

# 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri Üzerine Değerlendirmeler (\*)

Prof. Dr. Ercan UYGUR(\*\*)

## I. GİRİŞ

**B**u 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 kısaca incelenmektedir.

Yine bu bağlamda şu sorulara cevap aranmıştır: "Türkiye’deki krizin ikinci ve son aşaması olan Şubattaki 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,

---

(\*) Bu çalışma 22 Mart 2001’de tamamlanmıştır.

(\*\*) A.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi İktisat Bölümü Öğretim Üyesi.

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. 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 içine alan yaklaşımdır. Kriz tartışmalarında artık üçüncü nesile ulaşan farklı modeller vardır, ama bu yazımızdaki anlatımda bir model çerçevesi yoktur.

Türkiye'de uygulanacak 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 önemsenişmesi gereken bir ekonomik mantık da var.

Yazının planı şöyle. Bölüm II'de 2000 Kasım ayı ortalarında başlayan finansal kriz, nedenleri ve sonuçlarıyla kısaca irdeleniyor. Bölüm III'te önce "Türkiyede 2001'de bir döviz krizi bekleniyor muydu" sorusuna, sonra "Döviz krizi sonrasında hangi politikalar uygulanabilir" sorusuna cevap aranıyor. Bölüm IV'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 baskı ve gerginlik olduğu anlamına geliyordu. Diğer bir ifade ile, 22 Kasımdaki kriz öyle bir günde patlamamıştı. Bir kriz ortamına doğru gidildiğinin göstergeleri vardı.

22 Kasım ve sonrasında 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 sınırın da altına inilmişti. Döviz rezervindeki hızlı erime de finansal piyasalardaki baskının ve gerginliğin derecesini yansıtıyordu. Baskı ve gerginliğin rezerve yansımaları da, daha önceden, Ekim ayında başlamıştı. Tablo 2'de görüldüğü gibi, döviz rezervi 13 Ekimden 27 Ekime 1.8 milyar dolar düşmüştü.

Şimdi konuya daha sistemli yaklaşalım. Finansal piyasalardaki baskının derecesini ölçmek için genel kabul gören bir yöntem, faiz oranı, döviz kuru ve resmi döviz rezervi değişimlerinin ortalamasından bir "finansal baskı endeksi" oluşturmaktır. Döviz rezervi değişimi endekse eksi işaretli girmelidir. Söz konusu endeks, genellikle ağırlıksız olarak hesaplanmaktadır:

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

	<b>En Düşük</b>	<b>En Yüksek</b>	<b>Ortalama</b>	<b>St. Sapma</b>
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

**Kaynak:** TCMB.

(1) Buradaki değerler günlük ortalamalardan hesaplanmıştır.

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

Bu endeksin belli bir düzeyi aştığı durumda artık kriz var demektir. Kritik düzeyi saptamak için baskı endeksinin standart sapması kullanılabilir. Örneğin, endeksin değeri ortalamasını 1 veya 1.5 standart sapma aşarsa kritik düzey aşılmış sayılır.

Biz böyle bir endeks hesaplamadık. Ancak, Kasım ayında döviz kurunda değişme olmamasına karşılık, faizdeki artışın ve döviz rezervindeki erimenin boyutu dikkate alınırca, herhangi bir baskı endeksinin her hangi bir kritere göre kriz göstereceği açıktır.

Şöyle diyebiliriz. TCMB, 2000 Kasım ayında dövizini hedef alan yoğun spekülasyon saldırısı (a) çok yüksek faiz ile, (b) önemli döviz rezervi kayıpla-

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

<b>Tarih</b>	<b>Brüt Altın Rezervi</b>	<b>Brüt Döviz Rezervi</b>
06.10.2000	1010	24530
13.10.2000	1010	24839
20.10.2000	1010	24239
27.10.2000	1010	23249
03.11.2000	1010	24256
10.11.2000	1010	23583
17.11.2000	1010	24433
24.11.2000	1010	21583
01.12.2000	1010	18942
08.12.2000	1010	19624
15.12.2000	1010	19823
22.12.2000	1009	19934
29.12.2000	1009	19635
05.01.2001	1009	25097
12.01.2001	1009	26593
19.01.2001	1009	26143
26.01.2001	1009	25691
02.02.2001	1009	25928
09.02.2001	1009	26565
16.02.2001	1009	27943
23.02.2001	1009	22581

**Kaynak:** TCMB.

ryla 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.

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. Şu görüş de genel kabul görür; finansal krizdeki baskı ve gerginlik güvensizlik ve panikten kaynaklanır. Öyleyse şu soruyu cevaplamak gerekir: Kasım ayına gelindiğinde Türkiye'de özellikle uygulanan programa ve programı uygulayanlara güven kaybolmuş muydu?

## **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, dövizci 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 döviz kuru çizelgesinin güvenilirliği 2000 Kasım ayına kadar yüksek olmuştur. Ancak enflasyonun öngörülenden çok yavaş düşme-

---

(1) IMF ile yapılan 16 anlaşma içinde son yapılan "yakından izleme anlaşması" yoktur.

si ve programın giderek döviz kuru çıpasına daha çok dayanması, programın başarısı konusundaki şüpheleri arttırdı. 2000 Kasım ayında yaşanan finansal krizle birlikte, kur çizelgesi önemli güven kaybına uğramış ve özellikle yabancılar arasında programın sürdürülebilirliği konusunda şüpheler çok artmıştır.

(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, bu satırların yazarı dahil, birçok iktisatçıda tedirginlik yaratmıştı.

(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. (Uygur 2000a ve 2000b).

(5) Ancak, iç talepteki, özellikle dayanıklı tüketim malları talebindeki genişleme ve bu talebin ithalata yönelmesi öngörülenin çok üzerine çıktı. Talepteki hızlı genişlemenin en önemli nedeni faizin hızlı düşmesiydi.

Tablo 3'te DİBS bileşik faizi, gerçekleşen enflasyon ve beklenen TEFE enflasyonu yer almaktadır. Tablodan görüldüğü gibi, DİBS bileşik faizi 2000 yılı başından itibaren çok hızlı gerilemiş ve hem gerçekleşen hem beklenen enflasyonun altına düşmüştür. Tüketiciler için reel faiz hem beklenen (ex-ante) hem gerçekleşen (ex-post) enflasyona göre eksi değerlere inmiştir.

(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.

(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.

**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	12 Ay 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		35,9	28,3	27,1	28,2

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

(\*) 1999 Aralık ayında ihale yapılmamıştır.



(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) Kira artışlarının TÜFE enflasyon hedefi ile sınırlanması için yasa da çıkarılmış olmasına 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. Ücret artışlarında da %25 TÜFE enflasyon 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 uyu-

ma 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. Bankacılık kesimini en azından döviz ve vade uyumsuzluklarına (mismatch) karşı denetlemek üzere konulan bazı kuralların da uygulanmadığı 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 yüzde 8 munzam karşılık yatırmak zorunda idi. Bu tarihten sonra munzam karşılık oranı yüzde 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 2.5 milyar doların altı yedi katına, 15 milyar doların üzerine çıkmıştır. 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,

---

(2) TCMB web sitesindeki Haftalık Bülten'den alınan mevduat bankaları kredileri

2000 Ekim ayı sonunda 4504.5 Trilyon TL'ye ulaşmış ve reel olarak bile %300'ün üzerinde artmıştı.

(c) Döviz kuru artışının enflasyona göre düşük kalması (TL'nin reel olarak değerlendirilmesi) hem bir fiyat (ikame) etkisi hem de gelir etkisi ortaya çıkarıyordu. Bu etkiler yoluyla ithalat talebi hızla yükseliyordu. TL'nin reel değerlendirilmesi ile oluşan gelir etkisi "Laursen-Metzler etkisi" olarak bilinmektedir ve "TL gelirinin ithal edilen malları satınalma gücünün artması" şeklinde özetlenebilir. Bu tür talep artışı ile ithalata dayalı bir büyüme ortaya çıkmıştı. İç talep ve ithalat artışları konusunda otomotiv sektörü önemli bir örnek oluşturmaktadır. Tablo 4'te dahilde üretilmiş ve ithal edilmiş araçların 1998-2000 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.

(d) İç talebin artması ve TL'nin reel değerlendirilmesi ihracatın duraklamasına neden oluyordu. Euro/dolar paritesindeki düşme, hem ihracatın bu bölgeye arzını olumsuz etkiliyor, hem de ihracatın dolar değerini düşürüyordu.

**Talo 4**

**Otomobil ve Ticari Araç Satışı ve Üretimi, 1998- 2000, 1000 Adet**

	1998		1999		2000	
	Adet	% Pay	Adet	% Pay	Adet	% Pay
<b>Otomobil Satışı</b>						
Yerli	204.1	64.7	157.5	54.6	209.7	44.9
İthal	111.5	35.3	131.2	45.4	259.0	55.1
TOPLAM	315.6	100.0	288.7	100.0	466.7	100.0
<b>Ticari Araç Satışı</b>						
Yerli	57.3	47.0	48.1	53.6	75.3	49.3
İthal	64.6	53.0	41.7	46.4	77.3	50.7
TOPLAM	121.9	100.0	89.8	100.0	152.6	100.0
<b>Otomobil Üretimi</b>	239.9		222.0		297.5	

**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 esnekliği 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 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 borç verenlerin bakış açısı belirleyici oldu.

### **3- Kriz Ortamına Doğru: Bazı Somut Göstergeler**

Kriz ortamına giden yolda oluşan göstergelere Türkiye bağlamında bakmadan önce şunu belirtelim. Gelişmekte olan ülkelerde finansal kriz 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.

Gelişmekte olan 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 yükselmesine, yerli paranın reel değer kazanmasına ve ithalat talebinde tırmanışa neden olmaktadır. Yabancı kaynak girişinin-dış borçlanmanın sürdürülmesi, uygulanan programın sürdürülebilirliğine bağlı-

dır. Ancak bu konuda şüpheler ortaya çıktığında, artık kriz ortamına girilmiş demektir.<sup>(3)</sup> Bu ortamda herhangi bir kıvılcım, krizi başlatabilir.

2000 Ağustos-Eylülüne gelindiğinde Türkiye'nin dış borçlanma görüntüsü "borçlanıyor, ithalat yapıyor, dış borç geri ödeme gücü giderek azalabilir" 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 ifade ediliyordu. (Bu satırların yazarı bu konuda birçok kez gazete yazısı yazdı.)

2000 sonbaharında Türkiye'nin dış (euro) piyasalarda borçlanma faizi üzerindeki risk primi yükselmeye başlamıştı ve kriz ortamına doğru yol alınıyordu. Genel kanıya göre, krizi ateşleyen olay, hem kamu bankalarının hem de büyük ölçüde DİBS taşıyan Demirbank gibi bazı özel bankaların iç piyasada kısa vadeli borçlanma telaşına girmeleridir. Bu sırada bazı bankalar da yıl sonunda kapatmaları gereken açık pozisyonlarını kapatma telaşına düşmüşlerdir. Böylece bankaların dış borçlanması daha da zora girmiştir.

Burada iki noktayı vurgulamak gerekir. Birincisi, aşağıda Bölüm III.1'de aktarıldığı gibi Dornbusch Türkiye'de Kasım krizini ateşleyen olayın farklı olduğunu açıklıyor. Dolayısıyla krizin ateşlenmesi farklı olaylara bağlanabilir. Önemli olan krizin ateşlenme biçimi değil, 2000 sonbaharından itibaren krizin ortamına girilmesidir. İkincisi, faizdeki sıçramanın döviz talebinde tırmanışı engelleyememiştir. Bu nokta daha sonrası için, özellikle Şubat krizi için önemli olmalıydı.

Şimdi krizin daha somut göstergelerine kısaca bakalım. 1990'larda gelişmekte olan ülke krizleri konusunda yapılan birçok çalışmada<sup>(4)</sup> aşağıdaki değişkenler önemli kriz göstergeleri olarak ortaya çıkmıştır. Bu listeye elbette başka değişkenler de eklenebilir.

---

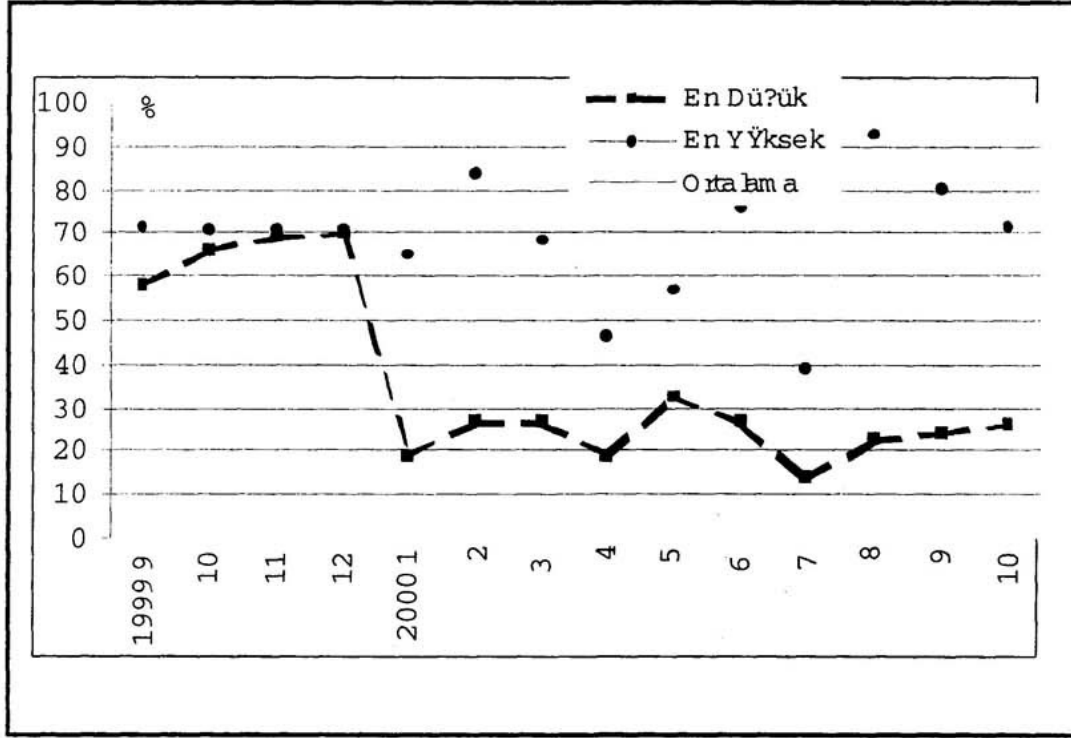
(3) Bu konuda bakınız örneğin Bustelo (2000), Corsetti, Pesenti, Roubini (2000), Dornbusch (2001), Edwards (2000) ve Krugman (1999).

(4) Bakınız örneğin Bustelo (2000), Edwards and Susmel (2000), Kaminsky (1999), ve Kaminsky, Lizondo, Reinhart (1998).

- 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
- Kısa Vadeli Faizde Dalgalanma - Volatilité

(1) Önce kısa vadeli faizin volatilitésini ele alalım, çünkü 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 girişı olmadığı için interbank piyasasında faizler sıçradı." "Yurtdışından gelen para ile repo faizleri hızla düştü." Yukarıda belirttiğimiz gibi, bu durum Net İç Varlıklar kuralı ile ilgili idi ama, faizin dış kaynaklara ve dış şoklara bu kadar açık olması önemli bir belirsizlik kaynağı idi. Yukarıda Tablo 2’de volatilité-belirsizlik-risk göstergesi olarak aldığımız gecelik faizin standart sapması, önce Haziranda, sonra Ağustos ve Eylülde önemli sıçramalar gösterdi. Programın başlamasından sonra gecelik faizdeki dalgalanma Şekil 1’deki en düşük ve en yüksek faizden de anlaşılmaktadır. Faizdeki volatilitenin daha sonra özellikle döviz giriş-çıkışındaki volatilité ile birlikte çok yükseklere gidebileceğı belli idi. Bu konuda çanlar çalmıştı.

Şekil 1  
Gecelik Faizde En Düşük, En Yüksek ve Ortalama Oranlar, %



(2) 2000 yılında Kısa Vadeli Dış Borç / Döviz Rezervi oranında da önemli bir artış görüldü. Tablo 5'ten izlenebileceği gibi, 1999 sonunda 1.01 olan bu oran, dış borç verileri kesin belli olmamakla birlikte, 2000 sonunda 1.44 düzeyine çıktığını tahmin ettik. Asya krizi öncesinde de bu oranın yükseldiği ve Malezya'da 0.61'e, Filipinlerde 0.85'e, krizin ilk başladığı Tayland'da ise 1.45'e ulaştığı bilinmektedir.<sup>(5)</sup> Kısa Vadeli Dış Borç / Döviz Rezervi oranının Türkiye'de Malezya ve Filipinlere göre oldukça yüksek seyrettiğini ve 2000 sonunda Tayland düzeyine vardığını vurgulamamız gerekir.

(5) Bustelo (2000).

**Tablo 5**  
**Kısa Vadeli Dış Borç / Döviz Rezervi Oranı**

Tarih	Kısa Vadeli Borç / Rezerv	Kısa Vadeli Borç / İhracat
1999 IV	1,01	0,88
2000 I	1,08	0,92
II	1,02	0,90
III	1,10	0,95
IV*	1,44	1,04

**Kaynak:** TCMB.  
(\*) Tahmin.

(3) 2000 yılında dikkat çeken bir diğer önemli gelişme Cari Açık / Döviz Rezervi ve Cari Açık / GSYİH oranlarındaki hızlı ve sürekli yükselmedir. Tablo 6'da 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 Oranı**

Tarih	12 Aylık Cari Açık / Rezerv
1999 12	0,059
2000 1	0,102
2	0,152
3	0,215
4	0,229
5	0,267
6	0,277
7	0,286
8	0,335
9	0,336
10	0,392
11	0,467
12	0,497

**Kaynak:** TCMB.



(4) Benzer şekilde, Cari Açık / GSYİH oranı 1999 sonunda %0.7'dir ve oldukça düşüktür, 2000 Haziran ayında bu oranın %3.5'i hatta %4'ü aşacağı anlaşılmıştır. 2000 sonunda bu oran yaklaşık %4.9'a ulaşmıştır. Biz bu konuda %3.5 oranının Türkiye için kritik bir eşik oluşturduğunu söyledik. 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 söyleyebiliriz; 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 oranları bakımından kırmızı bölgeye girmiştir.

(5) Tablo 5'te verilen Kısa Vadeli Dış Borç / İhracat oranında da bozulma görülmektedir.

(6) Gerçi kullanılan fiyat endeksine göre sonuç farklı olur ama, Türk Lirası 2000 yılında sürekli değer kazanmıştır. Yılın sonundaki reel değerlendirme 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 değerlendirme 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.

(7) Beklenen enflasyon oranlarını kullanarak Türk Lirasının ne ölçüde reel değerlendirme kazanacağı beklentisine bakarsak durum daha da vahim görünmektedir. 1999 Aralık - 2000 Aralık döneminde kur sepetinin %20 (aslında %19.9) artacağı ilan edilmiştir. Ancak bu açıklamanın yapıldığı tarihte 2000 yılı sonu için beklenen TEFE enflasyonu %44.1'dir. Tablo 7'de 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 üç katıdır ve 20 puan üzerindedir.

**Tablo 7**

**12 Ay Sonra Beklenen TEFE Enflasyonu ve 12 Ay Sonra Çizelgeye Göre  
(Merkezi) Kur Sepeti Artışı (%)**

Ay	12 Ay Sonra Beklenen TEFE Enflasyonu (%)	12 Ay Sonra Kur Sepeti Değişmesi (%)
1999 12	44,1	19,9
2000 1	37,5	18,5
2	38,6	17,1
3	38,0	15,7
4	36,3	14,8
5	35,3	13,8
6	34,9	12,8
7	33,0	12,3
8	34,0	11,8
9	32,2	11,4
10	30,5	11,2
11	29,9	11,0
12	29,9	10,9
2001 1	27,1	10,7

**Kaynak:** TCMB.

### **III. 2001 ŞUBAT KRİZİ; SORULAR, MAKROEKONOMİK TARTIŞMALAR VE DEĞERLENDİRMELER**

Daha önce de belirtmiştik. 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.

Türkiye Kasım krizinden kurtuldu 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 bankalara-

rası para piyasasında gecelik faiz %6200'e kadar çıktı ve ortalama %4018.6 oldu. 16 Şubatta 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 dövize saldırı yabancılarla sınırlı kalmıştı, Şubat krizinde yerlilerin de dövize saldırdığı görüldü. Dövize yapılan saldırıya dayanma gücü kalmayınca, 21 Şubat gecesi kur dalgalanmaya bırakıldı. Kasım ayında yara alan enflasyonu düşürme programının da sonu gelmiş oldu. Bir kez daha belirtelim, Şubattaki döviz krizin ateşlenmesi farklı bir olayla ortaya çıkabilirdi ve faizdeki sıçrama döviz talebinde tırmanışı yine 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 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 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 politikacılar ve de bürokrasi buna karşı çıkmıştı, çünkü devalüasyonda politikacının ve bürokrasinin 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 bulunuyor. 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 kredibilitésinin 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 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). (Bu oran Meksika için de %2.1 olarak bulunmuş.). Bir ülkenin cari açık oranı bu kritik değeri geçtiğinde ülke-

nin 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.

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 iyi olmadığı Merrill Lynch'in Ocak 2000'deki bir raporu ile duyulmuş oldu. Bu raporda yabancı yatırımcılara Türkiye tahvillerini azaltmaları-boşaltmaları tavsiyesi yer almakta idi.

Şunu söyleyebiliriz. Türkiye içinde özellikle bazı "yorumcular" tarafından pembe tablolar çizilirken, Türkiye dışındaki kişiler, kuruluşlar ve hatta IMF üst yönetimi döviz krizini bekliyordu, en azından bunlar krizi şaşırtıcı bulmadı.

## **2- Kriz Politikalarına 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 program 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, döviz çıkışlarını durdurmak ve döviz kurunda büyük sıçramaları engellemek için sıkı para politika-

sının, 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, krizde dış açık yüksekse ve döviz çıkışı çok olmuşsa, daraltıcı politikaların dozu artabilir.

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 düşecek, 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.

(2) IMF'nin Asya krizinde izlediği yaklaşım daraltıcı politikalarla iç talebi kısma yaklaşımıdır. Ancak Asya krizi sırasında, özellikle Endonezya, Kore ve Tayland'da sıkı maliye ve para politikalarına ve önemli faiz artışına karşılık döviz kurunda da 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 kriz ertesinde 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. Kriz 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 garihsenecek 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 olabilir. 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 seyretmektedir.

(6) Şubat krizi sonrasında Türkiye'de şöyle bir görüntü var. Bir kere, aşağıda da açıkladığımız gibi, dış kaynak girişinin sınırlı olacağı anlaşılıyor. Diğer yandan, TCMB'nin döviz rezervini eritmesine de izin verilmiyor. Bu iki koşuldan en azından birisi sağlansa, görece gevşek para ve maliye politikaları uygulanabilirdi, ancak belirtilen koşullar sağlanmadığına göre daraltıcı politikalar uygulanacaktır.



İşte bu nedenle özellikle ilk 6 ayda ekonominin önemli ölçüde daralması öngörülmektedir. Bu durumda Türkiye’de reel faizin bir süre daha yüksek gideceği, politikalara ve gelişmelere yukarıda belirttiğimiz dış kaynak döviz rezervi kısıtlarının yön vereceği anlaşılmaktadır. Aşağıda daha somut sorulara cevap aranmaktadır.

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

(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 sonu için bir kur değeri hesaplamak düşünülebilir. Bu tür bir yaklaşımla TÜFE endeksinin 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, Türkiye’de reel efektif kurda %40 dolayında bir düşüş (Datastream kur tanımına göre artış) olduğunu göstermektedir. Merrill Lynch (2001, February).

Bu yaklaşım orta-uzun vade için yol gösterici olsa bile, kısa dönemde kuru 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, bunu cari açığı kapatıp hatta cari fazlaya geçerek 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 varmıştır.

Uygulanan para politikası gereği döviz kurunu Türkiye gibi dalgalanmaya bıraktığını ilan eden diğer ülkelerde, kura müdahale olmayacak denilse de, genellikle saf dalgalanma olmamış, belli 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 sığlığının da etkisiyle gelişmekte olan ülkelerin döviz kurları sık sık spekülasyon saldırıya uğrayabilir ve döviz kuru kötü dengelelere (bad equilibrium) doğru kayabilir. Bu nedenle TCMB'nin döviz kurunda yönlendirilmiş bir dalgalanma politikası izlemesi beklenir.

## **(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 daralma eğilimi karşısında özel yabancı fonların en az 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 eleştiri: "Krizdeki ülkelere verilen IMF kredisi ahlaki çöküntüye (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 bir bahane olarak da öne sürebiliyor.

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 bazı politik değişimler gerekli görünmektedir.

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.

Yapılan açıklamalarda, Türkiye ekonomisinin özellikle ilk 6 ayda önemli ölçüde küçülebileceği söylenmektedir. Tüm bu unsurlar biraraya getirildiğinde resmi kanallardan ek kaynak girişinin 10-15 milyar dolar olacağı söylenebilir.

**(3) TCMB Döviz Rezervini Kullanır mı?** TCMB, IMF'nin de isteği doğrultusunda, düşük rezerv düzeylerinde başka spekülatif saldırılar olabilir ve TCMB bu saldırılara karşı zayıf kalır düşüncesiyle rezervini tasarruflu kullanmak istiyor. Türkiye gibi krizden sonra kuru dalgalanmaya bırakan Asya ülkelerinde ve Brezilya'da da IMF bu tür bir uygulama istedi. Ancak o ülkelere bir bölümü taahhüt olarak kalsa da önemli döviz kredileri başlattı.

**(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 kriz ile birlikte çok yükseldi. Gerçekçi olursak, bu zararların tümüyle dış ve iç borçlanma ile kapatılması oldukça zordur. Daha önce özel kanallardan dış borçlanma yapmanın kısa dönemde çok zor olduğunu, 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, parasal tabanın yükseleceği açıktır. Bu tür parasallaşma, bankacılık krizi yaşayan bazı ülkelerde olmuştur.

Böyle bir parasallaşmaya fazla meydan vermemek için hiç olmazsa zayıf durumdaki bankaların TMSF bünyesine alınmayıp sermaye yapılarının kendileri tarafından hızla düzeltilmesi talep edilebilirdi. Eğer bu olamıyorsa söz-

konusu bankaların tasfiyesi kapatılması istenebilirdi. 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. Önlemler finans sisteminin yeniden yapılanması, güçlendirilmesi ve paniğin önlenmesi için alınmıştır, ama 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 hızlanabilir, IMF de bunu istemez. Bu nedenle parasallaşmanın sınırlı olacağını düşünmekteyiz.

##### **(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 ola-

mamıştır. 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 ne ölçüde yansımaları olduğudur (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."

**(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. Korkulan odur ki, enflasyon konusunda oldukça yüksek oranlar 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) Devalüasyonun 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 döviz kuru artışı / enflasyon oranı, 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 de enflasyon beklentisinin de düşük olmasıdır. Türkiye'de de kur artışı %70, %80 gibi yüksek oranlara varsa bile, bunların aynı ölçüde, bire-bir enflasyona yansması beklenmemelidir. Yeter ki beklentiler ve iç talep belli bir düzeyde kalabilsin.

**(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 büyümenin de hızla ekşiye inmesi için, gerilemenin makul ölçülerde kalması için dış talepte, yani mal ve turizm gibi hizmet ihracatında artış olmalıdır. Mal ve hizmet ihracatında hızlı bir artış beklendiği zaten her resmi açıklamada yer almaktadır.

Reel ekonomide üretimin ve büyüme oranının hızla düşmemesi için, iki koşulun sağlanması önemli görünüyor. Birincisi iç talepte, özellikle yatırımda çöküntüye varan bir gerileme olmaması gerekiyor. Asya krizindeki IMF destekli program uygulamalarında büyüme çok yüksek oranlarda düşmüştür,

çünkü iç talep, özellikle yatırım tam anlamıyla çökmüştür. Halbuki Asya ülkelerine önemli ölçüde resmi dış kaynak girişi taahhüt edilmişti. Buna rağmen bu ülkelerde hem yabancı fon çıkışının devam etmesi, hem de bankacılık kesiminin çökmesi nedeniyle iç finansman kaynakları da çok gerilemiştir. Ayrıca, taahhüt edilen dış kaynakların bir bölümü de yerine getirilmemiştir.

Türkiyede de iç talep çöküntüsünü önlemek için hem dış finansman hem de özellikle iç finansman kanallarının çökmeyip açık tutulmasına özen gösterilmelidir. 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 hizmet ihracatında düşünülen-öngörülen 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 geçmiş olması gerekir. İhracatı etkileyen diğer önemli bir unsur olan dış dünyadaki büyüme-talep de çok olumlu gelişmiyor. Asya krizini yaşayan ülkeler ABD’deki yüksek talep-büyüme sayesinde ihracatlarını özellikle bu ülkeye hızla arttırabilmişlerdir. 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 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.

#### **IV. YENİ IMF ANLAŞMASI – YENİ VE ULUSAL BİR PROGRAM?**

Türkiye’de üç aşamada yeni bir istikrar programı uygulamasına geçileceği açıklanmıştır. Birinci aşamada, krizin de önde gelen bir nedeni olarak görülen, finansal kesimde durum kontrol altına alınacak ve güven ortamı yaratılacaktır. İkinci aşamada dış ödemelerde bir sorun çıkmaması için dış açığı

gidermek, enflasyonu düşürmek ve istikrarı pekiştirmek için IMF ile bir stand-by anlaşması yapılacaktır. Bu anlaşma eşliğinde 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 aynı 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 faizlere karşılık döviz kurunda zaman zaman yükselmeler olmuştur. Buna karşılık enflasyonda sıçrama olmamıştır.

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 girişi olmayacaktır. Haliyle program geniş ölçüde Türkiye'nin ulusal kaynaklarına dayanmak zorunda kalacaktır.

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

Asyada olduğu gibi, Türkiye'de uygulanacak programın para ve enflasyonu düşürme politikası "enflasyon çıpası-hedeflemesi" politikası olacaktır. Bu bağlamda döviz kuruna ancak kısa vadeli sınırlı müdahaleler olacak, çıpa görevini enflasyonun kendisi görecektir. Bu uygulama için yıllık enflasyon hedefi açıklanmalıdır ama, Asya'da olduğu gibi, kredibilitesi düşük olur gerekçesi ile, henüz bir enflasyon hedefi açıklanmamıştır. Enflasyon öngörülemediği için enflasyon hedefi açıklanmaması doğrudur ama, burada bir kısır döngü de var; bir çıpa olmadığı için belirsizlik ve bekleyişer bir sarmala girip enflasyonu düşünenin çok yükseklere taşıyabilir. Bu nedenle bir an önce "kontrolün ele alındığını" gösteren hedeflerin belirlenmesi ve açıklanması gerekiyor.



## **Kaynaklar**

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

Boorman, Jack (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) **Global Market Research**. March.

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.

IMF, (2000 April) **World Economic Outlook**. IMF: Washington, D.C.

IMF, (2000 September) **World Economic Outlook**. IMF: Washington, D.C.

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.

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.

UNCTAD (2000 September) **Trade and Development Report 2000**. UNCTAD: New York-Geneva.

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.