır. Meksika'nın para politikası ve hedeflerinin aşağıdaki gibi düzenlenmesine karar verilmiştir;

- Yıl bazında enflasyon hedefleri belirlenip uygulanması,
- Para tabanına ait kurallar, net uluslararası rezerv birikimi ve net iç kredilerdeki değişime ilişkin taahhütlere yer verilmesi,
- Enflasyon hedeflerinin gerçekleştirilmesine yönelik olarak şoklar karşısında merkez bankasının sağduyu kullanma hakkının sağlanması hedeflenmiştir.⁵²

Tablo 5: Meksika Kur Rejimi Uygulamaları (1991-1994)

TARİH	DÖVİZ KURU SİSTEMİ	YORUM
11 Kasım 1991-Nisan 1992	Dolara Bağlı Yönlendirilmiş Sabit Parite	Resmi düzenleme ile genişletilen yönlendirilmiş sabit aralık sistemi getirilmiştir.
Mayıs 1992-Ocak 1994	Dolara Bağlı Kur	Resmi olarak bant vardır. Üst limit 1992'de % 2.4,1993'te %4,7'dir.
Şubat 1994-22 Aralık 1994	Önceden Duyurulan Dolara Bağlı Yönlendirilmiş Sabit Aralık	

Kaynak: Reinhart-Rogoff, The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation, NBER, WP 8963, 2002, s.85

Meksika enflasyon seviyesinde yavaş ancak istikrarlı bir düşüş hedeflemiştir. Meksika'da dalgalı döviz kuruna geçiş sonrası diğer uygulanan ülkelerdeki gibi döviz

⁵¹ M. A. Savastano, J. Roldos ve J. Santaella, "Factors Behind the Financial Crisis in Mexico", IMF World Economic Outlook, Annex 1, Washinton DC: IMF, 90-97 , Mayıs 1995, s.49.

⁵² Gürsoy, a.g.e, s.s.84-85.

kurunda istikrarlı bir seyir izlenmiştir. Dalgalı döviz kuru sayesinde kısa dönemli sermaye hareketlerinde caydırıcı olunmuştur. Meksika hükümeti, 1994 Meksika krizi sonucunda yaşanan kötü ekonomik sonuçlarla birlikte dalgalı kur rejiminin sürdürülebilir tek rejim olduğuna karar vermiş ve uygulamaya geçirmiştir. Dalgalı kur rejimi uygulanmasından evvel krizin temel nedenleri Meksika Hükümetinin yanlış uygulanan politikaları olarak kabul edilmiştir

Kriz sonrasında Meksika ekonomisinin genel görünümüne bakıldığında, Meksika'nın Merkez Bankası Banco de Mexico ve IMF internet sayfalarından edinilen bilgilere göre, enflasyon oranının krizin patlak verdiği 1994 yılında %7 iken 1995 yılında %35'lere çıktığı görülmektedir. 1996 yılından başlayarak 1998 yılına kadar %20'lerin üzerinde seyreden enflasyon oranı 1998 yılı ile birlikte %16'ya gerilediği gözlemlenmiştir. Meksika deneyimi uzun dönemli istikrar için birbiriyle uyumlu makro ekonomik politikaların sürdürülmesinin önemini ortaya koymaktadır. 1994–2000 döneminde dalgalı döviz kuru rejimi enflasyonun çift haneli rakamlardan tek haneli bir rakama çekilmesinde ve Meksika ekonomisinin bu süreç içinde nispi olarak yüksek büyüme performansı göstermesinde bir engel teşkil etmemiştir.

2.2. Arjantin Krizi

2.2.1. Arjantin Ekonomisinin Tarihsel Gelişimi

Avrupa sermayesi için çok gözde bir yer olan Arjantin, aynı zamanda Avrupa'dan daha çok iş olanağı sağladığı için göçmenlerin de gitmek istedikleri bir ülkedir. Ticaretin merkezi olan Buenos Aires aynı zamanda, İngilizlerin inşa ettiği demiryolu ağı ile ülke buğday ve etinin ihraç edildiği büyük bir limandır.

I. Dünya Savaşı'ndan önceki dönemde yabancı sermayenin, özellikle İngiliz yatırımcıların en gözde ülkesi olan Arjantin'de 1913'de sermayenin yarısı yabancıların elinde bulunmaktaydı. 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. Arjantin bu yıllarda finansal gelişme açısından dünyada ilk 6 ülke arasında yer almış, “çekirdek ülkeler” olarak adlandırılan İngiltere, Almanya ve ABD arasına girmeye en güçlü aday olarak gösterilmiştir. Ancak, I. Dünya Savaşı sırasında ve sonrasında yabancı sermaye girişi sekteye uğramış, yatırımları finanse edecek olan yurt içi tasarruf istenen ölçüde artmayarak büyümenin düşmesine neden olmuştur. Savaş sonrası dönemde mali sistemin yeterince etkin çalışmadığı görülmüştür.⁵³

İkinci Dünya savaşının ardından diğer Latin Amerika ülkeleri gibi Arjantin de dışa kapalı bir büyüme modeli izleyerek yatırımlarını yurt içi tasarruflarla finanse etmiştir. Sermaye hareketleri üzerine konulan sınırlamalar maliyetleri artırarak Arjantin gibi sermaye stoğu az bir ülkenin büyümesini olumsuz etkilemiştir. Sermayede görece fiyat yapısının değişmesi ve dünya fiyatlarından sapmanın sonucunda oluşan düşük sermaye getirisi ve kısıtlı sermaye girişi düşük bir büyüme performansına neden olmuştur. Arjantin ekonomisi 1930’larda yeniden toparlanmaya başlamıştır. 1930’lara gelindiğinde ülke dünyanın en büyük ihracatçısı durumuna gelmiş ve kişi başına milli geliri ise Fransa’yla aynı duruma ulaşarak büyük bir ekonomik güç halini almıştır. 1940’lara gelindiğinde uygulanan politikalar büyük kamu açıklarını, enflasyonda artışı ve ekonomik durgunluğu beraberinde getirmiştir.⁵⁴

1940’lı yıllarda dış ticarete bir takım önlemler alarak verimsiz sanayi kollarının yaşamasını sağlamış olan Arjantin, bu dönemdeki kaotik rejim bunalımlarıyla birlikte uluslararası ortamdan izolasyona uğrama süreci yaşamış bu arada ekonomisi gittikçe bozulmuştur. 1940’larda uygulanan politikalar büyük kamu açıklarını, enflasyonda artışı ve ekonomik durgunluğu beraberinde getirmiş, İkinci Dünya Savaşı’nı takip eden dönemde, Arjantin kronik enflasyonun etkisi altında kalmıştır. Enflasyonu dünya ülkeleri seviyesine çekmek amacıyla bir çok kez döviz kurunun

⁵³ Yasemin Türker Kaya, “Bankacılık Sektöründe Yeniden Yapılandırma: Arjantin Örneği”, BDDK, MSPD Çalışma Raporları, No: 2001\2, 2001, s.3.

⁵⁴ Alan Taylor, “Argentina and the World Capital Market,: Saving, Investment and International Capital Mobility in the Twentieth Century”, NBER Working Paper No: 6302, 1997, s.13.

nominal çıpa olarak kabul edildiği istikrar programları uygulamaya geçirilmiş, ancak bu programların hepsi para krizleri ile sonuçlanmıştır.

1970’li yıllarda Arjantin’de para basılarak finanse edilen bütçe açıkları sonucunda enflasyon hızla yükselmeye başlamış, yaşanan makroekonomik istikrarsızlık ekonomideki dolarizasyonu arttırmıştır. Bu dönemde enflasyonun altında kalan negatif faiz oranları nedeniyle bankacılık sektöründe toplanan mevduat miktarı azalmıştır.⁵⁵

1980’lerin sonlarında Arjantin’in süregelen bir durgunluğun içinde ve tasarruf ve yatırım oranlarında 1970-1989 döneminde ciddi bir azalma olduğu görölmektedir. Arjantinliler makroekonomik istikrarın uzun yıllar boyunca sağlanamaması nedeniyle tasarruf ve yatırımlarını yurt dışına kaydırmışlardır. Üretimde verimlilik düşmüş, yoksulluk günden güne artmıştır.

1970’lerin sonundan 1990’lara kadar uzanan dönemde endüstrileşmiş ülke faiz oranlarındaki yükselişler Arjantin’in de içinde olduğu gelişmekte olan ülkelere sermaye akımını başlatmış, bu olumlu gelişme reel kurda aşırı değerlenme ve büyüyen cari açıklar gibi doğru tedbirlerin alınmadığı durumlarda genellikle krizle sonuçlanan olumsuz gelişmeleri de beraberinde getirmiştir. Ülke finansal sisteminin kırılganlığı Arjantin Peso’sunu potansiyel saldırılara daha da açık hale getirmiştir. Tablo 5’te 1960-1995 yılları arasında uygulanan istikrar programları ve yaşanan krizler özetlenmiştir.⁵⁶

Uygulanan programların hepsi enflasyonu düşürüp istikrarı sağlama konusunda başarısız olmuşlardır. Bir sonraki programın bir öncekinden daha yüksek bir enflasyonla sonuçlanmasının temel nedeni bu istikrar programlarının yapısal bir sorun haline gelmiş olan kamu sektörü açığı zamanında ve kalıcı bir şekilde ortadan kaldıramamış olmasıdır.

⁵⁵ Niyazi Erdoğan, “Dünya ve Türkiye’de Finansal Krizler”, Yaklaşım Yayınları, 2002, Ankara, s.70.

⁵⁶ Nada Choueiri ve G. Kaminsky, “Has the Nature of Crises Changed? A Quarter Century of Currency Crises in Argentina”, IMF Working Paper No. 99/152, Kasım 1999, s.s.5-6.

Tablo 6: Arjantin’de Uygulanan İstikrar Programları (1960-1995)

Program Adı	Başlangıç Tarihi	Kriz Tarihi	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
Konvertibilite	Nisan 1991	Mart 1995	0

Kaynak: Choueiri ve Kaminsky, “Has the Nature of Crises Changed? A Quarter Century of Currency Crises in Argentina”, IMF Working Paper No. 99/152, Kasım 1999,s. 6

Arjantin ekonomisindeki bozulma 1980’lerde en yüksek seviyesine ulaşmış, söz konusu dönemde enflasyonu düşürmek için kuru çıpa olarak kullanan dezenflasyon programı uygulanmış, ancak bu program faizleri hızla düşürmüştü de enflasyonu kontrol etmede başarılı olamamıştır. Enflasyon oranı 1980’de %90’lardan 1984’de %700’lere yükselmiştir.⁵⁷

1982 yılında başlayan ve 2,5 ay süren Falkland Savaşı, ardından gelen Meksika’nın yaşadığı borç krizi tüm Latin Amerika ülkelerini etkilediği gibi Arjantin’i de etkilemiş, ülke ekonomisindeki istikrarsızlık kronik hale gelmiştir. Bu durum Arjantin’in uzun yıllar bütçe açıklarını kapatmak için para basma yoluna gitmesine ve hiper enflasyon sürecinin yaşanmasına neden olmuştur. Faizlerin düşmesiyle oluşan negatif reel faizler sonucunda ülkeden hızlı bir sermaye kaçıışı başlamıştır. Sabit kur politikası dış ticareti olumsuz etkilemiş, ihracat azalmış, cari açık hızla büyümüştür. Reel kesim ve firmaların borç geri ödeme gücü zayıflamış; denetim ve gözetim sistemindeki yetersizlik mali yapısı bozuk olan banka ve finansal kurumların krize girmesini hızlandırmıştır. Söz konusu dönemde yaşanan krizin boyutu; yıllık % 12.000’e varan enflasyon, GSYİH’nın %10’unu aşan bütçe açıkları ve sürekli küçülen

⁵⁷ Liliana Rojas-Suarez ve Steven R Weisbrod, “Financial Market Fragilities in Latin America: From Banking Crisis to Current Policy Changes”, IMF Working Paper No:94\117, 1994, s.3.

bir GSYİH olarak görülmekte ve mevcut ekonomik tablonun devam ettirilmesini imkansız hale getirmekteydi.⁵⁸

1970'lerin sonundan 1990'lara kadar uzanan dönemde endüstrileşmiş ülke faiz oranlarındaki düşüşler Arjantin'in de içinde olduğu gelişmekte olan ülkelere 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. Ülke finansal sisteminin kırılganlığı Arjantin Peso'sunu potansiyel saldırılara daha da açık hale getirmiştir.

1989 yılında Carlos Menem'in devlet başkanı seçilmesiyle liberal politikalar izlenmeye başlanmıştır. Ekonomi Bakanlığı'na Domingo Cavallo getirilmiş, Cavallo kamu açıklarını kapatmak ve enflasyonu kontrol altına alabilmek amacıyla para kurulu uygulamasına geçmiştir. 1989 ve 1990 yıllarında yaşanan hiperenflasyonist sürece son verebilmek için Arjantin'de 1991 Nisan ayında Cavallo (Konvertibilite) Programı uygulamaya konularak yeniden yapılandırma süreci başlatılmıştır. Cavallo'nun yapmış olduğu reform hareketleri ile birlikte güven yeniden sağlanmış ve ekonomi büyümeye geçmiştir. 1991-1994 yılları arasında Arjantin ekonomisi yıllık ortalama % 7,7 oranında büyümüştür.⁵⁹

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. Plan parasal, mali, ticaret, kamu sektörü ve sosyal güvenlik reformları olmak üzere ekonominin tümünü içeren kalıcı yapısal tedbirleri bünyesinde barındırmaktaydı.

⁵⁸ A. M. Kiguel, "Structural Reforms in Argentina: Success or Failure", Current Issues in Emerging Market Economies Seminar , Croatian National Bank, Dubrovnik, 2001, s. 4.

⁵⁹ Barış Çiloğlu, "Arjantin Ekonomik Krizi", ASAM, Dünya Ekonomisi Masası, Stratejik Analiz, Cilt 2, Sayı 22, Şubat 2002, s.3.

Planın temel unsurları aşağıdaki gibidir;

- Siyasi çevrelerle uzlaşma sağlanarak kamu maliyesi alanında disiplin sağlanmış ve sürdürülebilir hale getirilmiştir.
- Özelleştirmeye ve yapısal reformlara ağırlık verilmiştir.
- ABD Doları ile yerel para Peso arasındaki parite sabitlenmiştir.
- Merkez Bankası tarafından kamuya kredi açılması yasaklanmıştır.
- Uluslararası rezerv net değışime bağılı para basımı ayarlanmıştır.⁶⁰

1980’li yıllarda diğer Latin Amerika ülkeleri gibi hiperenflasyon ve döviz krizleri yaşayan ve sayısız istikrar programı uygulamaya çalışan Arjantin istikrarı genel olarak 1991 yılında yakalamıştır. 1990 yılında %1334 olan enflasyon oranı 1993 yılında tek haneli rakamlara kadar gerileyebilmiştir. 1990-1999 yılları arasında gelirler %57 artış göstermiş, bu oran Buenos Aires eyaletinde %127’yi bulmuştur. Cavallo programı sonucunda ekonomik büyüme sağlanamamış, son 3 yılda üst üste daralma görülmüştür. Bu durum işsizliğı arttırmakla birlikte vergi gelirlerini de düşürmüştür. Vergi gelirlerindeki azalış ile aynı oranda kamu harcamalarında gerileme sağlanamadığından bütçe açığı artmıştır. Bütçe açığını azaltmak adına iç ve dış borçlanmada artışa gidilmiştir.⁶¹

1994 yılına gelindiğinde, Aralık ayında Meksika’nın yaptığı devalüasyon ile başlayan Tekila Krizi Arjantin ekonomisini olumsuz etkilemiştir. 1982 yılında yaşanan krizde Meksika’nın ardından Arjantin’in de devalüasyon yapmış olması tekrar aynı durumun yaşanacağı endişesini yaratmıştır. Kriz, portföyünde önemli miktarda Meksika hükümet tahvili bulduran Extrader Bankası’nın, mudilerin Meksika’daki

⁶⁰ M. Mussa, “Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy”, Mart 2002, Erişim: Ağustos 2010, http://www.sussex.ac.uk/Units/economics/ma_int2/mussa

⁶¹ Bülent Tanla, “Arjantin Raporu”, Ocak 2002, <http://www.belgenet.com/rapor/arjantin-2.html>, Erişim Tarihi: 16 Ağustos 2010.

devalüasyonun ardından bankaya hücum etmesi sonucunda ödeme gücüne düşmesiyle başlamıştır. Sistemde ciddi bir problem bulunmamasına rağmen kriz yayılmış ve Tekila krizinin etkileri ilk olarak döviz piyasalarını etkilemiş, devalüasyon beklentisi ile Peso hesaplarından Dolar hesaplarına kayma oluşmuştur. Daha sonra başlayan sermaye çıkışı yerli para arzının azalarak bankacılık sisteminde kredi riskinin artmasına neden olmuştur.⁶²

1980-1991 arasında Arjantin ekonomisi, bir dizi kriz, başarısız istikrar programları, kronik enflasyon ve yüksek Dolarizasyon nedenleriyle gelişmemiştir. Ayrıca yüksek kamu kesimi açıkları özel sektörün kullanabileceği fon miktarını azaltarak, kredi piyasasının gelişmesini de engellemiştir. 1991 yılı başında uygulamaya geçen Konvertibilite Planı'ndan sonra yoğun sermaye girişi, Peso'ya olan güvenin tekrar sağlanması ve ekonominin hızla parasallaşması finans sektörünü büyütmüştür.

Tablo 6'da Arjantin'in 1991-2002 yılları arasında temel ekonomik göstergeleri yer almaktadır. 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 yurt dışı şartların rolü de bulunmaktadır.

Tablo 7: Arjantin Ekonomisinin 1991-2002 Dönemi Temel Ekonomik Göstergeleri

	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 Data and Statistics, 2003

⁶² Uyar, a.g.e, s.153.

Tabloda göze çarpan 1998 yılı cari işlemler dengesindeki bozukluk, Rusya'nın Ağustos 1998'de borçlarını kısmi olarak ödemeyeceğini açıklaması ile açıklanabilir. Rusya ile hiç bir ticari ve mali bağı bulunmamasına rağmen Latin Amerika ülkelerinde ani ve beklenmedik sermaye çıkışları ile büyük cari hesap düzeltmeleri yaşanmıştır. Rusya krizinin yaşandığı 1998 yılında Arjantin ekonomisi büyümeye devam etmiş 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, 2001 yılı Arjantin'i krizin başlangıcı olarak nitelendirilebilecek olan uzun süreli bir resesyona sürüklemiştir. 1999 yılından sonra diğer bölge ülkeler sermaye girişi alırken, Arjantin en büyük sermaye çıkışlarını ve spread artışlarını 2000 ve 2001 yılında görmüştür.⁶³

2000 yılı sonu itibariyle %50 seviyesine ulaşan "Borç / GSYİH" oranı diğer Latin Amerika ülkeleri ile karşılaştırıldığında yüksek bir borç yükünü göstermemektedir. Ancak kurla birlikte düşünüldüğünde reel döviz kurundaki aşırı değerlenmenin büyük bir borç yükünü maskeleydiği görülmektedir.

2.2.2. Krize Sürecinin Başlangıcı ve Temel Nedenleri

Arjantin geliştirmekte olan ülkeler arasında doğal kaynakları, endüstriyel yapısı, ihracata yönelik tarım sektörüyle güçlü bir ülkedir. Ülkenin petrol üretimi yapması, ekonomisine doğrudan fayda sağlamaktadır. Arjantin ekonomisi uzun bir dönem boyunca ekonomik istikrar sağlayamamış 1991 yılında uygulamaya konan ve yaklaşık 10 sene boyunca uygulanan Konvertibilite Planı ile istikrar sağlanmaya çalışılmıştır. Nitekim bu plan da 2001 krizinin koşullarını hazırlamıştır.

Konvertibilite Planı IMF'nin desteklediği bir programdır. Bu kapsamda sabit kur ve para kurulu uygulamasına geçilmiş, programın ana unsurlarından birisi olan

⁶³ G. Perry ve L. Serven, "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, Haziran 2003, s.s. 6-9.

özelleştirme başarı ile gerçekleştirilmiş, Merkez Bankası bağımsızlığı sağlanmış ve kamuya kredi açılması kanunla yasaklanmıştır. Bunlar tamamen IMF tarafından önerilen politikalar olup, önerildiği şekilde hayata geçirilmişlerdir. Hatta bu yüzden yaşanan krizin IMF'nin yanlış yönlendirmesi veya program değişikliğinde geç kalması sonucu ortaya çıktığı yönünde eleştiriler bulunmakta, nitekim IMF de Arjantin konusunda hata yaptığını kabul etmektedir.

Program sayesinde ekonomide ilk yıllarda olumlu gelişmeler yaşanmış, daha sonra para kurulu uygulaması paralelinde etkin bir para politikası yürütülememesi sonucu ekonomik büyüme sağlanamamış, 4 yıl süren durgunluk yaşanmıştır. Vergi gelirleri düşmüş, işsizlik artmıştır. Vergi gelirleri gerilerken kamu harcamalarında aynı oranda indirimlerin mümkün olmaması sonucunda bütçe açığı büyümüştür. Açığın finansmanı için iç ve dış borçlanmada artışa gidilmiştir. Kamu açığını büyüten bir başka neden ise federal bir devlet olan Arjantin'de eyaletlere tanınan geniş mali özerkliktir. Bunun sonucu olarak krizin nedenlerinden biri Arjantin'de kamu maliyesi disiplininin sağlanamaması olarak gösterilmektedir.⁶⁴

Yabancı sermaye girişi ekonomik büyümede yaklaşık %4 gibi bir büyüme sağlansa da ekonomik alt yapıda gelişme sağlanamaması 2001 yılında finansal kriz yaşanmasının sebeplerinden biri olmuştur. Arjantin krizinin en büyük iki nedeni aşırı değerli kur ve yukarıda belirtildiği gibi yüksek dış borçtur. Aşırı değerli kur ihracatı azaltıcı, ithalatı arttırıcı etki yaparak dış ticaret dengesini bozmuş ülkeyi dış borcun faizini ödemek için bile borçlanır hale getirmiştir. 1980 yılında 27 milyar Dolar olan dış borçlar 2001 yılında 146 milyar Dolar'a ulaşmıştır.⁶⁵

Tablo 7'de 1992-2001 yılları arasında Arjantin'de konsolide (Merkezi ve Federal Hükümetler) bütçe gelir, gider dengesi gösterilmektedir. Arjantin Peso'sunun Dolar'a endeksli olması sonucu reel kur değerlendirilmiş ve bozulan dış ticaret dengesi

⁶⁴ E. Alphan İnan, "Arjantin Krizinin Sebepleri ve Gelişimi", **Bankacılar Dergisi**, sayı:42, 2002, s.58.

⁶⁵ Saruhan Özel, Global Finansal Krizler, İstanbul, Deniz Kültür Yayınları, 2005, s.s.185-186.

paralelinde Arjantin 1991'den bu yana devamlı olarak cari işlemler açığı vermiş ve açık kısa vadeli sermaye hareketleriyle kapatılmıştır.

Tablo 8: 1992-2001 Döneminde Arjantin Kamu Maliyesi

	Bütçe Gelirleri (Milyar Peso)	Bütçe Giderleri(Milyar Peso)	Bütçe Dengesi(Milyar Peso)	Bütçe Gelirleri/MG	Bütçe Giderleri/MG	Bütçe Dengesi/MG
1992	12.889	-12.962	-73	6,4	-6,5	0
1993	15.555	-17.129	-1.574	7,1	-7,8	-0,7
1994	15.982	-17.868	-1.886	6,9	-7,7	-0,8
1995	38.061	-39.487	-1.426	15,2	-15,8	-0,6
1996	35.501	-40.735	-5.234	14,6	-16,8	-2,2
1997	41.944	-46.301	-4.357	16,3	-18	-1,7
1998	42.921	-47.069	-4.148	15,5	-17	-1,5
1999	41.132	-49.258	-8.126	14,3	-17,1	-2,8
2000	42.438	-49.256	-6.818	15,2	-17,7	-2,4
2001	31.562	-32.369	-807	11,4	-11,7	-0,3

Kaynak: IMF Data and Statistics 2003

Likidite sıkışıklığı, faizlerin yükselmesi ile bankaların kaynak maliyetinin artması, ülke riskinin yükselmesi, fon kaynaklarının daralması gibi olumsuzluklar finansal piyasalarda tansiyonu yüksektek piyasalarda istikrarsızlığa neden olmuş ve ülke borçlarının geri ödeyemeyeceği şüphelerini tetiklemiştir. Nitekim, S&P ve Moody's gibi uluslar arası derecelendirme şirketlerinin IMF'den beklenen ekonomik yardıma rağmen ekonomik sorunların çözülemeyeceği beklentileri ile ülkeyi negatif izlemeye almaları güvensizliğin artması ve kredibilitenin düşmesine neden olmuştur.

Arjantin'in 2001 yılında yaşadığı krizle ilgili birçok neden sıralanmıştır. Arjantin Krizi'nin sebepleri ile ilgili Mussa'nın 2002'de yapmış olduğu çalışma çerçevesinde aşağıda kriz nedenlerine karşıt görüş olarak savunduğu fikirler yer almaktadır:

➤ ABD Doları diğer para birimleri karşısında 1999-2000 yılları arasında hızla değer kazanmıştır. Mussa'ya göre eğer ABD Doları bu kadar değer kazanmamış

olsaydı Arjantin'in rekabet gücü bu denli olumsuz etkilenmeyecek ve bunun sonucunda güçlü bir büyüme ve güçlü ödemeler dengesi söz konusu olabilecekti.

➤ Konvertibilite programından zamanında çıkılmamıştır. Mussa'ya göre 1997-1998 yıllarında programın görevini tamamladığına karar verilerek daha esnek bir kur ve para politikası uygulamasına geçilmiş olsaydı, 1999-2001 yılları arasında yaşanan zorlukları başarıyla atlatmak mümkün olabilecekti.

➤ İşgücü piyasası esnek olmamıştır. Mussa'ya göre Arjantin ekonomisi özellikle işgücü piyasaları açısından daha esnek bir yapıda olabilseydi Konvertibilite Planının katı prensiplerine daha kolay uyum sağlanması mümkün olabilirdi. Aynı varsayımdaya dayanarak işsizlik daha düşük, büyüme daha güçlü, bütçe açıkları daha küçük ve yatırımcılarca talep edilen faizler daha düşük olacaktı.

➤ Kamu maliyesinde disiplin sağlanamamıştır. Mussa'ya göre Brezilya'daki döviz kuru rejiminin çöküşü bu kadar olumsuz bir dış şok etkisi yapmamış olsaydı, 1999-2001'de Arjantin durgunluğa girmeyecekti.⁶⁶

Kriz nedenlerinden birinci madde dışsal faktördür. İkinci ve üçüncü maddeler incelendiğinde IMF'nin ortaya çıkan krizlere müdahalesinin zor olduğu anlaşılmaktadır. Sıralanan iç ve dış faktörler Arjantin krizinin meydana gelmesine sebep olmuştur. Ancak asıl problemin kalıcı bir bütçe disiplininin sağlanamamasından kaynaklandığı gerçeği gözden kaçırılmamalıdır.

Geçmiş dönemlerdeki borçlanma sistemleri incelendiğinde, 1980'lere kadar devletten devlete kredi imkanı sağlanırken, günümüzde devletlerin borçlanması piyasalardan veya bankalardan gerçekleşmektedir. Bu durum dış borç alıcılarının artmasıyla birlikte ekonomide kırılganlığın artmasına ve dış borçların şoklardan daha ciddi etkilenmesine yol açmıştır. Mussa, borç stoklarının ekonomileri farklı etkilediğini savunmaktadır. Bu görüşe göre gelişmekte olan ülkeler gelişmiş ülkelere nazaran borç

⁶⁶ Mussa, a.g.e., s.s. 9-12.

stoğunu çevirmekte daha fazla zorluk yaşarlar. Çünkü gelişmekte olan ülkeler; dışsal şoklardan daha fazla etkilenmekte, etkin bir maliye politikası uygulayamadıkları için vergi toplamada başarısız olmakta, fiyat değişimlerinden hızla etkilenmekte, aynı zamanda kamu borçlarının döviz cinsinden ve yabancı kaynaklı olması borçların yeniden yapılandırılmasını güçleştirmekte ve borç stoğunun GSMH'ya oranındaki oynaklıktan bu ülkelerde sorun yaratmaktadır.

Mussa, Arjantin'de kriz oluşumunda kamu maliyesinin disipline edilmediği ve IMF'nin bunu düzeltmek için çaba göstermediği görüşünü savunmaktadır. Kur politikasına verilen önem tavizsiz olarak uygulanırken kamu maliyesinde aksaklıkların oluşması Mussa'ya göre Arjantin Krizi'nin meydana gelmesindeki temel nedeni oluşturmaktadır.⁶⁷

2.2.3. Kriz Süreci

IMF'yle yapılan 7,4 milyar Dolarlık stand-by anlaşmasıyla 2003'e kadar bütçe açıklarının sınırlama taahhüdü, kamu çalışanlarının maaşlarında yapılacak indirim, çalışma yasası 2000 yılının Kasım ayında yeni bir ekonomik paket hazırlanmasına neden olmuştur. Ancak alınan önlemler yeterli olmamış, 2001 Kasım - 2002 Şubat arası dönemde ekonomik kriz çok ciddi sosyal boyuta ulaşmıştır.

Mali disiplinsizliklerle birlikte artan kamu borçlarıyla birlikte dış açıkları büyümesiyle birlikte Arjantin ekonomisi bir borç batağına sürüklenmiştir. Cari durumun daha fazla sürdürülemeyeceği düşüncesi hakim olmaya başlamasından dolayı çözüm olarak IMF ile 3 yıllık bir Stand-by anlaşması yapılmış bu kapsamda 14 Şubat 2000 tarihinde IMF'ye bir Niyet Mektubu sunulmuştur. Bu niyet mektubuyla 3 temel amaç belirlenmiştir.

- İstihdamın artırılıp ekonominin canlanması,

⁶⁷ Mussa, a.g.e., s.s. 12-15.

- İç borcun azaltılarak kamu maliyesinin düzenlenmesi,
- Bankacılık kesiminin denetim ve gözetim faaliyetinin artırılması.

IMF ile yapılan bu anlaşma sadece kamu maliyesini düzenlemeye yönelik tedbirler olup IMF'nin 11 milyar dolarlık finansal desteğini içeren program yeterli olmamış ve 30 Ağustos 2001'de yeni bir niyet mektubu ile Arjantin IMF'den yeni bir 3 yıllık Stand-by programı ve ek olarak 6 milyar Dolar finansal kaynak istemiştir. Bu canlandırıcı önlemler yeterli olmamış 2001 Kasım- 2002 Şubat tarihleri arasında ciddi bir kriz yaşanmıştır. 24 Aralık 2001 tarihinde Arjantin moratoryum ilan etmiş ve iki hafta içinde dört ayrı hükümet kurulmuştur.⁶⁸

2.2.3. Kriz Sonrası Alınan Önlemler ve Uygulanan Politikalar

Arjantin Hükümeti, 2002 yılı bütçesini %20 kısıntıyla sunmasından sonra IMF Ocak ayında vadesi gelen yaklaşık 950 milyon Dolar'lık borcunun ödemesinin ertelenebileceğini, Arjantin mali politikasının borç ve faiz hadleri rejiminin sürdürülemez nitelikte olduğunu belirtmiştir. Son 10 yılda görülen en kötü yağmalama ve ayaklanmalar görülmüştür. Protestoların yoğun olarak devam etmesi ve ekonomik krizden hükümetin sorumlu tutulmasından dolayı Devlet Başkanı istifa etmiş, yeni başkan da gerekli desteği görmediği için ve protestoların devam etmesinden dolayı kendiside istifa etmiştir. Kongre son olarak Peronist Senatör Eduardo Duhalde'yi iki yıllığına devlet başkanlığına seçilmiştir. 4 Ocak 2002 tarihinde Duhalde, Kongre'ye sunduğu yasa tasarısıyla, bire bir Peso-Dolar paritesi denkleğini ortadan kaldırmak üzere devlet başkanına özel yetkiler tanınmasını istemiştir.

Kırk üç ay süren küçülme ve durgunluk sonrası işsizlik %20'ye çıkmış, hükümet bankalardaki paraların dondurulmasına başvurmuştur. Arjantin hükümeti, 6 Ocak 2002 tarihinde Peso'yu yaklaşık %29 oranında devalüe ederek, dış ticaret işlemlerinde 1 Doların 1,40 Peso olarak belirlendiğini açıklamıştır. Arjantin'e borç vermiş ya da bu

⁶⁸ Dağhan Coşkun, "Arjantin Krizi", Özel Rapor, Pamuk Yatırım, Kurumsal Finansman ve Araştırma Bölümü, 2001.

ülkede yatırım yapmış bankalar ile şirketler ise devalüasyon kararıyla bir gecede milyonlarca dolar kaybetmiştir. Arjantin'de devletin resmi işlemlerinde ve ihracat işlemlerinde 1 Dolar 1,40 Peso kuru olarak uygulanırken, serbest döviz piyasasındaki dalgalı kurda 1 Dolar 1,63-1,68 Peso'dan alınıp satılmaya başlanmıştır. Son olarak Hükümet, ikili döviz kuru sisteminden vazgeçerek Peso'yu dalgalanmaya bırakmıştır.⁶⁹

Kriz sonrasında Arjantin'de alınan diğer ekonomik önlemler ve uygulanan politikalar aşağıda sıralanmıştır:

- **Kur Tipi:** İlk aşamada sabit olan ve ileride dalgalanmaya bırakılacak olan kur tipini hükümet seçecek. İki dolar olacak, biri dış ticaret için sabit (1,40 Peso), diğeri turistler ve diğer işlemler için olmak üzere serbest olarak uygulanacak.
- **Kredi kartları:** Kanunun çıkış tarihine kadar kredi kartlarıyla yapılan dolar harcamaları, ülkede yapılmış olmak kaydıyla, bire bir kurdan Peso'ya çevrilecek.
- **Bankacılık Tedbirleri:** Kısıtlamalar devam etmekte, ancak ücretlilerin hesaplarından başlamak üzere, mevduatların iadesi için ek bir takvim ön görülmüştür.
- **Peso'ya Çevirme:** Bankalara olan 100.000 Dolar'ın altındaki borçlar, konut alma veya yenileme kredisi, kişisel kredi, otomobil kredileri olmak şartıyla Peso'ya çevrilecek.
- **Kamu Hizmetleri:** Bütün kamu hizmetleri 1\$=1 Peso bazında Peso'ya çevrilecek.
- **İşten Çıkarmalar:** İşverenler 90 gün müddetle gerekçesiz işten çıkaramayacaklar, çıkarırlarsa iki misli tazminat ödeyecekler.
- **Para Çekme:** Bütün tasarruf sahipleri hesaplardan ayda sadece bir defa 1500 Peso çekebileceklerdir.

⁶⁹ Tanla, a.g.e., s.s.3-5.

2001 ve 2002 yıllarını siyasi çalkantılar ve ekonomik kriz içinde geçiren Arjantin için 2003 bir toparlanma yılı olmuştur. Kriz sonrasında Arjantin ekonomisine genel olarak bakıldığında, 2002 yılında %12 oranında küçülen Arjantin ekonomisi, 2003-2007 döneminde yüksek büyüme hızları ile tekrar toparlanmıştır. 2003 yılında büyüme %8,8 genişlemiş, sanayi üretimi %16 artmış, ihracat %14 artarak 29,6 milyar Dolar'a, ithalat %54 artışla 13,1 milyar Dolar'a ulaşmış, işsizlik %20'den %14'e, kısa dönemli faiz oranları %50'lerden %20'ye, enflasyon %41'den %3,7'ye gerilemiştir. 2004 yılında ise büyüme %9 olarak gerçekleşmiş, sanayi üretiminde %11 artış yaşanmış, işsizlik yıl sonu itibariyle %2'ye inmiş ve enflasyon oranı da %6,1 düzeyinde kalmıştır. Dış ticaret değerlerine bakıldığında, 34.5 milyar Dolar ihracat ve 21.3 milyar Dolar ithalat gerçekleşmiştir. Sonraki yıllarda da ekonomik göstergeler iyileşmeye devam etmiş, ekonomi yaklaşık %8 oranında büyümüş, enflasyon ise ortalama %14 seviyesinde olmuştur.⁷⁰

2.3. Türkiye'de 1990 Sonrası Yaşanan Finansal Krizler

Türkiye ekonomisi, 1990'lı yıllarla birlikte bir çok ekonomik kriz yaşanmıştır. Her yeni kriz bir öncekine göre daha fazla olumsuzluklara neden olmuş, var olan istikrarsızlıklara yeni istikrarsızlıklar eklenmiş ve ekonomi kırılgan hale gelmiştir. İstikrarsızlık ve kriz sarmalında bir ekonomik yapı oluşmuştur. Bu sarmal Kasım 2000-Şubat 2001 krizleri ile daha da derinleşmiştir.

Çalışmanın bu kısmında, 1990 krizleri öncesinde Türkiye'nin ekonomik görünümüne kısaca değinilecek, ardından 1990 sonrasında yaşanan finansal krizlerin oluşum nedenleri, kriz süreci ve kriz sonrası uygulanan politikalar ile ekonomik yapıya yer verilecektir.

⁷⁰ Suzan Ergün, "Arjantin'in Ekonomik İstikrarsızlık Tarihi: İnişler ve Çıkışlar", **Akademik Bakış Dergisi** , Sayı 20, 2010, s.13.

2.3.1. 1990'lı Yıllara Kadar Türkiye'nin Ekonomik Görünümü

Türkiye'de Cumhuriyeti kuruluşundan bu yana geçen yaklaşık 85 yıllık sürede giderek sıklaşan ve şiddeti artan ekonomik krizlere sahne olmuştur. Türkiye'de ekonomiyi derinden sarsıp büyük ekonomi politika dönüşümlerine yol açan 6 adet kriz meydana gelmiştir. Bunlar; 1929-1931, 1958-1961, 1978-1981, 1988-89, 1994, 1998-2001 krizleridir. Daha kısa süreli ve etkileri sınırlı 4 adet (1947, 1969, 1982, 1991) kriz daha yaşanmıştır. Serbestleşme ve küreselleşme sürecini yaşadığımız son 22 yılın tam 9 yılı, yani %40'ı kriz yıllarıdır. Türkiye'nin ekonomik bağımsızlığı kadar siyasal bağımsızlığını da kısıtlayan, çoğunluk için ülkede yaşamayı ve iş yapmayı güçleştiren en önemli zaafların krizlerle bağlantılı olduğu bir gerçektir.⁷¹

Türkiye'de 1929 büyük buhranından 1970'li yılların sonuna kadar olan dönemde, devlet müdahaleciliğinin yanında, dış ticaret ve finansal akımların önüne engeller konulması ve kamu girişimciliğinin de yaygın bir şekilde ekonomik sistemde yerini alması, bu dönemde var olan ekonomik yapının en önemli özellikleridir.

1945-1959 yılları arasında Türkiye'de iktisadi devletçiliğin yerini özel sektörün desteklemesi ve ekonomik kalkınmanın hızlandırılması almıştır. Bu durum bankacılık sektörüne de yansımış, özel bankacılık bu dönemde gelişmiştir. Bu dönemde özel kesime ve piyasa ekonomisine önem veren bir ekonomi politikası benimsenmiş olmasına rağmen daha önceki dönemlerde de olduğu gibi getirisi fazla olmadığı için özel sektöre yapılmayan yatırımlar devlet tarafından yüklenilmeye devam etmiştir.

Türk ekonomisi 1950'li yılların sonunda durgunluğa girmiş, 1958 yılında devalüasyon yapılmış ve ardından enflasyonist bir süreç yaşanmıştır. 1963'de başlayan Planlı Kalkınma döneminde karma ekonomi politikası izlenmiş, yatırımlar kamu ve özel sektörün işbirliği ile yapılmıştır. Seçilen ithal ikameci sanayileşme stratejisi doğrultusunda bankacılık sistemi kontrol altında tutularak faiz oranları Merkez Bankası tarafından belirlenmiştir. Söz konusu dönemde bankaların temel işlevleri kalkınma

⁷¹ Gürsoy, a.g.e, s. 114.

planlarında yer alan yatırımların finansmanını sağlamak olup, faiz ve döviz fiyatlarından kaynaklanan riskler bulunmamakta, bankalar yalnızca mevduat toplamayı hedeflemektedir.

1980’li yıllar Türk ekonomik hayatının yepyeni bir boyut kazanmaya başladığı yıllardır. Bunun sonucu olarak ithal ikameci politikalar terk edilerek, piyasa ekonomisine dayalı, dışa açılmayı ve dış satıma yönelik üretimi esas alan yeni bir kalkınma politikası izlenmeye başlanmıştır.⁷²

Türkiye ekonomisi 24 Ocak 1980 tarihli yapısal uyum programı ile küreselleşme, finansal liberalizasyon, özelleştirme, devletin küçülmesi, döviz kuru, faiz oranları ve sermaye hareketlerinin serbestleşme sürecini başlatmıştır. 24 Ocak 1980 sonrası yapısal değişme programının temelini finansal kesim reformları oluşturmuştur. Reformların temel felsefesi, piyasa mekanizması önündeki kısıtlamaların kaldırılması ve bankacılık sektörüne girişimin kolaylaştırılması yoluyla rekabetin özendirilmesi olmuştur. Finansal liberalleşme süreci, Temmuz 1980’de kredi ve faiz oranlarının serbest bırakılmasıyla başlamıştır. Böylece artan tasarruf ve artan rekabet ortamı ile birlikte mali sektöre derinlik kazandırılması amaçlanmıştır. Fakat 1981 yılının son aylarına doğru mevduata reel faiz verilmeye başlanmış, vadeli mevduata uygulanan hükümler bankaların çıkarmasına izin verilen mevduat sertifikalarına da uygulanmış, mevduat sertifikaları üzerinde denetim kurulamamış, en çok bu durumdan yararlanan bankacılık kesimi sistemin karşılıksız olarak büyümesine katkıda bulunmuş ve sistem 1982 yılında Banker Krizi olarak bilinen finansal sektör krizine doğru sürüklenmiştir.⁷³

1982 yılında ortaya çıkan bankacılık krizinin tekrarlanmaması amacıyla 1983’te Mevduat Sigorta Fonu kurulmuş, aynı yıl Sermaye Piyasası Kurulu faaliyete geçmiş, ardından 1986 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası kurulmuş ve çalışmaya başlamıştır. 1986 yılı Merkez Bankasının asli fonksiyonlarını kazandığı bir

⁷² Uyar, a.g.e., s.s. 96-97.

⁷³ Zeynep Karaçor, “Öğrenen Ekonomi Türkiye: Kasım 2000-Şubat 2001 Krizinin Öğrettikleri”, Konya;Çizgi Kitabevi; 2007, s.384.

dönemin başlangıcıdır. 1985 yılında Merkez Bankası devlet iç borçlanma senetlerini ihaleyle satışını hayata geçirmiştir. 1986 yılında bankalar arası para piyasası (interbank) devreye girmiş ve Merkez Bankası 1987 yılından itibaren açık piyasa işlemlerini yapmaya başlamıştır. 1988 yılında döviz piyasası, 1989 yılında altın piyasası açılmıştır.

Para politikası uygulamaları açısından 1986 yılı geçiş döneminin başlangıç yılı olmuştur. Finansal yapıda gerçekleştirilen değişikliklere rağmen para politikası 1985 yılına kadar geleneksel özelliğini korumuştur. Geleneksel sistemde, para arzının kontrol mekanizması, özel sektörün kredi ve devletin borçlanma taleplerini kontrol etmeye yönelik olarak işlemiştir. Ancak, kamu kesimi borçlanma gereğinin Merkez Bankası kaynaklarından karşılanması, para politikasını bütçe politikasına bağımlı kılmıştır. Özel kesimin kredi talebinde ticari bankalarca karşılandığı, faizlerin esnek olmadığı ve öncelikli kredi taleplerinin otomatik reeskont sistemiyle desteklendiği bu yapıda para arzı artışı, büyük ölçüde toplam kredi talebine bağımlı kalmıştır. 1986 yılından itibaren ise geleneksel yapıdan uzaklaşarak, toplam rezervlerin kontrolüne dayalı bir para ve kredi politikası uygulanmaya başlamıştır.

1989 Ağustos ayında 32 sayılı karar ile Türk Lirası konvertibil olmuştur. Bu karar ile Türkiye'nin sermaye hareketleri açısından en serbest ülkelerden biri haline gelmesi sağlanmıştır.

Finansal liberalizasyon süreci Türkiye ekonomisi açısından finansal baskının kalkması, finansal derinleşme sürecini sağlamış fakat etkin kaynak dağılımı ve ekonomik gelişmeyi hızlandırma fonksiyonu yerine getirememiştir. Bunun en önemli nedeni de tasarruf ve yatırım davranışlarının uyarılmaması olmuştur. Bu dönemde Türk finansal sisteminin gelişimini belirleyen üç ana süreç bulunmaktadır:

- Finansal serbestleşmeyi sağlayan araçların çoğunluğunun kamu kesimi açığını finanse etmek için kullanılması,
- Para ikamesi (dolarizasyon) sorunu,

➤ Spekülatif kısa vadeli sermaye hareketlerinin ulusal finans piyasalarında ve giderek reel ekonomide neden olduğu istikrarsızlık.

1990'lı yılların gelmesiyle birlikte Türkiye'de ekonomik göstergelerdeki hareketlenme hızı kazanmıştır. İthalat hızı artmış, ihracat yavaşlamış ve dış ticaret açıkları önemli boyutlara gelmiştir. Hızla bozulan iç ve dış dengeler 1994 yılı krizinin oluşmasına sebep olmuştur. 1990'lı yılların finansal derinleşme süresi spekülatif faaliyetleri ön plana çıkararak reel ekonomiye istenilen katkıyı sağlayamamıştır. Finansal serbestleşme sürecinin temel aktörlerinden biri olan bankacılık kesimi oluşan bu spekülatif ekonomik yapıyı destekler nitelikte rol ve davranışta bulunmuştur. 1990'lı yıllardaki finansal derinlik süreci içerisinde bankalar, kamu kesimi borçlanma gereğini finanse etmişlerdir. Dışarıdan borçlanma olanaklarını kaybetmiş kamu kesimi iç borçlanma senetlerinin yarattığı finansman olanaklarına yönelmiştir. Bu süreçte bankacılık sisteminin özgün işlevi, uluslararası arbitraja dayalı kısa vadeli dış finansmanı, yurt içinde kamu iç borçlanma senetlerinde değerlendirerek reel kazanç elde etmeye yönelmesi haline dönüşmüştür. Bankacılık sistemi için gerekli kaynak sıcak para girişi ile sağlanmıştır. Bu durum, bankalar açısından yabancı para cinsinden yükümlülükler (sıcak para girişleri) ile iç borçlanma senet alacakları yani açık pozisyon işlemleri arasındaki uyumsuzluk reel ekonomiden kopuk spekülatif faaliyetleri ön plana çıkarırken bankacılık sistemini de kırılgan hale getirmiştir. Türkiye ekonomisi kırılgan ekonomik yapı üzerine inşa edilen finansal derinleşme sonucu 1990'lı yıllardan itibaren sıklaşan aralıklarla ekonomik krizler ile karşı karşıya kalmıştır. Yaşanan bu krizler dışsal faktörler ile birleşmiş, sürdürülemez iç borç dinamiğinin oluşması ve başta kamu bankaları olmak üzere finansal sistemdeki sağlıksız yapı ile birlikte diğer yapısal sorunların kalıcı bir çözüme kavuşturulmamış olması krizlerin temel nedeni olmuştur.

Küreselleşmenin tehdit yönünü oluşturan krizler finansal liberalizasyon sonucu 1990'lı yıllarda ikiz krizler niteliğine bürünmüştür. Küresel dünya ekonomilerinde görülen bu olumsuz gelişme Türkiye ekonomisinde de kendini göstermiştir. Türkiye'de ikiz karakterli krizler sürecine Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri ile girmiştir.

Finansal serbestlikle birlikte kamu harcamalarında görülen artış, ülkeye giren sıcak paranın hatalı politikalarla yönetildiğinin bir göstergesidir. Genellikle ülkeye giren yabancı sermayenin ithalatı artırmasının ve yerli paranın değer kazanmasının önüne geçebilmek için merkez bankalarının uluslararası rezerv biriktirmeleri gereklidir. Türkiye’de de böyle olmuş ve 1990 yılından itibaren uluslararası rezervler artmıştır. Ancak rezerv artışı parasal tabanın da genişlemesine neden olmaktadır. Parasal tabandaki genişleme ise enflasyonun yükselmesine neden olacağı için, merkez bankası piyasaya müdahale etmiştir. Bunun yerine likidite fazlası hazinenin kağıtlarıyla kamu kesimince kullanılır hale getirilmiştir. Bu sayede kamu kesiminin gelirlerinde bir artış gereksinimi olmaksızın, kamu harcamalarını artırma olanağı doğmuştur.⁷⁴

Tablo 9 :Türkiye’ye Yabancı Sermaye Hareketleri (Milyon Dolar)

Yıllar	Portföy Yatırımları	Sermaye Piy. Sağl. Kredier	Toplam	Artış %
1990	547	592	1139	-
1991	623	567	1190	4.4
1992	2411	2806	5217	438.4
1993	3917	3707	7644	6.5

Kaynak: TCMB Üç Aylık Bülten IV-1997, s.89’dan yararlanılarak düzenlenmiştir.

Türkiye’de 1990 sonrasında yabancı sermaye hareketlerine bakıldığında, Tablo 9’a göre kısa süreli sermaye hareketleri 1991 yılından başlayarak büyük gelişme göstermiş, bu durum cari işlemler dengesinin açık vermesine rağmen 1993 yılında resmi rezervlerde artış gerçekleşmesine sebep olmuştur.⁷⁵

Körfez Savaşı’nın başlamasıyla birlikte bankacılık sektöründen önemli miktarda döviz mevduatı çıkışı yaşanmıştır. Bu gelişmeye ek olarak yaşanan hükümet değişikliği ve genel seçimler kamu nakit ihtiyacı için Merkez Bankası kaynakları yoğun olarak kullanılmıştır. Genişleyici para politikası 1993 yılına kadarı devam ettirilmiş, TL

⁷⁴ Kansu, a.g.e., s.s.157-160.

⁷⁵ İlker Parasız, “Kriz Ekonomisi”, Bursa; Ezgi Kitabevi Yayınları, 1995, s.23.

yabancı paralar karşısında değer kazanmıştır. Kamunun iç borçlanma ihtiyacının artması bankaların yurtdışından ucuz kaynak bulma ihtiyacının doğmasına sebep olmuştur. Bankalar yabancı para açık pozisyonları oldukça aşmıştır. Hükümet, bankaların hazine ihaleleri için istedikleri faizleri yüksek bulup açılan hazine bonosu ve devlet tahvili ihalelerini iptal etmeye başlayıp finansman gereksinimini Merkez Bankasından karşılamayı tercih etmiştir.⁷⁶

Tablo 10: Türk Bankacılık Sektörü Toplam Açık Pozisyon (1988-1993)

YILLAR	AÇIK POZİSYON(MİLYAR\$)
1988	-0.25
1989	-0.72
1990	2.02
1991	1.14
1992	3.19
1993	4.97

Kaynak: G. Karabulut, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Krizlerin Nedenleri", Der Yayınları, 2002,s.126

Tabloda, 1991 yılı dışında açık pozisyonlar her yıl hızla artmaktadır.1991 yılında Körfez Savaşı'ndan dolayı sadece açık pozisyonda düşüş sağlanmıştır. Bankaların kaynak arayışında sendikasyon kredilere yönelmesi açık pozisyonlarının da aynı hızla artmasına neden olmuştur.

2.3.2. 1994 Krizi

2.3.2.1. Krizin Başlangıcı ve Temel Nedenleri

1989 yılında sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile ekonomik göstergelerde gözlenen olumsuzluklar ve 90'lı yılların başında uygulanan kuralsız politikalar, 1994 ekonomik krizinin temellerinin atılmasına neden olmuştur. 1994 krizi

⁷⁶ Ali Özgüven, "İktisadi Krizler", **Yeni Türkiye Dergisi**, Ekonomik Kriz Özel Sayısı, Cilt:1, Sayı:41,2001, s.s. 56-59.

yapı itibariyle diğer krizlerden farklı olarak “banka paniği” tanımına en uygun krizlerden biridir. Kriz, hızlı bir şekilde ortaya çıkmış, finans sektöründen sonra reel sektöre sıçramıştır. Spekülatif yaklaşımlardan sonra, gecelik faizler yüksek seviyelere ulaşmış ve açık pozisyonları nedeniyle bu krizde üç banka batmış, bankacılık sektörü küçülmüş, öz kaynakları ve krediler azalmıştır.⁷⁷1994 krizi, niteliği ve boyutları itibariyle Türkiye’nin yaşadığı ilk büyük bankacılık krizidir. Bu krizin kolay yayılmasında teknolojik gelişimin büyük etkisi bulunmaktadır.⁷⁸

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile ülkeye giren yabancı sermaye, yerli paranın değer kazanmasına ve cari açığın artmasına neden olmuştur. İç talepteki artış cari açığı daha da büyütmüş ve kamu kesiminin harcamalarındaki artışın da etkisiyle enflasyon oranı % 60–70 oranında gerçekleşmiştir. 1990–1993 yılları arasında dünyada genel bir ekonomik durgunluk yaşanırken, Türkiye hızla büyümüştür. Bu büyüme iç talep artışına neden olmuş, ancak artan iç talebin ithalata yönelmesiyle, 1991 yılındaki 250 milyon Dolarlık cari denge fazlası 1992 yılında 950 milyon Dolarlık bir cari denge açığına dönüşmüştür. Dış ticaret dengesi ve cari işlemler hesabındaki değişimi gösteren makro ekonomide ortaya çıkan olumsuzluklara ek olarak kamu harcamalarındaki artış durumun daha da kötüleşmesine yol açmıştır. Özellikle 1991 yılında Amerika’nın Irak’a müdahalesi nedeniyle, Türkiye’de bir kriz yaşanmış ama ekonomi bu dışsal şokun etkisinden çabuk kurtulmuştur. Ancak cari açık artmaya devam etmiş ve 1993 yılının ilk on bir ayında 5,5 milyar Dolar’a tırmanarak rekor bir seviyeye ulaşmıştır.

Türk ekonomisi 1990’lı yıllardan itibaren sıklaşan aralıklarla ekonomik krizlerle karşı karşıya kalmıştır. Hükümetin kriz sırasında sermaye girişlerine müdahaledeki yanlışlıkları 1990’ların başından itibaren oluşan istikrarsızlıklara sebep olmuştur. Yüksek sermaye girişleri hem cari, hem de kamu açıklarının artmasında, Türk parasının yabancı paralar karşısında değerlenmesinde, faiz oranlarının yükselmesinde, para arzının ve kredi stokunun genişlemesinde rol oynayarak makroekonomik

77 Gürsoy, a.g.e., s.136.

78 Uyar, a.g.e., s. 108.

dengelesizliklerin artmasına yol açmıştır. Yaşanan bu krizde dışsal etkenlerin de rolü olmakla beraber krizlerin başlıca nedenleri şu şekilde sıralanabilir:

- Üretimin azalması
- Banka sisteminde artan açık pozisyonları
- Sürdürülemeyen bütçe açıkları
- Yüksek düzeydeki dış borçlar
- Küreselleşmeyle birlikte hızlı fon akımları
- Enflasyon hızındaki artışla birlikte negatif faiz düzeyi
- Ücret düşüşleriyle birlikte işsizliğin artması⁷⁹

2.3.2.2. Kriz Süreci

1989–1993 yılları arasında kamu kesiminin gelir ve giderleri arasındaki farkın hızla açıldığı görülmektedir. Türkiye’de 1990 öncesinde Kamu Kesimi Borçlanma Gereği’nin GSMH’ ya oranı %5 dolayındayken, 1990 sonrasında 1994 krizine kadar % 10 seviyesine ulaşmıştır. 1994 yılında yüksek ve değişken enflasyonla birlikte borç stokları artmış ve TL ye olan güvenin zayıflamasıyla birlikte para ikamesi de hızlanmıştır. Döviz tevdiat hesapları %25’ten % 42’ye yükselmiştir. Bu gelişmelere bağlı olarak yurtdışından borçlanmalardaki artış döviz yükümlülüklerini önemli ölçüde yükseltmiştir. O dönemdeki hükümet, 5 Nisan’da aldığı kararlar ile enflasyonu hızla düşürmek, ihracat artışını hızlandırmak, Türk Lirası’na istikrar kazandırmak ve sosyal kalkınmayı bir temele oturtmayı planlamakta olduğunu açıklamıştır. Ancak 1993 yılı Nisan ayında 9.567 liradan işlem gören Dolar tam bir yıl sonraki kararlarla 31.641 liraya yükselmiş ve 1994 yılı sonunda 37.481 liraya yükselmiştir.. Kamu maliyesinin

79 Deniz Gökçe, “Kriz Gerekli Miydi?”, Görüş, TÜSİAD Yayını, Mart 1994.s.3

göstergeleri olarak genel ve karma bütçeler, fonlar, KİT'ler ve sosyal güvenlik kurumları iflasın eşiğine gelmişlerdir.

Tablo 11'de 1989-1993 yılları arasında kamu kesimi borçlanma gereğinin bütçe türlerine göre dağılımı, Tablo 12'de ise kamu kesimi borçlanma gereğinin finansmanı görülmektedir. Tablo 13'te ise aynı dönemde kaynakların kullanımını göstermektedir. Tablolarda görüldüğü gibi kamunun harcamaları gittikçe artmış, kaynakların nasıl kullanıldığına bakıldığında ise, kamu tasarruflarının gitgide azalarak 1992 ve 1993 yıllarında negatif olduğu görülmektedir. Hükümetin uygulamaya koyduğu popülist politikalar, ekonomik göstergeleri iyice bozmuş ve 1994 yılında krizin ortaya çıkmasında rol oynamıştır. Kamu maliyesi göstergelerindeki olumsuzluklar 1994 yılında yaşanan krize zemin hazırlarken, hükümetin harcamalarını finanse etmek için kullanılan yöntemler de krizi tetiklemiştir. Hazine'nin Merkez Bankası kaynaklarına, bütçe gerçekleşmesinin %15'ini aşmayacak şekilde başvurması kararlaştırılmıştır. 1989 yılının sonlarında dış borcun yerini iç borçlanma almış, bütçe açıklarının finansmanında iç borçlanmanın payı dış borçlanmayı aşmıştır. İç borçlanma ise genellikle yurtiçindeki ticari bankalar tarafından temin edilmiştir. Bankalar düşük faizlerle yurtdışından aldıkları krediyi çok daha yüksek faizlerle devleti finanse etmek için kullanmışlardır. Ancak bu durum bankaların açık pozisyonlarını artırmış bankacılık sektörünün riskli hale gelmesine neden olmuştur.⁸⁰

⁸⁰ Nurhan Yentürk, **Kısa Dönemli Sermaye Girişlerinin Makroekonomik Yapı Üzerine Etkileri: 1994 Krizinin Öncesi ve Sonrası**, s.s.112-113.

Tablo 11: Kamu Kesimi Borçlanma Gereğinin Bütçe Türlerine Göre Dağılımı (1989–1993, Cari Fiyatlarla, Milyar TL)

	1989	1990	1991	1992	1993
Toplam Kamu	12.282,9	29.428,7	64.468,7	116.581,2	244.224,3
Konsolide Bütçe	7.672,5	11.954,7	33.515,8	47.434,0	133.857,0
KİT	4.419,7	15.116,5	19.943,2	36.312,9	48.925,2
Mahalli idareler	475,3	160,3	1.730,7	8.576,8	18.872,2
Döner Sermayeli Kuruluşlar	-32,8	-68,1	76,3	77,7	86,0
Sosyal Güvenlik	-840,7	-1.085,8	874,7	2.602,9	11.536,0
Fonlar	899,1	2.423,8	5.944,9	13.876,2	16.898,7
Özel Kap Kur.	-310,3	927,2	2.383,1	7.700,6	14.049,2

Kaynak: Aydan Kansu, Döviz Kuru Sistemleri ve Döviz Krizleri Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri, İstanbul, Güncel Yayıncılık, 2006, s. 162.

Tablo 12: Kamu Kesimi Borçlanma Gereğinin Finansmanı (GSMH'ya oranlar %)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
KKGB Finansmanı	7,4	10,2	10,6	12,0	7,8	5,4
Net iç borçlanma	6,5	9,8	9,0	10,6	9,6	6,3
Bono	0,5	2,0	2,2	1,1	6,3	2,5
Tahvil	2,0	0,4	1,4	1,5	-1,8	1,1
HKVA kullanımı	0,1	1,7	1,6	2,7	1,3	1,2
Diğer	3,9	5,7	3,8	5,3	3,8	1,5
Net Dış Borçlanma	0,9	0,4	1,6	1,4	-1,8	-0,9

Kaynak: Sudi Apak ve Ayhan Aytaç, Küresel Krizler Kronolojik Değerlendirme ve Analiz, İstanbul; Avcıol Basım Yayın, 2000, s.121.

Tablo 13 : Kaynaklar ve Kullanımı (1989–1993)

	1989	1990	1991	1992	1993
Özel Tasarruf/GSMH	17,3	18,4	22,8	23,1	24,1
Kamu Tasarrufları/GSMH	6,4	4,5	0,7	-1,4	-4,7
Top. İç Tasarruflar/GSMH	23,7	22,9	23,6	21,6	19,4
Dış Tasarruflar/GSMH	-1,2	2,3	-0,3	0,8	4,2
Toplam Yatırım/GSMH	22,4	25,2	23,3	22,4	23,6
Özel Yatırım/GSMH	12,5	13,5	12,3	13,2	9,4
Kamu Yatırımı/GSMH	9,9	11,7	11,1	9,3	9,4
Özel Tas.-Yatırım Farkı	4,9	4,9	10,6	9,9	9,9
Kamu Tas. Yat. Farkı	-3,5	-7,2	-10,3	-10,7	-14,1

Kaynak: Asaf S. Akat, "1994 Bunalımı Üstüne Çeşitlemeler" , Görüş, TÜSİAD Yayını, Haziran 1994, s.18.

Tablo 14, 1989-1994 yılları arasında konsolide bütçe açığı ve finansmanı'nı göstermektedir. Görüldüğü üzere, gelirlerde 1990 yılından sonra hızlı bir artış sağlanmaya başlanmasına rağmen maliye politikalarının etkin bir şekilde uygulanılamaması harcamalardaki hızlı yükselişe ve nakit dengesinin bozulmasına sebep olmuştur.

Tablo 14: 1989-1994 Yıllarında Konsolide Bütçe Açığı ve Finansmanı (Milyar TL)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Gelirler	30,379	55,239	96,747	124,224	351,392	745,116
Harcamalar	38,051	67,193	130,263	221,658	485,249	897,296
Nakit Dengesi	-8,312	-12,355	-33,427	-59,439	-126,103	-151,925
Finansman	8,312	12,355	33,427	59,439	126,103	151,925
Net Dış Borçlanma	-209	41	1,921	4,038	21,062	-67,174
Net İç Borçlanma	5,982	7,942	2,279	15,408	30,135	-70,339
Kısa Vadeli Borçlanma	1,452	2,263	23,509	41,372	75,251	296,073
Merkez Bankası	457	331	10,719	17,394	53,010	51,879
Hazine Bonoları Net	995	1,932	12,789	23,978	22,241	224,217

Kaynak: Aydan Kansu, Döviz Kuru Sistemleri ve Döviz Krizleri Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri, İstanbul, Güncel Yayıncılık, Aralık 2006, s.164.

Tablo 15 : Türkiye Sermaye Akışı (Net, milyar Dolar)

	1990	1991	1992	1993	1994
Özel	3,3	2,0	6,6	11,2	-6,0
Sabit Sermaye	0,7	0,8	0,8	0,7	0,6
Portföy Yatırımı	0,0	0,1	-0,4	0,2	1,0
Banka Kredileri	2,1	0,8	1,4	5,0	-7,8
Diğer Krediler	0,5	0,3	4,8	5,3	0,2
Resmi (IMF vs.)	2,3	0,0	0,2	1,1	0,8
Toplam	5,6	2,0	6,8	12,3	-5,2

Kaynak: Sudi Apak ve Ayhan Aytaç, Küresel krizler Kronolojik değerlendirme ve Analiz, İstanbul, Avcıol Basım Yayın, 2009 s.153.

Türk ekonomisinde 1994 yılına kadar liberalleşme hareketleriyle hızlı bir büyüme sağlanmıştır. Tablo 15'te 1994 yılında TL'nin değer kaybı ile yüksek TL faiz politikalarının etkisiyle hızlı bir sermaye girişi sağlandığı görülmektedir.

Körfez krizine rağmen 1990-1993 yılları arasında ülkeye 23,1 milyar Dolar net özel sermaye girişi olmuştur. Tabloya göre, sermaye girişlerinin bankacılık sektörü ve özel sektör üzerinden gerçekleştiği görülmektedir. Net sermaye girişlerinde Portföy Yatırımlarının payı düşük kalmıştır. Tahvil ve bonodan gerekli finansman sağlanamayınca bütçe açığı ortaya çıkmış ve bütçe açıklarının kapanması için Merkez Bankasından yüklü oranda finansman sağlanmıştır.

1992 yılında kur riski oranının düşük olmasından dolayı, bankalar açık pozisyonlarını arttırmışlardır. Döviz likidite oranının %20'den %10'a düşürülmesi bankaların elinde daha az likit değerler tutmasına neden olmuştur. Ayrıca maliye politikalarında yeterince uygulanmamıştır.

1993 yılında GSMH içinde faiz ödemelerinin oranı %6 düzeyindedir ve o dönemin siyasi otoritesi iktisat politikası olarak öncelikli amaçlarının faiz oranlarını düşürmek olduğunu belirtmiştir.⁸¹

➤ 1994 yılında Standart and Poors ve Moodys'in Türkiye'nin kredi notunu düşürmeleri yatırımcılara olumsuz sinyaller vererek, kısa dönemli sermaye çıkışına yol açan bir güven kaybına neden olmuşlardır.

➤ İç tepki olarak ise yabancı paraya olan talep ekonomide yüksek likidite sağlanması ve faiz oranlarının düşürülmesi nedeniyle artmıştır. TL'nin değer kazanması ve yüksek cari açık devalüasyon beklentisini arttırmıştır. Kısacası 1994 krizi kısa dönemli incelendiğinde krizin yanlış yönetildiği ortaya çıkmaktadır.

2.3.2.3. Kriz Sonrası Alınan Önlemler ve Uygulanan Politikalar

Önce para piyasalarında hissedilmeye başlanan kriz, kısa bir süre içerisinde ekonomideki diğer sektörlere yansımıştır. 26 Ocak 1994 tarihinde yapılan devalüasyon ile birlikte banka bilançolarında açık pozisyon oluşmuş, finans sektörünün açık pozisyonunu kapatabilmek amacıyla döviz talep etmesi döviz kurlarındaki artışı daha da hızlandırmıştır. Bu dönemde açık pozisyon oranı yüksek olan ve borçlarının vadesini iyi ayarlayamayan TYT Bank, Marmara Bank, İmpeksbank iflas etmiştir. 5 Mayıs 1995'te mevduat sigortası %100'e çıkarılarak paniğin yayılması ve krizin büyümesi önlenmiştir.

Kriz ile birlikte kur ve faiz dengesini sağlayacak bir ekonomik programın yapılması gerekliliği ortaya çıkmıştır. Bozulan dengeleri yeniden sağlayabilmek için "5 Nisan Kararları" adında bir istikrar paketi devreye sokulmuş, bu kararlar birlikte döviz kurları serbest bırakılmıştır. 5 Nisan kararlarının konjonktüre yönelik maddelerden bazıları aşağıdaki gibidir:

➤ Döviz kuru, ücret ve fiyat politikaları.

81 Fatih Özatay, "The Lessons from the 1994 Crisis in Turkey: Public Debt(mis)management and Confidence Crisis", **Yapı Kredi Economic Review**, Cilt 7, No.11, 1996, s.s.21-24.

- Merkez Bankası ve bankacılık sektörüyle ilgili tedbirler.
- Gelir arttırıcı tedbirler.
- Harcama kısıcıcı tedbirler.
- İhracata yönelik tedbirler.
- Tarımsal destekleme politikaları.
- Kamu İktisadi Teşebbüsleri ile ilgili düzenlemeler
- Sınırsız mevduat garantisi
- Özelleştirmenin arttırılması
- Hazinesinin kısa vadeli avans kullanımına sınırlama getirilmesi

Hükümet istikrar paketiyle ekonomide harcama daraltıcı politikalarla harcamaları kısma yöntemini uygulamıştır. İstikrar paketi, hükümetin artan fon gereksinimini ortadan kaldırmak için vergileri bir kere olmak üzere arttırmış ve kamu mallarının fiyatlarını hissedilir düzeyde arttırma politikasını uygulamıştır. Hükümet istikrar paketiyle birlikte fon ihtiyacının karşılanmasını sağlamayı beklerken bu uygulamada başarısız olmuştur. Başarısız sonuçlarla birlikte finansman ihtiyacı ancak Mayıs ayı sonlarında % 406'lık faizle karşılanabilmiştir. Hükümet yüksek faiz politikasıyla birlikte piyasaların canlanmasına ancak aynı zamanda kamu iç borçlanma piyasasının ortadan kalkmasına sebep olmuştur.⁸²

5 Nisan Kararları'nın ardından, şirketler iflas ederken bazı bankalar, Merkez Bankası TL faizlerini indirince dövize yönelmiştir. 5 Nisan istikrar programıyla iki temel stratejisi belirlenmiştir. Birincisi; kısa dönemde bozulan makroekonomik dengelerde tekrar istikrar sağlanmıştır. Birinci stratejiyi yerine getirmek için öncelikli

⁸² Kansu, a.g.e., s.171.

olarak Türk Lirası'na güven sağlanmış, cari açığı tetikleyen önemli sebeplerden biri olan ihracattaki azalma tersine döndürülmüş ve enflasyonun düşürülmesi planlanmıştır. Bu stratejiye bağlı olarak bu gelişmelerin ışığında kamu dengelerindeki bozulmaların ortadan kaldırılması öngörülmüştür. İstikrar programının sonuçları incelendiğinde kısa dönemde planlanan ihracatın artması, devalüasyon olmasıyla gerçekleşmiş, enflasyon eski düzeyine gerilemiştir. Bu gelişmeler, programın kısa vadede başarıya ulaştığını göstermektedir. Ancak ikinci strateji olan uzun vadedeki hedefler konusunda beklenen başarıya ulaşılamamış, gerçekleşen politikalar ekonomide yapısal dönüşümü sağlayamamış, yeterli miktarda yeni politikalar üretip uygulamadığından başarılı olunamamıştır.⁸³

Türkiye'deki finansal serbestleşme tecrübesi incelendiğinde, kamu maliyesinde ve cari işlemlerde gözlenen spekülasyon sermaye girişlerinin tehlike yarattığı ortaya çıkarmaktadır. Türkiye örneği, dünyaya entegre olmuş finansal piyasaların bulunduğu bir ortamda ülke ekonomisini cazip fırsatların olduğu bir ekonomi gibi göstermenin doğurduğu tehlike ve riskleri taşımaktadır.

2.3.3 Kasım 2000 – Şubat 2001 Krizi

2.3.3.1. Krizin Başlangıcı ve Temel Nedenleri

Özellikle bankacılık sektöründe etkisini hissettiren 1994 krizi sonrası Türkiye ekonomisindeki hızlı küçülme yerini 1995 yılı ile büyümeye bırakmıştır. Tablo 16'da 1995-2001 yılları arasında Türkiye ekonomisinin temel göstergeleri yer almaktadır.

⁸³ Gürsoy a.g.e., s.137.

Tablo 16: Türkiye Ekonomisinin Temel Göstergeleri (1995-2001)

Reel Büyüme Hızı (TL)	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
GSYİH	7,2	7	7,5	3,1	-5	7,4	-7,4
Yatırım Harcamaları	9,1	14,1	14,2	-3,2	-13,7	16	-31,7
Özel	16,9	12,5	10,1	-6,7	-18,8	14,1	-35,1
Kamu	-18,7	24,4	30,1	8	1	20,8	-22
GSMH oranı (%)							
Cari İşlemler Dengesi	-1,4	-1,3	-1,4	1	-0,7	-4,8	1,4
İç Borç Stoku	42,8	46,2	47,8	47,2	29,3	29	68,1
Dış Borç Stoku	11,9	8,1	-4,8	-5,6	55,7	59,1	74,3
Bütçe Dengesi	-4	-8,3	-7,6	-7	-11,6	-10,9	-15,6
Kamu Kesimi Borçlanma Gereği	5,2	8,8	7,6	9,2	15,1	12,5	15,9
Kırılganlık Göstergeleri (%)							
Kısa Vadeli Borçlar / Merkez Bankası Uluslararası Rezervleri	128,7	104,2	95,1	105,4	98,9	127,6	85,9
M2Y/ Merkez Bankası Uluslararası Rezervleri	354	314,1	287,8	321,8	329,4	381,4	380,6
İç Borç Faiz Ödemeleri / Toplam Vergi Gelirleri	43,9	59,2	41,7	61	66,4	63,7	103,4
İç Borç Faiz Ödemeleri / Net Yeni İç Borçlanma	93,7	83,1	63,5	97,9	87,5	137,8	47,2
Net Yeni İç Borçlanma / İç Borç Stoku	52,4	57,8	52,4	49,5	49,3	37,1	70,2

Kaynak: DPT, Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı.

1996'nın ikinci yarısından sonra yüksek kamu açıkları ve yüksek cari açık, TL'nin reel olarak değerlendirilmesi, rezervlerin yeterli olmaması yönündeki görüşler ve kredilerdeki patlama ve yüksek para ikamesiyle birlikte büyük makro ekonomik istikrarsızlıklar görülmektedir. Aynı dönemde siyasi istikrarsızlığında etkisi unutulmamalıdır.⁸⁴

1997 yılının ortasında Asya'da baş gösteren krizin Türkiye üzerindeki etkisi ilk etapta İMKB'de yaşanan düşüşle kendisini hissettirmiş, fakat Asya Krizi Türkiye'nin döviz ve sermaye piyasasına etkili bir şekilde yansımamıştır. Ancak Rusya'da çıkan mali kriz yabancı yatırımcılar Rusya ile beraber Türkiye'den de çıkmaya başladıkları için Türkiye'yi etkilemiştir. Bu nedenle tablodan da görüleceği üzere 1998 yılının ikinci yarısından itibaren Türkiye küçülme sürecine girmiştir.

⁸⁴ Özatay, a..g.e, s.s.21-24.

1998 yılında yaşanan Rusya Krizi, ülke içindeki siyasi istikrarsızlıkla birleşerek finansal piyasalardaki dengeyi bozmuş, faiz oranlarının hızla yükselmesine neden olmuştur.

Enflasyon 1999 yılı sonu itibariyle toptan eşya fiyatlarında %63, tüketici fiyatlarında %60 olmuş, kamu kesimi açığı artarak rekor düzeylere ulaşmıştır. 2000 yılı Ocak ayında uygulanmaya başlanan ekonomi programının temel amacı enflasyonu tek haneli rakamlara indirmektir. Buna bağlı olarak diğer ekonomik büyüklüklerde de hedeflenen istikrar sağlanmış olacaktır. İstikrar programına bağlı olarak hedeflenen enflasyon 2000 yılı sonunda %25, 2001 yılı sonunda %12, 2002 yılında ise %7 olmuştur. İstikrar programında başarı sağlanması durumunda reel faizlerin düşmesi, ekonomik büyüme sağlanması ve kaynakların etkin kullanılması sağlanacaktır. Kur politikasında ise sabit kur uygulamasına gidilmiş böylece enflasyon düşürülmeye çalışılmıştır.

2000 yılında yapılan programda sadece içsel faktörler temel alındığında programın iki tür risk taşıdığı görülmektedir. Birinci risk, mali reformların yerine getirilmesi için yeterli altyapı ve sistemsel yaklaşıma gerektiği kadar sahip olunamamasıdır. Ayrıca programa bağlı olarak birçok reform yapılması gerekmektedir. İkinci risk ise, bankaların kırılganlığının artmasıdır. Bankaların ani para çıkışları yaşanması durumunda gecelik fonlamaların olmaması büyük sıkıntı doğuracaktır. Merkez Bankası'nın para ve kur programına uyum sağlamak için fonlama yapmaması bankaların risk altında olmasına sebep olmuştur. Programın uygulanma aşamasında her iki riskle de karşı karşıya kalınmıştır. Program uygulanmadan önce 5 banka TMSF' ye devredilmiştir. Program uygulanma aşamasında bankacılık sistemini güçlendirmeyi öngörse de istenilen başarı elde edilememiş ve bankacılık sisteminde yeterli güçlendirme sağlanamamıştır.

Döviz kurunun çıpaya bağlanması ve uluslararası faiz oranlarındaki farklılıklar nedeniyle Türk bankaları da döviz kurunda oluşabilecek değişiklikleri koruma olmadan

uluslararası piyasalardan ucuza aldıkları borçları Türkiye’de TL olarak yüksek faiz oranlarından kredi olarak vermişlerdir.

Türkiye’de 2000 yılı sonunda gelindiğinde yabancı sermaye girişi, üretim miktarı ve ihracat azalmış, dolayısıyla cari açık % 4’ü geçmiş, TÜFE %27’lere yükselmiştir. 2000 yılı sonunda ülkeden 5 milyar Dolar’a yakın sermaye çıkışı yaşanmıştır. Ülkeden yüklü bir likit döviz çıkışı yaşanması, bankaların açık pozisyonları bakımından riskli bir ortam doğmasına, devalüasyon yaşanma beklentisinin artmasına ve bankaların yüklü miktarda Dolar alımına sebep olmuştur. Bu durum likit sıkıntısı yaşanmasına sebep olmuştur. Merkez Bankası artan likidite ihtiyacına karşılık IMF programına uyabilmek için piyasaya likidite sağlamamıştır. Döviz talebindeki artışı yavaşlatmak için faiz oranlarını yükseltilmiştir, fakat faizlerin aşırı yükselmesi sonucunda bünyesinde çok fazla devlet iç borçlanma senedi bulunduran Demirbank’a el konulmuş ve banka TMSF’ye devredilmiştir. Bu gelişme diğer bankalarında el konulacağı korkusunu yaşamasına sebep olmuş, bunun sonucunda panik ortamı doğmuş ve gecelik faiz %210’a kadar çıkmıştır.⁸⁵

Tablo 17, bankaların açık pozisyonlarını göstermektedir. Bankaların bütün mevduatlara garanti vermesi aynı zamanda sabit kur politikasını uygulamak istemesi döviz açık pozisyonunu arttırmıştır. 1999 yılı sonu sektörün açık pozisyonu 13,2 milyar Dolar iken, 2000 yılında 17,3 milyar Dolar’a yükselmiştir.

⁸⁵ Mahfi Eğilmez ve Ercan Kumcu; “**Ekonomi Politikası**”, 6. Basım, İstanbul Remzi Kitapevi, Haziran 2004, s.s.384-389.

Tablo 17:Yabancı Para Dağılımı ve Bilanço Döviz Pozisyonu (Milyar Dolar)

	1999	2000	1999	2000	1999	2000
TİCARET BANKALARI	48	47	37	35	-13.35	-17.62
KAMUSAL SERMAYELİ	20	20	19	19	-70	-652
ÖZEL SERMAYELİ	62	60	51	45	-7.703	-11.47
FONDAKİ BANKALAR	85	64	19	34	-4.881	-3.96
YABANCI SERMAYELİ	64	66	48	48	-1.092	-1.532
KAL. VE YATI. BANK.	50	45	52	49	126	317
SEKTÖR	48	46	38	35	-13.22	-17.3

Kaynak: Ekrem Keskin, "2000 Yılında Türkiye Ekonomisi ve Türk Bankacılık Sistemi,"Bankacılar Dergisi, sayı:37, s.36.

Tablo 18 ile cari açığın artış düzeyi daha net görülmektedir. Cari açığın uluslararası rezervlere oranı 2000 yılı boyunca hızla artmış ve mevcut rezervlerinin bu açığı karşılayabilmesi zorlaşmıştır.

Tablo 18: 12 Aylık Cari Açık/Döviz Rezervi Oranı (1999–2001)

Ay	12 Aylık Cari Açık/Rezerv	12 Ay Sonra Beklenen TEFE Enflasyonu (%)	12 Ay Sonra Kur Sepeti Değişmesi (%)
1999 – 12	0,059	44,1	19,9
2000 – 1	0,102	37,5	18,5
2	0,152	38,6	17,1
3	0,215	38,0	15,7
4	0,229	36,3	14,8
5	0,267	35,3	13,8
6	0,277	34,9	12,8
7	0,286	33,0	12,3
8	0,335	34,0	11,8
9	0,336	32,2	11,4
10	0,392	30,5	11,2
11	0,467	29,9	11,0
12	0,497	29,9	10,9
2001 – 1		27,1	10,7

Kaynak: Ercan Uygur, Krizden Krize Türkiye:2000 Kasım ve Şubat Krizleri, Mülkiye, Mart-Nisan, 1, XXV, 2001, s.21.

Faiz oranlarındaki yükselişten ve kurun sabit olmasından yararlanan yabancı sermayenin ülkeye büyük miktarlarda girişi finansal sistemin kırılganlığının artmasına neden olmuştur. Çünkü ülkeye giren para “sıcak para” olarak adlandırılan kısa vadeli ve spekülâtif özellikler taşıyan yabancı sermayedir.

2.3.3.2. Kriz Süreci

Kasım 2000’de yaşanan kriz, ekonominin genelinde oluşan olumsuzluklardan kaynaklanmıştır. Hatalı kur politikası ile sürdürülemez bir boyuta erişen cari açık güvensizliğe neden olmuş, enflasyon düşüşü de beklenildiği kadar hızlı olmayınca programın kredibilitesi iyice azalmıştır. Öte yandan hızla artan faiz oranları ve bankaların izlediği riskli politikalar Kasım krizinin tetikleyicisi olmuşlardır. Özellikle denetim eksikliğinin olduğu bankacılık sektörü, yüksek getiriler için dış borçlanma ile devleti finanse etmeyi tercih edince, risk oluşturan döviz açık pozisyonları likidite krizinin yaşanmasına neden olmuştur.

Türkiye’de 1990 yılından sonra yaşanan krizler incelendiğinde sürdürülemez bir borç dinamiğinin olduğu, kamu bankalarıyla birlikte mali sistemde sağlıklı bir yapının varlığı ön plana çıktığı görülür. İçsel faktörlerin dışında dışsal faktörler olarak Asya ve Rusya Krizleri de Türkiye’nin ekonomik yapısını zayıflatmış, ekonominin daraltmasına sebep olmuştur. Türkiye ekonomisi Ocak 2001’in başında kriz ortamından çıkmaya başlamıştır. Türkiye’de yaşanan Şubat 2001 krizi siyasi ortamla ilişkili bir mali piyasalar krizidir. Türkiye Kasım krizinden sonra IMF ile yeni bir düzenleme içerisine girmiştir. Bu düzenlemeye göre IMF 7,5 milyar Dolar tutarında ek ödeme sağlamayı, Dünya Bankası da ülke yardım stratejisi altında 5 milyar Dolar vereceğini açıklamıştır. Bu olumlu gelişmeler piyasalara direkt yansımış ve Merkez Bankası’nın Ocak ayı süresince piyasaya likidite sağlaması sonucu faizler ilk etapta % 100’ün altına düşmüştür.

19 Şubat 2001 tarihinde dönemin Cumhurbaşkanı ve Başbakanının arasında yaşanan siyasi gerginlik, olumlu gelişmeler sağlanan piyasaların tekrar döviz krizine

girmesine, yabancı yatırımcının piyasadan ani çıkışına ve halkın dövize yönelmesine sebep olmuştur. Halkın Şubat ayında dövize hücum etmesi dövize olan baskıyı arttırmıştır. Bankalardan yaklaşık 7,6 milyar Dolar Merkez Bankası'ndan talep edilmiş, Merkez Bankası da piyasalara yaklaşık 7,5 milyar Dolar satmış TL likiditesi sağlamayarak döviz talebini kısma yolunu seçmiştir. Kamu bankalarının yaklaşık 25 milyar Dolar tutan borçlarının ödenmesinin kamuya devredilmesi piyasalar üzerindeki baskıları arttırmıştır. Merkez Bankası müdahalesini 2 gün boyunca sürdürmüş ve rezervlerinde ciddi azalmalar yaşanmıştır. İç talepteki azalış krizi daha da ciddi boyutlara taşımıştır.⁸⁶

2.3.3.3. Kriz Sonrası Alınan Önlemler Ve Uygulanan Politikalar

IMF Şubat krizinin başında sabit kurun bırakılıp, dalgalı kura geçilmesinin gerektiğini belirtmiştir. Merkez Bankası başkanı açıklama yaparak devalüasyon beklentisinde olan finansal kuruluşlardan ve halktan bu konuda beklenti içinde olmamalarını belirtmiştir. Bu durum krizin daha da alevlenmesine Merkez Bankası rezervlerinin 21 Şubat 2001'de 3.5 milyar Dolar daha azalarak 23.2 milyar Dolar'a gerilemesine, gecelik faizlerin % 7000-8000 aralığına ulaşmasına sebep olmuştur. 21 Şubat günü gelen açıklamayla birlikte dalgalı kura geçileceği kesinleşmiştir. 22 Şubat 2001 de döviz kurları hareketlenmiş ve herkes dalgalı kur sistemin nasıl bir sonuç vereceğini beklemeye başlamıştır. 26 Şubat 2001'de piyasalar yavaş yavaş sakinleşmeye geçmiş Merkez Bankası rezervlerindeki azalma minimuma inmiş 15 Şubat'tan beri süre gelen rezerv eksilmeleri sonucunda Merkez Bankası rezervleri 22 milyar Dolar'ın altına gerilemiştir.

Şubat 2001 krizi sonucunda Aralık 1999'da uygulanmaya başlanan enflasyonla mücadele programının sonuna gelinmiş ve yeni bir program hazırlama ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Bu çerçevede ilk aşamada yurtiçi ve yurtdışı piyasalarda güvenin yeniden kazanılması için hızla artan kamu kesimi borç stoğunun sürdürülebilir bir yapıya

⁸⁶ Sudi Apak ve Ayhan Aytaç, **Küresel Krizler Kronolojik Değerlendirme ve Analiz**, İstanbul 2009, Avcıol Basım Yayın, s.s.124-125.

kavuşturulması, ikinci aşamada ise ekonomide fiyat istikrarının ve büyüme artışının sağlanması amacıyla Mayıs 2001’de yeni bir ek program ortaya konulmuştur. Kemal Derviş’in ekonomiden sorumlu Devlet Bakanı olması ile IMF ile yeni bir niyet mektubu imzalanmıştır. 15 Mayıs 2001 tarihinde açıklanan “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” 1999 yılı sonunda IMF ile yapılan ve yürürlüğe konan Stand-By Anlaşması’nın bir uzantısı olmuştur. Ancak öncelikli olarak enflasyonla mücadeleden çok, kamu maliyesinin sağlıklı bir yapıya kavuşturulması ve ekonomik büyümenin önündeki engellerin ortadan kaldırılması hedeflenmiştir.⁸⁷

Tablo 19 : Merkez Bankası Piyasaları, Kasım 2000 ve Şubat 2001 Şokları

	Gecelik Basit Faiz Aylık Ortalama	Gösterge Kuru(TL/\$) Aylık Ort.	TCMB Döviz Rezervi (Milyar\$)
7.2000 (Temmuz)	26,5	630,3	24,5
8	42,6	648,2	24,5
9	47,4	666,9	24,2
10	38,5	679,8	23,5
11	95,4	686,2	18,8
12	183,2	680,4	22,2
1.2001(Ocak)	42,7	674,1	24,8
2	400,3	750,4	21,4
3	81,2	750,4	18,3
4	81	1218,7	18,3
5	71,5	1138,2	19,9

Kaynak: Kansu, Aydan, Döviz Kuru Sistemleri ve Döviz Krizleri Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri, İstanbul,;Güncel Yayıncılık, Aralık 2006, s.198

Tablodaki veriler incelendiğinde, gecelik faiz oranlarının Kasım ayında hızlı bir yükselişe geçtiği, Aralık ayında artışın devam ettiği, Şubat ayında en yüksek seviyeye ulaştığı görülmektedir. Aynı zamanda Şubat ayında kur sistemin çöktüğü ve Merkez Bankası rezervlerinin Mayıs ayına kadar her ay düşüş eğiliminde olduğu görülmektedir.

⁸⁷ Özel, a.g.e., s.s.175-181.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE, ARJANTİN VE MEKSİKA'DA 1990 SONRASI YAŞANILAN FİNANSAL KRİZLERDE ETKİLİ OLAN FAKTÖRLERİN KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ

3.1. Krizlerde Etkili Olan Faktörlerin Karşılaştırmalı Analizi

Bu bölümde Meksika 1994 ve Arjantin 2001-2002 krizlerinde etkili olduğu düşünülen faktörler ile Türkiye'nin 1994 ve 2001 yıllarında yaşadığı krizlerin oluşmasında etkili olan faktörlerin ülke bazında karşılaştırmalı analizi yapılmıştır.

3.1.1. Dışsal Şoklar

Kriz yıllarında Türkiye ve Güney Amerika ülkelerinde dışsal şok etkisi önemli ölçüde görülmüştür. Dışsal şokların etkisi en çok kriz yıllarında yabancı kaynaklı para girişi ve çıkışı olarak etkisini hissettirmiştir.

Türkiye: 2000 yılında petrol fiyatlarında ciddi bir yükseliş yaşanmıştır. 2000 yılının Ocak ayında varil başına 17,8 A.B.D. Dolar'ı düzeyinde olan ham petrol fiyatları Aralık ayı sonu itibariyle varil başına 28,5 A.B.D. Dolar'ına ulaşmıştır. Petrolün üretimde önemli bir girdi olması nedeniyle petrol fiyat artışlarının maliyetlere ve fiyatlara yansiyarak enflasyon hedefine ulaşılmasını güçleştirmekte ve cari açık problemini büyütmektedir.

Cari işlemler dengesindeki bozulmanın sorumlusu olduğu düşünülen bir başka faktör de, Dolar'ın Euro'ya karşı değer kazanmasıdır. 2000 yılının başında 1.01 olan Euro/Dolar paritesi 0.84'e kadar gerilemiş ve yılı 0.94'den kapatmıştır. Türkiye'nin hammadde ve ara mal ithalatını Amerikan Dolar'ı üzerinden gerçekleştirdiği buna karşılık ihracatının önemli bir bölümünü Euro bölgesine yaptığı gerçeğine dayanarak paritedeki Dolar lehine gelişme dış ticareti olumsuz etkileyerek, cari açık sorununu daha

belirgin hale getirdiği söylenebilir. 2000 yılında yaşanan bazı dışsal gelişmelerin krizin temelinde yatan kırılmalıkları artırarak uygulanmakta olan istikrar programının başarısını olumsuz etkilemiştir. Federal Reserve Bank'ın Amerika ekonomisini soğutmak amacıyla yaptığı ve toplamı 100 baz puanı bulan faiz artırımları bu gelişmelerden ilkinin oluşturmaktadır. Yapılan çalışmalar da endüstrileşmiş ülke faiz oranlarındaki artışlarla yükselen piyasa ekonomilerinde yaşanan krizler arasında önemli bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır.⁸⁸

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 IMF'nin stand-by anlaşması çerçevesinde Türkiye'ye kullandığı kredinin üçüncü dilimini erteleme, Dünya Bankası ve Japon Hükümeti'nin Mali Sektör Uyum kredilerini askıya alması, kredi derecelendirme kuruluşu Standard and Poors'un Türkiye'nin ve yedi Türk bankasının görünümünü olumsuzdan durağana çevirmesi ve bir bankanın notunu düşürmesi ülkenin kredibilitesine zarar vererek, programın sürdürülebilirliğine dair şüpheleri kuvvetlendirmiştir.

Meksika: Endüstriyel anlamda önemli gelişme sağlayan ülkeler ve Amerika'nın ekonomik olarak büyüme sağlamaya başlaması, yatırım fonlarına olan küresel talebi artırmış ve başta Amerika olmak üzere genişletici para politikası izleyen birçok gelişmiş ülke sıkı para politikalarını tercih etmeye başlamıştır. Bu gelişmeler uluslararası yatırımcıların Meksika'nın da içinde bulunduğu yükselen piyasa ekonomilerine ayırdıkları portföy paylarını yeniden gözden geçirmelerine neden olmuştur. 1994 yılı süresince yükselen Amerika faiz oranları Meksika için gerek servisi yapılacak borç yükünü gerekse yeni borçlanmaların maliyetini ağırlaştırmıştır.

Arjantin: Arjantin 1990 sonrası büyüme açısından bölge ülkelerinin çoğundan daha iyi bir performans sergilerken, 1995 yılından başlayarak birden çok dışsal şokun etkisinde kalmıştır bu dışsal şoklar aşağıdaki gibi özetlenebilir;

⁸⁸ Barry Eichengreen ve Andrew K. Rose, "The Empirics of Currency and Banking Crises", <http://www.nber.org/reporter/winter99/eichengreen.html> , Erişim Tarihi: 19 Mayıs 2010

- ✓ 2000 yılında başlayan küresel durgunluk,
- ✓ 1999 yılında yaşanan bölgesel durgunluk,
- ✓ 1997-98 yıllarında Brezilya realini hedef alan spekülâtif saldırılar ve 1999 yılında realin devalüe olması,
- ✓ 1998 Rusya krizi ve yükselen piyasa ekonomilerinden sermaye çıkışları,
- ✓ Amerika faiz oranlarındaki artış ve Meksika krizi,

Dışsal şoklar incelendiğinde, Arjantin bölgedeki diğer ülkelerle aynı şoklara maruz kalsa da 2000 yılından sonra bu ülkelerden daha kötü bir ekonomik performans göstermiş ve daha büyük sermaye çıkışları yaşamıştır. Ekonomik performansta düşüş ve sermaye çıkışlarının başlıca nedeni, karşılaşılan şoklara uyum için uyguladığı politikaların yetersiz kalması ve Arjantin ekonomisinin dışsal şoklarla karşılaştığında söz konusu ülkelerden daha büyük yapısal kırılganlıklarla karşılaşmasıdır.⁸⁹

Calvo ve diğerleri 2002’de yaptıkları çalışmada, bir çok kırılganlığın yanında Arjantin’in dışsal şoklardan daha ciddi ve uzun süreli olarak etkilenmesinin sorumlusu olarak üç yapısal kırılganlığın altını çizmektedir;

- ✓ Yabancı para cinsinden yüksek kamu borcunun uygulanan ekonomik politikaların da etkisiyle reel değer kaybı sonrasında çevrilemez hale gelmiş olması,
- ✓ Ticarete konu olmayan sektörlerdeki yükümlülükler Dolarizasyonunun, bu sektörleri kurda bir reel değer kaybı yaşanması durumunda bilanço risklerine açık hale getirmiş olması,

⁸⁹ G. Perry, ve L. Serven, a.g.e., s.6.

✓ Dış ticarete konu mal üretiminin bu mallara olan yurtiçi talebe kıyasla çok düşük kalmasının reel döviz kurlarında yarattığı dengesizliktir.⁹⁰

3.1.2 İçsel Şoklar

Gelişmekte olan ekonomilerde kriz süreci öncesi ve sonrasında yaşanan politik istikrarsızlıklar söz konusu ülkelerin krizden çıkış sürecini olumsuz etkilediği gözlemlenmiştir.

Türkiye: Türkiye'nin istikrar programında başarılı olması için gereken kredibilite IMF'nin desteğine, sıkı maliye politikasına ve yapısal reformlara bağlıdır. 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 kaçırılmamalıdır.

Eichengreen 2001 yılında yapmış olduğu çalışmada, üç partili bir koalisyon hükümeti ile mali konsolidasyon gerçekleştirmenin zorluğuna işaret etmiştir. 1999 sonrası Türkiye'de yapısal reformlar için de aynı zorluk mevcuttur. Koalisyonu oluşturan taraflardan birinin herhangi bir nedenle hükümet dışı kalması veya taraflar arası bir anlaşmazlığın hükümeti zora düşürebileceği görüşü hakimdir. Programdaki uygulama aksaklıkları kadar programın politik olarak tam anlamıyla bir sahiplenmeden yoksun olması da belirsizliği artıran bir faktördür. Hükümet 2000 yılında, bütçenin fiili kapsamını genişletmek amacıyla 2001 yılı Haziran ayına kadar kapatmaya söz verdiği bütçe dışı fonun sadece 27'sini kapatabilmiştir. Programın ilk yılında 7.6 milyar Amerikan 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

⁹⁰ A. G. Calvo, A. Izquierdo ve E. Talvi, "Sudden Stops, the Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons", Paper Presented at the Annual Meeting of the Interamerican Development Bank, 2002, s.s.39-41.

satışlarını öngören özelleştirmeler ertelenmiş, hedeflenen gelirin yarısından az bir miktarı (3.5 milyar Amerikan Doları) elde edilebilmiştir.⁹¹

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 kredibilitesine gölge düşürmüştür. 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 sonrasında gelmiştir. 19 Şubat 2001 tarihinde, Başbakan Ecevit ile Cumhurbaşkanı Sezer arasında yaşanan gerginlik, rezerv kayıplarına sebep olmuştur. Gecelik basit faiz oranlarında %5000'e varan yükselişle programa son noktayı koymuş ve 22 Şubat 2001 tarihinde Türk Lirası dalgalanmaya bırakılmıştır.⁹²

Meksika: Meksika'nın NAFTA'ya Ocak 1994 itibariyle 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 göstermiştir. Şubat 1994'de politik istikrarsızlığın artması, döviz kurunu bandın üst sınırına yaklaştırmış ancak Peso cinsinden Hazine kâğıtlarının (28 günlük Cetes) faizlerinde önemli bir yükseliş ya da uluslararası rezervlerin seviyesinde bir azalma yaşanmamıştır. Şubat ayında Federal Reserve

⁹¹ B. Eichengreen, 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, Ekim 2001.

⁹² IMF, Staff Country Report, "Turkey: Sixth and Seventh Reviews Under the Stand-By Agreement", No. 01/89. Washington DC., Haziran 2001, s.2.

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 Peso cinsinden kıymetlere olan talebi düşmüştür. Uluslararası rezervlerde yaklaşık 10 milyar Dolar'lık bir azalış meydana gelmiş ve Şubat ayında %10 seviyesinde olan faiz oranları %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 artmıştır. Ekim ayında borsa çökmüş, Peso değer kaybederek bandın tavanına dayanmıştır. Kasım'da yönetimle ilgili belirsizliklerin de etkisiyle yatırımcılar Meksika'daki pozisyonlarını küçültme kararı almışlardır. Bunun sonucunda rezervler 5 milyar Dolar daha azalarak, Kasım sonu itibariyle 12.5 milyar Dolar'a gerilemiştir. 1 Aralık'ta yeni yönetim görev almış ancak rezerv kaybı durmamıştır. 20 Aralık'ta bant %15'lik bir değer kaybını içerecek biçimde genişletilmiş ancak sonunda Peso dalgalanmaya bırakılmak durumunda kalmıştır.⁹³

Arjantin: Arjantin'in yaşadığı içsel şoklar politik istikrarsızlık olarak tanımlanabilir. 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.

1999-2001 yılları arasında yaşanan temel ekonomik, politik ve mali yapıyı bozucu gelişmeler aşağıdaki gibidir;

- ✓ 1999 yılındaki seçimler,
- ✓ Ekim 2000'de Başkan yardımcısı Alvarez'in istifası,

⁹³ Edwards, a.g.e., s.s.16-17.

- ✓ Mart 2001’de Ekonomi Bakanı Machinea’nın ve yerine atanan Lopez-Murphy’nin tasarruf önlemleri konusunda fikir birliğinin 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,
- ✓ Nisan 2001’de Merkez Bankası 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.

Yukarda belirtilen politik şoklar istikrarı doğrudan etkileyerek ekonomik ve mali kırılganlıkların artmasına, sonuç olarak da, Arjantin’in borç ödeme yetisini tamamen kaybetmesine sebep olmuşlardır.⁹⁴

3.1.3. Finansal Sistemin Kırılganlıkları

Türkiye, Meksika ve Arjantin gibi gelişmekte olan ülkelerde finansal sistem kırılganlıkları zaman zaman görülmüştür. Yaşanan finansal sistemin kırılganlıkları aşağıda detaylı olarak incelenmiştir;

Türkiye: 1990’lardan sonra Türkiye finansal sektör derinleşmesinde üç temel konu ön plandadır. Bunlar, bankacılık sistemi toplam mevduatının toplam finansal sistem varlıklarını yönetmesi, döviz tevdiat hesaplarının payının giderek artıyor olması

⁹⁴ A. Powell, “Argentina’s Avoidable Crisis: Bad Luck, Bad Economics, Bad Politics, Bad Advice”, **Paper Prepared for Brookings Trade Conference**, Washington DC, Mayıs 2002, s.s.27-28.

ve kamunun süregelen mali problemlerine bağılı olarak DİBS'lerin finansal varlıklar içindeki payının sürekli büyümesidir. İlk unsur, Türkiye'de istikrarlı bir büyüme ve sağlıklı bir finansal sistem yaratmanın yolunun doğrudan bankacılık sisteminden geçtiğini, diğer iki unsur ise bankacılık sistemi kırılganlıklarının 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 ile arbitraj gelirlerinin almasına sebep olmuştur. Makroekonomik ortamın istikrarsızlığı repo piyasasının hızla büyümesine ve bankaların vade uyumsuzluğu riskinin artmasına yol açmıştır. Kamu bankalarının teşvik edilen sektörlere piyasa dışı faizlerden kullandırdıkları krediler sonucu oluşan büyük görev zararları ise bankacılık sisteminin geçmişten gelen başka bir önemli kırılganlığını oluşturmaktadır. Bankalar devlet kağıtlarına yaptıkları yatırımı yurt dışından yaptıkları döviz borçlanmaları ve açtıkları yerleşiklere ait döviz tevdiat hesaplarıyla finanse etmekte ve bu nedenle büyük miktarda yabancı para açık pozisyonu taşımaktaydılar. Bu durum finansal sistemin olası bir likidite krizine karşı ne derece dayanıklı olduğunu göstermektedir. 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 repo kalemi de göz önüne alındığında sektörün maruz kaldığı faiz riskinin büyüklüğü ortaya çıkmaktadır. Temmuz 2001'e kadar bankacılık sistemini sağlam temellere oturtmak için verilen 18 aylık süre diğer faktörlerin de varlığı altında yeterli olmamış ve ülke finansal sistem kırılganlıklarının ateşleyici rolü gördüğü bir krize sürüklenmiştir.⁹⁵

⁹⁵ Yılmaz Akyüz, ve Korkut Boratav, **The Making of Turkish Financial Crisis**, UNCTAD, Discussion Papers, No. 158 , Nisan 2002, s.s. 20-21.

Meksika: Finansal sistemdeki önemli kırılganlıklar 1994 yılında yaşanan krizin sadece döviz kuruna bir saldırı olarak kalmayıp, bankacılık sektörünü de içine alan büyük boyutlu bir krize dönüşmesinin göstergesidir. Meksika'nın ikinci en önemli sorunu bankacılıktır. Yüksek miktarda yabancı sermaye girişi banka kredilerinde hızlı bir artışa ve 1994 yılı itibariyle geri dönmeyen kredilerin toplam kredi hacmi içindeki payının %8,5'a yükselmesine sebep olmuştur. Ancak bu sorunun temelinde zaman içinde oluşmuş yapısal faktörler yatmaktadır. 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 %10'unu oluştururken, 1994 yılında GSYİH'nin %40'ına ulaşmıştır. 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.

Finansal kırılganlığı belirgin hale getiren faktörlerden biri de yurt dışı 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 değişimi ile Dolar 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. 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.⁹⁶

Bankalarca kullanılan Peso cinsinden kredilerin çoğunun değişken faizli olması sonucu 1995 yılında faizlerin % 80'e yükselmesiyle birlikte, birçok kredinin geri ödemesi durmuştur. Meksika gibi yeterli düzenlemelere sahip olmayan ve sistemin etkin bir şekilde denetlenmediği bir ülkede finansal serbestleştirme sürecine girilmesi bankacılık sistemi kırılmalara 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. Meksika'nın girdiği finansal derinleşme süreci parasal büyüklüklerin gerek GSYİH'ya gerekse uluslararası rezervlere oranla ciddi miktarda artışını göstermektedir. Bankaların yükümlülükleri için Merkez Bankası nezdinde karşılık ayırmadıkları 1994 Meksika örneğinde kısa vadeli, özellikle de yabancı para cinsinden kısa vadeli yükümlülüklerde 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 görülmektedir.⁹⁷

Arjantin: Konvertibilite Planı sonrasında Dolar cinsinden mevduat ve kredilere dayalı güçlü bir finansal sistemin oluşturulması yönünde bir politika izlenmiştir. 1995 yılında Meksika krizi nedeniyle mevduatlarda %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

⁹⁶ Miskin, a.g.e., s.s.20-22.

⁹⁷ Krueger ve Tornell, a.g.e., s.s. 12-15.

Arjantin, Dünya Bankası tarafından oluşturulan Camelot derecelendirme sistemine göre dünyanın ikinci en iyi bankacılık sistemine sahiptir. 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 etmiş, ancak 1998'den itibaren geri dönmeyen kredilerin yüküyle sistem zarar etmeye başlamıştır. Yurt içi finansal sistemde güçlü yabancı bankaların varlığı sistemin dayanıklılığına ilişkin olumlu algılamaları destekler niteliktedir. Herhangi bir kriz anında yurt dışında yerleşik bu bankaların Arjantin'de bulunan bağlı bankalarına sermaye ve likidite desteği sağlaması beklenmektedir. Konvertibilitenin temel amacına rağmen, para kurulu uygulaması boyunca Peso için döviz kuru riski algılaması devam etmiş ve olumsuz ekonomik şartlar bu algılamaları artırmıştır. Katı sabit kur ve bankacılık düzenlemelerinin de etkisiyle Dolar cinsinden mevduat ve kredilerin sistem içindeki payı giderek artmıştır. 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.⁹⁸

Bu ortamda bankacılık sisteminin üç temel kırılganlığının altı çizilmektedir:

1. *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.

2. *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

⁹⁸ Nurhan Yentürk, "Arjantin Krizi: Dış Borç ile Tango", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Nisan 2002, s.s.51-55

sektörlere verilen kredilere ilişkin özel bir risk sınıflandırmasının bulunmaması bankaları bu yolla oluşan kredi riskine maruz bırakmıştır.

3. *Devletin ödeme yetisini kaybetmesi durumunda bankacılık sisteminin portföyündeki devlet iç borçlanma araçları nedeniyle maruz kaldığı risk:* 2000 yılı itibariyle %20 düzeyinde olan kamu borcunun bankacılık sistemi varlıkları içindeki payı, 2001 yılında hükümetin artan dış borçlanma gereğini bankacılık sistemi kaynaklarından karşılamaya başlaması ile % 30'lara yaklaşmıştır.⁹⁹

3.1.4. Sermaye Hareketleri

Gelişmekte olan ülkelerden Türkiye, Meksika ve Arjantin'inde kriz öncesi ve sonrası önemli bir etkiye sahip sermaye hareketleri aşağıda detaylı olarak incelenmiştir;

Türkiye: 2000 yılının Ocak-Ekim döneminde ülkeye 15,2 milyar Dolarlık net yabancı sermaye girişi yaşanmıştır. Bu girişler istikrar programının net iç varlıklara tavan koyan yapısı gereği Merkez Bankası tarafından sterilize edilmemektedir. 2000 yılının Şubat-Kasım döneminde yaşanan sermaye girişlerinin Merkez Bankası bilançosuna yansımaları net dış varlıklarda % 53, para tabanında % 46 oranında bir artış olarak açıklamaktadır. Diğer taraftan toptan eşya fiyatları %22 oranında artmış, 1999 yılında % 33 düzeyinde olan DİBS reel faizleri ortalaması 2000 yılında pratikte sıfıra gerilemiş ve cari açık 2000 yılı sonu itibariyle 9,5 milyar Dolar'ı olarak gerçekleşmiştir.

Sermaye hareketleri Eylül 2000'de net sermaye çıkışına dönüşmüş,ilk krizin yaşandığı Kasım 2000'den 2001 Haziran'ına kadar olan dönemde 10,4 milyar Dolar yabancı sermaye olmak üzere 11 milyar Dolar'ın 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 Dolar,

⁹⁹ Eduardo Levy Yeyati, "Universidad Torcuato Di Tella ve Sergio L. Schmukler, Argentina's Financial Crisis: Floating Money, Sinking Banking", **NBER Conference on Exchange Rate Crises in Emerging Markets: The Argentina Crisis**, Haziran 2002, s.s. 6-8.

başka bir ifadeyle GSMH'nın %12'si düzeyinde bir yön değiştirmedir. Yabancı sermaye girişlerinin büyük çoğunluğu 5,7 milyar Dolar'la Hazine'nin tahvil ihracı, yurtiçi bankaların yurtdışından temin ettiği kısa vadeli kredilerde meydana gelen 3,6 milyar Dolarlık artış ve 3,2 milyar Dolarlık uzun vadeli borçlanma oluşturmaktadır. Sermaye hesabında yabancı sermaye girişlerinin yaşandığı dönemde yurt içi yerleşiklerin büyük bir bölümünün kayıt dışı olmak üzere 3,4 milyar Dolarlık sermayeyi yurtdışına aktardıkları gözlemlenmiştir.¹⁰⁰

Meksika: 1989 yılında sermaye hareketlerini serbest hale getiren Meksika'ya 1992 yılı itibariyle giren sermayenin miktarı 22 milyar Dolar'ı bulmuş ve 1993 yılında GSYİH'nın %8'ini aşmıştır. Bu sermaye çoğunlukla kısa vadeli olup, hisse senetleri piyasasına, özel sektör enstrümanlarına ve devlet kağıtlarına yönelmiştir. Bu durum, Meksika ekonomisinin kırılganlığını artıran bir faktördür. Büyük miktarda 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.¹⁰¹

Arjantin: Arjantin ekonomisine finansal piyasalarda güvenin sağlanmasıyla yoğun biçimde yabancı sermaye girişi yaşanmıştır. Yurt dışından sermaye girişleri ile yurtiçi tasarruflar tarafından karşılanamayan yatırımlara kaynak sağlamış, bu durum Peso'nun 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 kırılgan hale getirmiştir. Arjantin sermaye hareketlerindeki yön değiştirmenin ilk etkisini Meksika'nın krize

¹⁰⁰ Korkut Boratav, "2000-2001 Krizinde Sermaye Hareketleri", **İktisat, İşletme ve Finans**, Sayı no:186, 2001, s.s.7-11.

¹⁰¹ Dornbusch ve Werner, a.g.e., s.s.253-257.

girmesi ve A.B.D. faiz oranlarının yükselmesiyle yaşamıştır. Ancak bu etki nispeten geçici olmuş, 1997-1998 yıllarında sermaye geri dönmüş ve ekonomi yeniden büyümeye başlamıştır. Yoğun sermaye girişlerinin yaşandığı 1991-94 ile 1996-97 dönemlerinde Arjantin ekonomisinin büyüdüğünü, sermayenin ülkeyi terk ettiği ya da sermaye girişi yaşanmadığı yıllarda ise ekonominin yavaşladığını ortaya koymaktadır. Arjantin'in ülke riskinin sermaye akımlarında yön değiştirmesinin başlangıcı olan 1998'den itibaren gösterdiği yükseliş de sermaye hareketleri, büyüme, kırılganlık arasındaki ilişkiyi desteklemiştir. Yatırımcı beklentilerindeki olası değişimlerin etkisiyle yükselen piyasa ekonomilerine sermaye girişinin ani bir şekilde kesilmesi literatürde "ani durma etkisi" olarak yerini almıştır. 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.¹⁰²

3.1.5. Borç Yükü/Mali Dengesizlik

Türkiye, Meksika ve Arjantin'de oluşan borç yükü ve buna bağlı oluşan mali dengesizlik aşağıda detaylı olarak incelenmiştir;

Türkiye: Hükümetin faiz dışı giderleri 1998-2000 döneminde GSMH' nın %3,5'u oranında büyümüş, sadece kamu sektörü ücretleri 1999 ve 2000 yıllarında %40'lık bir artış göstermiştir. Krizden 1 yıl önce 1999 yılında konsolide merkezi hükümet bütçe açığı GSMH' nın %12'si düzeyinde gerçekleşmiştir. Kamu bankalarının görev zararlarını da içeren tüm kamu sektörü açığının ise GSMH'nın %23'ü düzeyinde olduğu görülmektedir. Türkiye'de 1990'larda kamunun borçlanma gereğinde yaşanan

¹⁰² A. G. Calvo, "Capital Flows and Capital Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops", **Journal of Applied Economics**, sayı no:29, Kasım 1998, s.s.35-39.

artış ve bu ihtiyacın para basma 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 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. 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 etmiştir. Faizler artmış ve programla hedeflenen mali kazanımlar sınırlı kalmıştır. 1999 yılının sonunda imzalanan niyet mektubu ile detayları ortaya konan yeni istikrar programı da kamu finansmanını sürdürülebilir bir çizgiye getirmeyi amaçlamaktadır. 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 performansı yakalamaya çalışmıştır. Ancak, piyasalara mali disiplinin ve yapısal reformların devamlılığının sağlandığı konusunda yeterli güveni verememiş görünmektedir.

Önemli dış kırılganlık göstergelerinden biri olarak kabul edilen kısa vadeli dış borcun uluslararası rezervlere oranı için %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 %100'ün üzerinde gerçekleşmiştir. Kısa vadeli dış borcun fazlalığı yanında TL cinsinden borçlarının vade yapısı da kriz öncesinde Türkiye için bir risk oluşturur niteliktedir; ülke parası cinsinden borçların %40'ı gibi büyük bir oranının vadesi Haziran 2001 ile Ağustos 2002 arasında dolmaktadır. 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.¹⁰³

Meksika: Meksika'nın kamu borcunun OECD ülkeleri ortalamasının altında olduğunu söylemek mümkündür. 1989 yılında %67 olan kamu borcunun GSYİH'ya oranı 1993 yılında GSYİH'nın %30'una çekilmiştir. Bu borcun %19'u uzun vadeli dış borçlardan % 11 ise kısa vadeli iç borçlardan oluşmaktadır. Meksika krizi, bir ülkenin ödemelerini yerine getirme gücüne sahip olup olmadığının kamu borcunun büyüklüğü kadar yapısına da bağlı olduğunu göstermiştir. Borcun vadesi, döviz cinsi ve ne tip ekonomik birimlerin elinde olduğu önem taşımaktadır. 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 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 spekülâtif 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.¹⁰⁴

1980'ler ve 1990'ların başında özel sektör borçluluğunun ekonomik dengesizliklere ya da krizlere yol açmayacağına dair bir görüş hakimdir. 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 dayanmaktadır. 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

¹⁰³ B. Eichengreen, "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, Ekim 2001, s.s.17-18.

¹⁰⁴ Sachs, Tornell ve Velasco, a.g.e., s.s. 6-7.

ekonomilerde bankalarda bulunan döviz mevduatının sistemik bir kriz durumunda devletin fiili yükümlülüğü sayıldığıdır. Bu nedenle, özel sektörün döviz borcunun yüksek olması ekonomiyi şoklara karşı daha kırılğan 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.¹⁰⁵

Arjantin: Arjantin, para kurulu sistemini sürdürmek için gerekli olan mali disiplini sağlayamamıştır. 1993 yılında %28 düzeyinde olan toplam dış borcun GSYİH'ya oranının 2001 yılında %53'e tırmandığı görülmektedir. Bu dönem içinde özel sektörün dış yükümlülükleri %6'dan %17'ye yükselmiştir. Bu da özel sektörün dış yükümlülükler yaratmada kamu sektörü kadar payı olduğunu göstermektedir. Ancak kamu sektörünün bir yandan yurtdışından finansman sağlarken, bir yandan da özel sektörden borçlandığı göz ardı edilmemelidir. 1993-2001 döneminde GSYİH'nın %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 dikkat 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 büyük özelleştirme gelirlerinin etkisiyle düşüş göstermiştir.1994 yılı ile birlikte kamu bütçe açığı yükseliş eğilimine

¹⁰⁵ Calvo, A. G., "Capital flows and Macroeconomic Management: Tequila Lessons", **International Journal of Finance and Economics**, 1996, s.s.207-211.

girmiştir. 1998'in ortalarından itibaren ise, 1999'un sonundaki seçimlere kadar süren, bir mali uyum çabası dikkati çekmektedir.¹⁰⁶

1998'de yaşanan Rusya krizi ve 1999-2001 döneminde Arjantin'in risk algılamalarında meydana gelen kötüleşme faiz yükündeki artışı hızlandırmıştır. 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 ayarlamının 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. 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 Dolar üzerinden gerçekleştirmiştir.¹⁰⁷

3.1.6. Cari İşlemler Açığı

Türkiye, Meksika ve Arjantin gibi gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerde cari işlemler açıkları krizi tetikleyen en önemli etkenlerden birisi olmuştur. Bu üç ülkede yaşanan cari işlemler açığı aşağıda detaylı olarak incelenmiştir;

Türkiye: 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 %40 seviyesini aşmıştır. IMF'e göre de, 2000 yılının sonuna yaklaşırken yaşanan ilk kriz bankacılık sistemindeki problemlerin yanında büyüyen cari işlemler açığının bir sonucudur. 1999 yılında GSYİH'nın %0.75'i düzeyinde olan cari işlemler

¹⁰⁶ F. J. Gurter, **Why did Argentina's currency board collapse?**, World Economy, 2004, s.s.679–683.

¹⁰⁷ Perry ve Serven, a.g.e., s.35.

açığı içsel ve dışsal faktörlerin etkisiyle 2000 yılında %5 seviyesine ulaşmıştır. Cari denge ile ilgili bir başka kırılganlık göstergesi de cari açığın döviz rezervlerine oranıdır. 1999 yıl sonunda %5,9 olan bu oran, Haziran ayında %27,7'ye, Aralık ayında ise %50'ye ulaşmıştır. Döviz kuru artışının önceden ilan edilen bir takvime bağlanması nominal faiz oranlarında beklenen düşüğe yol açarken, enflasyon beklentilerini aynı düzeyde etkilememiş ve buna bağlı olarak reel faizlerde yaşanan hızlı düşüğün yurtiçi talepte yarattığı patlama, dünya enerji fiyatlarındaki yükseliş ve küresel ekonomik yavaşlama gibi faktörlerle birleşerek dış ticaret dengesini olumsuz etkilemiştir.

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 %40 düzeyinde gerçekleşen enflasyon, hedeflenen devalüasyon oranlarının çok üzerinde kalmaya devam etmiştir. Bunun sonucunda Türkiye ekonomisi göz ardı 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 şekilde, 50 ülke arasında 46. sırada yer almaktadır. Euro'nun Dolar karşısındaki değer kaybının, Türk Lira'sındaki reel değerlenmenin ve enerji fiyatlarındaki artışın bu dengesizlikle bağlantısı kabul edilmekle birlikte, cari açığa bu ölçüde bir bozulmayı tam olarak açıklamadıkları düşünülmektedir. İç talepteki artış ithalatla karşılanmış, ihracattaki artış sınırlı kalmıştır. 2000 yılında ara malı ithalatında %46, tüketim malı ithalatında ise %42'ye varan bir artış yaşanmıştır. Program çerçevesinde 2,8 milyar Dolar olarak belirlenen cari açık hedefi 5 milyar olarak revize edilmiş, ancak bu miktarı da büyük oranda aşarak 9,7 milyar Dolar 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.¹⁰⁸

¹⁰⁸ Emre C. Alper, **The Turkish Liquidity Crisis of 2000: What Went Wrong**, Boğaziçi University Department of Economics Working Papers, No: 01-11, 2001, s.s.7-10.

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, 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 var olmakta 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. Türkiye'nin 1971 yılında 3 milyar Dolar olarak kaydedilen dış borcu 2000 yılında 100 milyar Dolar seviyesine, toplam dış borçluluğu ise GSYİH'nın % 60'ına ulaşmıştır.¹⁰⁹

Meksika: Meksika, 1993 yılında GSYİH'sının % 6,8' olan, 1994 yılında GSYİH'nın yaklaşık % 8'ine ulaşan cari işlemler açığı ile dünya standartlarının üstündedir. 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.

Ancak, sürdürülebilirliği kriz öncesinde de tartışma konusu 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 görülmekte, bu da cari işlemler dengesi açığının özel sektörün söz konusu dönem boyunca tasarrufları aşan miktarda yatırım yapmasından

¹⁰⁹ Ercan Uygur, "2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri Üzerine Değerlendirmeler", **Mülkiye**, Mart-Nisan, 1, XXV, 2001, s.227.

kaynaklandığı sonucunu çıkarmaktadır. Dış borçlanmanın büyük bir kısmı özel sektör tarafından gerçekleştirilmiş, kamunun net dış borcu az bir yükseliş göstermiştir.

Arjantin: 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. 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. 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.

Cari dengenin sürekli açık vermesi Arjantin ekonomisi için iki riski ortaya çıkarmıştır; sermaye çıkışlarına karşı kırılganlık ve Peso'nun reel olarak aşırı değerlenmesi. 1990-2001 döneminde net dış varlıkların gelişimi incelendiğinde, 1991 yılında artış gösteren "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 %20 oranında azalış göstermiştir. 1990'ların ikinci yarısında ciddi bir biçimde hissedilen ve söz konusu dönemde Peso'nun 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.¹¹⁰

¹¹⁰ World Bank Argentina, The Convertibility Plan: Assessment and Potential Prospects, Report No: 15402-AR, 1. Washington D.C., Temmuz 1996, s.5.

3.1.7. Reel Döviz Kuru Değerlenmesi

Yerel döviz kuru değerlenmesi, gelişmekte olan ülkelerde zaman zaman görülmektedir. Türkiye, Meksika ve Arjantin'de yaşanan reel döviz kuru değerlenmesi aşağıda detaylı olarak incelenmiştir;

Türkiye: 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 Dolar 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. İstikrar programı çerçevesinde 2000 yılı içinde kur sepetinin %20 olarak belirlenen yıl sonu TEFE 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 ve Türk lirası 1 A.B.D. Dolar'ı ve 0.77 Euro'dan oluşan sepet karşısında reel olarak değerlendirilmiştir. Yaklaşık %33'lük TEFE ve %39'luk TÜFE gerçekleştirmeleri göz önüne alındığında ülke parasının temel ticaret ortaklarının para birimleri karşısında TEFE'ye ve TÜFE'ye göre sırasıyla %10,8 ve % 15,8 oranlarında reel değer kazandığı anlaşılmaktadır. Türk Lira'sının, programın uygulamaya konduğu 2000 yılı boyunca Türkiye'nin dış ticaretinde payı olan ülke para birimlerinden oluşan döviz kuru sepeti karşısında TÜFE'ye göre %15,9, TEFE'ye göre %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 birçok 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.

Reel faiz oranlarında yaşanan hızlı düşüşün gelecekteki tüketim ve yatırım talebini öne alarak fiyatlar üzerinde büyük talep baskısı yarattığı düşünülmektedir.¹¹¹

Meksika: 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. 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 de bu görüşü destekler niteliktedir. Kurdaki değerlenme denge reel kur hesaplamalarındaki farklılıktan kaynaklanmış, aynı zamanda Peso’nun değerlenme süreci Meksika’nın yürütmekte olduğu reform sürecinin doğal bir sonucu olarak görülmüştür. Oysa kurdaki reel değerlenmeyi açıklamakta kullanılan ve aslında kırılmalı bir niteliğe sahip olan sermaye girişleri sadece yatırımları değil, yüksek miktarda tüketimi ve ara mal ithalatını da finanse etmektedir. Buna göre, 1987 yılından başlayarak kesintisiz bir şekilde Meksika Peso’sunun reel olarak değerlendirildiğini söylemek mümkündür.¹¹²

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 %50 düzeyinde gerçekleştiği Aralık 1987 tarihinde

¹¹¹ Bartu Soral, “Türkiye’de Bitmeyen Ekonomik Kriz/Belgeleriyle Üretimden Finans Oyununa Geçiş”, Kaynak Yayınları, Ekim 2009, s.s.102-106.

¹¹² Dornbusch ve Werner, a.g.e., s.s.253-257.

yapılan nominal döviz kuru sabitlemesinin enflasyon oranları ve reel döviz kuru üzerinde etkisi inceleyerek de aynı sonuca ulaşmak mümkündür. Nominal döviz kuru sabitlemesi 1988 yılı içinde hızlı ve büyük miktarda bir dezenflasyona yol açmış ve bir yıl içinde enflasyon düşürülmüştür.

Arjantin: Arjantin’de reel değerlenmenin önemli bir bölümü 1994’e kadar olan dönemde yaşanmıştır. 1994-1996 yıllarında kur reel değer kaybetmiş ve 1997 yılında 2001 yılında zirveye ulaşan yeni bir değerlenme süreci başlamıştır. Reel kurda değerlenme her durumda düzeltme gerektiren bir ekonomik dengesizlik belirtisi olarak nitelendirilmemektedir. 1990’ların ilk yarısında Arjantin Peso’sunun reel değerlenmesi de denge reel kur seviyesi ile ilgili bir gelişme olarak görülmüş ve kalıcı bir reel değerlenmenin ticarete konu sektörlerde verimliliği artıran reformların doğal bir sonucu olduğuna dair açıklamalar getirilmiştir. Reel kurun ne ölçüde aşırı değerli olduğunu saptamaya yönelik çalışmaların bir kısmı cari reel kur ile geçmiş reel kur arasında denge reel kur seviyesinin sabit olduğunu varsayarak yapılan basit bir karşılaştırmaya dayanmaktadır. Konvertibilite Planı’nın başlangıcı sayılan 1991 yılından başlayarak Peso artan bir reel değerlenme sürecine girmiştir. Reel değerlenme ilk olarak 1993’te tepe noktasına ulaşmıştır. Denge reel kur, 1990’ların ilk yarısında verimlilik artışına bağlı olarak değerlense de 1990’ların sonuna doğru net dış varlıklardaki bozulmanın etkisiyle değer kaybetmiştir.¹¹³

3.1.8. Sabit Döviz Kuru Politikası

Gelişmekte olan ülkelerde ekonomik krizlerden korunmak veya krizleri atlattmak için bazı dönemler sabit döviz kuru politikaları uygulanmıştır. Türkiye, Meksika ve Arjantin’de uygulanan sabit döviz kuru politikaları aşağıda detaylı olarak incelenmiştir;

¹¹³ Perry ve Serven, a.g.e., s.s.17-21.

Türkiye: Türkiye, 2000 yılında istikrarı sağlamak üzere uygulamaya koyduğu programın temelinde enflasyonist bekleyişleri kontrol etmek yatmaktadır. 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, 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 öngörmektedir. Bu çerçevede, 2002 yılı sonu itibariyle %5-7 enflasyon oranına ulaşılması ve bandın genişliğinin %22,5’a çıkarılması hedeflenmiştir. 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. 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 sınırlamalar getirilmiştir. 9 Aralık 1999 tarihli niyet mektubunda, enflasyonu düşürmede başarı sağladıkları düşünülen sabit kur politikaları uzun süreli olarak uygulandıklarında birçok yükselen piyasa ekonomisinde yaşanan türden gereksiz yapısal katılıklara yol açabildiği belirtilmektedir. 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. Sonuç olarak, para politikası hedeflenen kredibilite artışını getirmemiş, faiz oranları yükselmeye bağlamış ve Türk lirası reel olarak aşırı değerli hale gelmiştir.¹¹⁴

¹¹⁴ IMF, Niyet Mektubu, 9 Aralık 1999, TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/imf/mektup.html>

Meksika: 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 çıpasına dayanmaktadır. Mart-Aralık 1988 döneminde Peso A.B.D. Dolar'ına sabitlenmiş; takip eden dönem içinde döviz kurunda önceden ilan edilen oranlarda artış öngörülmüştür. 1991 yılının Kasım ayından başlayarak zaman içinde yine önceden belirlenen oranlarda artış gösteren döviz kuru bandının uygulamasına geçilmiştir. Meksika, Merkez Bankası'nın döviz piyasasına müdahale ettiği ve sermaye girişlerinin devlet iç borçlanma araçlarıyla kısmen sterilize edildiği bir para politikasını benimsemiştir. Bu kapsamda amaç para tabanı büyümesinin nominal gelir artışı ve enflasyon hedefiyle tutarlı bir çizgi izlemesidir. Meksika krizinin nedenlerini anlamaya yönelik birçok çalışma sabit döviz kuru rejiminden kaynaklı kırılganlıklara işaret etmiştir. Birleşilen nokta, Meksika gibi sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ülkede, döviz kuruna dayalı bir istikrar programı uygulanmasının aşırı değerli reel kur ve cari açıktan oluşan sürdürülemez bir dış pozisyonu beraberinde getirdiğidir.¹¹⁵

Arjantin: On yılı aşan bir süre boyunca katı bir döviz kuru rejimi izleyen Arjantin'in yaşadığı kriz hakkındaki tartışmalar fiyat ve ücret esnekliğinin bulunmadığı bir ülkede konvertibilite rejiminin bir parasal sistem tercihi olarak doğruluğu üzerinde yoğunlaşmaktadır. Bir görüş, ülke parasını bire-bir oranında A.B.D. Dolar'ına sabitleyen para kurulu uygulamasının Arjantin'in dış ticaret kompozisyonu ile tutarsız olduğu ve ekonominin dış şoklar karşısında var olan kırılganlığını daha da artırdığı yönündedir. Arjantin'deki konvertibilite rejimi uygulamasının Optimal Kur Alanları teorisinin geri dönülemez döviz kuru rejimleri için koyduğu şartların hiçbirini yerine getirmediği görülmektedir.

A.B.D. ile olan ticaret Arjantin'in dış ticaretinin sadece %14'ünü GSYİH'sının ise %3'ünü oluşturmaktadır. Arjantin ekonomisi reel şoklara karşı uyumu sağlamak için

¹¹⁵ M. A Savastano, J.Roldos, ve J. Santaella, **Factors Behind the Financial Crisis in Mexico**, IMF World Economic Outlook, Annex 1, Washinton DC: IMF, Mayıs 1995, s.s. 90-94.

gerekli olan fiyat ve ücret esnekliğine sahip değildir. 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 Peso’yu güvenilir bir para birimi haline getirmenin amaçlandığı ve yerli yatırımcıların Dolar cinsinden yatırım araçları yönündeki tercihlerinin ön plana alındığı düşünülmektedir. Nitekim 1990’ların ikinci yarısında Dolar’ın yükselişi ve Brezilya Real’inin devalüasyonu rekabet gücü problemlerini beraberinde getirmiş, 2001 yılında rekabet gücünü artırmaya yönelik olarak kurda alınan esnekleştirme tedbirleri ise rekabet sorununu çözmekten çok güveni zedeleyici bir adım olmuştur.¹¹⁶

3.2. 2008 Küresel Mali Krizin Türkiye, Meksika ve Arjantin Ekonomilerine Etkileri

1990’lı yıllarda başlayan piyasaların liberalleştirilmesi sonucu kontrol ve finansal denetimden uzaklaşan finansal sistemin yarattığı bir kriz olan 2008 krizi tüm dünyayı etkileyen küresel bir kriz halini almıştır. Finansal sektörde başlayan bu kriz reel sektörü de etkilemiş ve dünya ekonomilerini derin bir resesyon içine sokmuştur. Tüm dünyayı sarsan bu kriz akıllara 1929 krizini getirmiştir. Bu bölümde 2008 küresel mali krizinin ortaya çıkış nedenleri ve krizin başlangıcından bu yana alınan önlemler incelenerek, ardından 2000’li yıllarda seçilmiş ülkeler olan Meksika, Arjantin ve Türkiye’nin temel ekonomik göstergeleri ışığında krizden nasıl etkilendikleri gösterilmeye çalışılmıştır.

3.2.1. Küresel Mali Krizin Temel Nedenleri ve Kriz Süreci

2007 yazında ABD’de başlayan ve 2008 Eylül ayında ABD’nin en büyük 4. Yatırım Bankası olan 158 yıllık Lehman Brothers’ın 600 milyar Dolar borç ile iflasını açıklayarak batmasıyla etkisi bütün dünyaya yayılmaya başlayan kriz, 1929 Büyük Buhranından sonra, dünyanın yaşadığı en büyük kriz olarak tanımlanmaktadır.

¹¹⁶ Perry ve Serven, a.g.e., s.s. 22-25.

1990'lı yılların ikinci yarısında oluşan balonun 2001'de patlaması ile birlikte ABD ekonomisi bir resesyona sürüklenmiştir. 11 Eylül 2001 yılında ABD'de gerçekleşen terör saldırıları ve sonrasında yaşanan gelişmeler, resesyonun etkilerinin daha şiddetli bir şekilde ABD'de hissedilmesine yol açmış, dönemin FED başkanı Alan Greenspan ABD'yi resesyondan çıkarmanın formülü olarak faiz oranlarında indirime gitmeyi uygun görmüştür. Mayıs 2000 ile Kasım 2001 arasında 11 kez faiz indirimine giden FED, faizleri %6,5 seviyesinden %1,75 seviyesine düşürmüştür. Bununla da yetinmeyip faiz indirimlerine devam eden FED, 2003 Haziran ayında faizi son 45 yılın en düşük seviyesi olan %1'e düşürmüştür. 2003 yılında yaratılan ucuz para ortamıyla bir yandan ABD ekonomisi suni tüketim ve fiyat artışları ile resesyondan kurtulurken, diğer yandan Irak savaşının finansmanı da bol likidite ile kolaylıkla yapılabilir hale gelmiştir. Faiz indirimleri ile başlayan kolay para dönemi, konut kredilerinin hızla artmasına neden olmuş, 1980'li yıllardan beri ABD ekonomisinde hakim görüş olan paracı ekolün etkisiyle finansal piyasaların deregüle edilmesi, diğer bir ifadeyle kontrolsüz bırakılmasıyla birlikte konut kredileri çok riskli bir şekilde genişlemeye başlamıştır. Risk iştahı kontrolsüz bırakılan ABD finans sektörü, ödeme gücü düşük olan kişilere eşik altı (sub-prime) olarak adlandırılan mortgage kredileri vermeye başlamış, ek olarak, kullanılan krediler teminat gösterilerek piyasaya yapılan tahvil satışları, yatırım bankaları, hedge fonlar ve çeşitli finans kuruluşları tarafından kullanılarak üretilen yeni türev ürünlerin yardımı ile kredi riskleri bütün mali kesime yayılmıştır. Bu gelişmeler konut piyasasında fiyatların hızla yükselmesine ve yükselen konut fiyatları ise riskli konut kredilerinin daha fazla artmasına neden olmuştur. 2004 yılına gelindiğinde, ABD'de konut sahipliği tarihin en yüksek seviyesine (%96) yükselerek konut fiyatları da rekor seviyelere çıkmıştır. 2004 yılından itibaren FED'in enflasyonla mücadele için tekrar faiz artırımına gitmesiyle mevcut ortam bozulmaya başlamıştır. Faizlerin hızlı bir şekilde artması, özellikle değişken faizli mortgage kredilerinin geri dönüşümünde sorunlar çıkmasına neden olurken, kredi geri ödemelerinde yaşanan sorunlar ve yüksek faiz sebebiyle konut fiyatları düşmeye başlamıştır.

Konut fiyatlarının düşmeye başladığı 2006 yılında finansal piyasalarda başlayan durgunluk, 2007 yılında riskli konut kredilerine dayalı yatırım gerçekleştiren finansal kurumlarda, bütün piyasaları endişeye sevk eden gelişmeler yaşanmasına neden olmuş ve aynı yılın Şubat- Mart ayları arasında yüksek riskli konut kredisi (subprime) veren 25'ten fazla kuruluş iflas etmiştir.

22 Haziran 2007'de Bear Sterns yatırım bankası, kreditorlerin fonlarını geri çekmesini engellemek ve hedge fonların batması sonucu sistematik bir çöküşün olmasını engellemek amacıyla kendisine bağlı iki hedge fonu kurtarmak için 3.6 milyar Dolar borç vereceğini bildirmiştir. Bu iki hedge fon Merrill Lynch, JPMorgan Chase, Citigroup, Deutsche Bank ve Lehman Brothers'tan yaklaşık 9 milyar Dolar borçlanmış ve kaldıraç kullanarak CDO (Collateralized Debt Obligations) olarak adlandırılan konut kredilerine dayalı riskli yatırım enstürmanlarına yaklaşık 30 milyar Dolar yatırım yapmıştır. Riskli konut kredisine dayalı yatırım araçlarının ve bunlara yatırım yapan finansal kuruluşların kredi derecelerinin düşürülmesi, bu yatırımların ve firmaların değerlerinin hızla erimesine neden olmuştur. Takip eden aylarda birçok finansal kuruluş yüksek miktarda mortgage tabanlı yatırım araçları sebebiyle çok büyük zararlar açıklamış, ürünlerin nakde dönüştürülmesinde yaşanan sıkıntılar ve yatırımcıların paralarını geri alma isteği ile piyasalar likidite krizine doğru sürüklenmiştir. Bu noktadan sonra küresel bir çalkantıya dönüşen mortgage krizine karşı FED ve Avrupa Merkez Bankası tarafından piyasalara para enjekte edilmeye başlanmıştır. Olaylar iyice kontrolden çıkmaya başlamış ve 15 Eylül'de Amerika'nın en büyük 4. Yatırım bankası olan 158 yıllık Lehman Brothers 600 milyar Dolar borç ile iflasını açıklamıştır. Lehman Brothers'ın batışı bütün dünyada deprem etkisi yaratmış ve ABD'nin mortgage krizi küresel finans krizi haline gelmiştir. Makroekonomik açıdan bakıldığında ABD tarihinin en büyük cari açığını vermiş, cari açığını büyük miktarda fon çekerek finanse etmeye çalışmıştır.¹¹⁷

¹¹⁷ Ali Ünal ve Hüseyin Kaya, **Küresel Kriz ve Türkiye**, Ekonomi ve Politika Araştırma Merkezi, İstanbul, 2009, s.s. 1-7.

Bu noktadan sonra derinleşen krizi önlemek için, öncelikle ABD’de Ekim ayında 700 Milyar Dolar’lık bir kurtarma paketi 150 milyar Dolar daha eklenerek kabul edilmiş, bunu diğer dünya ülkeleri takip etmeye başlamış, gelişmiş ekonomilerden gelişmekte olan ekonomilere kadar dünya üzerinde bir çok ülke küresel krize karşı önlem olarak çeşitli paketler açıklamışlardır. Ödeme gücünü çeken İzlanda, Ukrayna, Pakistan, Macaristan gibi ülkeler ise çare olarak IMF ile stand-by antlaşması yapma yolunu seçmişlerdir. ABD Mortgage krizi, küresel likidite krizine dönüşmüş ve dünyada küresel durgunluk başlamıştır.

Dünya genelinde azalan talep ve bozulan beklentilerin tüketim üzerindeki olumsuz etkileri nedeniyle ABD otomobil sektörü olumsuz etkilenmiştir. Otomotiv endüstrisinin dev oyuncularını ABD kongresinden aldıkları krediler ile iflaslarını ertelemişlerdir. Fakat bundan sonra sırada hangi sektörlerin ve hangi ülkelerin olduğu ise bilinmezliğini korumaktadır. Gün geçtikçe derinleşen küresel krizin reel sektör üzerindeki olumsuz etkileri artmaktadır.

3.2.2. Küresel Mali Krizin Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri

Dünyada 2001 yılında başlayıp 2008 yılının başına kadar devam eden ciddi bir likidite bolluğu yaşanmış, Türkiye de bu bolluktan fazlasıyla nasibini almıştır. Yüksek faiz ödeyen Türkiye bu küresel likidite bolluğundan kamu kurumları, bankalar ve özel sektör vasıtasıyla ciddi bir şekilde yararlanmıştır. 2008 yılında patlak veren küresel likidite krizi, risk algılamasını olumsuz etkilemiş ve borçlanma maliyetlerinin artmasına yol açmıştır. Bunlara ek olarak, büyüme oranlarında gerileme ve işsizlik oranında artış, enflasyon, ihracatta ve yabancı sermayedeki gerileme gibi faktörler de krizin ülkemizde görülecek olumsuz yansımalarından bazılarıdır.

Tabloda Türkiye’nin 2007, 2008 ve 2009 yılına ait temel ekonomik göstergeleri yer almaktadır. Türkiye küresel krizin etkilerini 2008 yılının özellikle 2. yarısından itibaren hissetmeye başlamıştır. Krizin Türkiye ekonomisinin büyümesine fren yapacağı bir çok ekonomist tarafından dile getirilmiş, nitekim tabloya da bakıldığında

2007 yılında %4,7'lik ekonomik büyüme, 2008 yılında %0,7, 2009 yılında ise % - 4,7 olarak gerçekleşmiştir. 2007'den itibaren dünya çapında etkilerini gösteren küresel krizin, büyüme açısından Türkiye'ye etkileri 2008 yılının ikinci çeyreğinden itibaren görülmeye başlamıştır. Bu dönemde GSYİH büyüme oranı, 2001 krizinden sonra yüksek büyüme oranları yakalayan Türkiye açısından, sıradan sayılabilecek %2,6 gibi bir seviyeye gerilemiştir. 2008 yılının üçüncü çeyreğinde ise %0,9 oranında bir büyüme yaşanmıştır. Ardından yılın son çeyreğinde Türkiye ekonomisi %7,0 küçülerek, 2001 krizinden sonraki dönem süresince pozitif büyüme oranlarını yakalamasının sonrasında, ilk negatif büyümeyi yaşamıştır. Negatif büyüme 2009 yılında da devam etmiş, ilk çeyrekte %14,5, ikinci çeyrekte %7,7, üçüncü çeyrekte %2,9 küçülen Türkiye ekonomisi, son açıklanan verilere göre 2009 yılının son çeyreğinde %6,0 oranında büyümüştür. Art arda yaşanan küçülmelerin ardından böyle bir büyümenin gerçekleşmesi, resesyon sürecinin kırılması açısından önem taşımaktadır. Bazı analistler, TÜİK tarafından 31.03.2010 tarihinde açıklanan rakamlara göre, Türkiye ekonomisinin 2009 yılının son çeyreğinde %6,0 oranında büyüyerek üst üste dört çeyrek dönem küçülerek girdiği resesyondan çıktığını düşünmektedirler.¹¹⁸

Global krizin Türkiye ekonomisini özellikle ihracat ve dış kaynak temini üzerinden etkilemesi ve bu etkilerin büyümeyi baskılaması beklenmektedir. İhracatın Türkiye ekonomisinin büyümesi ve cari açık finansmanı açısından önemi düşünüldüğünde cari açığı en fazla besleyen dış ticaret açığının tırmanması, krize çok yüksek ve artan bir cari açıkla yakalanan Türkiye ekonomisinin zorluklarını artırması anlamına da gelmektedir. Tabloda dış ticaret dengesinin dış ticaret dengesi, 2009 yılında 2008 yılına göre % 53.4 azalarak 24.73 milyar Dolar açık verdiği görülmektedir.¹¹⁹

2007 ve 2008 yılının ilk yarısında yüksek seyreden emtia ve petrol fiyatları hem cari işlemler dengesini olumsuz etkilemiş hem de Türkiye'de enflasyonun

¹¹⁸ Mehmet Ali Ertunç, **Türkiye Ekonomisi Temel Makroekonomik Göstergeler, Türkiye Ekonomisi Resesyondan Çıkış Yolunda**, İstanbul, Nisan 2010, s.s.1-3.

¹¹⁹ Bora Selçuk ve Naci Yılmaz, **Küresel Finansal Sistemde Değişim ve Türkiye'ye Etkileri**, İstanbul 2008, s.s.345-348.

yükselmesine neden olmuştur. Ancak, global talepteki yavaşlama ve dünya ekonomisindeki durgunluk petrol fiyatlarını frenleyerek, Türkiye'nin ithalatçısı olduğu petrol, enerji, ham madde fiyatlarındaki düşüşler küresel krizin Türkiye'ye zararını sınırlandırıcı olumlu bir etki yapmıştır. Azalan iç talep ve düşen emtia fiyatları nedeniyle 2009 yılında enflasyon gerileme sürecine girmiştir.

Tablo 20: Türkiye'nin Temel Ekonomik Göstergeleri

Türkiye Temel Ekonomik Göstergeleri 2007-2009			
	2007	2008	2009
Büyüme (GSYİH; %)	4.7	0.7	-4.7
GSYİH (mlr YTL)	843	951	954
GSYİH (mlr \$)	647	730	615
TÜFE (%)			
Ortalama	8.8	10.4	6.3
Dönem sonu	8.4	10.1	6.5
Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi (mlr YTL)	-13.7	-17.1	-52.2
1/ GSYİH'ye oran olarak	-1.6	-1.8	-5.5
Faiz Dışı Denge (GSYH'ye oran olarak)	4.2	3.5	0.1
Merkezi Yönetim Borcu (GSYH'ye oran olarak)	39.6	40.0	46.3
İç Borç	30.3	28.9	34.6
Dış Borç	9.3	11.1	11.7
Cari Denge (mlr \$)	-38.3	-41.9	-13.9
GSYİH'ye oran olarak	-5.9	-5.7	-2.3
Dış Ticaret Dengesi (TUIK tanımı; mlr \$)	-62.8	-69.9	-38.8
Döviz Kuru (TL/\$)			
Faiz Oranı (bileşik; %)			
Reel Faiz Oranı (bileşik dönem sonu; %)	7.6	7.1	2.5
Merkez Bankası O/N (Dönem sonu; basit; %)	15.75	15.0	6.50

Kaynak: CBT, MoF, Treasury, TURKSTAT

TÜİK tarafından açıklanan verilere göre 2004-2009 yılları arasında işsizlik oranları tabloda yer almaktadır. Diğer makro ekonomik verilerin de teyit ettiği üzere Türkiye’de küresel krizin etkileri 2009 yılı Eylül ayından itibaren daha şiddetli olarak görülmeye başlanmıştır. Buna ek olarak ülkemizde yüksek oranda var olan kayıtdışı istihdam nedeniyle krizin iş gücü piyasasında ne ölçüde tahribat yapmış olduğu mevcut ekonomik veriler ile şu anda tam olarak tesbit edilememesine rağmen, ihracata dayalı olarak üretim yapan tekstil, beyaz eşya gibi sektörlerde işten çıkarmalar gözlemlenmiş, ayrıca ülkemizin çeşitli illerinde bulunan bazı sanayi tesisleri üretime ara verip bazıları ise kapanmak zorunda kalmıştır. Hızlı bir artış sürecinde olan işsizlik 2009 yılında %14'lere ulaşmış, Türkiye'nin küresel mali krizde karşılaştığı en önemli sorunlardan bir tanesi olmuştur.¹²⁰

Tablo 21: Türkiye’de 2004-2009 Yılları Arasında İşsizlik Oranları

İşsizlik Oranı (%)	
2004	10,8
2005	10,6
2006	10,2
2007	10,3
2008	11,0
2009	14,0

Kaynak: TÜİK

Krizin para politikaları açısından etkilerine bakıldığında, 2008 yılının ilk yarısında enflasyonla mücadele için faiz oranlarını 1,5 puan artırarak %16,75 seviyesine yükselten Merkez Bankası'nın düşen emtia fiyatları, gerileyen iç talep ve ileriye yönelik enflasyon beklentilerinin azalması ile krizle mücadele için diğer ülkelerin Merkez Bankaları'nın izlediği yolu izleyerek Kasım ayından bu yana faiz oranlarında indirim gitmeyi tercih ettiği görülmektedir. Krizin döviz kuru üzerindeki etkisine bakıldığında 2009 yılı sonu itibariyle TL / \$ kurunun 1,55'e yükseldiği görülmektedir.

¹²⁰ Ünal ve Kaya, a.g.e., s.s. 15-19.

Krizle birlikte Türkiye'ye doğrudan ve dolaylı yabancı sermaye girişinde dramatik olmamakla birlikte düşüş olduğu görülmektedir. İMKB'den ciddi yabancı yatırımcı çıkışı yaşandığı gözlemlenmiştir. Merkez Bankası tarafından açıklanan raporda, doğrudan yatırımlar kaleminde 2010 Ocak-Haziran döneminde gerçekleşen net sermaye girişi, 2009 yılının aynı dönemine oranla % 34,3 azalmıştır.

Birçok gelişmekte olan ülke, kalkınma sürecinde ihtiyaç duydukları yatırımları, iç tasarruf imkânlarının yetersizliği nedeniyle dış sermaye ile finanse etmekte, diğer bir deyişle cari açık vermektedir. Türkiye ekonomisi de yapısal olarak cari açık veren ülkelerden biridir. Türkiye'nin cari işlemler açığı, 2009 yılının ilk yarısında 7 milyar 383 milyon Dolar düzeyinde iken 2010 ilk altı ayında % 180 artış göstererek 20 milyar 743 milyon Dolar'a ulaşmıştır.

Genel olarak bakıldığında, küresel kriz döneminde talep koşullarının enflasyonu düşürücü etkisi baskın olmuş ve ülke riskliliğindeki kötüleşme yüksek fon akımlarına maruz kalan diğer ülkelere kıyasla sınırlı kalmıştır. Bu dönemde TCMB, krizin iktisadi faaliyet üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamak amacıyla, politika faizlerinde önemli ölçüde indirim gitmiş, bu süreci aldığı likidite tedbirleri ile desteklemiştir. Bu ortamda, piyasa faizlerini etkilemesi muhtemel diğer değişkenler de dikkate alındığında, beklentilerin ötesinde gerçekleştirilen faiz indirimlerinin görece uzun vadeli getiriler üzerinde etkili olacağı düşünülebilir.¹²¹

Kriz döneminde uygulanan politikalara bakıldığında, küresel krizin reel ekonomi üzerindeki etkilerinin güçlü bir şekilde yaşandığı 2009 yılında, iç talebi canlandırmak amacıyla birçok ülke gibi Türkiye'de de kamu harcamalarını arttırıcı mali paketler ile vergi indirimleri ve muafiyetleri uygulamaya konulmuştur.

¹²¹ H. Burcu Gürcihan ve Özgür Özel, **Küresel Finansal Kriz Döneminde Para Politikası Kurulu Kararlarının Piyasa Getirileri Üzerindeki Etkisi**, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ekonomi Notları Sayı: 2010-10 / 6, Temmuz 2010, s.s. 6-7.

3.2.3. Küresel Mali Krizin Arjantin Ekonomisi Üzerindeki Etkileri

Arjantin, krizin başındaki sağlam olmayan ekonomik ve finansal durumu nedeniyle diğer Latin Amerika ülkeleri ile karşılaştırıldığında daha zayıf durumdaydı. 2002 yılından bu yana düşük ekonomik büyüme rakamları gerçekleşmiş olan ülke, bilindiği gibi 2001-2002 yılında büyük bir kriz atlattığı ve ekonomik büyüme trendi büyük hasar bırakan bu kriz neticesinde oluşmuştur. Söz konusu trend, 2009 yılının ikinci çeyreğinde oluşan % -0.8 lik daralma ile son bulmuştur. 2009 yılında Arjantin Merkez Bankası ülke ekonomisi için 2010 yılında %8.9-9.5 arasında bir büyüme göstermesini beklediğini bildirmiş, Arjantin ekonomisi yavaş yavaş kriz dönemi öncesindeki büyüme rakamlarını görmeye başlamıştır.

2008 yılı sonlarında mal fiyatlarındaki çöküş ihracat ve mali geliri azaltmış, ayrıca Arjantin’de yatırımlar azalmış, yerli tüketici talebi daralmış ve sanayi üretiminde düşüş görülmüştür. 2008 yılının Ekim ayında kapasite kullanım oranı %79 iken, 2009 yılının Ocak ayında %67.4’e gerilemiş ardından aynı yılın Ağustos ayında %74.6’ya yükselmiştir. Özellikle motorlu taşıt, metalurji ve tekstil sektörlerinde krizin etkileri hissedilmiştir. Ülkede, 2009 yılının yazında yaklaşık %9 işsizlik oranının hüküm sürdüğü görülmektedir.¹²²

Tabloda Arjantin’de 2004-2009 yılları arasında işsizlik oranları görülmektedir. 2007 yılında tek haneli rakamlara gerileyen işsizlik oranının kriz ile birlikte özellikle 2009 yılı itibariyle tekrar yükselmeye başladığı görülmektedir.

¹²² Latin American Newsletters Latin American Economy & Business, **Global Insight Argentina June 12, 2009, and República Argentina**, (Instituto Nacional de Estadística y Censos, Utilización de la Capacidad Instalada en la Industria), August 2009, s.s. 10-11.

Tablo 22: Arjantin Temel Ekonomik Göstergeleri 2007-2009

Arjantin Temel Ekonomik Göstergeleri 2007-2009			
	2007	2008	2009
Büyüme (GSYİH; %)	8.7	6.8	0.9
GSYİH (mlr YTL)	812.5	1,032.8	1,144.6
GSYİH (mlr \$)	262.5	328.6	310.1
TÜFE (%)			
Ortalama	8.83	8.59	6.27
Dönem sonu	8.47	7.24	7.70
Cari Denge (mlr \$)	5.92	4.99	8.65
GSYİH'ye oran olarak	2.26	1.52	2.79

Kaynak: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2010

2001 krizi ile birlikte Arjantin'in finansal olarak global ekonomik yapıdan ayrıştığı görülmektedir. En önemli finansal kurumlardan bankalar likit ve tüm borçlarını ödeyebilir durumda iken, Arjantin borsası %37 oranında düşüş yaşamış, Peso ise %18 oranında değer kaybetmiştir. Aynı şekilde 2009 yılının ilk altı aylık periyodunda ihracatın %21 oranında azaldığı görülmüştür. Arjantin ihracatındaki düşüş ve hükümetin sorgulanabilir finansal politikalarına bağlı olarak Arjantin para birimi 2008 yılının Eylül ayından itibaren %20 oranında değer kaybetmiştir.

Tablo 23: Arjantin'de 2004-2009 Yılları Arasında İşsizlik Oranları

Arjantin İşsizlik Oranları (2004-2009)	
2004	13.6
2005	11.5
2006	10.2
2007	8.5
2008	7.9
2009	8.7

Kaynak: Bloomberg, IMF sayfası

3.2.4. Küresel Mali Krizin Meksika Ekonomisi Üzerindeki Etkileri

Bilindiği üzere, finansal kriz kavramı geçmiş deneyimler nedeniyle Latin Amerika ülkeleri olan Meksika ve Arjantin için yeni bir kavram değildir. 2008 yılında başlayan ve hala etkileri süren küresel mali krizin diğer Latin Amerika krizleri ile karşılaştırıldığında; krizin Amerika emlak ve kredi sektörünün çöküşü kaynaklı olması ve Latin Amerika'da son yıllarda özellikle finans sektöründeki güçlü ekonomik iyileşme ve uygulamalara rağmen Latin Amerika'ya da yayılması bakımından iki olağandışı boyutu bulunmaktadır.¹²³

Meksika 2008 finansal krizinde başarılı bankacılık sektörü reformlarından geçmesine rağmen, finansal kriz fırtınasına yakalanmıştır. Bankacılık sistemlerinde bir problem çıkmamasına rağmen bu krizden en fazla etkilenen, en fazla küçülen ülkeler sıralamasında Meksika ön sıralarda gelmektedir. Rakamlar göstermektedir ki, Meksika ekonomisi 2009 yılı itibariyle ciddi olarak küçülmüştür. Sanayi üretim rakamlarına bakıldığında, 2008'in 2. çeyreği 100 olarak alınırsa, Meksika'da sanayi üretimi, 2009'un ilk çeyreğinde 88'e gerilerken, Türkiye'de ise bu oran 80'e düşmüştür. Daha önce de belirtildiği gibi, Türkiye ekonomisini küçülten talep azalması probleminin kaynağında AB ülkeleri bulunmaktadır. Meksika ekonomisini küçülten temel dinamik ise ABD-Kanada piyasasındaki talep daralmasıdır. Her iki ülke de dış ticaret kanalından ciddi bir darbe almışlardır. ABD hükümeti 2008 krizine hızlı bir mali genişleme ile cevap verirken, aynı tepki AB ülkelerinde son derece gecikerek ve isteksizce devreye girmiştir. Dolayısıyla yan komşudaki politika aktivizmi Meksika'da üretim bazındaki daralmayı sınırlarken, Türkiye'de sanayi üretimindeki daralma daha derin olmuştur. Meksika'nın küresel süreçten çıkış sürecinde en önemli unsur ABD pazarının talep gücüdür.¹²⁴

¹²³ Dick K. Nanto, "The Global Financial Crisis: Analysis and Policy Implications", Washington, October 2009, s.47.

¹²⁴ Güven Sak, **Türkiye'nin ruh ikizi Meksika'dır**, 08.07.2010, http://www.referansgazetesi.com/haber.aspx?HBR_KOD=141710&YZR_KOD=6

Tablo 24: Meksika Temel Ekonomik Göstergeleri 2007-2009

Meksika Temel Ekonomik Göstergeleri 2007-2009			
	2007	2008	2009
Büyüme (GSYİH; %)	3.3	1.4	- 7.3
GSYİH (mlr YTL)	11,207.8	12,130.8	11,823.0
GSYİH (mlr \$)	1,025.6	1,090.0	874.9
TÜFE (%)			
Ortalama	3.97	5.13	5.30
Dönem sonu	3.76	6.53	3.57
Cari Denge (mlr \$)	-8.40	-15.89	-5.24
GSYİH'ye oran olarak	-0.82	- 1.46	-0.60

Kaynak: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2010

Krizin Meksika ekonomisine etkileri incelendiğinde, 2008 yılı ilk çeyreğinde, hükümet yetkililerinin 2009 yılı için %7-8 oranı ile son 60 yılın en büyük ekonomik düşüşünü öngördükleri ortaya çıkmaktadır. Bu da Latin Amerika ülkeleri içinde krizden en fazla etkilenen ülke olarak Meksika'nın düşünüldüğünü göstermektedir. İmalat ve hizmet sektörlerinde üretimin düştüğü gözlenmektedir. 1995 Peso krizi sonrasında 2008 yılında ilk kez sanayi üretiminde %13'lük düşüş kaydedilmiştir. Meksika ekonomisinin kriz ile birlikte birçok problem ile karşı karşıya olduğu da söylenebilir. Bunlardan birkaçı; Meksika ekonomisinin Amerika ekonomisine bağımlılığı, yabancı yatırımların azalması, düşük petrol fiyatları, petrol üretiminin azalmasıdır. Meksika ekonomisinin Amerika ekonomisine bağımlılığı ithalatının %50'si, ihracatının %80'i ve yabancı yatırımlarının büyük çoğunluğunun Amerika ile ilintili olması ile izah edilebilir.¹²⁵

¹²⁵ **Global Outlook Mexico March 17, 2009** s. 3 and International Monetary Fund, Global Markets Monitor, June 16, 2009, s.5.

Tablo 25: Meksika’da 2004-2009 Yılları Arasında İşsizlik Oranları

Meksika İşsizlik Oranları (2004-2009)	
2004	2.7
2005	3.5
2006	3.5
2007	3.7
2008	3.9
2009	5.4

Kaynak: Bloomberg, IMF sayfası

Bir çok analist tarafından aşağıya giden trendin kırılmaya başladığı ve 2009 yılının yaz ayları itibariyle ölçülebilir bir iyileşmenin yaşandığı ifade edilmiştir. Nitekim analistler tarafından 2009 yılının ikinci yarısından itibaren ve 2010 yılı için ekonomik büyümede %3.3’ lük bir yükseliş öngörülmüştür. Tabi ki böyle bir öngörünün gerçekleşmesi büyük ölçüde Amerika ve global ekonomilere bağlıdır.¹²⁶

Latin Amerika ülkelerine bakıldığında Meksika’nın küresel mali krizden çok hızlı ve sert bir şekilde etkilendiği görülmektedir. Başlangıçta, Meksika para birimi Peso’dan kaçışlar görülmüş, Ağustos 2008’e göre 2009 yılında %40 değer kaybı gerçekleşmiştir. Bu düşüş Amerika’daki ipoteğe dayalı menkul kıymetler yatırımları ile bağlantılı olmamakla birlikte düşüşün temel nedeni gelişmekte olan ülkelerdeki yatırımcıların portföylerini hızla boşaltmaları nedeniyle mal fiyatlarındaki hızlı düşüş ve beraberinde yaşanan Meksika ihracatına Amerika talebindeki azalma gösterilebilir. Bir çok büyük finans kurumunun Meksika Pesosu dayanaklı türev ürünlerde büyük korunma pozisyonları aldıkları ve kriz ile birlikte Peso’nun değerindeki düşüşünün başlamasıyla söz konusu firmaların pozisyonlarını kapatmak suretiyle düşüşü hızlandırdıkları görülmüştür. Hatta büyük bir firmanın 1.4 milyar Dolar’ı aşan kayıp ile iflasın eşiğine gelerek büyük mali zorluklar ile karşılaştığı bilinmektedir. Peso’daki bu büyük düşüş karşısında, Meksika Merkez Bankası’nın rezervlerinden milyarlarca

¹²⁶ IHS Global Insight, **Mexico: Economic Recovery Gets Under Way in Mexico**, September 30, 2009, s.7.

Dolar'ı satılmış ve Amerika Merkez Bankası ile geçici para swapı anlaşması kullanılması suretiyle Dolar likidasyonunun sağlanması amaçlanmıştır. Tüm bu müdahalelere rağmen Peso gelişmekte olan ülke para birimleri içerisinde en büyük darbeyi alan para birimi olmuştur.¹²⁷

Finans dışı sektörler incelendiğinde, sanayi üretiminde Meksika mallarına olan Amerika talebinin düşüşüne bağlı olarak darbe aldığı görülmektedir. Meksika'nın uzun dönemli ekonomik görünümü, Amerika'nın toplan talebinin düzelmesine bağlı bulunmaktadır. Nitekim, Meksika otoritelerinin destekleyici para ve maliye politikalarını benimsedikleri ve uyguladıkları görülmektedir. Krizle mücadele için Latin Amerika ülkeleri tarafından alınan önlemler krizin farklı etkilerine ve ülkelerin kapasitesine bağlı olarak çeşitlilik göstermektedir. Meksika emtia fiyatlarının ve sermaye akışının yüksek olduğu dönemde döviz rezervlerini artırıp, dış borçlarını azaltarak ve hatta istikrar fonlarında tasarrufta bulunarak krize tasarruf oranı en fazla şekilde giren ülkelerdendir. Bu bağlamda, Meksika Merkez Bankası, borçlanma faiz oranlarında indirim giderek bankacılık sistemindeki likiditeyi arttırmayı amaçlamıştır. Ayrıca Dünya Bankası, IMF ve Inter American Development Bankaları'nın Meksika'ya yönelik kredi limitleri yükseltilmiştir.¹²⁸

Kriz sırasında uygulanan politikalar açısından bakıldığında, Meksika otoritelerinin küçük ve orta ölçekli şirketlere bazı destekleyici uygulamalarda buldukları, istihdam ve sosyal güvenlik alanında ve daha bir çok alanda teşvik edici politikalar uyguladıkları gözlenmiştir. Kriz süresinde uygulanan mali uygulamalar incelendiğinde, 2009 ve 2010 yılında toplam mali açığın GSYİH'nin %3.5'ine ulaşması beklenmektedir. Bu da Meksika ekonomisi için oldukça olumlu bir göstergedir.¹²⁹

¹²⁷ **The Wall Street Journal**, "Mexico and Brazil Step In to Fight Currency Declines", October 24, 2008 and Latin America Monitor: Mexico, December 2008

¹²⁸ Ece Öztürk Çil, "Küresel Mali Kriz ve Latin Amerika Ekonomileri", Uluslararası Ekonomik Sorunlar, s.23.

¹²⁹ United Nations. ECLAC, **The Reactions of the Governments of the Americas to the International Crisis: An Overview of Policy Measures up to 31 March 2009**, April 2009,s.7

SONUÇ ve DEĞERLENDİRME

Finansal liberalleşme ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile birlikte gelişmekte olan ülkelerde, özellikle 1990'lı yıllarda meydana gelen krizler global ekonominin en büyük problemi haline gelmişlerdir.

1990'lı yılların başında Türkiye ekonomisi önemli bir değişim yaşamış, 1989 yılında dünya ekonomisi ile daha çok bütünleşmek adına öncelikle uluslararası ticaretin önündeki engeller kaldırılmış, hemen ardından da sermaye hareketleri serbestleştirilmiştir. Türkiye ekonomisinin, mali ve hukuki yapısının güçlü olmayışı, başta finans sektörü olmak üzere yapısal sorunlarının varlığı ve hükümetlerin uygulamaya koyduğu kuralsız ekonomi politikaları nedeniyle, 1994 ve 2001 yıllarında iki önemli ekonomik kriz yaşanmıştır. Bu krizler ekonomiyi olumsuz yönde etkilemiştir. 1990'lı ve 2000'li yıllarda sadece Türkiye'de değil gelişmekte olan bir çok ülkelerde de ekonomik krizler yaşanmıştır. Gelişmekte olan Güney Amerika ülkelerinden 1994 yılında Meksika, 2001 yılında ise Arjantin ekonomik krizlere maruz ve çalışmada incelenmiştir. Bu ülkelerin ekonomik yapıları ve işgücü piyasaları birbirinden farklı olsa da krizlerin ekonomiye etkileri benzer nitelikte olmuştur.

Gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen finansal krizlerin önemi, küreselleşme olgusu ile birlikte kriz sonrası ülkelerin GSYİH'lerinde meydana gelen düşüş ve finansal sistemin yeniden yapılandırılması gibi maliyetler çerçevesinde giderek artmaktadır. Yaşanan kriz deneyimlerinin ülkesel özelliklerin farklılığına rağmen, gösterdiği benzerlik ve bu deneyimlerin göz ardı edilemeyecek sonuçları bu krizlerin arkasında yatan faktörlerin anlaşılmasını önemli kılmaktadır. Bu kapsamda hazırlanan çalışmada finansal krizlerin oluşum nedenleri ve kriz döneminde uygulanan politikalar incelenmiştir.

Türkiye’de ve gelişmekte olan ülkelerde krizlerin sıkça görülmesi bu konuda bir çok teorik ve ampirik çalışmanın yapılmasına neden olmuştur. Bu çalışmaların sonunda her krizin kendine özgü sebeplerinin olduğu anlaşılma ile birlikte, ortak üç faktörün belirleyiciliği dikkat çekmektedir. Bu faktörlerden birincisi, makroekonomik dengelerin bozuk olması, ikincisi finansal sistemlerin kırılma yapısı ve üçüncüsü de yurt içi piyasalarla döviz kuru rejimi arasındaki tutarsızlıktır.

Meksika, Arjantin ve Türkiye’nin de içinde bulunduğu bir çok yükselen piyasa ekonomisi yaşadıkları krizler sonucunda enflasyonu düşürmek ve makroekonomik istikrarı sağlamak amacıyla döviz kuruna dayalı istikrar programları IMF öncülüğünde uygulamışlardır. 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 akışı sağlanmıştır. Ancak, kur bazlı istikrar programlarının avantajlarının yanında dezavantajları da bulunmaktadır. 1990’lı yıllarda sabit kur uygulamasından çıkan ülkelerde krizler görülmektedir. Kur bazlı istikrar programlarında başarılı olup ardından kriz yaşamadan esnek kura geçen çok az sayıda ülke vardır. Genellikle otoriteler kendilerine olan güvenin azalabileceği, sermaye kaçışına yol açabileceği ve resesyona neden olabileceği endişesiyle sabit kurdan çıkmak istemezler. Ancak sabit kurdan kaldıkça da finansal sistem kırılma eğilimine girer, bu nedenle de ülkeler kriz sonucunda sabit kurdan vazgeçerler.

Sabit döviz kuru üstlendiği nominal çıpa fonksiyonu nedeniyle fiyat istikrarını sağlamayı amaçlayan ülkeler tarafından tercih edilmektedir. Meksika ve Türkiye’de uygulanan yarı-sabit döviz kuru politikası ile esneklik daha fazla olup kurun bir bant içerisinde dalgalanmasına izin verilmiş, Arjantin’de ise kur sabitlenmiştir. Ancak şu bir gerçektir ki, sabit kur politikalarının uygulandığı ülkeler bir şekilde krize maruz kalırlarsa diğer para politikalarını uygulayan ülkelere göre çok daha ağır maliyetler

ödemektedirler. Türkiye, Arjantin ve Meksika'da yaşanan krizlerin ortaya koyduğu sonuç, sermaye hareketlerinin serbest olduğu ortamda, sabit döviz kuru sistemlerinin ülke ekonomisini olası bir spekülasyon saldırısına karşı kırılgan hale getirdiği ve sürdürülebilir olmadığı yönündedir. Bu çerçevede, üç ülkenin ortak noktası söz konusu krizler öncesinde uygulanan sabit kurdan sıkıntılı bir şekilde çıkmış, Meksika 1994 yılında, Türkiye 2001 yılında dalgalı kura geçmiş, Arjantin 2002 yılında birebir Dolar-Peso Paritesi denkleğini ortadan kaldırmıştır.

Özellikle Arjantin ve Türkiye açısından bakıldığında yetersiz mali denetimin krizlere zemin hazırladığı önemli bir gerçektir. Mali disiplini oluşturmaksızın döviz kurunu yönetmek istikrarı sağlama noktasında başarı getirmemektedir. Arjantin'de GSYİH içerisindeki kamu harcamalarının payı 1997 yılından itibaren eyalet harcamaları nedeniyle artış göstermiştir. Türkiye'de ise 1998-2000 yılları arasında hükümet harcamaları GSYİH'nın %3,5'ine çıkmıştır. Bu noktada belirtmek gerekir ki, Türkiye'de mahalli idarelerin, Arjantin'de ise eyaletlerin kontrol dışı harcamalarındaki artış her iki ülkede ekonomik krize yol açan önemli sebeplerden biridir. Ayrıca hem Türkiye'de hem de Arjantin'de kamu sektöründeki aşırı istihdam politikası ve verimlilikle uyumlu olmayan maaş ve ücret artışları ekonomiyi olumsuz etkileyen faktörlerden biri olarak gözlemlenmiştir.

Meksika, Arjantin ve Türkiye'de oluşan krizler incelendiğinde, her üç ülkenin de kriz nedenleri arasında cari işlemler dengesizliğinin bulunduğu görülmüştür. Özellikle Meksika ve Türkiye'deki krizlerin patlak vermesinde cari işlemler dengesizliğinin önemli yer aldığı görülmektedir. Uygulanan istikrar programları süresince büyüyen cari işlemler açıkları iki ülkenin de döviz geliri yaratma imkanını sınırlamış ve ülkelerin gelecekteki dış borç ödemelerini yerine getirme yetisinin ciddi bir şekilde sorgulanmasına neden olmuştur. Arjantin ve Türkiye açısından bakıldığında, her iki ülkenin de büyük miktarda ödemesi gereken dış borcunun olduğu ve bu borçları yeniden çevirebilmek için yüksek faizlerle yeniden borçlandıkları görülmüştür. Kriz riski vadeleri kısaltır ve vadelerin kısılması ise kriz riskini artırır; bu sarmaldan çıkış

için dış müdahaleler gerekebilir. Söz konusu ülkeler, yüksek miktarda kısa vadeli borçların tehlike işareti olması ve istikrarsızlıklarla başa çıkmayı güçleştirmesi dolayısıyla yükümlülüklerinin vade yapılarına dikkat etmelidirler. Bu kapsamda, Arjantin ve Türkiye deneyimlerinde, otoriteler kısa vadeli tahvilleri uzun vadeli enstrümanlara çevirerek mevcut problemleri daha büyük potansiyel problemlere dönüştürmüşlerdir. Kısa dönemde geri ödemede rahatlık sağlanabilirken gelecekte büyüme gerçekleştirilemezse ileride ekonomik ve politik olarak sürdürülemez ağır borç yükleri oluşabilmektedir.

Bankacılık ve finansal sistemlerinin yapısal özellikleri döviz kuru krizlerini finansal krizlerle birleştirmiş, ülke hükümetleri ve merkez bankaları için kriz yönetimi dahilindeki politika seçimlerini zorlaştıranın yanında krizlerin ülke ekonomilerine verdiği zararı derinleştirmiştir. 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 değişiklik 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.

Finansal sistemdeki kırılganlık her üç ülke için de önemli bir olgu olmakla birlikte kötü işleyen ve yeterli düzenleme ve denetime sahip olmayan finansal sistemlerin makroekonomik istikrarsızlığa neden olduğu bir gerçektir. Üç ülkede de göz çarpan yüksek enflasyon rakamları banka sermayelerinin erimesine neden olmaktadır.

Bankaların özsermayeleri zayıfken ağırlıklı olarak yabancı para kaynağa dayalı olarak çalışmaları risk doğurmuş, kriz zamanlarında gerekli sermayeyi finansal sisteme enjekte edememelerinden dolayı özellikle Arjantin ve Türkiye’de bankaların zor duruma düştükleri görülmüştür. Kamu bankalarının görev zararlarının oldukça yüksek seviyelere geldiği görülmüştür.

Bankacılık sektörünün durumuna baktığımızda, Meksika bankacılık sisteminin problemlerinin denetimsiz finansal serbestleşme ve yoğun sermaye girişleri ile birlikte gelen hızlı finansal derinleşmenin 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 en belirgin problemlerini oluşturmaktadır. Arjantin bankacılık sektöründe özellikle Konvertibilite Planı sonrasında önemli düzenlemeler yapılmış fakat söz konusu düzenlemelere rağmen ülkenin krize girmesi engellenememiştir. Türkiye’de ise bankacılık sektörünün zayıflığı kriz sebebi olarak gösterilmektedir.

Döviz kurlarındaki ve büyümedeki istikrarsızlık her üç ülke bankalarının karşı karşıya oldukları risklerdir. Döviz piyasasında spekülasyon dalgaları ve sıcak para hareketleri nedeniyle döviz krizleri yaşanmış, bu durum banka bilançolarını etkileyerek bankacılık krizlerine neden olmuştur. Özellikle Arjantin ve Türkiye deneyimlerinde donuk ve problemlili kredilerin artması sistemde sorunlar yaratmış, bankaların aktif kaliteleri bozularak birim paranın geri dönme hızı yavaşlamış, bu da likidite sıkıntılarını doğurmuştur. Banka bilançolarının pasifleri kısa vadeli iken aktiflerinin uzun vadeli kalemlerden oluşması Arjantin ve Türkiye bankacılık sektörünün başka bir ortak problemini oluşturmuştur. Her üç ülke krizlerinde önemli yere sahip olan bankacılık sisteminin kırılganlığı sorununa çözüm olarak uluslararası standartlara uyum sağlanması, şeffaflık ve kamuoyunun aydınlatılması şarttır. Yaşanan krizlerin ardından sektöre yönelik etkin ve bağımsız denetimlerin artırıldığı ve yeni düzenlemelerin yapıldığı görülmüştür. Özellikle Arjantin Türkiye’den 10 yıl önce bu yönde çalışmalar yaparak mali sistemini güçlendirmiştir.

Türkiye, Arjantin ve Meksika'da yaşanan kriz deneyimleri incelendiğinde, içsel şokların kırılğan ekonomileri etkilediği görülmekte ve politik istikrarın kriz yönetimindeki önemi ortaya çıkmaktadır. Meksika'da NAFTA karşıtı ayaklanmalar ve Colosio suikastı, Arjantin'de başkan yardımcısı ve ekonomi bakanlarının üst üste 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 üç krizde de ateşleyici görevi görmüştür.

1990'lı yıllarda başlayan piyasaların liberalleştirilmesi sonucu kontrol ve finansal denetimden uzaklaşan finansal sistemin yarattığı bir kriz olan 2008 krizi tüm dünyayı etkileyen küresel bir kriz halini almıştır. Finansal sektörde başlayan bu kriz reel sektörü de etkilemiş ve dünya ekonomilerini derin bir resesyona sokmuştur. Küresel krizden çıkış dinamiklerinin krizin oluş dinamikleri içinde bulunduğu görülmektedir. ABD'de konut fiyatları belirli bir düzeye kadar düştüğünde özellikle dışarıdan gelebilecek konut talebiyle bankalar ve tüm mali sistem daha likit bir pozisyona geçebilecektir. Bu süreç FED ve diğer büyük merkez bankalarının sisteme likidite aktarımı ile hızlandırıldığında bir toparlanma sağlayacak, birleşme ve devralmalarla mali sistemde gerçekleşen konsolidasyon da bu sürece katkı sağlayabilir. Bu noktada aşılması gereken en önemli problem küresel kredi mekanizmasının sadece bankalarası piyasada değil bankacılık sektöründen reel sektöre aktarımını da içerecek şekilde yeniden çalışır duruma getirilmesidir. Diğer yandan Dolar'ın değer kazanması ve petrol fiyatlarının düşmesi olumlu bir servet etkisine yol açarak harcamaları artırabilir. Bu da krizden çıkışı kolaylaştıracak bir unsurdur. Ancak ampirik çalışmalar göstermiştir ki konut kredisi kaynaklı krizler hisse senedi piyasasındaki krizler ya da kredi daralmalarından kaynaklanan diğer tür krizlere göre daha uzun sürmektedir.

Küresel krizin Türkiye, Arjantin ve Meksika ekonomileri üzerindeki etkileri makroekonomik veriler ile çalışmanın üçüncü bölümünde gösterilmiştir. Krizin ABD

kaynaklı olması dolayısıyla Latin Amerika ülkeleri olan Meksika ve Arjantin'in krizden etkilenme süreçleri Türkiye'den daha farklıdır. Meksika ekonomisinin Amerikan ekonomisine bağımlılığı, yabancı yatırımların düşmesi, düşük petrol fiyatları, petrol üretiminin düşüşü Meksika ekonomisinin karşı karşıya olduğu problemlerden bazılarıdır. Meksika ekonomisinin Amerika ekonomisine bağımlılığı ithalatının %50'si, ihracatının %80'i ve yabancı yatırımlarının büyük çoğunluğunun Amerika ile ilintili olması gibi nedenlerden ötürü diğer Latin Amerika ülkelerine bakıldığında Meksika'nın küresel mali krizden çok hızlı ve sert bir şekilde etkilendiği görülmektedir.

Her gelişmekte olan ülke gibi Türkiye ekonomisi de küresel krizden nasibini almıştır. Krizin etkisinin en çok hissedildiği reel sektör olmuş, kriz sonrası ülkemizde işsizlik oranlarında artış, büyüme oranlarında düşüş gözlenmiştir. 2001 bankacılık krizi sonrasında sağlam kamu bütçe dengeleri ve bankacılık sisteminde yapılan düzenlemeler ile güçlü bir bankacılık sektörünün oluşturulması Türkiye'nin 2008 küresel mali krizin çıkma sürecini hızlandırmıştır. Bu noktada ülkede tek parti hükümetinin varlığı ile politik istikrarın sağlanması da diğer bir etkidir. Türkiye'de 2010 yılı içinde açıklanan işsizlik, büyüme gibi temel makroekonomik veriler her ne kadar kriz öncesi verilere dönmüş olsa da krizden çıkışın daha istikrarlı programlarla sağlanması gerekmektedir.

Sonuç olarak, Türkiye ve diğer gelişmekte olan ülkeler, uluslararası sermayenin çekilmesi ve sermaye girişlerinin gelecekte yaşanacak krizlerin kaynağını oluşturmak yerine istikrarlı büyümeye temel teşkil etmesi gerekmektedir. Güvenilir bir maliye politikası ile desteklenen, birbirleriyle uyumlu para ve döviz kuru politikalarının çerçevelediği sağlam bir makroekonomik ortamın yaratılması gelişmekte olan ülkelere krizlerin yaşanmamasını ve güçlü ekonomilerin ortaya çıkmasına neden olacaktır.

KAYNAKÇA

Afşar, Muharrem. **Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılık Krizleri Üzerine Etkisi**. Eskişehir. T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2004.

Akdiş, Muhammet. **Global Finansal Sistem Finansal Krizler ve Türkiye**. İstanbul. Beta Yayınevi. 2000.

Alper, Emre C. **The Turkish Liquidity Crisis of 2000: What Went Wrong**. Boğaziçi University Department of Economics Working Papers, No. 01-11, 2001.

Arıcan, Erişah. **Gelişmekte Olan Ülkelerde İstikrar Politikaları: Türkiye**. Kardeşler Matbaası. İstanbul, 2002.

Akat, Asaf S. **1994 Bunalımı Üstüne Çeşitlemeler**. Görüş. TÜSİAD Yayını. Haziran 1994.

Ateş, Gürkan. **Borç Yönetim Ofisi ve Türkiye Uygulaması Üzerine Bir Çalışma**. Hazine Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, 2002.

Barry Eichengreen ve Andrew K. Rose. **The Emprics of Currency and Banking Crises**. NBER Working Papers, 1999.

Bora Selçuk ve Naci Yılmaz. **Küresel Finansal Sistemde Değişim ve Türkiye'ye Etkileri**, 2008.

Boratav, Korkut. "2000-2001 Krizinde Sermaye Hareketleri". **İktisat, İşletme ve Finans**. Sayı no:186 ,2001,ss.5-15.

Burnside, Craig. **Understanding The Korean And Thai Currency Crises**. Economic Perspectives. 3rd Quarter. Vol. 24, Issue 3, 2000.

Calvo, A. G. .**Capital Flows and Capital Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops**. Journal of Applied Economics, Kasım 1998.

Calvo, A. G. .**Capital flows and Macroeconomic Management: Tequila Lessons**, International Journal of Finance and Economics, 1, 1996.

Choueiri, Nada ve Kaminsky, G. .**Has the Nature of Crises Changed? A Quarter Century of Currency Crises in Argentina**, IMF Working Paper No. 99/152, Kasım 1999.

Coşkun, Dağhan. **Arjantin Krizi**. Özel Rapor. Pamuk Yatırım,.Kurumsal Finansman ve Araştırma Bölümü, 2001.

Çağlar, Ünal. **Döviz Kurları Uluslararası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar**. Melisa Matbaacılık, İstanbul, 2003.

Çil, Ece Öztürk. **Küresel Mali Kriz ve Latin Amerika Ekonomileri**. Uluslararası Ekonomik Sorunlar Dergisi. sayı 32, 2008.

Çiloğlu, Barış. **Arjantin Ekonomik Krizi**. ASAM. Dünya Ekonomisi Masası, Stratejik Analiz. Cilt 2, Sayı 22, Şubat 2002.

Delice, Güven. **Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel bir Perspektif**, Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi. Sayı: 20. Ocak-Haziran 2003.

Dornbusch Rudiger ve Werner, Alejandro. **Mexico: Stabilization, Reform, and No Growth**. Brookings Papers on Economic Activity. Vol. 1994. No. 1., 1994.

Duman, Koray. **Finansal Krizlerin Nedenleri, Etkileri ve Bankacılık Sektörüne Yansımaları**. Finans-Politik& Ekonomik Yorumlar Dergisi, 2002.

Eichengreen, B. .**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, Ekim 2001.

Eduardo Levy Yeyati. Universidad Torcuato Di Tella ve Sergio L. Schmukler. **Argentina's Financial Crisis: Floating Money, Sinking Banking**. NBER Conference on Exchange Rate Crises in Emerging Markets: The Argentina Crisis. Haziran 2002.

Edwards, Sebastian. **The Mexican Peso Crises: How Much Did We Know? When Did We Know It?**, NBER Working Paper: 6334, December 1997.

Eğilmez Mahfi ve Kumcu Ercan. **Ekonomi Politikası**. Remzi Kitap evi. 6. Basım. Haziran 2004.

Erdoğan, Niyazi. **Dünya ve Türkiye'de Finansal Krizler**. Yaklaşım Yayınları. Ankara, 2002.

Ergün, Suzan Yrd. Doç. Dr. **Arjantin'in Ekonomik İstikrarsızlık Tarihi: İnışler ve Çıkışlar**. Akademik Bakış Dergisi Sayı 20, 2010.

Ersoy, Hicabi; Danışman: Prof. Dr. İlhan ULUDAĞ. **Finansal Krizlerin Çözümleme Süreçleri ve Yöntemleri, Türkiye, Kore ve Meksika Deneyimlerinin Karşılaştırmalı Analizi**. Doktora Tezi. İstanbul 2007.

Ertunç, Mehmet Ali. **Türkiye Ekonomisi Temel Makroekonomik Göstergeler, Türkiye Ekonomisi Resesyondan Çıkış Yolunda**. Nisan 2010.

Ertürk, Korkut. **Parasal Kriz Teorileri Üzerine Notlar, İktisat Üzerine Yazılar II: İktisadi Kalkınma, Kriz ve İstikrar**. Oktay Türel'e Armağan (Ed. A. H. Köse, F. Şenses ve E. Yeldan). İletişim Yayınları, 2003.

Esen, Oğuz. **Türk Bankacılık Sektörü**. Türkiye Ekonomisi Sektörel Analiz. Ankara: Türkiye Ekonomi Kurumu Yayınları. Ekim 2001.

Feldstein, M. **Self-Protection for Emerging Market Economies**. NBER Working Paper Series. 6907. January 1999.

G. Calvo, A. Izquierdo ve E. Talvi. **Sudden Stops, the Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons**. Paper presented at the Annual Meeting of the Interamerican Development Bank, 2002.

Gerard Caprio Jr. ve Daniela Klingebiel. **Bank Insolvencies: Cross Country Experience**. Worldbank Working Papers. No: 1620, 1996.

Gökçe, Deniz. **Kriz Gerekli Miydi?.** Görüş. TÜSİAD Yayını, Mart 1994.

Gurter, F. J. **Why did Argentina's currency board collapse?.** World Economy, 2004.

Gürsoy, Melih. **Ekonomik ve Finansal Krizler Dünü ve Bugünü**. MG Yayınları. İstanbul, 2009.

Gürcihan H. Burcu ve Özgür Özel. **Küresel Finansal Kriz Döneminde Para Politikası Kurulu Kararlarının Piyasa Getirileri Üzerindeki Etkisi**. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. Ekonomi Notları. Sayı: 2010-10 / 6, Temmuz 2010.

IHS Global Insight. **Mexico: Economic Recovery Gets Under Way in Mexico**. September 30, 2009.

IMF, Finance Development. **Eye of the Storm**. Volume 39. Number 4, December 2002.

IMF, Staff Country Report. **Turkey: Sixth and Seventh Reviews Under the Stand-By Agreement**. No. 01/89. Washington DC. Haziran 2001.

İnan, E. Alphan. **Arjantin Krizinin Sebepleri ve Gelişimi**. Bankacılar Dergisi. sayı:42, 2002.

İpeker M. **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Finansal Sistem İstikrarının Sağlanmasındaki Rolü**. Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası. Ankara, 2002.

J. Sachs, A. Tornell, ve A. Velasco. **The Collapse of the Mexican Peso: What Have We Learned?**. NBER Working Paper No.5142. Haziran 1995.

Jeffrey A. Frankel ve Andrew K. Rose. **Currency Crashes in Emerging Markets: Emprical Indicators**. NBER Working Paper, 1996.

Kansu, Aydan. **Döviz Kuru Sistemleri ve Döviz Krizleri Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri**. Aralık 2006.

Karabulut, Gökhan. **Gelişmekte Olan Ülkelerde Krizlerin Nedenleri**. Der Yayınları, 2002.

Karaçor, Zeynep. **Öğrenen Ekonomi Türkiye: Kasım 2000-Şubat 2001 Krizinin Öğrettikleri**. çizgi Kitabevi. Konya, 2007.

Kibritçioğlu, Aykut. **Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler. 1969-2001**. Yeni Türkiye Dergisi. Eylül-Ekim 2001.

Kiguel, A. M. **Structural Reforms in Argentina: Success or Failure**. Current Issues in Emerging Market Economies Seminar, Croatian National Bank. Dubrovnik. Haziran 2001.

Kindleberger, Charles P. **Manias. Panics and Crashes: A History of Financial Crises**. Revised Edition. Basic Books Inc., 1989.

Krueger, Anne ve Tornell, Aaron. **The Role of Bank Restructuring in Recovering From Crises: Mexico 1995-1998**. Nber Working Paper Series. 7042. March 1999.

Latin American Newsletters Latin American Economy & Business. **Global Insight Argentina June 12, 2009, and República Argentina, Instituto Nacional de Estadística y Censos, Utilización de la Capacidad Instalada en la Industria**. August 2009.

Mishkin, Frederic S. **Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective**. NBER Working Paper No. 5600. Mayıs 1996.

M. Goldstein, ve Turner, P. **Yükselen Ekonomilerde Bankacılık Krizleri**. Çev.:Ali İhsan Karacan. Dünya Yayıncılık. İstanbul. 1999.

M. A. Savastano, J. Roldos ve J. Santaella. **Factors Behind the Financial Crisis in Mexico**. IMF World Economic Outlook. Annex 1. Washinton DC: IMF, 90-97. Mayıs 1995.

Mussa, M. **Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy**. Institute for International. Economics. Washington, 2002.

Müge İşeri ve Zeynep Aktaş. **İMKB’de Yabancı Portföy Yatırımlarındaki Hareketler (1997-2005 Dönemi)**. 2005.

Nanto, Dick K. **The Global Financial Crisis: Analysis and Policy Implications**. October 2009.

Özatay, Fatih. **Currency Crises In Turkey**. İstanbul: Yapı Kredi Bank Economic Review, 1996.

Özatay, Fatih. **The Lessons from the 1994 Crisis in Turkey: Public Debt (mis)Management and Confidence Crisis**. Yapı Kredi Economic Review. cilt 7, no.11, 1996.

Özel, Saruhan. **Global Finansal Krizler**. Deniz Kültür Yayınları.İstanbul. 1. Baskı, 2005.

Özer, Mustafa. **Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar**. Eskişehir: T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları, 1999.

Özgüven, Ali. **İktisadi krizler**. Yeni Türkiye Dergisi. Ekonomik Kriz Özel Sayısı. Cilt:1. Sayı:41, 2001.

Parasız, İlker. **Kriz Ekonomisi**. Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları, 1995.

Perry, G. ve Serven, L. **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, Haziran 2003.

Pesenti, P. ve C. Tille. **The Economics Of Currency Crises And Contagion: An Introduction**. Economic Policy Review (Federal Reserve Bank of New York), 2000.

Powell, A. **Argentina's Avoidable Crisis: Bad Luck, Bad Economics, Bad Politics, Bad Advice**. Brookings Trade Conference. Washington DC, Mayıs 2002.

Reinhart, Rogoff. **The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation**. NBER, WP 8963, 2002.

Rojas-Suarez, Liliana ve Weisbrod, Steven R. **Financial Market Fragilities in Latin America: From Banking Crisis to Current Policy Changes**. IMF Working Paper No:94\117, 1994.

Soral, Bartu. **Türkiye'de Bitmeyen Ekonomik Kriz/Belgeleriyle Üretimden Finans Oyununa Geçiş**. Kaynak Yayınları, İstanbul, Ekim 2009.

Sudi Apak ve Ayhan Aytaç. **Küresel Krizler Kronolojik Değerlendirme ve Analiz**. Avcıol Basım Yayın, 2009.

Şimşek, Mehmet. **Finansal Küreselleşmenin Ekonomik Krizler Üzerindeki Etkileri ve Örnek Kriz Ekonomileri**. Finans-Politik&Ekonomik Yorumlar Dergisi, 2004.

Tanla, Bülent. **Arjantin Raporu**. Ocak 2002.

Taylor, Alan. **Argentina and the World Capital Market: Saving, Investment and International Capital Mobility in the Twentieth Century**. NBER Working Paper No: 6302, 1997.

The Wall Street Journal. **Mexico and Brazil Step In to Fight Currency Declines**. October 24, 2008 and Latin America Monitor: Mexico. December 2008.

Toprak, Metin. **Küreselleşme ve Kriz - Türkiye ve Dünya Deneyimi**. Ankara: Siyasal Kitabevi, 2001.

Toprak, Metin. **Yükselen Piyasalarda Finansal Kriz**. Yeni Türkiye Dergisi. 42: 854–889, Kasım-Aralık 2001.

Turan, Yay, Gülsün Gürkan Yay ve Ensar Yılmaz. **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler**. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları, 2001.

Turgut, Ahmet. **Türleri, Nedenleri ve Göstergeleriyle Finansal Krizler**. TÜHİS İş Hukuku ve İktisat Dergisi Cilt: 20. Sayı: 4 - 5 Kasım 2006 / Şubat 2007.

Türker Kaya, Yasemin. **Bankacılık Sektöründe Yeniden Yapılandırma: Arjantin Örneği**. BDDK, MSPD Çalışma Raporları. No: 2001\2, 2001.

United Nations, ECLAC. **The Reactions of the Governments of the Americas to the International Crisis: An Overview of Policy Measures up to 31 March 200**. April 2009.

Uyar, Seçil. **Bankacılık Krizleri**. Ziraat Yayınları. Ankara 2003.

Uygur, Ercan. **2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri Üzerine Değerlendirmeler**. Mülkiye. Mart-Nisan, 1. XXV, 2001.

Ünal Ali ve Kaya Hüseyin. **Küresel Kriz ve Türkiye**. Ekonomi ve Politika Araştırma Merkezi. İstanbul, 2009.

Varlık, Cemil. **İkiz krizler: para krizleri ile bankacılık krizleri arasındaki bağlantılar.** Ekonomik Yaklaşım Dergisi. sayı: 42-43, 2002.

Wing Thye Woo. **The Unorthodox Origins Of The Asian Currency Crisis.** ASEAN Economic Bulletin. 02174472, 17 (2), 2000.

World Bank, **Argentina, The Convertibility Plan: Assessment and Potential Prospects.** Report No: 15402-AR. 1. Washington D.C. Temmuz 1996.

Yılmaz Akyüz, ve Korkut Boratav. **The Making of Turkish Financial Crisis.** UNCTAD Discussion Papers. No. 158. Nisan 2002.

Yay, Gülsün G. **1990'lı Yıllardaki Finansal Krizler ve Türkiye Krizi.** Yeni Türkiye Ekonomik Kriz Özel Sayısı. II, 42.,2001.

Yentürk, Nurhan. **Arjantin Krizi: Dış Borç ile Tango.** İktisat İşletme ve Finans Dergisi. Nisan 2002.

Yentürk, Nurhan. **Kısa Dönemli Sermaye Girişlerinin Makroekonomik Yapı Üzerine Etkileri: 1994 Krizinin Öncesi ve Sonrası.** İstanbul, 1994.

<http://www.chicagofed.org>

<http://www.imf.org>

<http://www.econturk.org>

<http://www.belgenet.com>

<http://www.tuik.gov.tr>

<http://www.nber.org>