

Uygur, Ercan

**Working Paper**

## Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri

Discussion Paper, No. 2001/1

**Provided in Cooperation with:**

Turkish Economic Association, Ankara

*Suggested Citation:* Uygur, Ercan (2001) : Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri, Discussion Paper, No. 2001/1, Turkish Economic Association, Ankara

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/83281>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*



# **TÜRKİYE EKONOMİ KURUMU**

TARTIŞMA METNİ 2001/1

<http://www.tek.org.tr>

## **KRİZDEN KRİZE TÜRKİYE: 2000 KASIM VE 2001 ŞUBAT KRİZLERİ**

**Ercan Uygur**

**7 Nisan, 2001**

**ISBN 975-95354-6-7**

**© Türkiye Ekonomi Kurumu**

**(Bu makalenin ilk taslağı 22 Mart, 2001 tarihlidir.)**

**İkinci - Genişletilmiş Taslak: 7 Nisan, 2001**

**Prof. Dr. Ercan Uygur**

**Türkiye Ekonomi Kurumu 2. Başkanı**

**ve**

**Ankara Üniversitesi**

**Siyasal Bilgiler Fakültesi**

**06590 Cebeci**

**Ankara**

**euygur@dialup.ankara.edu.tr**

**uygur@politics.ankara.edu.tr**

**Türkiye Ekonomi Kurumu**

**Hoşdere Cad. No. 24/1 Çankaya Ankara**

**Tel: (0312) 468 25 89**

**Fax: (0312) 468 25 99**

## İÇİNDEKİLER

(\* işaretli olan bölümler yeni eklenmiş veya büyük ölçüde değişmiştir.)

<b>ÖNSÖZ</b> .....	4
<b>I. GİRİŞ</b> .....	5
<b>II. 2000 KASIM KRİZİ VE SONRASI</b> .....	6
* 1- Finansal Baskı ve Finansal Kriz .....	6
2- Enflasyonu Düşürme Programının Zayıflıkları .....	9
<b>III. BANKACILIK KESİMİ VE KRİZİN</b>	
<b>ÖNCÜ GÖSTERGELERİ</b> .....	14
* 1- Finansal Kriz ve Bankacılık Kesimi .....	14
* 2- Kasım Krizi İçin Bazı Somut Göstergeler .....	17
<b>IV. 2001 ŞUBAT KRİZİ VE SONRASI; SORULAR,</b>	
<b>TARTIŞMALAR VE DEĞERLENDİRMELER</b> .....	22
* 1- Döviz Krizi Kaçınılmaz mıydı? IMF ve Dış Finansal	
Kuruluşlar Krizi Bekliyor muydu? .....	23
2- Kriz Sonrası Politikalar: Farklı Yaklaşımlar	
ve Makroekonomik Değerlendirmeler .....	27
* 3- Krizin Getirdikleri: Kriz Politikaları	
ve Gelişmeler Neler Olabilir? .....	29
(1) Döviz Kuru Ne Olacak, Dalgalanma Sürer mi? .....	29
(2) Kısa Dönemde Dışarıdan Özel ve	
Resmi Döviz Girişi Ne Olabilir? .....	31
* (3) TCMB Döviz Rezervini Kullanır mı? Endonezya	
Korkusu Var mı? .....	31
(4) Kamu Açığının Bir Bölümü İçin Parasallaşma Olur mu? ..	32
(5) Nasıl Bir Para Politikası? Neden Enflasyon	
Çıpası-Hedeflemesi? .....	32
(6) Enflasyon Beklentisi Neden Önemli? .....	34
* (7) Kur Artışının Enflasyona Yansıma (Passthrough)	
Derecesi Neden Önemli? .....	34
(8) Reel Ekonomi Nasıl Etkilenir? .....	35
* V. SONUÇ YERİNE: YENİ IMF ANLAŞMASI,	
YENİ PROGRAM VE BAZI SAPTAMALAR .....	36
* KAYNAKÇA .....	38

## **ÖNSÖZ**

Bu makale Türkiye Ekonomi Kurumu'nun ilk tartışma metnini oluşturmaktadır. Tartışma metinlerinin yayını bundan sonra da sürecektir.

Türkiye Ekonomi Kurumu  
Yönetim Kurulu

## I. GİRİŞ

Bu yazının başlıca iki amacı var. Birinci amaç, Türkiye’de önce 2000 Kasım ayında sonra 2001 Şubat ayında yaşanan iki finansal krizi irdelemektir. Burada finansal krizin kısa bir tanımı yapıldıktan sonra Türkiye’nin kriz ortamına nasıl ve neden sürüklendiği ve bu krizleri nasıl yaşadığı anlatılmaktadır. Bu bağlamda, kriz ortamının oluşmasına katkıda bulunan, krizlerin öncü göstergeleri olarak bilinen bazı ekonomik değişkenler de kısaca incelenmektedir.

Yine bu bağlamda şu sorulara cevap aranmıştır: “Türkiye’deki krizin ikinci ve son aşaması olan Şubat’taki döviz krizi kaçınılmaz mıydı?”. “IMF Şubat’taki döviz krizini bekliyor muydu?” Hemen belirtelim, R. Dornbusch, ve belki de IMF’den S. Fischer gibi iktisatçılarla bazı yabancı finans kuruluşları Türkiye’de bir döviz krizinden, Şubat’ta veya bir başka zaman, kaçmanın zor olduğunu düşünüyorlardı. Yazıda bu konuda açıklamalar yer alıyor.

Yazının ikinci amacı, içinde bulunduğumuz 2001 Mart ayı itibariyle, “Krizden sonra durum nedir, neler olabilir, hangi politikalar uygulanabilir, politikaların zayıf yönleri neler olabilir?” türünden sorulara cevap aramaktır. Bu tür soruların cevapları ister istemez farklı görüşleri dikkate almayı gerektirir, çünkü krizin açıklanmasında ve krizden çıkış önerilerinde farklı makroiktisat yaklaşımları vardır. Burada önce iki farklı yaklaşım kısaca ele alınıyor.

Bunlardan birincisi IMF görüşünü yansıtıyor. IMF görüşü önemli, çünkü Türkiye’de IMF’nin 1999 sonundan bu yana destek verdiği program başarısızlığa uğradı ve kriz ortamından çıkmak için IMF’den bir kez daha yardım istendi, isteniyor. Diğer yaklaşım, IMF’nin özellikle Asya’daki krizden çıkış politikasını eleştiren, krizin derinleşmesine farklı bir bakış açısı getiren ve P. Krugman, J. Sachs ve J. Stiglitz gibi iktisatçıları ve UNCTAD’ı içine alan yaklaşımdır. Kriz tartışmalarında artık üçüncü nesile ulaşan farklı modeller vardır, ama bu yazımızdaki anlatımda bir model çerçevesi yoktur.

Türkiye’de 2001 Mart ayından sonra uygulanacak bir istikrar programı IMF yaklaşımının etkilerini taşıyacaktır varsayımından hareketle, yazıda somut olarak şu sorulara da cevap arıyoruz: Nasıl bir para politikası uygulanacak? Diğer çıpaları tükettiğimize göre, geri kalan enflasyon çıpası-hedeflemesi nasıl uygulanacak? Ne ölçüde dış kaynak girişi olacak? Parasallaşma olacak mı? Enflasyon ve devalüasyon bir sarmala girer mi? Reel ekonomi ne kadar geriler?

Uygulanacak programın ekonomik mantığının hem iktisatçılar hem gelir grupları arasında da tartışılması gerektiğine inanıyoruz; bu yazı böyle bir tartışmada yer alma amacını da taşımaktadır. Krizle biten bir önceki programın

yeterince tartışılmadığını, pembe tablolar içinde “alternatifsiz” olarak gösterildiğini hatırlamak gerekir. Yazıda açıklandığı gibi, örneğin bazı gelir gruplarının “Programda reel ekonomi de dikkate alınmalı” söyleminde önemsenmesi gereken bir ekonomik mantık da var.

Yazının planı şöyle. Bölüm II’de 2000 Kasım ayında yaşanan kriz bir finansal baskı endeksi ile tanımlanıyor ve 2000 yılında uygulanan programın zayıf yanları ele alınıyor. Bölüm III’te Kasım krizine giderken bankacılık kesimine ve krizin bazı öncü göstergelerine bakılıyor. Bölüm IV’te önce “Türkiyede 2001’de bir döviz krizi bekleniyor muydu?” sorusuna, sonra “Döviz krizi sonrasında hangi politikalar uygulanabilir ve ekonomik durum nedir?” sorusuna cevap aranıyor. Bölüm V’te kısa bir genel değerlendirme yer alıyor.

## **II. 2000 KASIM KRİZİ VE SONRASI**

### **1- Finansal Baskı ve Finansal Kriz**

Türkiye, 22 Kasım 2000’de patlayan bir finansal kriz yaşamaya başladı. Finansal kriz için aşağıda genel bir tanım veriyoruz, ama önce bazı gelişmelere bakalım. Bu tarihte bankalararası piyasada gecelik borçlanma basit faizi yaklaşık üç kat artarak ortalama %110.8’e, en yüksek %210’a fırladı. Burada iki noktanın altını çizmek gerekir. Birincisi, bankalararası piyasada ortalama faiz 13 Kasımdan itibaren önceki aylara göre yükselmekteydi. Örneğin 15 Kasım tarihinde ortalama gecelik faiz %81.45 olmuştu. Faiz sonraki günlerde düşmüş ve sıçrama kamu kesimi maaş ödemesine bağlanmıştı ama, daha önceki aylarda böyle bir sıçrama yoktu. Ağustos, Eylül ve Ekim aylarının 15’inde gecelik faiz sırasıyla %37.3, 44.5 ve 38.5 idi.

İkincisi, 2000 başından itibaren program uygulaması ile birlikte gecelik faizde zaten artan dalgalanma-volatilite, Tablo 1’deki standart sapma sütununda görüldüğü gibi, Ağustos ve Eylül’de önemli ölçüde yükseldi. Faizde volatilite yükselmesi ile gelen artış, finansal piyasalarda bir baskı ve gerginlik olduğu anlamına geliyordu ve 22 Kasımdaki kriz öyle bir günde patlamamıştı.

22 Kasımda ve izleyen günlerde TCMB’nin döviz rezervinde de önemli bir azalma gözlemlendi. Tablo 2’den izlenebileceği gibi, TCMB, 17–24 Kasım haftasında yaklaşık 3 milyar dolar, 24 Kasım-1 Aralık haftasında da 2.5 milyar dolar olmak üzere döviz rezervinin 5.5 milyar dolarını kaybetti. İki haftada brüt döviz rezervi 24.4 milyar dolardan 18.9 milyar dolara indi. Böylece enflasyonu düşürme programının net döviz rezervi üzerine koyduğu alt sınıra inilmişti. Döviz rezervindeki hızlı erime de finansal piyasalardaki baskının ve gerginliğin derecesini yansıtıyordu. Baskı ve gerginliğin rezerve yansması da, daha

**Tablo 1 İnterbank Gecelik Faiz Oranları: En Yüksek, En Düşük, Ortalama ve Standart Sapma<sup>1</sup>**

	En Düşük	En Yüksek	Ortalama	St. Sapma
1999 Eylül	57.51	70.98	67.21	4.61
Ekim	65.51	69.95	69.47	1.08
Kasım	68.72	69.99	69.78	0.30
Aralık	69.86	70.00	69.97	0.04
2000 Ocak	18.90	64.56	35.90	10.28
Şubat	26.28	83.19	49.23	14.12
Mart	26.38	68.07	39.08	8.95
Nisan	18.90	45.87	36.16	6.62
Mayıs	32.08	56.34	41.29	6.55
Haziran	26.35	75.75	42.00	11.67
Temmuz	13.60	38.83	25.97	5.08
Ağustos	22.14	92.57	35.57	16.90
Eylül	23.71	79.65	46.20	14.05
Ekim	25.82	71.22	38.41	9.72
Kasım	27.94	315.92	79.46	67.61
Aralık	61.75	873.13	198.95	238.97
2001 Ocak	31.12	76.84	42.16	12.47
Şubat	36.55	4018.58	436.00	983.80
Mart	80.00	96.55	81.89	4.05

**Kaynak:** TCMB.

(1) Standart sapma, günlük ortalama faizden hesaplanmıştır.

önceden, Ekim ayında başlamıştı. Tablo 2’de görüldüğü gibi, döviz rezervi 13 Ekimden 27 Ekime 1.8 milyar dolar düşmüştü.

Gecelik TL faizindeki ve döviz rezervindeki dalgalanmalarla birlikte, Bölüm III.1 ve III.2’de açıklandığı gibi, euro piyasalarında Türkiye tahvillerinin faizleri de artıyordu. Bir kriz ortamına doğru gidildiğinin göstergeleri vardı.

Şimdi konuya daha sistemli yaklaşalım. Finansal piyasalardaki baskının derecesini ölçmek için genel kabul gören bir yöntem, faiz oranı, döviz kuru ve resmi döviz rezervi yüzde değişmelerinin ortalamasından bir “finansal baskı endeksi” oluşturmak ve bu endeksteki yükselişin belli eşikleri aşıp aşmadığına bakmaktır. Döviz rezervi değişmesi baskı endeksine aşağıdaki gibi eksi işaretli girmelidir:

$$\text{FBE} = \text{Faiz \% Değişmesi} + \text{Döviz Kuru \% Değişmesi} \\ - \text{Döviz Rezervi \% Değişmesi}$$



**Tablo 2 TCMB'nin Haftalık Döviz Rezervi, Milyon Dolar**

Tarih	Brüt Döviz Rezervi	Tarih	Brüt Döviz Rezervi
Kasım Krizi		Şubat Krizi	
06.10.2000	24,530	05.01.2001	25,097
13.10.2000	24,839	12.01.2001	26,593
20.10.2000	24,239	19.01.2001	26,143
27.10.2000	23,249	26.01.2001	25,691
03.11.2000	24,256	02.02.2001	25,928
10.11.2000	23,583	09.02.2001	26,565
17.11.2000	24,433	16.02.2001	27,943
24.11.2000	21,583	23.02.2001	22,581
01.12.2000	18,942	02.03.2001	21,521
08.12.2000	19,624	09.03.2001	21,529
15.12.2000	19,823	16.03.2001	20,060
22.12.2000	19,934	23.03.2001	19,170
29.12.2000	19,635	30.03.2001	18,445

**Kaynak:** TCMB.

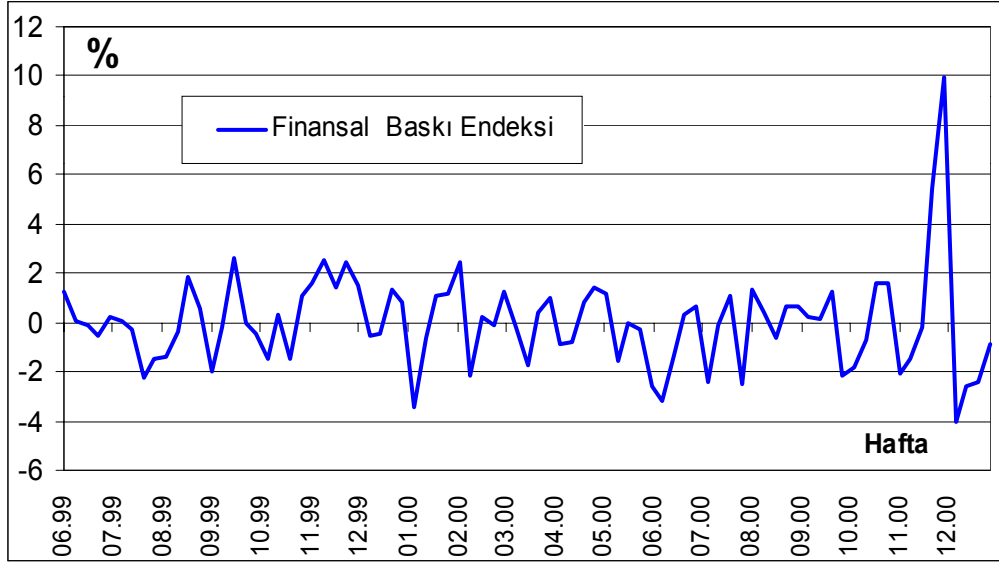
Endeksin hesaplanması, her üç değişkene farklı ağırlık verilerek yapılabilir. Ancak endeks, FBE içinde yer alan her değişken standartlaştırıldıktan sonra genellikle ağırlıksız olarak hesaplanıyor. FBE belli bir kritik değeri aştığında artık kriz var demektir. Kritik değer için FBE'nin standart sapması kullanılabilir. Bir dönem için FBE'nin ortalaması  $\mu$ , standart sapması  $\sigma$  ise,

$$FBE_t \geq \mu + 1.5\sigma$$

olduğu durumda finansal kriz olduğu kabul edilir. Şekil 1'de görüldüğü gibi, Türkiye'de 2000 Kasım ayında döviz kurunda değişme olmamasına karşılık, faizdeki artış ile döviz rezervindeki erime 1999 Haziran - 2000 Aralık dönemindeki haftalık verilerle hesaplanan FBE'yi sıçratmıştır. FBE'ye göre 2000 Kasım ayında tartışmasız finansal kriz vardır.

Şöyle diyebiliriz. TCMB, 2000 Kasım ayında dövizini de hedef alan yoğun spekülasyon saldırısını (a) çok yüksek faiz ile, (b) önemli döviz rezervi kayıplarıyla ve, belki daha önemlisi, (c) 7.5 milyar dolar büyüklüğündeki ek IMF kredisi ile geri püskürtebilmiştir. IMF kredisi, ek rezerv olanağı (SRF; Supplemental Reserve Facility) biçiminde verilmiştir ve vadesi oldukça kısa, maliyeti de yüksektir. Demek ki TCMB, ilan edilen döviz kuru çizelgesini çok yüksek bir maliyetle savunabilmiştir. Ancak şunu da vurgulamak gerekir ki, daha sonra olabilecek benzer bir saldırıya karşı savunma gücü büyük ölçüde azalmıştır.

**Şekil 1 1999 Haziran-2000 Aralık Döneminde Haftalık Verilere Göre Finansal Baskı Endeksi (FBE)**



**Not:** FBE hesaplamasında önce döviz rezervindeki, döviz kurundaki ve gecelik faizdeki haftalık yüzde değişimler standartlaştırılmıştır. (Ortalamadan farkları standart hatalarına bölünmüştür.) FBE, bu standartlaştırılmış değişkenlerin toplamına eşittir ve tanım gereği FBE'nin ortalaması  $\mu$  sıfırdır. FBE'nin standart sapması  $\sigma$  ise 1.94'tür. 2000 Kasım ayının son iki haftasında FBE 5.40 ve 9.93 değerlerini almış ve kriz için konulan  $FBE_t \geq \mu + 1.5\sigma$  eşliğini aşmıştır.

Finansal kriz konusunda şu görüş genel kabul görür; krizin ortamı ve göstergeleri vardır, ama krizin kesin olarak olacağını söylemek ve hele krizin zamanını öngörmek mümkün değildir. Dornbusch'un deyişiyle, "Kriz ancak patladığında görülür." Zaten krizin kesin olduğu ve ne zaman olacağı öngörülebilse, gerekli önlemler alınır, kriz önlenir, yani kriz olmaz. Ayrıca bilinir ki, finansal krizdeki baskı ve gerginlik, güvensizlik ve panikten kaynaklanır. Öyleyse şu soruları cevaplamak gerekir: Kasım ayına gelindiğinde Türkiye'de uygulanan programa ve programı uygulayanlara güven kaybolmuş muydu? Daha program uygulanmadan bile önemli zararlar taşıdığı ve finansal oranlar bakımından riskli olduğu bilinen bankacılık sistemine Kasım ayında nasıl bakılıyordu? Bu sorulara kısaca cevap verelim.

## 2- Enflasyonu Düşürme Programının Zayıflıkları

Programın başarısı konusunda, daha açıklandığı günlerde bazı olumsuz görüşler vardı. Önce bu tür görüşler, sonra da program uygulamasıyla birlikte ortaya çıkan zayıflıklar ve aksamalar programa duyulan güveni azaltmıştı.

(1) Türkiye geçmişte IMF ile 16 anlaşma yaparak<sup>1</sup> istikrar programları uygulamış, ancak bunlarla enflasyonu indirememiş, üstelik bunların bir bölümünü de yarıda kesmişti. Geçmişteki başarısız program uygulamaları yeni programın da başarısı konusunda şüpheler uyandırdı.

(2) Bir başka olumsuz görüş, döviz çıpa yapan benzer programların 1990'larda birçok ülkede başarısız olmasından kaynaklanıyordu. Örneğin Brezilya, Meksika, Rusya ve Tayland'da döviz kurunu çıpa yapan programlar finansal krizlerle sona ermişti. Aslında, arkasında IMF ve Dünya Bankası vardır düşüncesiyle, programın en önemli ayağını oluşturan döviz kuru çizelgesinin güvenilirliği 2000 ortalarına, hatta Kasım ayına kadar yüksek görünmüştür. Ancak enflasyonun öngörülenden çok yavaş düşmesi ve programın giderek döviz kuru çıpasına daha çok dayanması, programın başarısı konusundaki şüpheleri arttırdı. 2000 Kasım ayında yaşanan finansal krizle birlikte, kur çizelgesi büyük güven kaybına uğramıştır. Aşağıda açıklandığı gibi, Kasım'dan itibaren özellikle yabancılar programın sürdürülemeyeceğini düşünmüşlerdir.

(3) Riskli bir bankacılık sistemi dışarıdan borçlanacak ve fakat sterilizasyon da olmayacaktı. Para kurulu benzeri bir kurala göre, TCMB'nin Net İç Varlıkları sabitlendiği için, parasal taban TCMB'nin Net Dış Varlıklarına göre belirlenecekti. Para-faiz politikasının olmadığı bu düzen, programın "otomatik mekanizması", hatta garantisi gibi sunulsa da, bu satırların yazarı dahil, bazı iktisatçılarda tedirginlik yaratmıştı. Çünkü yabancı kaynak giriş-çıkışında bir aksama, bir düzensizlik olduğunda ekonomide para-faiz intibakı yapılmasına imkan vermiyordu. (Bu satırların yazarı bu konuda gazete yazıları yazdı.)

(4) Programın enflasyonu düşürmek isterken büyümenin yükseleceğini öngörmesi de eleştiri konusuydu. Bizce, iç talep-büyüme makul ölçülerde kaldığında bu konuda bir çelişki yoktu. Başka ülke programlarında görüldüğü gibi, enflasyon düşerken büyümenin yükselmesi mümkündür ve bu büyümeyi özellikle tüketim artışı sağlamaktadır. (Uygur 2000a, 2000b ve 2000d).

(5) Ancak, iç talepteki, özellikle dayanıklı tüketim malları talebindeki genişleme ve bu talebin ithalata yönelmesi programda öngörülenin çok üzerine çıktı. Talepteki hızlı genişlemenin en önemli nedenlerinden biri faizin hızlı düşmesiydi. Tablo 3'te DİBS (Devlet İç Borçlanma Senetleri) bileşik faizi, gerçekleşen enflasyon ve beklenen TEFE enflasyonu yer almaktadır. Tablodan görüldüğü gibi, DİBS bileşik faizi 2000 başından itibaren çok hızlı gerilemiş, hem gerçekleşen hem beklenen enflasyonun altına düşmüştür. Tüketiciler için DİBS ve özellikle mevduat reel faizleri hem beklenen (ex-ante) hem gerçekleşen (ex-post) enflasyona göre eksi değerlere inmiştir.

<sup>1</sup> IMF ile yapılan 16 anlaşma içinde son yapılan "yakından izleme anlaşması" yoktur.

**Tablo 3 Ortalama Bileşik Hazine Faizi, 12 Aylık TÜFE ve TEFE Enflasyonu ve Beklenen TEFE Enflasyonu**

Ay	Hazine Bileşik Faizi	TÜFE Enflasyonu	TEFE Enflasyonu	Beklenen TEFE Enflasyonu	
	Ortalama	12 Aylık	12 Aylık	12Ay Sonra	Yıl Sonu
1999 7	101,4	65,0	52,4	58,3	59,8
8	116,5	65,4	53,7	60,2	61,3
9	113,2	64,3	54,4	60,5	62,1
10	109,3	64,7	55,2	57,1	61,3
11	96,4	64,6	56,3	53,4	60,5
12	- (*)	68,8	62,9	44,1	56,8
2000 1	38,3	68,9	66,4	37,5	38,9
2	42,1	69,7	67,5	38,6	39,9
3	39,9	67,9	66,1	38,0	40,7
4	34,5	63,8	61,5	36,3	39,4
5	39,4	62,7	59,2	35,3	38,9
6	41,9	58,6	56,8	34,9	39,1
7	34,5	56,2	52,3	33,0	37,8
8	33,2	53,2	48,9	34,0	38,7
9	33,6	49,0	43,9	32,2	37,9
10	38,0	44,4	41,4	30,5	37,2
11	41,0	43,8	39,1	29,9	37,8
12	- (*)	39,0	32,7	29,9	37,0
2001 1	65,0	35,9	28,3	27,1	28,2

**Kaynak:** Hazine-DİBS Faizi: DPT; TÜFE ve TEFE Enflasyonu: DİE; Beklenen TEFE Enflasyonu: TCMB.

(\*) 1999 ve 2000 Aralık aylarında ihale yapılmamıştır.

(6) Tablo 3'teki son iki sütunda görüldüğü gibi, 1999 sonu-2000 başında TEFE enflasyon beklentisi %20 hedefe göre zaten çok yüksekti. Programın ilan edilmesiyle 2000 sonu için beklenen ortalama TEFE enflasyonu %50'lerden %40'ların altına çekildi ama daha sonraki aylarda düşmedi ve %37'nin altına inmedi. Bu gelişme karşısında ek önlemler getirilmeliydi, ancak getirilmedi. (Bu satırların yazarı bu konuda da gazete yazıları yazdı.)

(7) 2000 yılında kamu fiyatlarını da bir çıpa olarak kullanmak amacıyla, 1999'un sonlarında yüksek kamu zamları yapıldı. Kamu kesimi enflasyonunun 2000 başından itibaren %2 dolayında kalacağı varsayıldı. Ancak 2000 Ocak ayında kamu enflasyonunun bazı sektörlerde %30'u aştığı görüldü. Bu konuda asıl şaşırtıcı gelişme, elektrik ve petrol fiyatlarının enflasyon hedefinin çok üzerinde artacağına açıklanmasıydı. Bu çelişkiler sonradan farkedildi, yapılan zamlar geri alındı ve kamu fiyatları çıpasının var olduğunu vurgulayan açıklamalar yapıldı, ama güven duygusuna olan olmuştur.

**(8)** Enflasyon beklentisinin yüksekliği yanında, bu tür olayların da katkısıyla, enflasyonun kendisi de 2000 başlarında oldukça yüksek çıktı ve programın sürdürülebilirliği tartışıldı.

**(9)** Bu arada 2000 Şubat ayında portföy yatırımı amacıyla, özellikle hisse senedine yönelik olarak Türkiye'ye gelen yabancı fonların bir bölümünün Türkiye'den ayrıldığı anlaşıldı. Bu olay borsa endeksinde önemli düşüşe neden oldu. 2000 18 Ocak'ta 18,548 olan borsa endeksi, %21.6 azalışla 18 Şubat'ta 14,539'a indi. Bu olay program konusunda bazı somut kuşklar doğurdu.

**(9)** Program, enflasyon hedefiyle uyumlu bir gelirler politikası da öngörmüştü. Birincisi, kira artışlarının TÜFE enflasyon hedefi ile sınırlanması için yasa çıkarılmıştı. Buna karşılık, bu sınırlamaya genel olarak uyulmayacağı anlaşıldı. Nitekim, 1999 Aralık ayından 2000 Aralık ayına kadarki 12 aylık dönemde TÜFE endeksi içindeki kira kaleminde %49.1 oranında artış oldu. İkincisi, ücret artışlarının kamu kesiminde %25 sınırı içinde kalacağı özel kesimin de buna uyması gerektiği açıklandı. Ücret artışlarında da %25 hedefi şu nedenlerle aşıldı. Birincisi, daha önce yapılan toplu iş sözleşmeleri nedeniyle, 2000'de kamu kesiminin önemli bir bölümünde ücret artışı %60-70'lere ulaştı. İkincisi, özel kesimin bir bölümünde de geçmiş enflasyonu temel alan ücret artışları oldu ve yine %60 oranları görüldü.

**(10)** Konsolide bütçe içinde kalındığında kamu açığının istenen düzeye rahatça ineceği belli olmuştu ama, kamu bankalarını ve KİT sistemini de içine alan kamu kesimi açıklarının hedeflenen düzeye indirilmesi kolay görünmüyordu. Çünkü kamu bankalarının görev zararları artarak sürüyordu. KİT sistemi açıkları da, bunların fiyatları çıpa olarak kullanıldığından, giderek büyüyordu. Bu durum dikkate alındığında enflasyonun 1999'da %60'lardan 2000'de %20'lere inmesi zor görünüyordu.

**(11)** Bütçenin ve kamu kesiminin mali uyum hedefleri faiz dışı denge üzerinde yoğunlaşmıştı ve bu yoğunlaşmanın şöyle bir sakıncası vardı: Faiz dışı denge hedefleri, özel kesime yapılan faiz transferlerini ve bu transferlerin özel talep üzerindeki uyarıcı etkisini gözardı ediyordu. Kamu talebi ile birlikte özel talebi de önemseyen bir yaklaşımın, faiz transferlerini de dikkate alması gerekirdi. Ancak bu tür eleştiriler duyulmadı bile.

**(12)** Yapısal uyumun önde gelen bir kalemi olan özelleştirmenin mali uyuma en büyük katkıyı yapması hesaplanmıştı. Ancak 2000 yılı ortalarına doğru özelleştirme hedefine varılamayacağı belli olmuştu.

**(13)** Yapısal uyum sürecinde belki de en önemli konu, zayıf ve sorunlu olduğu bilinen bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılmasıydı. Ancak kamu

bankaları da dahil olmak üzere, bankacılığı yeniden yapılandırma girişimleri hep batık banka sayısının çok yüksek olduğu ve sistemin sanıldığından da zor durumda olduğu duygusunu yarattı. Buna karşılık, 2000'nin yarısına varıldığında bankacılık sistemi dış borçlanmayı hızla sürdürüyordu.

**(14)** Bankalar dışarıdan borçlanıyor, para kurulu benzeri düzene göre TCMB'nin Net İç Varlıkları sabit, ama sterilizasyon da yapılmıyor ve parasal taban TCMB'nin Net Dış Varlıklarına göre belirleniyor. Bu düzende bankaların dış borçlanması şu gelişmeleri birlikte getiriyordu.

**(a)** Nominal faiz ve daha hızlı olarak da reel faiz düşüyordu. Bu konuda DİBS faizi öncülük ediyor, tüketiciyi ilgilendiren mevduat faizi daha da çok iniyordu.

**(b)** Krediler, özellikle tüketici kredileri hızla artıyordu. TCMB verilerine göre,<sup>2</sup> 1999 Aralık ayı sonunda 1004.3 Trilyon TL olan tüketici kredileri, 2000 Ekim ayı sonunda 4504.5 Trilyon TL'ye ulaşmış ve reel olarak bile %300'ün üzerinde artmıştı.

**(c)** Enflasyonun kur artışına göre yüksek olması (TL'nin reel değerlenmesi) hem bir fiyat (ikame) etkisi hem de gelir etkisi ortaya çıkarıyordu. Bu etkilerle ithalat talebi hızla yükseliyordu. TL'nin reel değerlenmesi ile oluşan gelir etkisi "Laursen-Metzler etkisi" olarak bilinmektedir ve "TL gelirin'in ithal edilen malları satınalma gücünün artması" şeklinde özetlenebilir. Bu tür talep artışı ile ithalata dayalı bir büyüme ortaya çıkmıştı.

**(d)** İç talep ve ithalat artışları konusunda otomotiv sektörü önemli bir örnek oluşturmaktadır. Tablo 4'te dahilde üretilmiş ve ithal edilmiş otomobillerin 1995-2000 yıllarındaki satışları yer almaktadır. 2000 yılında dahilde üretilen otomobil satışı %33.2 artarken, ithal edilen otomobil satışı %97.4 artmıştır. Otomobil ithalatındaki artış büyük ölçüde AB bölgesi kaynaklıdır. Genel olarak ithalattaki, özel olarak otomobil ithalatındaki sıçrama cari açık konusunda erken uyarılar yaptı. Bu uyarıları dikkate alanlarımız kaygılandı ve talebin kısılması gerektiğini söyledi. Ama "Talep kısılmalı" uyarısı kimi zaman "Uluslararası anlaşmalara rağmen ithalat kısıtlamaları getirilmek isteniyor" biçiminde yanlış yorumlarla karşılandı. Bunun da verdiği ürkmeyle olmalı, talep daraltıcı önlemler yeterince alınamadı.

**(e)** İç talebin artması ve TL'nin reel değerlenmesi ihracatın duraklamasına neden oluyordu. Euro/dolar paritesindeki düşme, bir yandan ihracatın bu bölgeye arzını olumsuz etkiliyor, diğer yandan da ihracatın dolar değerini düşürüyor, döviz girdisini azaltıyordu.

<sup>2</sup> TCMB web sitesindeki Haftalık Bülten'den alınan mevduat bankaları kredileri.

**Talo 4 Yerli ve İthal Otomobil Satışı, 1995 - 2000, 1000 Adet**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<b>Otomobil Satışı</b>						
Yerli	195.0	182.2	219.8	204.1	157.5	207.7
İthal	21.6	57.5	125.0	111.5	131.2	259.0
TOPLAM	216.6	239.7	344.8	315.6	288.7	466.7

**Kaynak:** Türkiye Otomotiv Sanayii Derneği

(15) Bu gelişmelerle birlikte cari açık hızla yükseliyordu. Program cari açığı GSMH'nın %1.5-2'si dolayında, 3-4 milyar dolar arasında öngörmüştü. Gerçekleşme 9.8 milyar dolar oldu. Cari açığın bu kadar yüksek çıkmasında petrol fiyatındaki artışın da etkisi vardı ama, otomobil örneğinde olduğu gibi, asıl önemli neden dayanıklı tüketim mallarındaki artışı. Büyük olasılıkla, program için yapılan çalışmalarda ithalatın fiyat ve gelir esneklikleri oldukça düşük varsayılmıştı.

(16) Giderek büyüyen cari açığın sürdürülebilmesi için mutlaka dış kaynak girişi gerekiyordu. Dış kaynak girişi net doğrudan yabancı yatırım şeklinde olsa, bazı olumsuz beklentiler oluşmayabilirdi. Ancak Türkiye'ye 2000 yılı içinde gelen yabancı doğrudan yatırım varsayılanın tersine çok sınırlıydı. Kötüsü, giriş yapan yatırım sermayesi kadar çıkış yapan yatırım sermayesi de oldu ve 2000'de net doğrudan yabancı yatırım 112 milyon dolarda kaldı. Dış kaynak girişi dış borçlanma yoluyla olmak zorundaydı. İşte bu nedenle borçlanmak önemliydi, borç verenlerin ülkeye bakış açısı önemliydi.

(17) Krize giden yolda, dış borç verenlerin hem ülkenin makroekonomik dengelerine ve hem de borçlanmaya aracılık eden bankalara ilişkin bakış açıları belirleyici oldu.

### III. BANKACILIK KESİMİ VE KRİZİN ÖNCÜ GÖSTERGELERİ

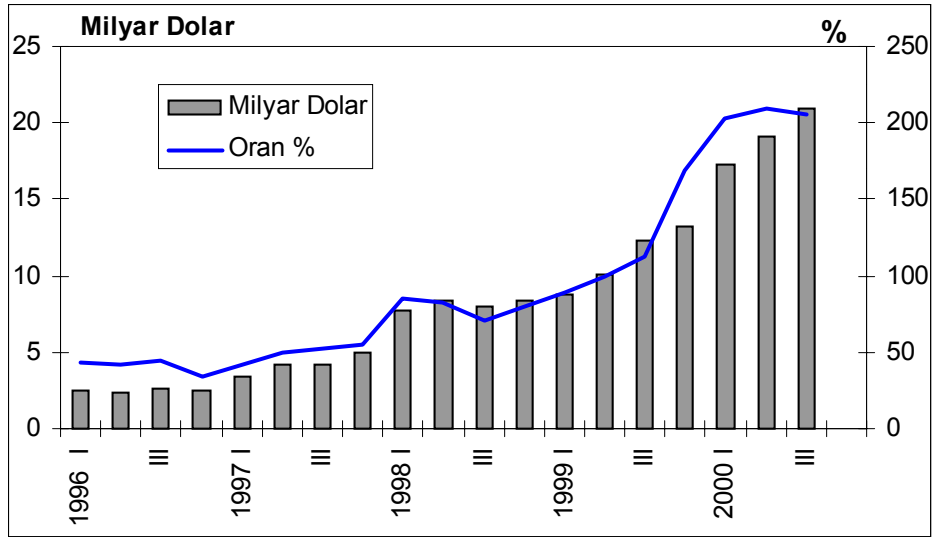
#### 1- Finansal Kriz ve Bankacılık Kesimi

(1) Yukarıda söylediğimiz gibi, yapısal uyum sürecinde en önemli konulardan biri, riskli olduğu bilinen bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılmasıydı. Ancak, bankacılığı yeniden yapılandırma girişimlerinde Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) bünyesine yeni bankalar eklendikçe, hep, Asya krizinde yaşandığı gibi, batık banka sayısının çok yüksek olduğu ve sistemin sanıldığından da zor durumda olduğu duygusu yaşandı. Üstelik, bankacılık

kesimini en azından döviz ve vade uyumsuzluklarına (mismatch) karşı denetlemek üzere konulan bazı kuralların da uygulanamadığı anlaşıldı.

Örneğin, 1999 Eylül sonunda alınan bir kararla ticari bankaların döviz net genel pozisyon sınırı, daha çok bilinen adıyla açık pozisyon sınırı, sermayenin %20'sine indirildi. Bu sınırı aşan bankalar Haziran 2000 sonuna kadar TCMB'ye % 8 munzam karşılık yatırmak zorunda idi. Bu tarihten sonra munzam karşılık oranı % 100'e çıkarıldı. Bu kurala uyulduğu takdirde, sınırı aşarak açık pozisyon yaratmanın ve dış borçlanmayı arttırmanın hiçbir ekonomik mantığı yoktu. Ancak 2000 Haziran ayı sonrasında bizzat TCMB kaynaklı açıklamalardan biliyorduk ki, açık pozisyon, olması gereken yaklaşık 2.1 milyar doların çok üzerine çıkmıştır.

**Şekil 2 Bankacılık Kesiminin Döviz Açık Pozisyonu; Milyar Dolar ve Sermaye+Kar İçinde Oranı %, 1996-2000**



**Kaynak:** Türkiye Bankalar Birliği. Veriler Mehmet Şimşek tarafından düzenlenmiştir.

Bankacılık kesiminin bilançoya göre açık pozisyonu, dolar olarak ve sermaye+net kar içindeki oranı olarak Şekil 2'de yer almaktadır. 2000 Eylül ayı sonunda bilanço döviz açık pozisyonu değer olarak 20.95 milyar dolara, oran olarak %205'e varmıştı. Açık pozisyon oranı olması gerekenin tam 10 katını bulmuştu.

Yasaya rağmen 2000 Eylül ayında Bankalar nasıl olup da açık pozisyon oranını %200 düzeyine kadar çıkarabilmişlerdir? Yapılan şudur. Bankalar, döviz borçlarının riskini döviz forward kontratlarıyla karşıladıklarını söyleyip bu kontratları da bilanço dışı nazım hesaplarda rapor etmektedirler. Ancak bilinmektedir ki, ve anlaşılmıştır ki, bu forward kontratlar yerli ve/veya holding



firmalarıyla yapılmakta ve gerçekte döviz borçlarının ancak çok küçük bir bölümünü karşılamaktadır. Haliyle, bankaların önemli döviz riski taşıdıkları özellikle dış borç veren yabancı kuruluşlar tarafından bilinmekteydi.

**(2)** 2000 Eylül ayında Bayındırbank'ın Romanya'daki bankası BTR (Banco Turco Romana) batma sürecine girdi. Olayın başlangıcında BTR'den Romanya dışına çantalarla para çıkarmak isteyen bir kişinin yakalanması vardı. Bu olay sonrasında Romanya'da BTR'den çok hızlı para çekildi. Bayındırbank'ın Romanya'daki bankayı batmaktan kurtaracak kaynağı yoktu ve kaynak bir kamu bankası sayılması gereken Vakıfbank tarafından sağlandı. Bu olay Türkiye içinde bankacılık sisteminin riskleri bakımından çok önemsenmedi, ancak başlama biçimiyle ve geri bağlantılarıyla yurt dışında kritik olarak görüldü. Bölüm IV.1'de açıklandığı gibi, örneğin ünlü iktisatçı R. Dornbusch bu olayı Türkiye'deki krizin bankacılık sisteminde başlamasının bir ilk sinyali olarak tanımladı.

**(3)** Yakın geçmişte özelleştirilmiş olan Etibank, batma durumuna geldiğinden 2000 Ekim ayı sonunda TMSF bünyesine alındı. Etibank'ın batma noktasına gelmiş olduğunun öğrenilmesi bir başka bankanın, Demirbank'ın zor durumdaki bankalar listesine girmesine neden oldu. Çünkü Demirbank'ın Etibank'ta örtülü bir ortaklığı olduğu düşünülüyordu.<sup>3</sup> “Eğer imkanı olsa Demirbank Etibank'ı kurtarırdı” düşüncesi yaygındı. İşte bu düşünceler daha Ekim ayında Demirbank'ı çaresiz bir durumda bırakmıştı.

Demirbank rasgele bir banka değildi ve şöyle bir özelliği vardı. 2000 yılında yapılan DİBS ihraçlarının yaklaşık %15'ini aldığı ve toplam DİBS stokunun yaklaşık %10'unu taşıdığı tahmin ediliyordu. Bu büyük DİBS stokunu taşımak için ise kısa vadeli dış ve iç borçlanma yapıyordu. Örneğin, pasif toplamı içinde vadeli mevduatın oranı ancak %1 dolayında olduğu tahmin ediliyordu. Bu durumun ortaya çıkmasıyla Demirbank için öncelikle dış borçlanma kanalları tıkanı. Ardından iç borçlanma kanalları da tıkanı ve taşıdığı DİBS stokuna rağmen Demirbank diğer yerli bankalardan borç alamadı.<sup>4</sup> Sonuçta Demirbank zorunlu olarak DİBS stokunun bir bölümünü satmak istedi. Ardından fiyatlar düşmeye, faizler artmaya başladı. Diğer yandan, kısa vadeli borç oranı yüksek olan kamu bankaları da kısa vadeli borçlanmayı sürdürmek zorunda olduklarından faizler üzerinde ek bir baskı oluşuyordu.

DİBS'in fiyatındaki düşme-faizindeki yükselme belli bir noktaya varınca, DİBS taşıyan yabancılar da satışa başladı. Örneğin Deutsche Bank'ın bir günde

<sup>3</sup> Finans - bankacılık kesiminin Demirbank konusunda yaptığı değerlendirmeler için en önemli kaynak Mehmet Şimşek ile yaptığımız konuşmalardır.

<sup>4</sup> Bu bağlamda yerli büyük bankaların Demirbank'ı batırmak üzere komplo kurdukları açıklamaları da yapıldı.

yaklaşık 750 milyon dolarlık DİBS sattığı ifade ediliyor. Aslına bakılırsa programın bittiği ve krizin başladığı tarih Demirbank'ın ve diğer bazı bankaların artık dış borçlanmada zorlandıkları zaman olmalıdır.

Krizin patlama görüntüsünü iç faizlerin sıçraması ile aldık ama, bunun gerisinde finansal ortamın giderek gerginleştiğini gösteren dış ve iç gelişmeler vardı. Dışarıda en önemli gelişme euro piyasalarında Türkiye tahvillerinin fiyatlarının düşmesi-faizlerinin artması idi. Aşağıda Bölüm III.2'de ayrıntılı olarak açıklandığı gibi, euro piyasalarında bu süreç 2000 Eylül ayı ortalarında başlamıştı. 2000 7 Eylül'ünden 22 Eylül'üne kadar 10 ve 30 yıl vadeli Türkiye tahvillerinin faizlerinde 0.66 puan ile 0.85 puan (66 ve 85 baz puan) arasında artışlar olmuştu. Halbuki aynı dönemde ABD ve AB faizleri artmıyor, hatta düşüyordu. Demek ki Türkiye'nin risk primi yükseliyordu.

Ne olmuştu bu sıralarda? Eylül ayında, Bayındırbank olayı ve özelleştirmeye ilişkin tartışmalar yanında cari açığın sürdürülebilir olmadığı tartışmaları yapıyordu. Açık sürdürülemez diyenlerin safında artık bizzat IMF de vardı ve bu konuda acil önlemler alınmasını istiyordu. IMF, stand-by anlaşması koşullarına uyulduğu durumda vermeyi taahhüt ettiği ikinci dilim krediyi de vermedi, üçüncü dilimle birleştirerek vereceğini bildirdi. Kısacası, 2000 Eylül ayından itibaren finansal piyasalarda gerginlik vardı ve Türkiye kriz ortamına doğru yol alıyordu.

## 2- Kasım Krizi İçin Bazı Somut Göstergeler

Kriz ortamına giden yolda oluşan göstergelere Türkiye bağlamında bakmadan önce şunu belirtelim. Gelişmekte olan ülkelerde son dönemdeki finansal krizler öncesinde göze çarpan önemli bir gelişme, özel yabancı fon girişindeki hızlı artıştır ve bunun çoğunluğu borçlanma şeklinde olmaktadır. Belirttiğimiz gibi, Türkiye'ye 2000 yılındaki hızlı dış kaynak girişinin hemen tümü borçlanma şeklinde olmuştur.

Bu ülkelerin hızla borçlanması genellikle (a) finansal serbestleşme programı sonrasında veya (b) nominal döviz kurunun belli bir kurala, bir çizelgeye göre belirlenmesi sonrasında olmaktadır. Yabancı para girişi, Türkiye'de olduğu gibi sterilize edilmemişse, parasal genişlemeye, talep artışına, enflasyonun inmemesine, yerli paranın reel değer kazanmasına ve ithalat talebinde tırmanışa neden olmaktadır. Yabancı kaynak girişinin-dış borçlanmanın sürdürülmesi, uygulanan kur veya serbestleşme programının sürdürülebilirliğine bağlıdır. Bu konuda şüpheler ortaya çıktığında, artık kriz ortamına girilmiş demektir.<sup>5</sup> Bu ortamda herhangi bir kıvılcım, krizi başlatabilir.

<sup>5</sup> Bu konuda bakınız örneğin Akyüz (2000), Bustelo (2000), Corsetti , Pesenti and Roubini (2000), Dornbusch (2001), Edwards (2000) ve Krugman (1999).

2000 Ağustos-Eylülüne gelindiğinde Türkiye'nin dış borçlanma görüntüsü “borçlanıyor, ithalat yapıyor, dış borç geri ödeme gücü giderek azlıyor” yorumlarına neden oluyordu. Bu bağlamda, cari açığın GSMH'ya oranı %3.5 düzeyine, yani 7 milyar dolara varıncaya kadar Türkiye'nin görece rahat borçlanabileceği, ancak bu eşik aşıldığında dış borçlanmayı sürdürmenin zor olacağı açıkça ifade ediliyordu. (Bu satırların yazarı bu konuda birçok kez gazete yazısı yazdı.)

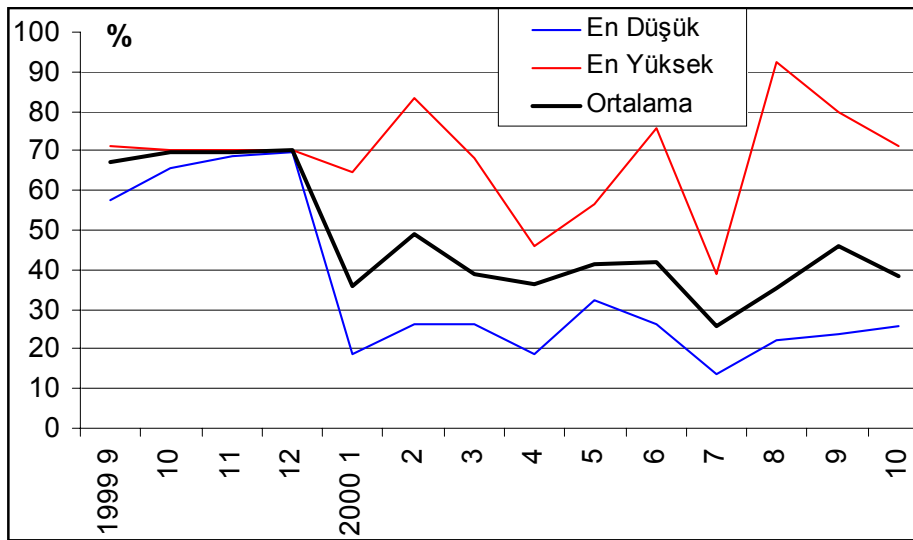
Şimdi krizin daha somut göstergelerine kısaca bakalım. 1990'larda gelişmekte olan ülke krizleri konusunda yapılan birçok çalışmada<sup>6</sup> aşağıdaki değişkenler önemli kriz göstergeleri olarak ortaya çıkmaktadır. Bu listeye elbette başka değişkenler de eklenebilir.

- Kısa Vadeli Dış Borç / Döviz Rezervi
- Cari Açık / Döviz Rezervi
- Cari Açık / GSYİH
- Toplam veya Kısa Vadeli Dış Borç / İhracat
- Bankacılık Kesimi Açık Pozisyonu / Döviz Rezervi
- Banka Kredisi / Döviz Rezervi
- M2 / Döviz Rezervi
- Yerli Paranın Değer Kazanması
- Sermaye Hareketinde Dalgalanma (Volatilité)
- Dış Borç Faizinde ve Risk Priminde Yükselme, Dalgalanma
- Kısa Vadeli İç Faizde Dalgalanma

(1) Önce kısa vadeli iç faizin volatilitésini ele alalım. Bu değişken, uygulanan para politikasının yarattığı belirsizliği somut olarak ve anında yansıtmaktadır. Türkiye'de kısa vadeli faizler program uygulaması başladıktan sonra şu tür haberler eşliğinde önemli dalgalanmalar göstermiştir: “Yurtdışından para girişi olmadığı için interbank piyasasında faizler sıçradı.” “Yurtdışından gelen para ile repo faizleri hızla düştü.” Bu durum programın Net İç Varlıklar kuralı ile ilgili idi ama, yabancı kaynak giriş-çıkışında bir aksama, bir dış şok olduğunda faizin ne kadar oynayabileceğini gösteriyordu. Yukarıda Tablo 2'de volatilité-belirsizlik-risk göstergesi olarak aldığımız gecelik faizin standart sapması, giderek düşmediği gibi, önce Haziranda, sonra Ağustos ve Eylülde önemli sıçramalar gösterdi. Programın başlamasından sonra gecelik faizdeki dalgalanma Şekil 3'teki en düşük ve en yüksek faizden de anlaşılmaktadır. Faizdeki volatilité önemli bir gösterge idi ve döviz giriş-çıkışına bağlı olarak çok yükseklere gidebileceği ve ekonomiyi savurabileceği belli idi.

<sup>6</sup> Bakınız örneğin Bustelo (2000), Edwards and Susmel (2000), Kaminsky (1999), ve Kaminsky, Lizondo, Reinhart (1998).

**Şekil 3 Gecelik Faizde En Düşük, En Yüksek ve Ortalama Oranlar, %**



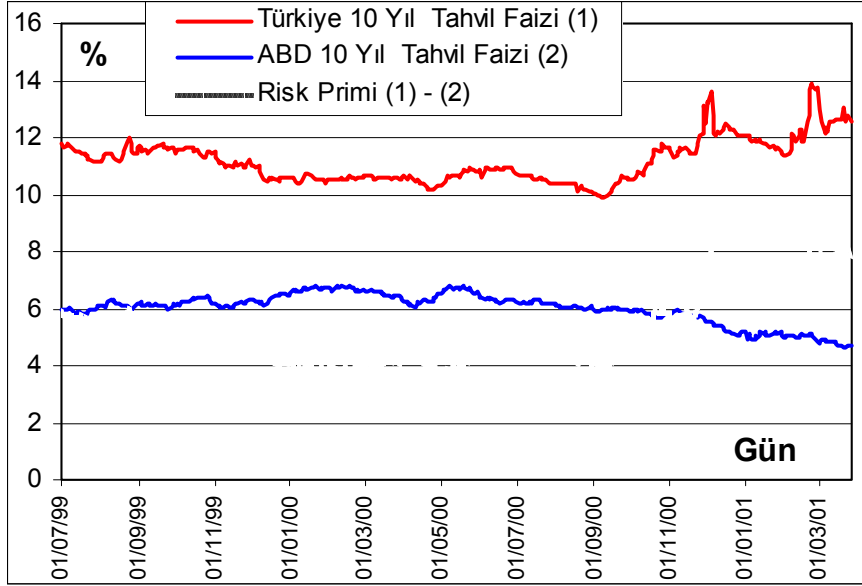
**Kaynak:** Tablo 1.

(2) Türkiye'nin yurt dışında işlem gören borçlanma tahvillerinin faizindeki gelişmeler, 2000 Eylül ayından itibaren dış borçlanmada ve dolayısıyla finansal piyasalarda bir gerginlik olduğunu açıkça göstermektedir. Şekil 4'te Türkiye'nin (Hazine'nin) ihraç ettiği 10 yıl vadeli ve vadesi 2007 yılında dolacak olan tahvilin fiyat dikkate alınarak bulunan getiri oranı (yield to maturity) görülmektedir. Şekil 4'te yine 10 yıl vadeli ve vadesi 2007'de bitecek olan ABD tahvilinin getiri oranı (yield to maturity) da yer almaktadır. Türkiye tahvili ile ABD tahvili arasındaki getiri farkını Türkiye'nin risk primi olarak alabiliriz ve Şekil 4 bu risk primini de içermektedir.

Şekil 4'ten anlaşıldığı gibi, Türkiye tahvili üzerindeki faiz önce bir program uygulanacağı haberi ile, sonra da programın 2000 yılı başında uygulamaya girmesi ile toplam yaklaşık 1.5 puan (150 baz puan) düşmüştür. Üstelik bu düşüş ABD faizlerinin yükseldiği bir dönemde olmuştur ve dolayısıyla, şekilden de görüldüğü gibi, Türkiye tahvili üzerindeki risk primi azalmıştır. Türkiye tahvili üzerindeki faiz ve risk primi 2000 Eylül başına kadar azalmış, ancak Eylül ortasından itibaren artmaya başlamıştı. 7 Eylülde sırasıyla %9.88 ve %3.91 olan getiri oranı ve risk primi, 22 Eylülde 10.66 ve 4.67'ye, 25 Ekimde 11.77 ve 6.00 düzeyine gelmiştir. Kasım krizinde bu oranlar daha da yükselmiş ve 30 Kasımda sırasıyla 13.24 ve 7.69'a varmıştı. Bir de tahvil fiyatı konusunda örnek verelim. 10 yıl vadeli ve vadesi 2009 yılında dolacak olan Türkiye tahvilinin fiyat endeksi 1 Eylülde 108.66 iken, 22 Eylülde 102.08'e, 13 Ekimde 99.54'e, 1 Aralık'ta 89.00'a inmişti.<sup>7</sup>

<sup>7</sup> Türkiye ve ABD tahvillerine ilişkin fiyat ve getiri bilgileri Mehmet Şimşek ve Mustafa Karahan'dan sağlanmıştır.

**Şekil 4 10 Yıl Vadeli Türkiye ve ABD Tahvillerinin İkincil Piyasa Faizleri (Getirileri) ve Türkiye İçin Risk Primi**



**Kaynak:** Merrill Lynch.

(3) 2000 yılında Kısa Vadeli Dış Borç / Döviz Rezervi oranında da özellikle üçüncü çeyrekte önemli bir artış görüldü. Tablo 5'ten izlenebileceği gibi, 1999 sonunda 1.01 olan bu oran, 2000 sonunda 1.47 düzeyine çıktı. Asya krizi öncesinde de bu oranın yükseldiği ve Tayland'da 1.45'e vardığı bilinmektedir. Bu oran, Malezya'da 0.61'e, Filipinlerde 0.85'e ulaşmıştır.<sup>8</sup> Kısa Vadeli Dış Borç / Döviz Rezervi oranının Türkiye'de Malezya ve Filipinlere göre oldukça yüksek seyrettiğini ve 2000 sonunda Tayland düzeyini bile aştığını vurgulamamız gerekir.

**Tablo 5 Kısa Vadeli Dış Borcun Döviz Rezervine ve İhracata Oranı; Banka Açık Pozisyonunun Döviz Rezervine Oranı**

Tarih	Kısa Vadeli Borç / Rezerv	Kısa Vadeli Borç / İhracat	Açık Pozisyon / Rezerv
1999 IV	1,01	0,88	0,57
2000 I	1,08	0,92	0,75
II	1,02	0,90	0,78
III	1,10	0,95	0,86
IV	1,47	1,06	?

**Kaynak:** TCMB ve Bankalar Birliği.

<sup>8</sup> Bustelo (2000).

(4) Tablo 5’te verilen Kısa Vadeli Dış Borç / İhracat oranında da önemli bir bozulma görülmektedir.

(5) 2000 yılında dikkat çeken bir diğer önemli gelişme Cari Açık / Döviz Rezervi ve Cari Açık / GSYİH oranlarındaki hızlı ve sürekli yükselmedir. Tablo 6’nın ilk sütununda görüldüğü gibi Türkiye’de Cari Açık / Döviz Rezervi oranı 1999 sonunda %5.9 düzeyindedir. Bu oran, 2000 Haziran ayında %27.7’ye, 2000 Aralık ayında ise %50’ye çıkmıştır.

**Tablo 6 12 Aylık Cari Açık / Döviz Rezervi, 12 Ay Sonra Beklenen TEFE Enflasyonu ve 12 Ay Sonrası İçin Kur Sepeti<sup>(\*)</sup> Artışı (%)**

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:** TCMB.

(\*) 2001 Temmuz ayından itibaren bant içindeki merkezi kur sepeti alınmıştır.

(6) Cari Açık / GSYİH oranı 1999 sonunda %0.7 iken, 2000 Haziran ayında bu oranın %3.5’i hatta %4’ü aşacağı anlaşılmıştır. 2000 sonunda bu oran yaklaşık %4.9’a ulaşmıştır. Bu konudaki düşüncemiz, %3.5 oranının Türkiye için kritik bir eşik oluşturduğu şeklindedir. Uygur (2000c). Dornbusch (2001, s.3) şöyle diyor: “Bir ülke parasının reel olarak değerlendirilmesinde ve cari işlem açığında hangi oranlar sürdürülebilir oranlardır, hangi oranlar krize davetiye çıkarır? Şunu diyebiliriz; paranın hızlı ve %25’i bulan reel değerlendirilmesi ve Cari Açık / GSYİH oranının %4’ü bulması bir ülkeyi kriz bakımından kırmızı bölgeye taşır.” Dornbusch’un tanımına göre, Türkiye 2000 sonbaharından itibaren cari açık bakımından kırmızı bölgeye girmiştir. Aşağıda Bölüm IV.1’de açıklandığı

gibi, bazı uluslararası finans kurumlarına göre Türkiye'nin GSYİH'ya göre cari açık oranı %3.5 – 4 düzeyine varmadan bile sürüdürülebilir olmaktan çıkmaktadır.

(7) Gerçi kullanılan fiyat endeksine göre sonuç farklı olur ama, Türk Lirası 2000 yılında sürekli değer kazanmıştır. Yılın sonundaki reel değerlenme oranı döviz sepeti karşısında TÜFE'ye göre yaklaşık %14, TEFE'ye göre yaklaşık %10'dur. Bunlar kriz yaşayan ülkelerinki ile karşılaştırıldığında küçümsenecek oranlar değildir. 1994'teki krizden önceki 24 ayda Meksika parası %13.1 reel değer kazanmıştır. Asya ülkelerinde yine krizden önceki 24 ay içinde paranın reel değer kazanma oranları şöyledir; Endonezya'da %12.1, Malezya'da %12.8, Tayland'da %15.5, Filipinler'de %17.7. Bustelo (2000, s. 236). Türk Lirası, 1999-2000 yıllarındaki 24 ayda döviz sepeti karşısında ve yine TÜFE'ye göre %18 değer kazanmıştır.

(8) Beklenen enflasyon oranlarını kullanarak Türk Lirasının ne ölçüde reel değer kazanacağı beklentisine baktığımızda durum daha da vahim görünmektedir. 1999 Aralık - 2000 Aralık döneminde kur sepetinin %20 (hatta %19.9) artacağı ilan edilmiştir. Ancak bu açıklamanın yapıldığı tarihte 2000 yılı sonu için beklenen TEFE enflasyonu %44.1'dir. Tablo 6'nın son iki sütununda görüldüğü gibi, 2000 yılının bütününde bu durum fazla değişmemiştir. 2000 Haziran'ında 12 ay sonra beklenen enflasyon %34.9 iken, döviz kuru sepeti %12.8 artacaktır. Beklenen enflasyon kur hedefinin neredeyse üç katıdır ve 20 puan üzerindedir.

(9) Tablo 5'in son sütunundan anlaşılacağı gibi, 2000 yılında bankacılık kesiminin döviz açık pozisyonu döviz rezervine göre hızla artmıştır. Bu gelişme, Asya ülkelerinde olduğu gibi, dış borç verenlerin sonbahardan itibaren tedirgin olmalarına neden olmuştur.

#### **IV. 2001 ŞUBAT KRİZİ VE SONRASI; SORULAR, TARTIŞMALAR VE DEĞERLENDİRMELER**

Türkiye 2000 Kasım ayında dövize yönelen yoğun spekülasyon saldırısını (a) çok yüksek faiz ile, (b) önemli döviz rezervi kayıplarıyla ve, önemlisi, (c) 7.5 milyar dolar büyüklüğündeki ek IMF kredisi ile geri püskürtebilmiş ve döviz kuru çizelgesini yüksek bir maliyetle savunabilmişti. Ancak daha sonra olabilecek benzer bir saldırıya karşı savunma gücü büyük ölçüde azalmıştı.

Kasım krizi aşıldı derken, tam üç ay sonra 19 Şubat 2001'de Başbakan ile Cumhurbaşkanı arasındaki bir tartışma ikinci bir spekülasyon saldırısını başlattı ve bu kez döviz krizi başladı. 21 Şubat'ta bankalararası para piyasasında gecelik

faiz %6200'e kadar çıktı ve ortalama %4018.6 oldu. 16 Şubat'ta 27.94 milyar dolar olan Merkez Bankası döviz rezervi 23 Şubat'ta 22.58 milyar dolara indi ve rezerv kaybı 5.36 milyar dolar oldu. Kasım krizinde döviz saldırı yabancılara sınırlı kalmıştı, Şubat krizinde yerlilerin de, özellikle bankaların döviz saldırıya dayanma gücü kalmayınca, TCMB 21 Şubat gecesi kurun dalgalanmaya bırakıldığını açıkladı. 19 Şubat'ta 1 doların piyasa satış kuru 686 500 iken, 23 Şubat'ta 920 000, 28 Şubat'ta 960 000 oldu, yani kur artışı on gün içinde %40'a ulaştı. Kasım krizinde çok yükseldiğini söylediğimiz Finansal Baskı Endeksi daha da büyük bir sıçrama yaptı. Kasım ayında yara alan enflasyonu düşürme programının da sonu gelmiş oldu. Şubat'taki artık bir döviz kriziydi ve ateşlenmesi farklı bir olayla da olabilirdi. Faizin neredeyse göklere çıkması döviz talebi engelleyemedi.

### **1- Döviz Krizi Kaçınılmaz mıydı? IMF ve Dış Finansal Kuruluşlar Krizi Bekliyor muydu?**

Döviz krizi ve programın bu şekilde sona ermesi kaçınılmaz mıydı? Bu soruya cevap verirken önce bazı iktisatçıların düşüncelerine yer vermekte yarar var. 1994 sonundaki Meksika krizinden sonra Dornbusch (1997, s.131) şöyle diyordu: “Döviz kuruna dayalı istikrar programı üç aşamadan geçer. Birinci aşama yararlıdır; döviz kurundaki istikrar, ekonomide de genel bir istikrar sağlar. İkinci aşamada paranın reel olarak değer kazandığı bellidir, giderek daha çok farkına varılır, fakat bu konuda birşey yapmak uygun görülmez. Üçüncü ve son aşamada artık birşey yapmak için çok geçtir. Paranın reel değer kazanması (ve diğer koşullar) yüksek oranlı bir devalüasyonu gerekli kılar. Ancak politika buna izin vermeyecektir. Koşullar inkar edilerek bir süre daha geçer, . . . ve sonra . . . kötü haberler birikir ve döviz krizi başlar.”

Dornbusch bunları söyledikten sonra sırasıyla Asya, Rusya, Brezilya ve son olarak da Türkiye döviz krizleri oldu. Türkiye başta olmak üzere bu ülkelerdeki gelişmeler yukarıdaki tanıma uygundu. Dornbusch Türkiye'deki Kasım krizinden sonra daha önce sözünü ettiğimiz Bayındırbank-BTR olayına atıfta bulunarak 2001 başında şöyle diyordu: “Türkiye çok uzun zamandır kriz olabilecek ülkelerin kısa listesi içinde yer alıyordu, fakat krizden bir şekilde sıyrılmıştı. Ancak kötü bir Türk bankasının Romanyadaki bankasının (sonbaharda) batması ile . . . taş yuvarlanmaya başladı ve (Kasım ayında) birkaç gün içinde bir döviz krizi noktasına gelindi.” Dornbusch (2001, s.7).

Bildiğimiz kadarıyla 2000 Kasım krizinde IMF döviz kurunun bir bant içinde serbest bırakılmasını, yani dolaylı bir devalüasyon yapılmasını istemişti. Ancak tam da Dornbusch'un öngördüğü şekilde hem bürokrasi hem politikacılar buna karşı çıkmıştı, çünkü devalüasyonda bürokrasinin ve politikacının kredibilite



kaybı olacaktı. Kasım ayında bile kontrollü ve sınırlı bir devalüasyon mümkün olabilir miydi? Bu soruya cevap vermek zor.

Türkiye’de uygulanan programda önemli payı olan IMF Başkan Yardımcısı Stanley Fischer’in daha 1988’de döviz krizine ilişkin görüşü şöyleydi: “Bir ülkede yaklaşmakta olan krizin temel göstergesi cari işlem açığıdır. Gerçekleşen ve beklenen cari açık büyükse, veya ağır dış borç geri ödemesi yapan bir ülke yeterli cari işlem fazlası veremiyor ise, devalüasyona (krize) davetiye çıkmış demektir.” Fischer (1988, s.115).

Meksika’da yaşanan krizden önce, Meksika ekonomisiyle ilgili bir toplantıda Fischer, Meksika’nın cari açığını bir sorun olarak görmeyenleri eleştirmiş ve şunları söylemişti: “Meksika’nın cari işlem açığı çok yüksektir ve büyük ölçüde portföy yatırımı ile (borçlanarak) finanse edilmektedir. Bu yatırımlar çok hızlı olarak geri çekilebilirler ve Meksikayı devalüasyon yapmak zorunda bırakabilirler. Avrupadaki, özellikle İsveç’teki deneyimlerin gösterdiği gibi, faiz oranı ne kadar yükseltirse yükseltisin, sermayenin geri kaçıışı ve bir devalüasyon önlenemez.” Fischer (1994, s. 306).

Bu saptamaların aynısını Türkiye için Türkiye’de bizler yaptık, mutlaka Fischer de yaptı. Ancak Fischer bu konuda girişimlerde bulunması gerekirken bulunmadı mı? Girişimde bulundu ama sonuç alamadı mı? Bu sorulara açık cevaplar belki sonra gelecektir, ama örtülü bir cevap var. Fischer, 2001 başında sunduğu bir tebliğde cari açık konusunda eski düşüncesini yineleyip “cari açığın en önde gelen kriz kaynağı-göstergesi olduğunu ve Türkiye’deki Kasım krizine bankacılık kesimi ile birlikte yüksek cari açığın neden olduğunu” açıklıyor. Bu konularda “zamanında gerekli önlemlerin alınmadığını, ama krizden sonra bazı önlemler için hükümetle anlaşmaya varıldığını” söylüyor. Fischer (2001, s.18-19).

Fischer bu tebliğinde Türkiye’deki kriz için döviz çıpasından çok cari açığın belirleyici olduğunu söylüyor ama, diğer yandan da 1994’ten sonraki tüm finansal krizlerin döviz kurunu (sabit kur dahil) çıpa olarak kullanan ülkelerde yaşandığını kabul ediyor. Bunun yanında Asya krizinden sonra 1998’de Türkiye gibi döviz çıpası uygulamayan ve dalgalı - esnek kura sahip ülkelerin krizden kurtulabildiğini teslim ediyor. Fischer (2001, s.1 ve 19).

1990’larda görüşler şu noktalarda birleşiyor. (a) Döviz kurunu çıpa yapan programlar, para kurulu benzeri bir düzenleme ile desteklense de, genel olarak başarılı değildir. (b) Sorunlu bir bankacılık kesimi ve yüksek açıklarla üzerinde politika yapılan bir kamu kesimi olan ülkelerde bu tür programların kısa sürede krizle bitme olasılığı çok yüksek bulunmaktadır. Öyleyse şu soruları sormak gerekiyor. Türkiye’deki bankacılık ve kamu kesimi sorunlarına rağmen, kur

çıpasına ve para kurulu benzeri düzenlemeye dayanan bir programda IMF neden ısrar etmiştir? 2000 yılının yarısında programın enflasyon ve cari açık gibi hedef ve öngörülerinde önemli sapmalar olacağı belli olduğuna göre, IMF neden hiç olmazsa yıl ortasında müdahale etmemiştir?

Halbuki, Dornbusch (1997), IMF için çalışma yapan Eichengreen ve Masson (1998) ve birçok başka iktisatçı, kur çıpasının kısa sürmesi gerektiğini ve çıpadan çıkış (exit) için bir strateji olması gerektiğini vurgulamışlar. Evet Türkiye'deki çıpanın 2001 Temmuz ayında bir çıkış stratejisi var ama, artık 2000 sonbaharında belli olmuştur ki, cari açık ve Türk Lirasının değerlenmesi çok fazladır ve 2001 Temmuzuna kadar beklenemez. Eichengreen ve Masson'un (1998) vardığı önemli iki sonuç şudur; (a) Kur çıpasından çıkış için programın kredibilitesinin düşmesini beklememek gerekir. Çıkışı en güçlü zamanda yapmak gerekir. (b) Bu bağlamda çıkış için en uygun zaman dış kaynak girişinin en çok olduğu zamandır.

Türkiye'deki programın ve özellikle cari açığın sürdürülebilir olup olmadığı konusunda yurtdışındaki yatırım bankalarında ve diğer finans kuruluşlarında da tartışmalar olduğunu biliyoruz. Bu tartışmalarda kullanılan bir bir Goldman-Sachs araştırması var. Gelişmekte olan ülkelerin cari açıklarının sürdürülebilir olup olmadığını GS-SCAD (Sustainable Current Account Deficit) adı verilen bir model ile saptamaya çalışan bu çalışmada, sürdürülebilir cari açık / GYİH oranlarına ulaşıyor. Bu kritik oran Türkiye için %2.1 olarak bulunmuş. Ades and Kaune (1997). (Belirtelim, bu oran Meksika için de %2.1 olarak bulunmuş.). Bir ülkenin cari açık oranı bu kritik değeri geçtiğinde ülkenin krize açık (vulnerable) hale geldiği düşünülüyor. Bu oranlar elbette yalnızca birer gösterge ama, Türkiye'nin cari açık oranının 2000'de %4.9 dolayında olduğunu, %2.1'lik GS-SCAD kritik oranını çok fazla aştığını dikkate alırsak, yurtdışında kriz beklentisi oluşumuna katkıda bulunduğunu söyleyebiliriz.

Ayrıntısına girmeden sürdürülebilir cari açık kavramına açıklık getirelim, çünkü konu Şubat krizi sonrasındaki gelişmeler bakımından da önemlidir. Diyelim ki yabancılar belli bir denge durumunda kendi portföylerinin-aktiflerinin belli bir oranını Türkiye'nin mali ve mali olmayan pasif kalemleri cinsinden tutmak istiyorlar. Bunlar içinde tahvil, bono ve hisse senedi gibi mali varlıklar olabileceği gibi, doğrudan yatırım yoluyla gelen varlıklar da olabilir. Yabancıların tutmak istedikleri Türkiye pasiflerindeki değişmeler ödemeler dengesinin sermaye hesabında görünecektir. Sözü edilen Türkiye pasiflerini-yabancı aktiflerini Türkiye'nin GSYİH'sının oranı olarak ifade edelim ve buna  $\kappa$  diyelim.  $\kappa$ 'nın değerini örneğin iç ve dış faiz farkı, Türkiye'nin ülke riski gibi değişkenler etkilemektedir. Ülke riski içinde politik risk önde gelmektedir ve ülke riskinin azalması,  $\kappa$  oranını yükseltmektedir. Yabancıların elindeki Türkiye aktiflerini, yani tahvil-bono cinsinden dış borç stokunu, hisse senedini

ve doğrudan yabancı yatırım sonucunda oluşan değerleri dikkate alırsak, ortalama (denge değeri) ve yaklaşık olarak  $\kappa = 0.5$  varsayımını yapabiliriz.

Diğer yandan Türkiye'nin cari açığını C ile, GSYİH'nin ortalama (denge) büyüme oranını da g ile ifade edelim.  $\lambda = (C / \text{GSYİH})$  daha önce de sözünü ettiğimiz cari açık oranıdır. Basit bir makroekonomik modeli temel alarak, ülkenin cari açık oranı  $\lambda$  ile  $\kappa$  ve g oranları arasında şu ilişki kurulabilir:<sup>9</sup>

$$\lambda = g\kappa$$

Burada  $\kappa$  yabancıların tutmak istedikleri Türkiye kaynaklı varlıklar olduğundan, yani kabaca Türkiye'ye vermek istedikleri borç olduğundan,  $\lambda$  oranı sürdürülebilir cari açığı temsil etmektedir.  $\kappa$  ve g veri iken daha yüksek bir cari açık finanse edilemez. Daha yüksek bir cari açığın finansmanı için  $\kappa$ 'nın ve/veya g'nin artması gerekir. Vurgulamak gerekir ki, uluslararası finans kuruluşlarının portföylerinde ülkeler için gerçekten belli oranlar vardır.

Daha önce  $\kappa = 0.5$  varsayımını yapmıştık. Türkiye'nin son 20 yıldaki büyüme oranı da ortalama %3.9'dur, bunu %4 alalım. Öyleyse Türkiye için

$$\lambda = (0.04)(0.5) = 0.02$$

olmaktadır, yani sürdürülebilir cari açık oranı %2'dir.  $\kappa = 0.6$  için  $\lambda$  değeri %2.4 olduğuna göre, Goldman-Sachs çalışmasındaki %2.1 oranı, en azından bu yaklaşımı kabul edenler için makul bir orandır.

Goldman-Sachs çalışmasına benzer bir çalışma 2000 yılında Deutsche Bank tarafından da yapılmış ve cari açık yanında reel döviz kuru da krize açıklık derecesinin bir göstergesi olarak alınmıştır. Deutsche Bank (2000). Bu çalışma çerçevesinde de Türkiye için kriz tartışması yapıldığı bilinmektedir.

Nihayet, Türkiye'de durumun en azından yabancı yatırımcılar bakımından sürdürülebilir olmadığı Merrill Lynch'in Ocak 2001'deki bir raporu ile duyulmuş oldu. Bu raporda yabancı yatırımcılara Türkiye tahvillerini azaltmaları-boşaltmaları tavsiyesi yer almakta idi.

Bu konuyu şu vurgulama ile sonlandıralım. Türkiye içinde özellikle bazı "yorumcular" tarafından pembe tablolar çizilirken, Türkiye dışındaki kişiler, kuruluşlar ve hatta IMF üst yönetimi Şubat ayındaki döviz krizini bekliyordu, en azından bunlar için kriz şaşırtıcı değildi.

<sup>9</sup> Burada, ilişkiyi basit tutabilmek için, denge durumunda döviz rezervinde bir değişme olmadığı varsayılmıştır.

## 2- Kriz Sonrası Politikalar: Farklı Yaklaşımlar ve Makroekonomik Değerlendirmeler

Bir ülkede finansal kriz olduğunda hangi politikalar en uygun ve uygulanabilir politikalar? Bu politikalarda hangi sınırlar vardır? Politikalar genel çerçeve olarak saptandı diyelim, bunlar nasıl, hangi desteklerle uygulanabilir? Bu sorulara önce genel olarak, sonra Türkiye bağlamında cevap vermeye çalışalım. Türkiye’de 2001 Nisan-Mayıs ayından itibaren IMF onaylı ve destekli bir programın uygulanması beklendiğine göre, kriz politikalarında özellikle IMF görüşünün dikkate alınması gerekiyor.

(1) Finansal kriz sonrasında uygulanacak politikalar konusunda birbirinden farklı kabaca iki yaklaşım vardır. Bu konuda geleneksel yaklaşım, ki IMF yaklaşımı bunun içindedir, dış dengeyi sağlamak, dış ödemeleri aksatmamak, döviz çıkışlarını durdurmak ve döviz kurunda büyük sıçramaları engellemek için sıkı para politikasının, yüksek faizin ve sıkı maliye politikasının gerekli olduğunu düşünmektedir. IMF ve bu yaklaşımdakiler, bu tür daraltıcı politikaların iç talepte gerileme ve ekonomide küçülme yaratabileceğini kabul etmektedir. Hatta, kriz öncesinde dış açık yüksekse ve krizde döviz çıkışı çok olmuşsa, daraltıcı politikaların dozunun artması gerekmektedir.

Şöyle ki, eğer böyle bir ülkeye dış kaynak girişi olmuyorsa, yani çıkan dövizin en azından bir bölümü bir şekilde geri gelmiyorsa, veya ülkenin yeterince yüksek döviz rezervi yoksa, IMF’ye göre dış dengeyi sağlamak için iç talebi daha fazla kısmaktan başka çare yoktur. Eğer böyle bir ülkede daraltıcı politikalar uygulanmazsa, dış dengeyi sağlamak için bütün yük döviz kurunun üzerine binecek, kurun çok hızla artması gerekecektir. Ancak bu durumda bir devalüasyon-enflasyon sarmalına girme riski yüksektir. IMF bu sonuçlara ulaşırken arka planda geçmişte Polak modelini temel alıyordu, son dönemde ise Mundell-Fleming modelini temel alıyor. IMF’nin Asya ülkeleri için önerdiği politika uygulamalarının ardındaki model açıklamaları için örneğin Lane et. al. (1999) çalışmasına bakılabilir.

(2) IMF’nin Asya krizinde izlediği yaklaşım daraltıcı politikalarla iç talebi kısma, dış dengeyi kurma ve kur artışını belli düzeylerde tutma yaklaşımıdır. Büyüme, daha doğrusu küçülme dikkate alınmamıştır. Ancak Asya krizi sırasında, özellikle Endonezya, Kore ve Tayland’da sıkı maliye ve para politikalarına, yüksek faize ve hızlı küçülmeye karşılık döviz kurunda da önemli artışların olabildiği gözlemlendi. Kur artışları, Tayland’da Ağustos 1997’de, Endonezya’da Kasım 1997’de ve Kore’de Aralık 1997’de yürürlüğe konulan IMF destekli sıkı para – yüksek faiz politikası öngören programlara karşılık hızlanabildi. Benzer gelişmeler zaman zaman Brezilyada da yaşandı.

**(3)** Bu gelişmeler, faiz ile kur artışı arasında ters bir ilişki olduğunu söyleyen geleneksel IMF yaklaşımıyla bağdaşmıyordu. Dolayısıyla IMF yaklaşımına yoğun eleştiriler gelmeye başladı. Bu eleştirilerden de ikinci bir kriz politikası yaklaşımı doğdu. P. Krugman, J. Sachs ve J. Stiglitz gibi Dünya Bankasına da çalışmalar yapmış önde gelen iktisatçıların öne çıkardığı bu ikinci yaklaşım, krizle birlikte maliye ve para politikalarının gevşetilmesi, reel faizin de düşürülmesi gerektiğini, çünkü kriz sonrasında reel ekonominin değişik nedenlerle zaten daralma eğilimine girmiş olduğunu ifade etmektedir. Krizin getirdiği belirsizlik nedeniyle zaten daralma eğilimine giren bir ekonomide, bir de paranın sıkılması ve faizin yükselmesi ekonomide krizin daha da derinleşmesine neden olacaktır. Krugman (1999), Radelet and Sachs (1998), Furman and Stiglitz (1988).

Bu konuda ABD Merkez Bankasının (FED) politika kararları örnek gösterilmekte ve FED'in ekonominin gerilediği her durumda ve finansal çalkantılarda gevşek politikalarla faizi düşürdüğü ifade edilmektedir. Asya krizi bağlamında Krugman şöyle diyor: “Kriz ile birlikte yaşanan ekonomik daralmaya karşılık Asya ülkelerinde uygulanan politikalar, ABD’de bu koşullarda yaşanan politikaların tümüyle tersi oldu. Sıkı maliye politikaları uygulandı, faiz oranları çok yükseltildi. Kendi ülkelerinde uygulansa tümüyle gariptenecek olan politikaları (IMF’deki) bu çok akıllı adamlar neden geliştirmekte olan ülkelere önermektedirler?” Krugman (1999, s.103).

**(4)** Finansal krizle ilgili olarak “finansal hızlandırıcı etkisi” ve “bilanço etkisi” gibi kavramlar kullanan ikinci yaklaşıma göre, faiz artışı döviz kurunda istikrar sağlamak bir yana, şöyle bir mekanizma ile döviz kurunun daha da yükselmesine neden olabilmektedir. Yükselen reel faiz, reel ekonominin hem gerilemesine hem gerileme beklentisine neden olmaktadır. “Bu ekonomi bu yüksek faize dayanamaz” düşüncesiyle ülkenin risk primi yükselmekte, yabancı fon girişi azalmakta, yabancı fon çıkışı da artmaktadır. Bu durumda, döviz kuru daha da yükselmekte, bir finansal hızlandırıcı etkisi ile öncelikle yatırımlar çökmektedir.

**(5)** Yüksek reel faizin yüksek devalüasyon getirmesi şöyle bir bilanço etkisi ile de açıklanabilir. Krizin getirdiği dövize saldırı, devalüasyon ve daralma eğilimi ile şirket bilançoları zaten bozulmaya başlamıştır. Reel faiz arttıkça hem borç maliyeti yükselecek, hem ekonomi daha da daralacak böylece bilançolar daha da bozulacaktır. Böyle bir ekonomiye ister borçlanma şeklinde, ister doğrudan yatırım olarak dış kaynak girişi daha da azalacak ve bu da devalüasyon oranını yükseltecektir. Böylece faiz ve kur artışı yine birlikte seyretmekte, diğer yandan ekonomi de küçülmektedir.

(6) IMF, hem Tayland'da hem de özellikle Kore'de daraltıcı politikalarla birlikte reel faizin çok yükseldiğini kabul etmektedir. Diğer yandan IMF, Asya krizinde her ülkede faizin çok da yükselmediğini, özellikle Endonezya'da çökmekte olan bankacılık sistemini kurtarmak için gerçekleştirilen parasallaşmanın yarattığı enflasyon beklentisi ile nominal faizin arttığını, (ex-ante) reel faizin yükselmediğini ifade etmektedir. IMF ayrıca, Endonezya'da krizin derinleşerek sürmesini para artışıyla birlikte döviz rezervlerinin hızla eritilmesine ve böylece spekülasyon ortamının beslenmesine bağlamaktadır.

### **3- Krizin Getirdikleri: Kriz Politikaları ve Gelişmeler Neler Olabilir?**

Bu noktada şu soru akla geliyor. Türkiye'de Şubat krizinden sonra yukarıdaki iki yaklaşımdan hangisi hakim olacak? Uygulanan politikalar hangi yaklaşımın damgasını taşıyacak? Bu soruya cevap verirken dikkate almak gerekir ki, döviz krizi yaşayan ve dış ödeme zorluğu içine giren gelişmekte olan ülkeler şimdiye kadar genellikle IMF'nin desteğini almaya çalışmışlar. Belki Malezya 1998'den itibaren uyguladığı bazı politikalarla bir istisna gibi düşünülebilir, ama bu ülke zaten dış ödeme güçlüğüne girmiş değildir. Gelişmekte olan ülkeler IMF desteğini almaya çalışıyor, çünkü başka türlü çok gereksinim duyulan döviz girişini sağlamak çok zor görünüyor. Kısacası, Türkiye'nin kriz sonrasında IMF'siz bir politika uygulaması zordur, bu aşamada böyle bir uygulamanın reel ekonomi maliyeti çok yüksektir. Öyleyse politikalar üzerinde IMF yaklaşımının damgası olacaktır.

Şubat'taki döviz krizi sonrasında Türkiye'de şöyle bir görüntü var. Bir kere, aşağıda da açıkladığımız gibi, değişik nedenlerle, IMF desteği sağlansa da dış kaynak girişinin sınırlı olacağı anlaşılıyor. Diğer yandan, TCMB'nin döviz rezervini eritmesine IMF izin vermiyor, ayrıca belki TCMB'nin kendisi de bu erimeden korkuyor. Dış kaynak girişi çabukça ve belli bir ölçüde sağlansa veya döviz rezervi daha rahat kullanılabilse, görece gevşek para ve maliye politikaları da uygulanabilirdi. Ancak bu koşullar sağlanmadığına göre, faizler Asya'daki kötü deneyimin etkisiyle çok yükseltilmese bile, daraltıcı mali politikalar uygulanacaktır. İşte bu nedenle özellikle ilk 6 ayda ekonominin önemli ölçüde daralması öngörülmektedir. Bu durumda Türkiye'de politikalar ve gelişmelere dış kaynak girişine ve döviz rezervine ilişkin kısıtların yön vereceği anlaşılmaktadır. Aşağıda daha somut sorulara cevap aranmaktadır.

**(1) Döviz Kuru Ne Olacak, Dalgalanma Sürer mi?** Kriz öncesindeki programın en önemli dayanağı olan ve ileriye yönelik belirsizliği azaltan döviz kuru artık büyük belirsizlik taşıyor. Döviz kurunun orta-uzun vadede satınalma gücü paritesine göre belirlendiğini kabul edersek, Türk Lirasının geçmiş yıllardaki reel değer kazanma oranından hareketle 2000 Şubat ayı için bir kur değeri hesaplamak düşünülebilir. Bu tür bir yaklaşımla TÜFE endeksini

kullanır ve örneğin 1994 Aralık-2001 Ocak dönemini alırsak, 2001 Şubat’ında nominal dolar kurunda yaklaşık %30’luk bir artış olması gerektiğini söyleyebiliriz. Elbette daha farklı dönemler ve fiyat endeksleri kullanılırsa farklı kur artış oranları bulunabilir. Örneğin Datastream, 2001 Şubat ayı itibariyle Türkiye’de reel efektif kurda %40 dolayında bir düşüş olduğunu göstermekte ve dolayısıyla bu oranda bir kur düzeltmesinin- artışının uygun olduğunu ima etmektedir. Merrill Lynch (2001, February).

Bu yaklaşım orta-uzun vade için yol gösterici olsa bile, kısa dönemde kurun nereye varacağı konusunda yeterli bilgi vermeyebilir. Çünkü krizde yurtdışına çıkan yabancı fonlar nedeniyle döviz arzında önemli bir azalma olmuş, belirsizlik nedeniyle de döviz talebinde bir artış olmuştur. Döviz kurunun kısa dönemde hangi düzeye varacağı arz ve talepteki gelişmelere, beklentilere, para politikasına ve bu politikaya duyulan güvene bağlıdır. Döviz piyasasında arzın kısa dönemde artması, örneğin yurtdışından fon girişi ile veya TCMB’nin döviz rezervinin kullanılması ile mümkündür. Bu konularda henüz bir netlik yoktur ama, IMF’nin dövize en azından şimdilik önemli bir müdahale istemediği, veri koşullarda kur düzeltmesini ekonominin kendisinin yapmasını istediği anlaşılıyor. Bu da iç talebin kısılması ve büyümenin düşmesi anlamına gelir.

Bankacılık kesiminin sorunları da dikkate alındığında Türkiye’dekine benzer bir kriz yaşayan Tayland’da dolar kuru başlangıçta büyük dalgalanmalar göstermiş, ilk 6 ayda %85’e varan oranlarda yükselmiş ancak yaklaşık 1.5 yıl sonra satınalma gücü paritesine uygun oranlarda %45 dolayında artışla bir dengeye varmıştır. Benzer gelişmeler Brezilya ve Meksika’da da görülmüş ve ilk aylarda kurdaki artış %100’lere vardıldıktan sonra geri dönmüştür. Ancak unutulmasın, bu ülkelere hem önemli IMF kredisi sağlanmış (Meksika’ya doğrudan ABD Hazine kredisi de vardır) hem de enflasyon artışı özellikle Brezilya ve Tayland’da çok sınırlı olmuştur.

Enflasyon hedeflemesi politikası uygulayan ve döviz kurunu Türkiye gibi dalgalanmaya bıraktığını ilan eden diğer ülkelerde, krizin hemen ertesinde de, orta-uzun vadede de kura müdahale olmayacak denilmiştir. Ancak krizin ilk sarsıntıları geçtikten sonra genellikle saf dalgalanma olmamış, müdahaleler yapılmıştır. Örneğin döviz kurunu tümüyle dalgalanmaya bıraktığını ilan eden Meksika’da krizden sonraki üç yıl boyunca açık ve örtülü müdahaleler yapılmıştır. Bu “dalgalanma korkusu”nu (fear of floating) anlayışla karşılamak gerekir, çünkü bilgi eksikliğinin ve piyasa sağlığının da etkisiyle gelişmekte olan ülkelerin döviz kurları sık sık spekülasyon saldırıya uğrayabilir ve döviz kuru, bekleyişlerin sürüklediği kötü dengelere (bad equilibrium) doğru kayabilir. Bu nedenle, krizin ertesindeki ilk bir, birbuçuk aydan sonra TCMB’nin döviz kurunda yönlendirilmiş bir dalgalanma politikası izlemesi beklenir. Ancak tabii yönlendirmeyi yapabilecek kaynaklara da sahip olmalıdır.

## **(2) Kısa Dönemde Dışarıdan Özel ve Resmi Döviz Girişi Ne Olabilir?**

Döviz kurunda 2000 yılı başından itibaren belirsizliğin ortadan kalkması ile Türkiye'ye önemli özel yabancı fon girişi oldu. Bu giriş doğrudan yatırım olarak değil hemen tümüyle borç verme şeklinde oldu. Şimdi durum tersine döndü. Döviz kurundaki belirsizlik ve ekonominin hızla küçülme eğilimi karşısında özel yabancı fonların en azından bir süre gelmesi zor.

IMF ve Dünya Bankası gibi kaynaklardan kısa vadede resmi döviz girişi ne kadar olur? Bu konuda öncelikle IMF akla gelir, ama IMF'nin Türkiye'ye pek de bonkör davranmayacağı anlaşılıyor. Bunun bir nedeni IMF'ye yöneltilen şu eleştirisi: “Krizdeki ülkelere verilen IMF kredisi ahlaki tehlikeye (moral hazard) neden oluyor. Kriz çıkaran ülke yanlış yapmıştır, bu yanlışın bedelini kendisi ödemelidir.” Bu eleştirinin son dönemde özellikle ABD'de arttığı söyleniyor ve bilindiği gibi ABD, IMF üzerinde en fazla etkisi olan ülke. IMF bu eleştiriye dikkate almak zorunda olduğunu söylüyor.

Ancak bu konuda Türkiye'nin durumu biraz farklı. Türkiye'de kriz IMF'nin destek verdiği, hatta üzerinde ısrar ettiği bir programı uygularken çıktı. Bu sorumluluğunu dikkate alarak IMF'nin ve diğer resmi kanalların daha fazla dış kaynak aktarması gerekir. Bunu beklemek Türkiye'nin hakkıdır. Diğer yandan bunu beklemek ve sonra da sağlamak için bir program üzerinde toplumsal uzlaşma ve hatta politik değişimler gerekli görünmektedir. Borç verenlerde politik değişim isteği, “Yine kaynakların israfı-yolsuzluk-çalınma riski varsa kaynak veremeyiz” düşüncesi açıkça bellidir.

IMF'de ayrıca şöyle bir görüş de var. Eğer bir ülke kendi iç dinamikleriyle krizden çıkamıyor ve dışarıdan kurtarılıyorsa, ülkede yeniden kriz yaşanabilir ve verilen para da boşa gitmiş olur. Tüm bu unsurlar biraraya getirildiğinde resmi kanallardan Türkiye'ye kaynak girişinin 10-15 milyar dolar dolayında olacağını tahmin ediyoruz.

## **(3) TCMB Döviz Rezervini Rahatça Kullanır mı? Endonezya Korkusu Var mı?**

TCMB, IMF'nin de isteği doğrultusunda, düşük rezerv düzeylerinde başka spekülasyon saldırıları olabilir ve bu saldırılara karşı zayıf kalırım kaygısıyla rezervini tasarruflu kullanmak istiyor. 20 Mart tarihinden itibaren dövizin ihale ile sınırlı miktarlarda satılması bizce bu kaygıyı ve IMF'nin isteğini belirgin olarak yansıtıyor. Türkiye gibi krizden sonra döviz kurunu dalgalanmaya bırakan Asya ülkelerinde ve Brezilya'da IMF bu tür uygulamalar istedi. Ancak belirtmek gerekir ki, o ülkelere bir bölümü taahhüt olarak kalsa da, önemli döviz kredileri de başlattı. Endonezya'da IMF programı devreye girinceye kadar döviz rezevi büyük ölçüde eritilmişti ve bu gelişme hep tedirginlik yarattı. IMF, hem dış ödemelerde bir aksama istemediğinden,



hem de rezervini erken eriten Endonezya örneğinden yola çıkarak “Endonezya korkusu” yaşadığından Türkiye’de döviz rezervinin kullanımını sınırlıyor.

**(4) Kamu Açığının Bir Bölümü İçin Parasallaşma Olur mu?** Kamu bankalarının, Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) bünyesindeki bankaların ve hatta özel bankaların 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizleri öncesinde zaten önemli zararları vardı ve bu zararlar bu iki krizle çok yükseldi. Gerçekçi olursak, bu zararların tümüyle dış ve iç borçlanma ile kapatılması oldukça zordur. Daha önce özel kanallardan dış borçlanma yapmanın kısa dönemde pek mümkün olmadığını, resmi kanallardan dış borçlanmanın da sınırlı olacağını söyledik. İç borçlanmanın da belli sınırlara dayandığı ve faiz yükünün çok yüksek olacağı dikkate alınır, banka zararlarının bir bölümünün kapatılması için belli bir ölçüde parasallaşma olacağı açıktır. Bu süreçte öncelikle akla gelen, örneğin kamu bankalarına verilen DİBS’in ne kadarının TCMB’ye gideceği ve TMSF’ye ne kadar para aktarılacağıdır. Bu hareketlerin boyutu parasallaşmanın da boyutunu belirleyecektir.

Parasallaşmaya fazla meydan vermemek için hiç olmazsa zayıf durumdaki bankaların TMSF bünyesine alınmayıp sermaye yapılarının kendileri tarafından hızla düzeltilmesi talep edilebilirdi. Eğer bu olamıyorsa sözkonusu bankaların tasfiyesi-kapatılması istenebilirdi. Ancak bunun da riskleri yüksek. Asya krizi sırasında Tayland’da, Endonezya’da ve Kore’de bu tür düzeltmeleri de zorlayan IMF önderliğinde istikrar programları oluşturulup uygulanmıştır. Ancak bu programlar bankacılık kesimindeki panik havasını arttırmış ve büyük hasarlar oluşturmuştur. Tayland’da 91 banka-finans kuruluşundan 58’inin faaliyeti durdurulmuştur. Endonezya’da 16, Kore’de 14 bankanın faaliyetine son verilmiştir. Redalet & Sachs (1998). Bu kapanmalar paniği daha da arttırmış ve halk diğer bankalara da hücum etmiştir. Finans sisteminin yeniden yapılanması ve paniğin önlenmesi amaçlanırken, tam tersi sonuçlar alınmıştır.

Asya ülkelerinde yaşanan finansal panik, kredi çöküntüsü de yaratmış ve reel ekonomiyi çok olumsuz etkilemiştir. Türkiye’de bu tür panik yaratıcı ve daraltıcı gelişmelere meydan vermemek için hem tasarruf garantisinin sürdüğü, hem de banka kapatmaları olmayacağı açıklanmıştır. Ancak bunun bedeli, bir ölçüde de olsa, parasallaşmadır. Bunun ölçüsü kaçtığına enflasyon ve devalüasyon çok hızlanacaktır. IMF’nin de bu sonucu istemeyeceğini düşünerek parasallaşmanın sınırlı olacağını varsayıyoruz.

**(5) Nasıl Bir Para Politikası? Neden Enflasyon Çıpası-Hedeflemesi?** Döviz krizinden önce para politikası şu anlamda yoktu; para miktarı, daha açık olarak para tabanı ve buna bağlı olarak da faiz oranı yurtdışından gelen paraya bağlı olarak değişmekteydi. TCMB’nin politika oluşturması gerekmiyordu. Şubat krizinden sonra ise tam tersi bir durum var ve TCMB’nin çok dikkatli bir para

politikası oluşturup uygulaması, para miktarının ve kısa vadeli faizin gelişmelere göre belirlenmesi gerekiyor. Döviz çıpası uygulamasından sonra kriz yaşayan Brezilya, Meksika ve Tayland gibi ülkelerde para politikası ve enflasyonu indirme politikası olarak “enflasyon çıpası-hedeflemesi” modeli uygulanmıştır. Bu modelin Türkiye’de de uygulanacağı ifade edilmektedir.

Söylemek gerekir ki, zaten başka bir seçenek de yoktur. Faizi bir yana bırakırsak, enflasyonu düşürmek için kullanılacak üç çıpa vardır; para miktarı, döviz kuru ve enflasyonun kendisi. Türkiye 1990’lar başında para çıpasını denemiştir ve birçok ülke gibi başarılı olamamıştır. Döviz kuru çıpasını 1994 istikrar programı ile birlikte yaklaşık bir sene denemiş yine başarılı olamamıştır. 2000 başından itibaren denenen son döviz çıpası uygulaması da krizle sona ermiştir. Dediğimiz gibi, enflasyon hedeflemesinden - çıpasından başka seçenek kalmamıştır.

Ancak yaşadığımız kriz enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçişi de sıkıntılı ve zor yapmaktadır. Enflasyon hedeflemesinin uygulanabilmesi için önemli bir ön koşul gerçekçi, enflasyon beklentilerinden uzak olmayan, tutturulabileceği düşünülen bir enflasyon hedefinin seçilmesidir. Demek ki, enflasyonu hedef olarak koyabilmek için enflasyonun gelecek dönemler için tahmin edilebilmesi gerekir. Halbuki şu anda enflasyon konusunda önemli belirsizlikler vardır. Enflasyon hedeflemesi için bir başka önkoşul paranın fiyatlarla aktarım-etkileşim mekanizmasını bilebilmektir. Şu anda bu mekanizmayı bilmek çok zordur çünkü para talebini kestirebilmek zordur. Bankacılık sisteminden gelecek parasallaşmanın derecesi de bilinmemektedir. Bir başka bilinmesi gereken unsur da, veri koşullarda döviz kuru artışının enflasyona yansımaya derecesidir (degree of passthrough).

Bu nedenlerle enflasyon hedeflemesine geçiş kolay değildir ve IMF bu geçişi şu anda uygun görmüyor. Bu durum Asya krizi ertesinde de yaşandı ve IMF, kredibilitesi düşük olur gerekçesiyle, enflasyon hedefi açıklamasını bir süre uygun bulmadı. “Kur çıpasının çöküşünden hemen sonra ve belirsizlikler yoğun olduğundan başka bir çıpa koymak anlamlı değildi, çünkü kredibilitesi düşük olurdu.” Boorman et. al. (2000, s. 9).

**Çıpasız Olmaz.** Ancak belirsizliklere ve zorluklara rağmen enflasyon hedefi açıklamakta çok da geç kalmamak gerekir, çünkü bu tümüyle çıpasız kalmak anlamına gelir. Çıpasız bir ortamda krizin yarattığı belirsizlik ve güvensizlik artar, enflasyon beklentisi yükselir. Finlandiyada 1992’de yaşanan krizde bu konudaki yaklaşım şudur: “Hedef ilan etmenin risklerine karşılık, çıpasız kalmak güven duygusunu alıp götürür, teslim olma duygusu yaratır ve enflasyon beklentisini sıçratır.” Bu satırların yazıldığı 2001 Mart ayı sonunda hala bir çıpa açıklanmamış olması kaygıları arttırmaktadır.

**(6) Enflasyon Beklentisi Neden Önemli?** Enflasyon hedefinin oluşturulup açıklanmasında enflasyon beklentisi mutlaka dikkate alınmalıdır. Çünkü beklentiden çok farklı olan bir hedefin güvenilirliği olamaz. Bu noktada belirtelim; bir önceki enflasyonu düşürme programının başarısız olmasında önemli bir etken enflasyon hedefi ile beklentisi arasındaki farkın büyüklüğüdür. Bu durumun yeterince dikkate alınmaması birçok sorunun başlangıç noktasını oluşturmuştur. Enflasyon hedefi oluşturulurken, hedef üzerinde bir mutabakat, toplumsal anlaşma olabilmesi de önemlidir. Enflasyon için bir hedefin hala ortaya çıkmamasının da yarattığı olumsuz etkiyle, oldukça yüksek enflasyon tahminleri telaffuz edilmeye başlanmıştır. Örneğin Morgan Stanley Dean Witter, 2001 Mart ortasında yayınladığı Türkiye raporunda 2001 sonu için TÜFE enflasyonunu %73.5, TEFE enflasyonunu %68.6 olarak öngörmektedir. Belirsizlik ortamında bu tür yüksek tahminler beklentileri şekillendirecektir.

**(7) Kur Artışının Enflasyona Yansıma (Passthrough) Derecesi Neden Önemli?** Asya ve Latin Amerika ülkelerindeki döviz krizleri ile birlikte döviz kurlarında çok büyük sıçramalar olmasına rağmen, enflasyon oranları çok yükselmedi. Bu ülkelerde krizin başlamasından bir yıl sonra döviz kuru artışının enflasyona yansıma derecesi (degree of passthrough), yani enflasyon oranı / kur artışı, en yüksek değerine Meksika'da ulaştı ve 0.40 oldu. Aynı oran Filipinlerde 0.26, Tayland'da 0.23 düzeyinde kalmıştır. Goldfajn ve Baig (1998, s. 9). Bunun nedeni, o ülkelerde iç talebin oldukça kısılması, bunun da etkisiyle enflasyon beklentisinin düşük kalmasıdır. Türkiye'de de kur artışı %80-100 gibi yüksek oranlara varsa bile, bunların aynı ölçüde, bire-bir enflasyona yansımaları beklenmemelidir. Yeter ki beklentiler ve iç talep belli bir düzeyde kalabilsin.

Vurgulamak gerekir ki zaten eğer sözünü ettiğimiz yansıma derecesi 1 olursa, hatta 1'e yakın olursa, bir kur artışı - fiyat artışı sarmalına girme, iktisattaki deyimle bir kötü denge durumuna girme olasılığı yüksektir. Bu durumda ise akla hiperenflasyon gelir. Açıklamayı şöyle yapabiliriz.

Bir model içinde  $p = f(x, y, z, \dots)$  gibi bir enflasyon denklemi ele alalım; p enflasyon, x kur artış oranı, y, z, . . . enflasyon beklentisi gibi diğer değişkenler olsun. Eğer x, y ve z'nin birinin veya daha kötüsü her birinin p üzerindeki etkisi 1 veya 1'e yakınsa bu ekonomide istikrarlı bir enflasyon dengesi oluşması zordur. İstikrarsızlık hiperenflasyon anlamına gelir.

1994 krizindeki etkileşimden yola çıkarak ve 2001 Mart sonundaki talep durumunu, beklentileri ve diğer koşulları veri aldığımızda, kur artışından enflasyona yansıma derecesinin %60-65 dolayında olduğunu tahmin ediyoruz. Ancak belirtelim, kur artışı üç haneli sayıları da çok aşarsa beklentilerle birlikte yansıma derecesi de kritik değer aldığımız 1'e doğru yaklaşabilir.

**(8) Reel Ekonomi Nasıl Etkilenir?** Daha önce de belirttiğimiz gibi, şimdiye kadar yapılan açıklamalar Türkiye'ye dış kaynak girişinin çok yüksek beklenmediğini ima ediyor. IMF'nin istikrar yaklaşımı gereği, bu durumda dış dengenin sağlanması için iç talebin en azından ilk 6 ayda önemli ölçüde gerileyeceği hesaplanıyor. İç taleple birlikte büyüme de hızla yüksek eksi sayılara iner mi?

Büyümenin hızla büyük eksi sayılara düşmemesi için iki koşulun sağlanması önemlidir. Birincisi iç talepte, yatırımla birlikte tüketimde de çöküntüye varan bir gerileme olmaması gerekiyor. Asya krizindeki IMF destekli program uygulamalarında büyüme çok yüksek oranlarda düşmüştür, çünkü iç talebin yatırım bölümüyle birlikte tüketim de çökmüştür. Asya ülkelerine önemli ölçüde resmi dış kaynak girişi taahhüt edildiği için çöküntünün bu derece yüksek olması beklenmemiştir. Buna rağmen bu ülkelerde hem yabancı fon çıkışının devam etmesi, hem de bankacılık kesiminin çökmesiyle finansman kaynakları çok geriledi. Finansman darboğazı bir kredi çöküntüsüne dönüştü. Akyüz (2000).

Türkiye'de de iç talep çöküntüsünü önlemek için hem dış finansman hem de iç finansman kanallarının çökmesini önlemek, bu kanalların açık kalmasına özen göstermek önemli görünmektedir. Kabul etmek gerekir ki, çok yüksek hazine faizinin de tekrar hortladığı bir ortamda bunun yapılması kolay değildir.

Reel ekonomide büyüme oranının hızla düşmemesi için ikinci koşul mal ve turizm gibi hizmet ihracatında öngörülen-umulan artışların sağlanabilmesidir. Türkiye'de ihracat kur artışına, yani ihracat fiyatındaki değişmeye oldukça duyarlıdır, fiyat esnekliği yüksektir. Ancak istenen gelişmenin olabilmesi için, J eğrisi etkisi olarak bilinen gecikmeli etki nedeniyle, belli bir sürenin geçmesi gerekir. İhracatı etkileyen diğer önemli unsur olan dış dünyadaki büyüme-talep ise çok olumlu gelişmiyor. Asya krizini yaşayan ülkeler ABD'deki yüksek talep-büyüme sayesinde ihracatlarını özellikle bu ülkeye hızla arttırabildiler. Halbuki Türkiye için önde gelen ihracat bölgesi olan AB'de bir yavaşlama başlamıştır. Yavaşlama ABD'de ve Japonyada çok daha belirgindir.

Bu bilgiler ışığında, 2001 yılı büyümesi için verilen %-2 tahmini oldukça iyimser kalmaktadır. Eğer dış kaynak girişinde hızlı bir değişme olmazsa, büyüme oranının %4-5 dolayında olması daha muhtemeldir. Daha önce kriz politikasına ikinci yaklaşım olarak ifade ettiğimiz görüşü burada hatırlamakta yarar var; çok sıkı para ve maliye politikaları ile reel ekonomide büyük gerileme yaratılmaması gerekir, çünkü bu gerileme krizin daha derinleşmesine neden olmaktadır.

## V. SONUÇ YERİNE: YENİ IMF ANLAŞMASI, YENİ PROGRAM VE BAZI SAPTAMALAR

Türkiye’de üç aşamada yeni bir istikrar programı uygulamasına geçileceği açıklanmıştır. Birinci aşamada, krizin başladığı yer olarak görülen finansal kesimde durum kontrol altına alınacak ve güven ortamı yaratılacaktır. İkinci aşamada dış ödemeler sorununu ve dış açığı gidermek, enflasyonu düşürmek ve istikrarı sağlamak için IMF ile bir stand-by anlaşması eşliğinde yeni hedefler ve politikalar açıklanacaktır. Üçüncü aşamada da, yapısal değişim amaçlayan uygulamalarla büyüme hızı yükseltilecektir.

Hemen belirtelim, bu üç aşamalı program uygulaması IMF’nin kriz sonrasında Asya ülkelerine önerdiği ve uygulattığı programın benzeridir ve Türkiye krizine özgü bir uygulama değildir. Asya ülkelerinde de aynı düşüncelerle benzer üç aşamalı programlar uygulamaya konulmuştur. Boorman et.al. (2000). Asyada uygulanan programın özellikle finansal kesimde güven sağlamaya yönelik bölümünde aksamalar olmuş, iç talep çöküntüsü nedeniyle reel ekonomide önemli gerileme olmuş ve yüksek faize karşılık döviz kurunda zaman zaman yükselmeler olmuştur. Buna karşılık enflasyon sızmamıştır.

Dolayısıyla Türkiye’de uygulanacak programın tasarlanması itibariyle bir “ulusal program” olduğunu söylemek zordur. Program ancak şu anlamda “ulusal” olabilir: Daha önce açıkladığımız nedenlerle, Asya ülkelerinde olduğunun tersine, büyük miktarlarda dış kaynak taahhüdü veya girişi olmayacaktır. Haliyle program geniş ölçüde Türkiye’nin ulusal kaynaklarına dayanmak zorunda kalacaktır.

Belki Türkiye’nin bir şansı şuradadır: Türkiye’de yeni program, Asyadaki uygulamanın aksayan yanları görüldükten sonra uygulamaya girecektir. Dolayısıyla dileriz aynı aksamalara ve reel sektörde çok büyük çöküntülere meydan verilmez.

Bu satırların yazıldığı 2001 Mart ayı sonunda genel bir durum saptaması yaparak ve bazı görüşleri öne çıkararak yazıyı sonlandıralım.

(1) 2000 yılı başında uygulanmaya başlanan programın özellikle IMF yaklaşımını yansıtan bazı bölümlerini biz çok eleştirdik. Ancak vurgulamak gerekir ki, o program için IMF desteğine gerek vardı, yeni gelecek program için de IMF desteğine gerek var. “IMF olmadan da program uygulanabilir” demek, Türkiye’nin içine düştüğü (veya düşürüldüğü) dış ödeme ve iç borç sorunlarını hafife almak, görmezden gelmek demektir ve gerçekçi değildir.

**(2)** Kamu bankalarını da içine alan kamu kesimi açıklarını ve bu açıkların da etkisiyle büyüyen dış açıkları azaltmak için bir intibak-geçiş süreci gerekmektedir. Geldiğimiz noktada artık bu süreç kolay olmayacaktır. Bu sürecin reel-toplumsal maliyetini düşük tutmak için dış kaynağa gerek vardır. Dış kaynak resmi dış borçlanma ile gelebileceği gibi, kamu ve özel mali ve fiziki varlıkların yabancılara satışı ile de olabilir. Burada yalnızca özelleştirme değil, özel bina ve fabrikaların yabancıya satışı da söz konusudur. Bunlar kulağa hoş gelmeyebilir ve hatta acıdır ama ekonomik gerçeklerdir. Buna rağmen, şu veya bu yolla arzu edilen ölçüde dış kaynağın gelmesi zordur. Bu nedenle kamu açıkları bir ölçüde iç borçlanma ile, bir ölçüde parasallaşma ile kapatılırken, yine kamu açıkları ve özellikle dış açıklar da, çelişkili gibi görünse de, iç talebin ve ekonominin daralması ile kapatılacaktır.

**(3)** Açıkların kapatılmasında ölçüler kaçırılırsa, örneğin kamu açıkları yüksek oranda parasallaşma ile kapatılırsa, ekonomi yeterince daralmaz ve tüm yük döviz kuru üzerine binerse, Türkiye hiperenflasyon ortamına gidebilir. Toplumun bir süre için ekonomide bir küçülme süreci yaşanacağını kabul etmesi gerekir. Diğer yandan tüm yük iç borçlanma üzerine de yıkılamaz çünkü iç borç stoku çok hızlı artmaktadır ve borç bir süre sonra sürdürülemez görüntüsü verecektir. Şunu da belirtelim ki, bu görüntüyü vermemek ve bankacılık kesimini rahatlatmak için düşünülen DİBS'in dövize endekslenmesi ancak çok kısa bir süre için rahatlama sağlar, uzun vadede yarattığı sorun daha fazla olacaktır.

**(4)** Bankacılık kesimi 2000 yılında orta vadeli ve sabit faizli tüketici kredileriyle zarar yazdı. Yine bir bölümü orta vadeli ve sabit faizli olan DİBS (tahvil) ile de zarar yazdı. Vade uyumsuzluğundan kaynaklanan bu zararlara bir de Şubat'taki döviz kuru sıçraması ile gelen zarar eklendi. Şimdi şöyle bir görüntü var; bankacılık kesimi sanki bu zararları şirketler kesimine verdiği kredilerin faizini çok yükselterek azaltmaya çalışmaktadır. Ancak şirket kesimi reel ekonominin çarkını döndürdüğünden, şirketlere yüksek kredi faizi yüklemek reel ekonomiyi bir kredi çöküntüsüyle daha fazla daralmaya zorlayacaktır. Halbuki krizin yarattığı belirsizlik nedeniyle küçülme zaten vardır ve daha da olacaktır.

**(5)** Finansal sistemdeki tüm olumsuzluklara karşın, Türkiye'de şirket kesiminin toplam sermayeye göre borçluluk (leverage) oranı çok yüksek değildir, %40-50 dolayında tahmin edilmektedir. Bu oran 1994 krizinden sonra düşmüştür. Kriz yaşayan Asya ülkelerinde borçluluk oranı %100'lerin çok üzerinde olduğu için kredi çöküntüsü bu ülkelerde hızlı bir iflas süreci başlatmış ve üretim çöküntüsü de getirmiştir. Türkiye'de yaşanan ve daha da yoğunlaşması beklenen kredi çöküntüsünün etkileri elbette çok olacaktır ama Asya'daki kadar beklenmez.

(6) Nisan-Mayıs aylarında uygulaması başlayacak programın para ve enflasyonu düşürme politikası “enflasyon çıpası-hedeflemesi” politikasıdır. Yukarıda belirttiğimiz gibi, bu politikada döviz kuruna ancak sınırlı müdahaleler olacak, çıpa görevini enflasyonun kendisi görecektir. 2001 Mart ayının son günlerinde, enflasyon öngörülemediği gerekçesiyle bir çıpa hala açıklanmamıştır, Türkiye ekonomisi çıpasızdır. Bu belirsiz ortamda çıpa açıklamak kolay değildir ama, giderek bu belirsizlik ortamında bekleyişler bir sarmala girip enflasyonu düşünülenin çok yükseklerine taşıyabilir. Bu nedenle bir an önce “kontrolün ele alındığını” gösteren hedeflerin belirlenmesi ve açıklanması gerekiyor.

(7) Türkiye ekonomisinde ekonomik riskler arttığı gibi politik riskler de artıyor. Ekonomik riskler ile politik riskler birbirini besliyor ve orta vadede belirsizliği arttıran böyle bir sarmal da var.

(8) Bu satırların yazarı, bu riskleri de dikkate alan toplumun kendi geleceğini daha iyiye götüreceği bir yeniden yapılanmayı gerçekleştireceğine inanmaktadır.

## KAYNAKÇA

Ades, Alberto ve Frederico Kaune (1997) “A New Measure of Current Account Sustainability For Developing Countries”, **Goldman-Sachs Emerging Markets Economic Research**.

Akyüz, Yılmaz (2000) “Causes and Sources of the Asian Financial Crisis”, Paper presented at the Host Country Event: **Symposium on Economic and Financial Recovery in Asia UNCTAD X**, Bangkok, 17 February.

Boorman, Jack et. al. (2000) “Managing Financial Crises: The Experience in East Asia”, **IMF Working Paper** WP/00/107, June.

Bustelo, Pablo (2000) “Novelties of Financial Crises in the 1990s and the Search for new Indicators”, **Emerging Markets Review**, 1, pp. 229-251.

Corsetti, Giancarlo, Paulo Pesenti and Nouriel Roubini (2000) “Fundamental Determinants of the Asian Crisis: The Role of Financial Fragility and External Imbalances”, paper presented at the **NBER Tenth Annual East Asia Seminar**, March.

Deutsche Bank (2000) **Report on Emerging Markets**. Deutsche Bank.

Dornbusch, Rudiger (1997) “The Folly, the Crash and Beyond: Economic Policies and the Crisis” in Sebastian Edwards and N. Naim (editors) **Mexico 1994**. Washington, D. C: Carnegie Endowment.

Dornbusch, Rudiger (2001) “A Primer on Emerging Market Prices” paper presented at the **NBER Conference on Preventing Currency Crises in Emerging Markets**, January 11-13

Edwards, Sebastian (2000) “Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention” paper presented at the **NBER Conference on Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies**, October 19-21.

Edwards, Sebastian and Raul Susmel (2000) “Interest Rate Volatility and Contagion in Emerging Markets: Evidence From the 1990s”, **NBER Working Paper** No. W7813.

Eichengreen, Barry J. and Paul Masson (1998) “Exit Strategies: Policy Options for Countries Seeking Greater Exchange Rate Flexibility”, **IMF Occasional Paper** No. 168.

Fischer, Stanley (1988) “Real Balances, the Exchange Rate, and Indexation: Real Variables in Disinflation” **Quarterly Journal of Economics**, 103 (1), s.110-128.

Fischer, Stanley (1994) “Comments on Dornbusch and Werner” **Brookings Papers on Economic Activity**, No.1, s.304-309.

Fischer, Stanley (2001) “Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?”, paper presented at the **American Economic Association Meeting**, New Orleans, January 6.

Furman, Jason and Joseph E Stiglitz (1998) “Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia”, **Brookings Papers on Economic Activity**, No.2, s. 1-114.

Goldfajn, Ilan and Taimur Baig (1998) “Monetary Policy in the Aftermath of Currency Crises: The Case of Asia”, **IMF Working Paper** No.WP/98/170, December.

Gordon, Robert J. (2000) “Does the New Economy Measure Up to the Great Inventors of the Past?”, **NBER Working Paper** No. W7833.



Kaminsky, Graciela (1999) “Currency and Banking Crises: The Early Warning of Distress”, **IMF Working Paper**, No:99/178, December.

Kaminsky, Graciela, Saul Lizondo, Carmen Reinhart (1999) “Leading Indicators of Currency Crises”, **IMF Staff Papers**, 45 (1), 1-48.

Krugman, Paul (1999) “Analytical Afterthoughts on the Asian Crisis”, MIT: Boston.

Lane, Timothy et. al. (1999) “IMF Supported Programs in Indonesia, Korea and Thailand: A Preliminary Assessment”, **IMF Occasional Paper** No. 178.

Merrill Lynch (2001 February) **Turkey: What Now?** Merrill Lynch & Co.: New York. 22 February.

Morgan Stanley Dean Witter (2001 March) **Turkey**. Morgan Stanley Dean Witter: London.

Radelet, Steven and Jeffrey Sachs (1998) “The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects”, **Brookings Papers on Economic Activity**, No.1, s.1-74.

Uygur, Ercan (2000a) “25 Yıldır Süren Yüksek Kronik Enflasyon ve Enflasyonla Mücadele: Hedefler Tutturulabilecek mi?”, **İktisat, İşletme, Finans**, Şubat 2000,167.

Uygur, Ercan (2000b) “Recent Macroeconomic Developments and Policies in Turkey”, paper prepared for **United Nations Economic Commission for Europe**, April 2000.

Uygur, Ercan (2000c) “Büyü-Büyüme”, **Yeni Binyıl**, 3 Eylül 2000.

Uygur, Ercan (2000d) “Erratic Growth and Investment Behaviour in Turkey”, in **Turkey: Country Economic Memorandum, Structural Reforms for Sustainable Growth**, The World Bank, June 2000.