

Sabit Döviz Kuru Politikasının Finansal Krizlere Etkisi: 1997 Güneydoğu Asya Ve 2000 Kasım- 2001 Şubat Türkiye Krizleri

Dr. Salih ÖZTÜRK

ÖZET

Finansal kriz, finansal piyasaların ekonomide yüklediği fonksiyonları yerine getiremez duruma düşmesidir. Bir ekonominin finansal kriz içerisine girmesinin en önemli nedenlerinden biri, gerçekçi olmayan döviz kuru politikası uygulamasıdır. Bu nedenle, özellikle 1997 Güneydoğu Asya krizinden sonra, gelişmekte olan ülkelerde uzunca bir süre uygulanan sabit döviz kuru politikası sorgulanmaya başlanmıştır. Tartışma henüz sonuçlanmasa da, aralarında Türkiye'nin de bulunduğu kriz içerisindeki ülkeler, kriz sonrası esnek döviz kuru politikası uygulamaya başlamıştır.

Anahtar Kelimeler: Finansal kriz, sabit döviz kuru politikası, esnek döviz kuru politikası, gelişmekte olan piyasalar.

Fixed Exchange Rate Policy And Its Impact on Financial Crisis: In Southeast Asia 1997 And November 2000- September 2001 Turkey Crisis ABSTRACT

Financial crisis is that financial markets don't fulfil its function properly. The reason for financial crisis is the application of fixed exchange rate policy, which is not appropriate for developing economies. Especially after SouthEast Asia Crisis in 1997, fixed exchange rate policy has been questioned. Even though discussion is not over yet, developing countries like Turkey start using flexible exchange policy after crisis.

Keywords: Financial crisis, fixed exchange rate policy, flexible exchange rate policy, emerging markets.

GİRİŞ

Gelişmekte olan ülkelerde 1990'ların ikinci yarısında gerçekleşen finansal krizler ve kriz sonrası dönemde makro düzeyde gerçekleşen değişiklikler özel bir ilgiyi hak etmektedir. 1995 Meksika Krizi, 1997 Güneydoğu Asya Krizi ve bunu izleyen yıllarda Rusya, Arjantin ve nihayet Türkiye'de meydana gelen krizler, ortaya çıkış mekanizmaları ve nedenleri itibariyle daha önce yaşanan krizlerden çok farklı değildir. Bununla beraber, bu krizleri öncekilerden ayıran özellik, krizlerden sonra uygulanan ekonomik politikalar konusundaki görüşlerin değişmiş olmasıdır.

Bu değişikliğin en önemli kısmı kur politikalarıdır. Daha önceki tarihlerde, gelişmekte olan ülkelere yaşanan finansal krizlerden sonra, sabit döviz kuru politikası uygulamalarına yer verilmiştir. Uygulanan kur politikasının ne ölçüde katı olacağı, kurun tamamen mi sabitleneceği yoksa kur artışının enflasyonun altında mı tutulacağı gibi tercihler şüphesiz değişkenlik göstermiştir. Bununla beraber, gelişmekte olan piyasalarda döviz kurunun belli ölçüde baskı altında tutulması gerektiği düşüncesi karar vericilerin yakın tarihlere kadar temel

tercihi olmuştur. Bu tercihin sonucu olarak da sabit döviz kuru politikası geride bıraktığımız son 15-20 yılda gelişmekte olan ülkelerde geniş bir uygulama alanı bulmuştur.

Güneydoğu Asya Krizi'nden sonra, sabit döviz kuru politikaları sorgulanmaya başlanmıştır. Uygulayıcılarla akademisyenler arasında, tamamen esnek kur ya da tam dolarizasyon gibi iki spesifik çözüm önerisinin öne çıkarıldığı bir tartışma başlamıştır. Tartışma henüz çözüme bağlanmamıştır. Bununla beraber, bu tarihten sonra finansal kriz yaşayan gelişmekte olan piyasalarda kriz sonrası esnek kur politikalarının daha çok tercih edildiği gözlenmektedir. Malezya hariç bütün Güneydoğu Asya ülkelerini, Türkiye ve Arjantin'i bu duruma örnek göstermek mümkündür. Ayrıca Meksika gibi Güneydoğu Asya krizinden kısa süre önce (1995) esnek esnek kura geçmiş örnekleri de eklemek mümkündür.

Esnek kur politikasının önerilmesi bu ülkeler açısından yeni bir durum yaratmıştır. Çünkü gelişmekte olan ülkelerin büyük kısmı, 1980'lerden bu yana şu veya bu şekilde kontrollü sabit bir kur politikası uyguladığı açıktır. Bu durumun büyümenin dış kaynakla finansmanını son derece kolaylaştırdığını söyleyebiliriz. Ayrıca enflasyonist baskıları azaltıp, iç faiz hadleri üzerinde parasal otoritenin kontrolünü zayıflatır.

Esasında, bu ülkeler kendilerini pek alışık olmadıkları bir finansal yapı içinde bulmuşlardır. Bu finansal yapı, eski alışkanlıkların tamamen değişmesini gerektirmektedir. Çünkü esnek kur politikasının uygulandığı/uygulanmak zorunda kalındığı bir ülkede doğal olarak dış kaynak sağlamak son derece zorlaşmaktadır. Dış kaynak eksikliği ekonomik büyüme için ihracat, iç talep ve kamu harcamaları gibi 'alışılmamış' değişkenlerin kullanılmasını gerektirmektedir. Öte yandan şöyle ya da böyle kurun kontrol edilmesi üzerine kurulan finansal politikalar son yıllarda gelişmekte olan ülkelerin çoğunda ekonomik büyümenin dış kaynaklara dayanması ile sonuçlanmıştır.

Bu çalışma, Güneydoğu Asya ve Türkiye gibi finansal kriz yaşayan ülkeler örneğinde, finansal krizlere, sabit kur politikasının etkilerini incelemeyi ve mümkünse bazı çıkarımlar yapmayı amaçlamaktadır.

1. 1997 GÜNEYDOĞU ASYA KRİZİ

Güneydoğu Asya krizi, esas itibariyle makroekonomik dengesizliklerin sonucu olarak değil, büyük oranda finansal sistemdeki zaafaların ve yönetim hatalarının sonucu olarak ortaya çıkmıştır. Krizle ilgili söylenebilecek birinci husus, hiçbir kimsenin Güneydoğu Asya'da bu boyutta bir krizi önceden görememesidir. Gerçi bazı ekonomistler Asya'da ekonomik mucize iddialarını abartılı bulmuşlar ve Asya'nın büyüme sürecinin sonuna geldiğini ileri sürmüşler, hatta Tayland'da krizin patlak vermesinden bir ya da iki yıl önce uyarılara başlamışlardır. Daha sonra ise, Güneydoğu Asya ülkelerinin sahip oldukları cari açığın 1994'de Latin Amerika'nın karşı karşıya bulunduğu cari açıktan daha fazla olduğunu ve bu nedenlerle, Asya ekonomilerinin finansal krizlerden kaçınmasını önleyecek herhangi bir mekanizmanın bulunmadığını ileri sürmüşlerdir. Ancak,

kötümser bir yaklaşıma sahip olanlar dahi basit bir döviz krizi yaşanacağını ve bunu ekonomide ılımlı bir durgunluğun izleyeceğini, büyüme konusunda aşamalı olarak ortaya çıkacak uzun süreli bir yavaşlama görüleceğini öngörmüşlerdir (Göktaş, 2000 : 15) .

Oysa krizle birlikte görülen olaylar, hiçbir kimsenin düşünemeyeceği kadar şiddetli olmuş ve ulusal sermaye piyasalarında çöküş, geniş kapsamlı banka iflasları, birçok firmanın iflası ve daha ciddi durgunluk olmuştur. Güneydoğu Asya krizini geleneksel döviz krizi modelleri ile açıklamak mümkün olmamıştır. Çünkü daha önceki kriz modellerinin temel unsurlarından hemen hiçbirisi bu krizde ortaya çıkmamıştır. Zira, kriz öncesinde söz konusu ülkeler az veya çok ekonomik dengeye sahiptiler; sorumsuz bir şekilde kredi genişlemesi ve sınırsız parasal genişleme söz konusu değildi. Enflasyon oranları da oldukça düşüktü. İkinci olarak, 1996'da büyüme oranında yavaşlama görülse de, kriz patlak verdiğinde hemen belirgin bir işsizlik problemiyle karşı karşıya kalınmamış ve devalüasyon sonrasında ekonomik genişleme değil daralma yaşanmıştır. Krizin ekonomik sonuçları esas itibarıyla 1998'de görülmüştür (Mishkin, 1999 : 3)

Üçüncü olarak, krize giren bütün ülkelerde döviz krizi öncesinde sermaye piyasaları doygunluk dönemindeydi. Hisse senedi ve emlak fiyatları oldukça yükselmiş, daha sonra birden düşmeye başlamış ve krizin patlak vermesinden sonra dahi, büyük çaplı düşüşler göstermeye devam etmiştir. Son olarak, krize düşen bütün ülkelerde mali araçlar kriz konusunda önemli bir rol oynamışlardır. Örneğin Tayland'da "mali şirketler" denen bankalar dışındaki aracı kuruluşlar döviz cinsinden kısa vadeli borçlanmalara giderek spekülasyonculara borç vermişler ve bu suretle krizde esaslı bir role sahip olmuşlardır. Güney Kore'de ise, bankalar aşırı ölçüde kısa vadeli borçlanmalara başvurmuşlar ve büyük işletmelere spekülasyon yatırım yapmak üzere borç vermişlerdir. Etkin bir denetim mekanizması getirilmediğinde aracı mali kuruluşların moral çöküntü yaratmak suretiyle krizin çıkmasında önemli bir rol oynayabilecekleri anlaşılmıştır. Burada aslında, mali kuruluşlar, hükümetlerden açık bir garanti almış değillerdi. Ancak, Tayland mali şirketleri ile Güney Kore bankaları, güçlü siyasi bağlantıları nedeniyle herhangi bir riskten kendilerini korumuş hissetmişler ve riskli krediler vermekte tereddüt etmemişlerdir (Mishkin, 1999 : 6) .

Kriz, 2 Temmuz 1997'de Tayland'ın 1997 başından giderek yoğunlaşan spekülasyon baskıları nedeniyle ulusal para birimi "Baht"ı dalgalanmaya bırakma ve daha sonra IMF'ye başvurma kararı alması ile patlak vermiştir. Tayland Merkez Bankası'nın bu kararı açıklaması ile baht bir anda %15'in üzerinde değer kaybetmiştir. Kriz öncesi dönemde doların yen ve başlıca Avrupa para birimlerine karşı değerinin artması, krizin "infilak" unsurunu oluşturmuştur. Aslında, 1995 yazından itibaren başlayan bu değerlenme, ülkenin ihracat alanında karşılaştığı güçlükleri daha da ağırlaştırarak Tayland parasının dolara bağlanması politikasını giderek daha az tahammül edilebilir hale getirmiştir. Tayland'da büyümenin ve ihracatın yavaşlaması, özellikle işgücü maliyetlerindeki yükselme nedeniyle endüstrinin rekabet gücünün azalmasına bağlı olarak şiddetlenmiştir. Nihayet, yabancı yatırımcıların güveni, (gayrimenkul spekülasyonu, tahsil edilme imkanı

kalmamış alacakların birikmesi vb. . nedenlerle desteklenen) bankacılık sektörünün giderek daha da zayıflaması nedeniyle düşmüştür. Tayland parasının dolar karşısında düşüş ihtimalinin giderek yükselmesi, endişeleri arttırmıştır. Oysa, değer düşmesi, büyük ölçüde dolar cinsinden yapılan ve ödeme imkanı kalmayan borçların yükünü ağırlaştırarak yalnızca bankacılık ve mali sistemi istikrarsızlığa sürükleyebilirdi (Göktaş, 2000 : 33)

Temmuz 1997'den itibaren yaşananlar, daha önce mevcut ekonomik rahatlığın daha fazla sürmeyeceğini ve önemli yapısal değişimler gerektiği şeklinde uyarılarda bulunanları haklı çıkarmıştır. Döviz kurlarının gerçekçi olmayan bir şekilde belirlenmesinden kaynaklanan güçlükler ortadan kalkacak gibi görünmüyordu. Böylece, döviz kurlarının (IMF'nin temel ekonomi politikası olarak görünen) düşük enflasyon oranı ve ılımlı bütçe açığı kadar önem taşıyan temel ekonomik göstergelerden biri olduğu açıkça görülmüş ve ihmal edildiğinde onlar kadar ekonomiyi tahrip edebileceği anlaşılmıştır.

Spekülatif hareketler, daha sonra bölgedeki diğer ülkelere de (Endonezya, Malezya, Filipinler, Güney Kore) yönelmiş ve Endonezya Ekim 1997'de, Güney Kore ise Kasım 1997'de IMF'ye başvurmak zorunda kalmıştır. Bu yayılmanın nedenleri çok ve ülkeden ülkeye az veya çok farklılıklar göstermektedir. Makro ekonomik dengesizliklerin benzerliği (cari açığın derinleşmesi dahil) , krizin komşu ülkelere yayılmasını kısmen açıklamaktadır. Bununla birlikte, Malezya'nın ve ekonomik açıdan daha az önemli bir ülke olarak nitelendirilebilecek Endonezya'nın durumlarında muhtemelen rekabet unsuru, bu yayılmanın başlıca vektörü olmuştur. Bölge ekonomileri aynı dış piyasalarda birbirine rakip olduklarından, içlerinden biri (Tayland örneğinde olduğu gibi) dolara endeksleme uygulamasından vazgeçtiği zaman, diğer ülkeler de rekabet güçlerini kaybetmemek ve rakiplerine göre Pazar paylarının düşmesini önlemek için aynı yönde davranma gerekliliğini hissetmişlerdir.

Krizin patlak vermesini izleyen altı aylık dönemde, rating kuruluşlarının bölgedeki ülkelere ilişkin kredi notlarında büyük ve hızlı düşüşler yaşanmıştır. Üç büyük rating kuruluşunun verdiği notlar dikkate alındığında, Tayland'ın kredi notu 4, Endonezya'nın kredi notu yaklaşık 5, Güney Kore'nin kredi notu ise 9 kademenin üzerinde düşmüştür.

Aslında, Temmuz 1997'de kriz patlak verdiğinde Güneydoğu Asya ülkeleri, ciddi bir sorunla karşı karşıya bulduklarının bilinci içinde olmadıklarına dair bir görünüm sergilemişlerdir. Zira, bazı ülkeler krizin varlığını inkar yoluna giderken, birkaç ülke de ekonomik durumun bozulmasında sorumlulukları bulunduğunu kabul etmemişler ve bilinmeyen nedenlerle (hatta bunların ırkçı ya da dini güdülerde ayrıldıkları dahi ileri sürerek) ülkeyi terk ettiğini düşündükleri spekülatif fonları suçlamaya yeğlemişlerdir.

Ancak bu tutumu daha fazla sürdürmemişler ve olayın karşısında kendilerini suçsuz göstermeye yönelik tavırlarından vazgeçerek, izledikleri ekonomik politikalarının bazı zaafı içerdiğini kabul etmek suretiyle daha gerçekçi bir değerlendirme yapmaya başlamışlardır.

2. 2000 KASIM - 2001 ŞUBAT TÜRKİYE KRİZLERİ

Diğer gelişmekte olan ülkeler gibi, Türkiye'nin de 1994 yılındaki Meksika ve 1997 yılındaki Asya krizlerinden önemli ölçüde etkilendiği bilinmektedir. Bu krizlerden sonra 1998 yılında Rusya'da meydana gelen kriz, Rusya ile olan ticaretimizde de önemli kayıplara yol açmış ve ekonomi durgunluğa itilmiştir (Özbilen, 1999:174) Ancak bu krizlerin hiçbiri 2000 ve 2001 yıllarında art arda gelen krizlerdeki gibi ekonomiyi derinden etkilememiştir. Türkiye 2000 yılında IMF ve Dünya bankasının desteğini alarak üç haneli rakamlara ulaşan enflasyonu düşürmek için bir dezenflasyon programını uygulamaya koymuştu.

1999 yılının Aralık ayında IMF'ye verilen niyet mektubunda 2000 enflasyonu düşürme programının genel çerçevesi şöyle belirlenmiştir : a) Faiz dışı bütçe dengesinin fazla vermesi, b) Döviz kuru ve para politikalarının yeniden belirlenmesi, c) Sosyal güvenlik, özelleştirme, vergi ve tarım konularında yapısal reformların gerçekleştirilmesi. Böylelikle enflasyonun temel kaynağının kamu açıkları olduğu ve bununda kamu kesimi finansman yönetiminden kaynaklandığı kabul ediliyor ve bu açıkların kapatılması için tedbir alınıyordu. Bu amaçla, bir yandan kamu harcamalarının kısılması, diğer taraftan da vergi gelirlerinin arttırılması kararlaştırılmıştır. Bunlara ek olarak, IMF ve Dünya Bankasından sağlanacak uzun vadeli ve düşük maliyetli kredilerle, yüksek reel faizli ve kısa vadeli iç borçlanmanın azaltılması hedeflenmiştir. Bu doğrultuda faiz dışı bütçe fazlasının 7. 5 milyar dolar fazla vermesi temel hedef olarak ortaya konulmuştur.

Enflasyonla mücadele programının ikinci önemli ayağını döviz kuru ve para politikalarındaki değişiklikler oluşturuyordu. Döviz kurlarının nominal çıpa olarak kullanılması kararlaştırılıyor ve bu şekilde oluşturulan kur sepetinin (1 Dolar + 0. 77 Euro) 2000 yılı sonuna kadar beklenen enflasyon oranı kadar (% 20 TEFE'ye göre) arttırılması planlanıyordu. Ayrıca kurlardaki değişiminin çapraz kurlardaki hareketliliğe göre belirlenmesi ve aylık olarak kurun sabit kalması planlanmış ve 2001 Haziranında kademeli olarak kurun dalgalanmaya bırakılması kararlaştırılmıştır. Para politikası alanında ise Merkez Bankasının net iç varlıklarına sınırlama getirilmiştir. Net iç varlıklar sınırı 1. 2 katrilyon olarak belirlenmiş ve net iç varlıkların döviz girişi oranında arttırılması kararlaştırılmıştır. Böylece Merkez Bankasının para basımı sınırlandırılmış ve bankanın para kurulu (currency board) gibi çalışması hedeflenmiştir.

Aslında para kurulu sisteminin özünde, para politikasıyla ilgili işlemlerin para kurulu ve Merkez Bankası arasında paylaşılması vardır. Para arzı, para kurulunca ve diğer işlemler de Merkez Bankası tarafından yapılması gerekirken Türkiye'de böyle bir ayırma gidilmemiştir. Döviz girişine bağlı olarak iç borçlanmanın azaltılması ve piyasaya TL. sunulmasıyla likiditenin arttırılmasına ve faiz oranlarının düşürülmesine karar verilmiştir (Çolak, 2001 : 7) . Ayrıca net uluslararası rezervler için hedef taban getirilerek, Merkez Bankası döviz rezervlerini belirli bir seviyenin üstünde tutacak otomatik bir mekanizma geliştirilmek istenmiştir.

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

1999 yılında, Türkiye'de enflasyon (TÜFE) % 65'e, büyüme oranı %-6'ya, iç borç stokunun GSMH'ya oranı % 29'a, cari işlemler açığı ise 1.36 milyar dolara (GSMH'nın yaklaşık % 0.7'sine) ulaşmıştır. Meksika ve Asya örneklerinde olduğu gibi Türkiye'de de kriz öncesi yabancı sermaye hareketlerinde büyük artışlar gözlenmiştir. Sermaye hareketlerinin içeriğine bakıldığında portföy yatırımlarının ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin ağırlıkta olduğu görülmektedir. Kısaca özetlemek gerekirse, Türkiye 1999 yılında enflasyonla mücadele programına başlamadan önce Meksika ve Güney Asya ülkelerindeki duruma benzer biçimde sürdürülebilir cari işlemler açığına, yüksek faizlere rağmen çevrilebilir iç borç/GSMH oranına ve yaklaşık olarak Meksika ve Tayland'ın kriz öncesinde sahip olduğu M2Y/döviz rezervleri oranına sahiptir. Bu ülkelerden farklı olarak Türkiye'de enflasyon ve faiz oranları oldukça yüksekti ve büyüme oranı önemli ölçüde düşüktü. IMF desteğiyle uygulamaya konulan enflasyonla mücadele programı, etkilerini ilk olarak faizlerin düşmesiyle göstermiştir. Devlet iç borçlanma senetlerinin (DİBS) ortalama bileşik faiz oranları 1999 yılının son çeyreğinde % 103 iken, 2000 yılında sürekli azalarak Kasım krizine kadar % 40'a kadar inmiştir. Faizlerdeki düşüşün en önemli nedeni döviz kurunun çıpaya bağlanması nedeniyle düşük faizle yapılan dış borçlanmanın artmasıdır. Bilindiği üzere M2Y/rezervler oranı Merkez Bankasının likidite yükümlülüklerini yerine getirebilmek için yeterli uluslararası rezerv birikimine sahip olup olmadığını göstermektedir.

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

Diğer bankalara el konulacağı beklentisi paniğe yol açmış ve 22 Kasım'da bankalararası piyasalarda ortalama gecelik faiz % 110.8'e çıkmış ve en

yüksek değer olarak da % 210'a ulaşmıştır (TCMB) . 15 Kasımda 13256 olan IMKB 100 endeksi sürekli azalarak 4 Aralıkta 7329 puana gerilemiştir (TCMB) . Panik havasını dağıtmak isteyen Merkez Bankası, sonuçta piyasaya para sürmek zorunda kalmıştır. 17 Kasım 2000 tarihinde 24 milyar 433 milyon dolar olan Merkez Bankası brüt döviz rezervi 1 Aralıkta 18 milyar 942 milyona düşmüştür (TCMB) . Kasım krizinin derinleşmesini IMF 'in 7. 5 milyar dolar tutarında ek kredi vermesi ve halkın herzeye rağmen TL'den dövize geçmemesi önlemiştir. Kasım krizinden sonra, IMF'in de uyarılarına rağmen kur çıpasına devam edilmiştir. IMF kredisi ek rezerv kolaylığı (Supplemental Reserve Facility) şeklinde verildiğinden vadesi çok kısa ve maliyeti yüksek olmuştur. Böylece kur çıpası yüksek bir maliyet ödenerek savunulmuştur.

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

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

16 Şubatta 27 milyar 943 milyon dolar olan döviz rezervleri, 19 Şubat 2001 itibariyle 22 milyar 581 milyona düşmüştür. Merkez bankası böylece bir gün içinde (17 ve 18 Şubat'ın hafta sonu tatili olması dikkate alındığında) 5 milyar doların üzerinde döviz rezervi kaybetmiştir. Dalgalı kura geçiş kararından sonra dolar 688 bin TL civarından 962 bin TL'ye yükselmiştir. Artan döviz talebi yüksek faiz silahıyla durdurulmak istenince gecelik interbank faiz oranları en yüksek % 50'den, % 6200'e çıkmış, daha sonra hızlı biçimde düşerek Şubat ayı sonunda % 103'lere inmiştir. 16 Şubatta 10169 puan olan borsa endeksi, 19 Şubatta 8683 puana inmiştir.

Türk Lirası'nın devalüe edilmesi bankaların açık pozisyonlarını yükselterek finans sektöründe hassaslığın artmasına ve reel sektöre açılan kredilerde kısıtlamaya gidilmesine yol açmıştır. Böylece, hem finansal hem de reel sektör krizden büyük ölçüde etkilenmişlerdir. Şubat 2001 kriziyle birlikte Aralık 1999 da uygulamaya konulan enflasyonla mücadele programının da sonuna gelmiş olunuyordu. Türkiye'de Şubat krizinden sonra 15 Mayıs 2001 tarihinde açıklanan ve Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı olarak adlandırılan yeni bir program yürürlüğe girmiştir. Bu program ilk kez 14 Nisan 2001 de basına açıklanmış daha sonra 3 Mayıs 2001 tarihli niyet mektubuyla da yeniden biçimlendirilmiştir. Yeni programda sürdürülmekte olan döviz kuru çıpasına

dayalı kur politikası terk edilerek esnek kur politikasına geçilmesi kararlaştırılmıştır. Gerekli görüldüğü durumda piyasaya likidite verilmesi öngörülmüştür. G. E. G. Programı ekonomideki yapısal sorunların önemini vurgulayarak, bu konuda reformlar yapılmasını hedeflemektedir. Programda kısa vadede parasal hedefleme yapılarak, enflasyonun kontrol altına alınması planlanmıştır. Orta vadede ise enflasyon hedeflemesine geçilerek fiyat istikrarı sağlanması hedeflenmiştir. Kısa dönemde toplam talep ve döviz kuru cephesinden gelen enflasyonist baskının azaltılması amacıyla kısa vadeli faiz oranlarının arttırılması ve TL'nin değerinin yükseltilmesi amaçlanmıştır. Uzun dönemde yapısal reformlar ve bankacılık sisteminin rehabilitasyon ile, beklentilerin olumlu etkilenmesi suretiyle nominal ve reel faizlerde düşme öngörülmüştür. Döviz kurunun uzun dönemdeki denge değerinin etkilenmemesi temel ilke olarak benimsenmiş, sadece döviz kurunun enflasyonist baskıyı çok arttırdığı durumlarda, döviz arz ve talebini belirleyen unsurlarının yüksek faizlerle etkilenmesi hedeflenmiştir.

Normal koşullarda döviz arz ve talebinin piyasa şartlarında belirlenmesi öngörülmüştür. Döviz kurunda aşırı dalgalanma eğiliminin olduğu durumlarda, Merkez Bankasının döviz müdahalelerinin daha çok ihale yöntemiyle gerçekleştirmesi kararlaştırılmıştır. (TCMB, 2001 : 9) . Para politikasıyla ilgili olarak para tabanına ve net iç varlıklara tavan değerler, net uluslararası rezervlere ise dönemsel hedef taban değerler konulmuştur. Para tabanı gösterge, net iç varlıklar ve net uluslararası rezervler ise performans kriterleri olarak saptanmıştır. Güçlü ekonomiye geçiş programı 2001 yılında ekonomik büyüme hedefini % - 3, enflasyon oranını (TÜFE) % 52 olarak öngörmüş ancak bu hedefler iki kez revize edilmek zorunda kalmıştır. 28 Kasım'da açıklanan niyet mektubunda 2001 yılı enflasyon hedefi % 65 (TEFE) , ekonomik büyüme oranı ise % -8 olarak belirlenmiştir. İç borçların vadesini uzatmak amacıyla 15 Haziran 2001'de yapılan takas operasyonu ile bankaların elinde bulunan TL. endeksli menkul kıymetlerin ortalama vadesi 5. 3 aydan 37. 2 aya çıkarılmıştır (Bağımsız Sosyal Bilimciler İktisat Grubu, 2001:19). Takas operasyonu sonucunda bankacılık kesimine net bazda döviz endeksli olarak 4. 8 milyar dolarlık, TL. 'ye endeksli ise 2. 8 katrilyonluk DİBS ihraç edilmiştir. Takas işlemi kapsamındaki döviz endeksli senetlerin getiri oranları yaklaşık % 14 ile % 15 arasında değişmektedir. Takas işlemi sırasında yaklaşık 1200 000 TL. /\$ olan döviz kuru bir ay sonunda 173 000 TL değer kazanarak 1 373 000 TL yükselmiş ve böylelikle bankacılık sektörüne bir ay sonunda 830 (173 x 4. 8) trilyon TL. 'lik kaynak aktarılmıştır. Sonuçta bankaların açık pozisyon yükümlülüklerinin karşılanması yolunda önemli bir adım atılmış, bir anlamda bankacılık sektörü devlet tarafından sübvans edilmiştir.

Özetlemek gerekirse, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinden sonra oluşan stagflasyonist ortamda uygulanmaya konulan G. E. G. programı, net makro ekonomik hedefler ortaya koyamadığından, krizlerden kaynaklanan belirsizlik ortamından çıkılmasını kolaylaştıramamıştır. Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı kaynaklarına göre Kasım ve Şubat krizlerden sonra 15 000'e

yakın KOBİ kapanmış ve bir milyona yakın kişi işsiz kalmıştır. G. EG. programı artan işsizlik sorununa da hiçbir çözüm önerisi getirmemektedir. Döviz kuru politikası haricinde içerik olarak 2000 yılındaki programdan çok farklı olmayan G. E. G. programının, Türkiye'yi içinde bulunduğu durgunluk ve yüksek enflasyon ortamından çıkarmak için yeterli olmadığı aşikardır. 2000 yılı programının diğer ülkelerde uygulanan benzer programlarda dikkate alınarak genel bir değerlendirilmesi yapılırsa, döviz çıpasına dayalı kur politikalarının spekülative ataklara karşı sürdürülmesinin oldukça zor olduğu görülür. Faiz oranlarına devamlı yükselterek döviz talebini bastırma politikalarının finansal sisteme çok büyük zararlar verdiği ve krize neden olduğu, incelenen krizlerden çıkarılması gereken önemli derslerden birisidir.

Ayrıca döviz kuru çıpası ulusal para için istikrar unsuru olarak görülmeye başlandığında, döviz cinsinden borçlanmayı ve yüksek oranlarda döviz kuru riski almayı teşvik etmektedir. Döviz kuru çıpaya bağlanınca yatırımcılar konvertibilite garantisinin uluslararası rezervlerle sınırlı olduğunu ve ülkenin dışarıdan borçlanabildiği müddetçe kur politikasını sürdürebileceğini bilmektedirler. Bu durumda, döviz kuru politikasının sürdürülebilirliğine olan güven azalmaya başlayınca, ülkeye kısa vadeli spekülative amaçlı sermaye girişi hızlanmaktadır. Merkez bankasının sterilizasyona gitmemesi durumunda ülkeye giren yabancı sermaye, tüketim ve ithalatta büyük artışlara neden olarak ödemeler dengesini olumsuz etkileyebilmektedir.

2000 yılı programının en önemli eksiklerinden birisi de TL'nin aşırı değer kazanmasını önleyebilecek tedbirlerin olmamasıdır. Ulusal para, reel anlamda aşırı değerlendirildiğinde ülkenin rekabet gücü zayıflamakta ve cari işlemler açığı tehlikeli boyutlara ulaşabilmektedir. Bunun sonucunda döviz kurları üzerindeki baskı artmakta ve piyasalarda devalüasyon beklentisi hakim olmaktadır. Böyle bir durum, uygulanmakta olan istikrar programına devam mümkün olmamaktadır.

3. SABİT DÖVİZ KURU POLİTİKASININ KRİZLERE OLAN ETKİSİ

Sermaye girişleri likiditeyi arttırdığı için, (aksi bir parasal politika yürütülmediği sürece) yurtiçi nominal faiz oranlarını düşürmekte ve bunun sonucu yurtiçi harcamalar artmaktadır. Dış ticarete konu olan mallara yönelik harcamalar, ticaret açığını arttırmakta, bu da sermaye girişinin sürmesine yardım etmektedir. Sermaye girişleri sebebiyle, istenmeyen kur değerlenmeleri ekonomide reel ve finansal sektörler arasındaki bekleyişlerde bir asimetri yaratmaktadır. Kur yönetimindeki komplikasyonlar, mal ve hizmet piyasalarındaki endeksleme sonucu, enflasyonla ilgili bekleyişlere yansımaktadır. Bu noktada, bu piyasalardaki esnek olmayan fiyat yapısını da dikkate almak gerekmektedir. Bu piyasalarda endeksleme sonucu geriye doğru karar alma davranışı, finansal piyasalardaki kararların ileriye dönük olarak alınması beklentilere ve davranış kalıbında asimetri yaratmaktadır. Finansal piyasalar ile mal ve hizmet piyasalarındaki bu asimetri reel kurun aşırı değer kazanmasından doğan istikrar maliyetini arttıracaktır. Ayrıca, aşırı değerlendirilmiş kurun, sermaye kaybını da

beraberinde getirip, yerli yatırım ve büyüme için gerekli kaynakların azalmasına yol açmasıdır. (Türker Kaya: 1998:35)

Buradan hareketle, Türkiye ile Güneydoğu Asya Ülkeleri açısından durum değerlendirildiğinde; koşulların bir kısmı ile benzerlik bir kısmı ile de farklılık göstermektedir. Kamu maliyesinde büyüyen dengesizlikler ve bu dengesizliğin finans kesiminde zayıflıklara neden olması, dış kaynak kullanımının artan risk ve yüksek belirsizlik paralelinde azalması, buna bağlı olarak büyüme eğiliminin zayıflaması gibi olgular benzerlik göstermektedir.

Güneydoğu Asya ülkelerinde uygulanmış olan sıcak para politikalarının oluşturduğu finansal risk genellikle reel kesim firmaları üzerinde kalmış ve bu durum dış kaynak kullanımını azalırken ekonomik faaliyetteki yavaşlama eğilimini hızlandırmıştır.(Mishkin, 1999:11) Türkiye’de ise söz konusu finansal risk genellikle bankacılık sistemi üzerinde yoğunlaşmıştır. Buna karşın, ekonomik aktivitede yavaşlama anlamında Türkiye’de ortaya çıkan sonuçlar; Güneydoğu Asya ülkelerinden farklı olmayacaktır. Çünkü Türkiye’de finans kesiminden başlayan bir krizin parasal aktarım mekanizmaları kanalıyla reel kesimi etkileyeceği/etkilediği malumdur. Bu durum; yani mekanizması farklı olsa dahi dış tasarruflardaki azalmanın büyüme üzerindeki güçlü olumsuz etkisi de benzer yönlerden biridir.

Ekonomik büyüme açısından, görünür bir gelecekte, Türkiye –IMF gibi kuruluşlardan gelen resmi kredileri bir yana bırakırsak- uygulamak zorunda olduğu kur politikasıyla anlamlı ölçüde dış kaynak çekemeyecek ve dolayısı ile bu kaynağı büyümeye tercüme edemeyecektir. Daha gevşetilmiş bir maliye ve/veya para politikası –faiz dışı bütçe fazlası ve enflasyon hedefi gibi daha öncelikli hedeflerle çelişeceğinden dolayı uygulanamayacaktır. Bu çerçevede, ekonomik büyüme için dış kaynak sağlanması ve kamu maliyesinin kullanılması yolları önemli ölçüde kapalıdır.

Türkiye’nin manevra alanını sınırlayan bir başka faktör iç borç stokudur. Türkiye’de; faiz hadlerindeki değişime duyarlı ve borçluları zayıf bir mali bünyeye sahip iki ayrı borç stoku vardır. Bunlardan birincisi firmalar kesiminin, diğeri de kamunun borç stokudur. Her iki borç stokunun alıcısı büyük ölçüde finansal sistemdir. Bu durum, iç faiz hadlerinin kontrolünü bir zorunluluk haline getirmektedir. Dolayısı ile serbest kur rejimini bir zorunluluk haline getirmektedir. Hazırlanan ekonomik programın öncelikli hedeflerinden birisi iç borç yükünün getirdiği faiz yükünün azaltılması, kontrol altında tutulması olduğu için; para otoriteleri kurları değil, faizleri kontrol altında tutabilecek durumda olmayı tercih etmişlerdir.

İki iç borç stoku Türkiye’yi iç faiz hadlerinin kontrolüne ve ‘İstanbul Yaklaşımı’ benzeri –faiz hadlerinden bağımsız kılınmaya çalışılan- uygulamalara mecbur etmiştir. Bununla beraber, ekonomideki belirsizlik faiz hadlerinin kontrolünü de zorlaştırmaktadır. Genellikle iç faiz hadleri ve döviz kurları birbirine ters değil, aynı yönde hareket etmektedir.

Yukarıda sözü edilen olgu - iç faiz hadleri ve döviz kurlarının aynı yönde hareketi- ekonomideki belirsizlik ve beklentilerin enflasyon dışında bir

nedenden/nedenlerden de kaynaklandığını göstermektedir. Çünkü döviz kurlarındaki artış TL talebin düştüğüne işaret ederken TL faizlerdeki artış; TL'nin cazibesini artıracak bir unsur değil, riskin yükseldiğine işaret eden bir gösterge olarak algılanmaktadır. Nitekim son bir kaç yıl içinde TL talebinin arttığı dönemler reel TL faizlerinin yüksek değil, düşük olduğu dönemler olmuştur. Bu nedenle, yüksek belirsizlik bulunan bir gelişmekte olan ülke ekonomisinde enflasyondaki gerilemenin reel faiz hadlerinde de bir gerilemeye yol açacağına dair varsayım, ispat edilmesi gereken bir varsayım olma özelliğini taşımaktadır.

Türkiye ve Güneydoğu Asya Ülkeleri arasında özellikle finansal kesimin yeniden yapılandırılması süreçlerinde dikkat çekici benzerlikler bulunmaktadır. Bu benzerlikler şöyle sıralanabilir:

-Her iki tarafta da bankacılık sektörü için bağımsız bir üst denetim organı kurulması neredeyse kriz döneminin ortaya çıkardığı bir gelişme olmuştur. Bu durum, önceki dönemlerde denetim yetersizliğine işaret etmektedir.

-Her iki tarafta da denetim ve gözetim otoritesinin bankacılık sektörü hakkındaki bilgisi başlangıçta zayıftı ve bu bilginin üretilmesi için geçen süre, yeniden yapılandırma uygulamasının maliyetini artırmıştır. (Türkiye'de bankaların enflasyon muhasebesine uygun bilançolarının ancak Haziran 2002'de belli olduğu hatırlanmalıdır.

-Her iki tarafta da siyasi risk ek bir belirsizlik unsuru olmuştur.

-Her iki tarafta da yeniden yapılandırma uygulaması, aylara hatta yıllara taşan uzun ve devamlı bir süreç olmuştur. Bu durum, piyasada ve kamuoyunda güvenin sağlanması konusunda ciddi sorunlar yaratmıştır.

Finansal sistemdeki gelişmeleri öngörebilmek şüphesiz son derece zordur ve koşulları ne kadar benzerse benzesin hiç bir ülke bir diğerinde yaşanacak gelişmeler için anlamlı bir örnek oluşturmaz. Bununla beraber, Güneydoğu Asya tecrübesinde yapılan hatalar, Türkiye'de karar vericilerin seçeneklerini değerlendirirken göz önüne alabilecekleri bir veri seti oluşturmuştur.

Düşük enflasyon oranı ve fiyat istikrarı, gelişmekte olan ülkelerde genellikle ülke parasının değeri sabit tutularak gerçekleştirilmeye çalışılır. Çoğu durumlarda bu, "sabit döviz kuru politikası ile sağlanmaya çalışılır. Fakat, her ne kadar "sabit döviz kuru politikası" enflasyonu kontrol altında tutmak için başarılı bir strateji gibi gözükse de, Güneydoğu Asya krizi ve Türkiye krizleri göstermiştir ki; bu strateji, gelişmekte olan ülkeler piyasalarını büyük miktarlarda borç yükü altına sokabilir.

Şöyle ki, sabit döviz kuru politikası altında, spekülasyon sermaye hareketleri sonucu ülkenin ulusal parasının değeri; esnek döviz kurundan daha hızlı ve öngörülenden daha fazla değer yitirir. Örneğin, 1997 Güneydoğu Asya krizinin en kötü ülkesi konumunda ki Endonezya'da, çok kısa bir zaman içerisinde, para birimi, kriz öncesi değerinin % 15'inden daha fazlasını yitirmiştir. Böylece, Endonezya'da, devalüasyondan sonra ödemeler bilançosundaki açık ciddi biçimde büyümüştür (Mishkin, 1999 : 19)

Sabit döviz kuru politikasının bir diğer olası tehlikesi şudur ki; ülke para biriminin olduğundan daha değerli gözükmesi, yabancı yatırımcıları ülkeye çeker

ve bunun tabii sonucu olarak ülkeye sermaye girişi olur. Eğer bu sermaye verimli yatırımlara kanallene edilemez ve büyüme gerçekleştirilemezse, borç yükünün aşırı derecede büyüdüğünü görebiliriz.

Şu halde diyebiliriz ki; esnek döviz kuru politikası, döviz kuru hareketlerinde az-çok sabit döviz kuru politikasından avantajlıdır. Gerçekte, esnek döviz kuru politikasındaki günlük dalgalanmalar; özel firmalar, bankalar ve hükümetlerin döviz cinsinden yükümlülükleri için açık bir avantajdır. Üstelik, döviz kurundaki bir düşme, iktisat politikası uygulayıcılarına erken uyarı göndererek, potansiyel bir krizin etkilerini sınırlamak için politikalarını ayarlama imkanı verir.

Türkiye açısından baktığımızda, 24 Ocak 1980 kararlarına kadar, sabit döviz kuru politikası uygulayan Türkiye, bu tarihte aldığı kararlar çerçevesinde, 'daha gerçekçi ve esnek' bir kur politikasına geçmeye karar vermiştir. Bu kapsamda, TL, yabancı paralar karşısında yaklaşık olarak % 50 civarında devalüe edilmiş ve kimyasal gübre ithalatı dışında katlı kur uygulamaları kaldırılmıştır. Ayrıca, ihracatçılara tanınan döviz tahsisi uygulaması hammadde ve ara malı ithalatçılara da tanınmıştır.

1984 yılında kur politikasında çok önemli bir değişiklik yapılarak yerleşiklere, ticari faaliyetler karşılığında edinilmiş dövizlerin bankalarda mevduat olarak tutulması imkanı getirilmiştir. 1989 Ağustos ayında kabul edilen 32 Sayılı Karar'la döviz ve efektif hareketleri üzerindeki kısıtlamaların hemen hepsi kaldırılmıştır. Yerleşik olmayanlara da döviz mevduat hesabı açma hakkı tanınmış ve TL için konvertibiliteye geçilmiştir. 1990-1992 yılları arasında uygulanabilen para programları hazırlanmış ve bu para programlarında döviz piyasası genellikle TCMB'nin açık pozisyonunu küçültme veya kontrol altında tutma çabalarının sonucu olan müdahalelere uğramıştır. Fakat bu müdahaleler kur politikasını etkileyecek ölçüde yoğun olmamıştır.

1999 yılı sonuna kadar etkileri itibarıyla esnek çıpa, uygulamada da kontrollü esnek bir kur politikası uygulanmıştır. Kur, piyasada esnekçe belirleniyor, fakat Merkez Bankası yoğun bir şekilde müdahale ediyordu. Bu dönemde, kur artışları genelde enflasyon düzeyinde veya bu düzeyin biraz altında tutulmuştur. 2000 yılbaşından 2001 Şubat'ına kadar bir kur temelli stabilizasyon programı uygulanmıştır. Bu kapsamda kur politikası da esnek bir çıpa olarak belirlenmiştir. 2001 Şubat'ından sonra, program başarısız olmuş ve Türkiye tamamen esnek bir kur politikasına geçmiştir. Halen de bu kur politikası uygulanmaktadır. Son yirmi yılda kur politikalarındaki önemli değişiklikleri bir cümle ile ele aldığımız zaman iki özellik dikkat çekicidir. Birincisi, genel gelişim kontrollü bir çizgiden esnek bir çizgiye doğrudur. İkincisi, son yirmi yılda hemen hemen her tür kur politikası uygulanmıştır.

Genelde gelişmekte olan ülkelerin, özelde Güneydoğu Asya ülkelerinin bir finansal krizi izleyen esnek kur döneminde 'de facto' olarak esnek kur politikası uygulamadıklarını ya da bu dönemdeki kur hareketlerinin tamamen esnek bir kur politikasını işaret etmese de tamamen müdahaleye uğradığı

argümanını da destekleyecek ölçüde net olmadığını bulgulayan çok sayıda çalışma vardır.

Mc Kinnon (2000) çalışmasında, zaten yeniden bir çıpa sistemine geçmiş olan Malezya dışında kalan ve esnek kur politikasına geçtiğini ilan eden dört Güneydoğu Asya ülkesinin krizden sonra kura müdahale ettiklerini ve de facto olarak esnek kur uygulamadıklarını belirtir. Calvo ve Reinhart (2000) çalışmalarında aynı dört ülkenin krizden sonra kur hareketlerindeki oynaklığın beklenenin çok altında kaldığını ve örneğin ABD, Almanya gibi esnek kur uygulayan, fakat ülke riski çok daha düşük olan ülkelere de daha az olduğunu bulgulamışlardır. Hernandez ve Montiel (2001) ise Kore ve Tayland'ın tam esnek bir kur sistemine nispeten daha yakın bir kur politikası uyguladıklarını; Endonezya ve Filipinler'de kurlardaki oynaklığın bu iki ülkeden de daha düşük olduğunu ve her halükarda dört ülkenin de tamamen esnek bir kur politikası uygulamadıklarını belirtirler. Baig (2001) ise Kore'nin en az, Endonezya'nın en yüksek kur oynaklığına sahip olduğunu; fakat her dört ülkenin de kriz öncesi dönemle kıyaslandığında daha esnek bir kur politikası uygulamakla beraber; bu kur politikalarının tamamen esnek olarak kabul edilemeyeceği sonucuna varır.

Genel olarak kriz sonrası Güneydoğu Asya ülkelerinin –aslında bir finansal krizi takiben esnek kur sistemine geçmiş olan gelişmekte olan ülkelerin çok büyük bir kısmının – ilan ettikleri gibi tamamen esnek bir kur politikası uygulamadıkları anlaşılmaktadır.

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Sabit döviz kuru, gelişmekte olan ülke piyasalarında finansal istikrarsızlıkları arttırabilir. Fakat bu sonuç, bazı durumlarda sabit döviz kurunun enflasyonu kontrol altına almada yararlı bir araç olduğu düşüncesini değiştirmez. Aslında sabit döviz kuru politikası, geçmişte düşük enflasyon başarısı gösteren ülkeler tarafından enflasyonu kontrol altına almada çok güçlü bir mekanizma olarak gündeme getirilmiştir. Fakat, bu mekanizmanın geçerli olabilmesi için, bir ülkenin çok güçlü bir bankacılık sistemine sahip olması şarttır. Tersine, ülke kırılmalı bir bankacılık sistemine ve önemli miktarda döviz borcuna sahipse, sabit döviz kuru politikası enflasyonu kontrol altına almada çok tehlikeli bir mekanizmadır.

Finansal krizler 1990'ların ikinci yarısından itibaren çok sayıda gelişmekte olan ülkeyi etkilemiştir. 1995 Meksika krizi ile başlayan, 1997 Güneydoğu Asya krizi ile devam eden ve nihayet 2001 Türkiye ve 2002 Arjantin krizleri ile şimdilik sona eren bu finansal krizler dizisi diğer krizlerden farklı bir grup olarak ele alınmayı gerektiren bir özelliğe sahiptirler. Bu krizlerin sonuçları ve onların incelenmesi ile elde edilen bilgiler 1980'lerin başından bu yana devam eden bir paradigmayı yıkmışlardır. Bu paradigma, ana unsuru döviz kurlarının baskılanması olan bir politikalar demetiyle yurtdışı kaynak sağlamada bir avantaj sağlamak ve sağlanan yurtdışı kaynakla hızlı bir şekilde büyüme anlayışına dayanıyordu.

Ödemeler dengesindeki bozulma ve uygulanan sıcak para politikasının risklerini büyük ölçüde taşıyan kesimlerden (kamu kesimi, bankacılık kesimi ve hatta bazı ülkelerde reel sektör) başlayan finansal krizler bu paradigmanın sorgulanmasını ve ardından terk edilmesini gerektirdi.

Yaşadıkları finansal krizlerden sonra esnek kur sistemine geçen bu ülkeler böylece dış kaynak elde etme konusundaki avantajlarını kaybetmişlerdir. Görünüşe göre yeni paradigmaya geçişin en önemli etkisi uzun yıllar boyunca ekonomik durgunluğun devam etmesi olmuştur. Bunun sonucu, esnek kur politikasından arzu edilen sonuçlara ulaşılamaması ve bu nedenle kura müdahale etmek zorunda kalınmasıdır. Dolayısıyla eski paradigmanın terk edilmesi son 15-20 yıldır bu politikaları uygulayan ülkeler açısından ciddi bir sorun oluşturmuştur. Fakat gelişmekte olan ülkelerin karşılaştığı sıkıntılar daha ciddidir. Herşeyden önce, bu politikaları uygulayan gelişmekte olan ülkelerde yatırım ve tasarruf kararları, finansal sistemin çalışma alışkanlıkları, tüketim kalıpları ve hatta kamu harcamaları bile eski politikalara göre biçimlenmiştir.

Bu ülkelerden bazıları ciddi iç borç stoklarına ve zayıf mali yapıları borçlulara sahiptir. Üstelik borç stoku faiz hadlerine duyarlıdır. Burada iç borç stokundan kastedilen sadece kamu kesiminin özel kesime olan borcu değildir. Kamu kesimi, finansal sistem, hanehalkı ve şirketler kesimi gibi kaba bir gruplandırma yaparsak; bu kesimlerden birinin diğerine ciddi miktarda bir borç stoku olması, bu borç stokunun faiz hadlerine duyarlı olması ve borçluların zayıf bir mali yapıya sahip bulunması durumunda sorun ciddi biçimde büyümektedir. Çünkü –aralarında Türkiye'nin de bulunduğu- bu ülkeler iç faiz hadlerini kontrol etmeye dayanan bir politika izlemek zorundadırlar. Bu nedenle kur düzeyine müdahale imkanları hiç olmamakta veya çok sınırlı olmaktadır.

KAYNAKÇA

- Bağımsız Sosyal Bilimciler İktisat Grubu. (2001) . “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ”, *Türk Mühendis ve Mimar Odaları Birliği*, 5-45.
- BAIG, T. (2001) . Characterizing Exchange Rate Policies in Post Crisis East Asia, *IMF Working Paper*, No : 152, 1-44.
- BOSWORTH, B. , COLLINS, S. , (1999) . “Capital Flows to Developing Countries : Implications for Saving and Investment”, *Brookings Papers on Economic Activity*, No : 1, 1-38.
- CALVO, G. A. , REINHART, C. M. (2000) . “Fear of Floating” *NBER Working Paper*, No. 7993, 1-64.
- CLAESSENS, S. , GIOVANNI, F. , SIMEON, D. (1999) . “Corporate Distress in East Asia : Assessing the Impact of Interest and Exchange Rate Shocks”, *World Bank Reported Note*, No : 172, 1-34.
- ÇOLAK, F. Ö, (2001) “İstikrar Programı ve Kriz ”, *İşveren*, sayı 39, 6-9.
- DEMİRGÜÇ, A. , DETRAGIACHE, E. . (1998) . “The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries ”, *IMF Staff Papers*, 45 no : 1, 81-109.
- DPT (2000) . “Makroekonomik Program ve Beş Aylık Uygulama Sonuçları”, *Ekonomik ve Sosyal Konsey Sunuş Notu*, Ankara, 1-75.
- GREENE, J. E. (2002) . ‘The Output Decline in Asian Crisis Countries : Investment Aspects, *IMF Working Paper*, No : 25, 1-24.
- GÖKTAŞ, A. (2000), *Küresel Kriz ve Türkiye*, Özen Yayıncılık, Ankara.
- HABIR, M. , PANGESTU, M. (2002) . “The Boom, Bust, and Restructuring of Indonesian Banks” *IMF Working Paper*, No : 66, 1-35.

- HERNANDEZ, L. MONTIEL, P. (2001) . 'Post Crisis Exchange Rate Policy in Five Asian Countries : Filling in the Hollow Middle', *IMF Working Paper*, No : 170, 1-41.
- IMF (1998) . *International Financial Statistics*, Washington, D. C.
- İZMİRLİOĞLU, A. (Haziran 2000) . *Makroekonomik Program (2000-2002) ve Beş Aylık Uygulama Sonuçları* , DPT.
- Mc KINNON, R. (2000) . *After the Crisis, the East Asian Dollar Standart Revisited*, Stanford University.
- MISHKIN, F. S. (1999) . "Lesson From The Asian Crisis", *National Bureau of Economic Research*, Cambridge, 1-24.
- KIM, S. , STONE, M. , (1999) . 'Corporate Leverage, Bankruptcy, and Output Adjustment in Post Crisis East Asia' *IMF Working Paper*, No : 143.
- ÖZBİLEN, Ş., (1999) . "Global ve Ulusal Ekonomilerde Reel Kriz Süreçlerinin Ortaya Çıkışı ve Gelişme Süreçleri ", *Yeni Türkiye*, 171-185.
- TÜRKER KAYA (1998), Yasemin, " Sermaye Hareketleri ve Kısa Süreli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği", DPT Yayınları, Ankara.
- TCMB. (2001) . "2001 Para Politikası Hedefler ve Uygulama", Temmuz, , 1-45.
- UYGUR, E. (2001) . "2000 Kasım ve 2001 Şubat Üzerine Değerlendirmeler ", *Mülkiye*, 25 (227) , 37-71.