

FAİZ DÜZEYİNİN DÖVİZ KRİZİNİ ÖNLEMEDEKİ ROLÜ: TÜRKİYE ŞUBAT 2001 KRİZİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ

Aydan KANSU*

Cem Mehmet BAYDUR**

Öz:

Gelişmekte olan ülkelerde takdire dayalı politikaların uygulanması enflasyonla mücadeleyi zorlaştırmaktadır. Bu nedenle günümüzde, para otoriteleri veya merkez bankaları takdire dayalı politikalarından vazgeçmekte kurala dayalı politikalar uygulamaktadırlar. Bu kurala dayalı politikalarından biride kur sistemini sabitlemektir. Kurun sabitlenmesi yıllarca enflasyonla mücadelede başarı sağlayamamış para otoriteleri için kredibilite kazanma fırsatı yaratmaktadır. Ancak gerek makroekonomik yapının sağlam olmaması gerekse hükümetlerin izlediği tutarsız makro politikalar sabit kur sistemini sürdürmenin maliyetini önemli ölçüde arttırmaktadır. Bu nedenle ortaya çıkan spekülasyon atığı engellemek ve sabit kur sistemini sürdürebilmek için faiz oranının yükseltilmesi, diğer makroekonomik büyüklükler üzerinde olumsuz etki yaratacağı ve bu süreçte gerekli yapısal önlemler alınmadığı için döviz krizini sadece bir süreliğine ertelemektedir. Bu çalışmada, döviz krizinin nasıl ortaya çıktığı, ikinci nesil modellerle açıklanmıştır. Bu bağlamda, sürdürülemez makro politikaların sabit kur sisteminin terk edilmesinde oynadığı rol ele alınmıştır. Ortaya konan model yardımıyla da Türkiye Şubat 2001 döviz krizi incelenmiştir. Gerekli makro dengeleri sağlamadan uygulanan sabit kur sisteminin döviz kriziyle sonuçlanacağı kanaatine ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Sabit kur, kredibilite, faiz oranı, döviz krizi

THE ROLE OF INTEREST RATE IN PREVENTING FOREIGN EXCHANGE RATE CRISIS: EVALUATION OF FEBRUARY 2001 CRISIS IN TURKEY

Abstract:

Application of discretionary policies in developing countries makes it hard to fight against inflation. Consequently, monetary authorities or central banks

* Yrd. Doç.Dr., İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi, İktisat Bölümü, aykansu@istanbul.edu.tr

** Doç.Dr., Muğla Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, cbaydur@mu.edu.tr

abandon discretionary policies and apply commitment rules instead. One type of the commitment rules is the fixed exchange rate system. By the fixed exchange rate system, monetary authority gain credibility for anti-inflation policies. But, inconsistent macropolicies applied by the government and fragile macroeconomic systems magnify the potential costs of the fixed exchange rate system. Increasing interest rates cannot prevent the fixed exchange rate system from speculative attacks in the long run. Unless structural measures are taken, exchange rate crises is unevitable. This study investigates the determinant factors of the exchange rate crises by employing second generation models. In this context, this paper further explores how unsustainable macropolicies affect the fixed exchange rate system. "February 2001 Crisis" is investigated through a model. Both the mathematical model and the empirical findings indicate that the fixed exchange rate system cannot be sustained and results in crisis in the absence of a well balanced, strong macroeconomic structure.

Keywords: Fixed exchange rate, credibility, interest rate, exchange rate crises

GİRİŞ

Sabit kur sistemi uygulayan pek çok ülke bu kur sistemini döviz krizi nedeniyle terk etmek zorunda kalmıştır. 1992 ERM (Avrupa Döviz Kuru Mekanizması) 1994-1995 Meksika, 1997 Doğu Asya, 1998 Rusya, 1999 Brezilya, 2001 Türkiye krizleri örnek olarak gösterilebilir. Ülkeler kur sistemi tercihinde bulunurken aynı zamanda para politikasını bağımsız kullanıp kullanmama kararını da vermiş olmaktadırlar. Sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda kur sabitlendiği zaman merkez bankası¹ para politikasını bağımsız olarak kullanamaz. Dışa açık ekonomilerdeki politika üçleminden dolayı faiz oranları piyasa şartlarında belirlenir (Obstfeld, vd., 2004), (Kansu, 2005).

Sabit kur sisteminin önemli avantajlarından biri enflasyonla mücadelede kredibilite kazanmak için fırsat yaratmasıdır. Kredibilite, açıklanan politikaların yerine getirileceği beklentisidir. Ancak taahhüt edilen politikanın kredibil sayılması için diğer ekonomik büyüklüklerin nasıl etkilendiği dikkate alınmalıdır. Çünkü bugün uygulanan sıkı para politikası gelecekteki politika uygulamasını sınırlandıracaksa ödün verilmeyen politika kredibilite kazandırmaktan çok zarar getirebilir. Örneğin bugün uygulanan antienflasyonist politikanın ilerde işsizliği ve hükümetin borcunu artırması gelecekteki anti enflasyonist politika taahhüdünü daha az kredibil hale getirir (Drazen ve Masson, 1994: 735-736). Sabit kur sistemi tercihiyle enflasyonun düşürülmesi amaçlanırken, diğer makroekonomik büyüklükler üzerinde yarattığı olumsuzluklar, iktisadi birimler açısından spekülasyon atak yaratmak için önemli gösterge olabilmekte ve bu olumsuzluklar devam ederken hükümetin sabit kuru sürdürerek kredibilite kazanmaya çalışması döviz kriziyle son bulabilmektedir.

Bensaid ve Jeanne (2000) işsizliğin düşük olmasının ya da iyi bir bankacılık sisteminin, dış ticaret dengesinin sabit kura kredibilite kazandırması açısından daha önemsiz olmadığını belirtmekte ve 1992-1993 yılında EMS (Avrupa Para Sistemi) krizinde, işsizliğin spekülatif atakta oynadığı role dikkat çekmektedirler. Örneğin 1992 ERM krizinde İngiltere, faiz düzeyini yükseltmek zorunda kalmasının mevcut işsizliği arttıracığını göz önüne alarak ERM'yi terk etme kararı almıştır. Dornbush (2001) ulusal bilanço dengesizliklerini içeren yeni tip krizlerin, sadece cari hesabın yarattığı dengesizlikten kaynaklanan krizlere göre ekonomi üzerinde daha fazla olumsuz etkiler yarattığını belirtmekte ve bu olumsuzluğu derinleştiren faktörlerin finansal şokun büyüklüğüne, likidite sıkışıklığı ile ilgili iflaslardan kaynaklanan planlama hatalarına bağlı olduğunu belirtmektedir. Ayrıca krizlerin ertelenmesinin bilançoları daha da kötüleştireceğini ve kriz meydana geldiğinde yayılmasının daha şiddetli olacağını altını çizmektedir.

Ekonomik büyüklükler arasında değiş-tokuşlar (trade-off) vardır. Kurun sabitlenmesi her ne kadar enflasyonla mücadele konusunda kredibilite kazandırma fırsatı yaratsa da sabit kurla çelişen politikalar uygulanması ve sabit kur sisteminin maliyetlerini arttıran şokların ortaya çıkmasıyla sabit kurun sürdürülmesini zorlaştırmaktadır. Sabit kur çapasını sürdürme isteği ne kadar yüksek ve ortaya çıkan şoklar kuvvetli ise kur çapasını sürdürmek için faizleri yükseltmek ve bunun getirdiği maliyetlere katlanmak gerekmektedir. Her ekonomik veya siyasal otorite katlanacağı maliyeti dikkate almak zorundadır. Kredibilitesini kaybetmemek için faiz oranlarını yükselterek sabit kuru sürdürmeye çalışmak ve bunun yaratacağı maliyete katlanmak, siyasal otorite için sorunu ancak geçici olarak erteleyebilir. Maliyetler ağırlaştığında, beklenmedik bir şekilde kurun terk edilme, başka bir deyişle kriz çıkma ihtimali yüksektir. Dolayısıyla faiz politikası krizi önlemeye çalışırken krizi daha da derinleştirmekte ve krizin maliyetini artırmaktadır. Böylece sonuçta hem kur terk edilmiş olmakta, hem kuru terk etmemek için yükseltile faizin yarattığı maliyetlere katlanılmakta, hem de kredibilite sıfırlanmaktadır. O yüzden para otoritesinin sabit kuru terk etmek veya sürdürmek konusunda vereceği karar çok önemlidir. 1994 yılında Meksika'da sabit kuru sürdürme konusunda alınan kararın etkileri bu açıklamaya iyi bir örnektir.

1994 Meksika krizinden çıkarılacak derslerden biri, sadece sabit kur sistemini devam ettirerek taahhüt edilen politikanın yerine getirilmesiyle kredibilitenin arttırılmayacağını göstermesidir. Kredibilite sadece politika yapıcının politikayı ödün vermeden sürdürmesi değil aynı zamanda bunu yapacak yetenekte olduğunu kanıtlamasıyla kazanılır (Sachs, vd.,1995:5). Kur sistemini riske atacak ekonomik politikalar ve şoklar hükümeti devalüasyona zorlarken, özel iktisadi birimler de hükümetin ne yaptığını ve nasıl davranacağını tahmin etmek zorundadırlar. Hükümetin kredibilite ile takdir yetkisini dikkate alarak beklentilerini oluşturan özel birimler, şartlar oluştuğunda, sürü psikolojisi ile hareket ettiklerinde döviz krizinin de

tetikleyicisi olabilmektedir. Özel birimlerin para otoritesinin değişim niyeti hakkındaki kaygıları, hükümetlere devalüasyona gitmekten başka çare bırakmaz. Beklentilerin bu şekilde bozulduğu bir ortamda faiz silahı işe yaramaz. Kuru sabitlemenin getirdiği avantajların artan maliyetleri karşılamadığı noktada sabit kur sistemini sürdürmek zorlaşır. Kur sistemi bu gerekçelerle terk edilir (Obstfeld ve Rogoff,1996), (Furman ve Stiglitz, 1998), (Stiglitz, 2001).

Brezilya'da 1999 krizinden önce, faizi yüksek tutarak sabit kur sistemini sürdürme tercihinin bankacılık sisteminde ve kamu borcunda yaratacağı maliyetler analiz edilmiştir. Bankacılık sisteminde açık pozisyonun olması ve uluslararası fon yöneticilerinin paniklerini önlemek için sabit kur sistemini sürdürme tercihi yüksek faiz oranlarını gerektirmiştir. Ancak yüksek faiz oranları, bankacılık sistemini olumsuz etkilediği gibi kriz sonucunda ortaya çıkan banka zararları kamulaştırıldığından kamu borçları artmaktadır. Brezilya'daki durum şunu göstermiştir ki yapay olarak yükseltelen faiz oranları, finansal sistemde özellikle bankacılık sisteminde yarattığı problemlerden dolayı finansal krizlere yol açmaktadır (Palma, 2004).

Bu çalışmada hükümetin, sabit kur sistemini spekülative ataktan korumak için kullandığı savunma politikalarından biri olan faiz üzerinde durulacaktır. Bu bağlamda hükümetin öncelikli amacı ne olmalıdır? Maliyeti ne olursa olsun sabit kur sistemini sürdürmek mi ? Hükümetin sabit kur sistemini sürdürmesinin diğer makroekonomik büyüklükler üzerinde yaratacağı negatif etkiler onun kredibilite kaybetmesine neden olmaz mı? sorularına cevap aranacaktır. Sabit kur sisteminde krizin temel makro dengelerdeki bozulmanın kur politikasını katlanamayacağı kadar maliyetli hale getirmesinden ortaya çıktığı görüşü Obstfeld'in çalışmasından faydalanılarak gösterilecektir. Obstfeld'in (1994) çalışmasındaki modelde gerek dışsal gerekse kamu kaynaklı şokların devalüasyon beklentilerini ve maliyetleri nasıl etkilediği araştırılmakta, devalüasyon beklentilerinin yarattığı yüksek faiz maliyeti ile sabit kuru sürdürmenin maliyetlerini karşılaştırarak döviz krizi açıklanmaktadır. Özetle, bu çalışmada faiz düzeyinin döviz krizlerini önlemedeki rolü tartışılacak ve bir model yardımıyla kriz açıklandıktan sonra Türkiye Şubat 2001 krizi değerlendirilecektir.

D) FAİZ ORANI YÜKSELTİLEREK DÖVİZ KRİZİ ÖNLENEBİLİR Mİ?

Döviz krizleri farklı nedenlerden kaynaklanabilmektedir. Dolayısıyla döviz krizleri çıkış nedenlerine göre üç farklı modelle açıklanmaktadır (Kansu, 2006). Krugman (1979) tarafından geliştirilen birinci nesil modellerde sabit kur sistemiyle tutarsız politikaların uygulanmasının spekülative atağa yol açarak sabit kur sisteminin çökmesine neden olduğu vurgulanmaktadır. Bu durum sürdürülemez politikalar sonucunda merkez bankasının rezervlerinin azalmasına yol açmakta ve rezervlerdeki azalış spekülativeörlerin spekülative atağa geçmeleri için bir neden oluşturmaktadır. Örneğin hükümetin bütçe açıklarını para basarak finanse etmesi sabit kur sistemiyle

tatarsız bir durum yaratmaktadır. Burada vurgulanması gereken nokta, hükümetin rezervler tükendikten sonra sabit kuru savunmak için rezerv dışında başka bir politika kullanmayıp kuru dalgalanmaya bırakmasıdır.

Krugman'ın modelindeki hükümet pasif bir durumdayken ve sürdürülemez makro politikalar krizin nedenini oluştururken, ikinci nesil modellerde hükümetin kurallar ile takdire dayalı politika arasındaki seçimi dikkate alınarak krizin dinamikleri açıklanmaktadır. Bu çerçevede Kyland-Prescott (1977) politika kuralları modeli ve buna kaçış şartı (escape clause²) eklenerek ikinci nesil kriz dinamikleri açıklanır. Politika kurallarına uyum sağlamak, takdir yetkisiyle ortaya çıkan gereksiz enflasyonu ortadan kaldırma konusunda etkili olabilir. Ancak kurallar daha az esnek olduğu için ekonomiyi şoklara karşı koruyacak takdir yetkisini de azaltmış olur. Bu yüzden kaçış şartının olduğu kuralları takip etmek, sadece kurallara bağlı olmak veya sadece takdir yetkisini kullanmaya göre daha fazla üstünlük sağlar (Flood ve Marion,1997:385), (Lohmann,1991). İkinci nesil modeller veya kaçış şartı yaklaşımında sabit kur sistemi örneğin antienflasyonist itibar veya kredibilite konusunda getireceği kazançlardan dolayı sürdürülmektedir. Ancak sabit kur sistemini sürdürmek her zaman mümkün olmayabilir. Bu mantığa dayanarak ülkenin politika yapıcısı daima kaçış şartını deneyebilir. Bu kaçış; devalüasyon, revalüasyon ya da esnek kur sistemini uygulamaktır. Politika yapıcı bu kararı verirken, veri ekonomik şartlar altında, sabit kuru sürdürmenin yararları ile uygulayacağı politikanın maliyetini karşılaştırır (Jeanne, 1999). Politika yapıcı birkaç ekonomi politika amaçları arasındaki değiş-tokuşla karşı karşıya kalmasını dikkate alır. Benzer bir mantık diğer iktisadi birimler için de geçerlidir. Sabit kur sisteminin sürdürüleceği garantisi verilmiş olsa bile, istiyorsa politika yapıcı döviz kuru politikasını değiştirebilir. Gerek politika yapıcının gerekse iktisadi birimlerin birbirlerini etkilemeleri, krizlerin makroekonomik büyüklüklere bağlı olmayan bir şekilde ortaya çıkmasına neden olabilir. Politika yapıcının ekonomi politikaları sabit kur sistemiyle uygun olsa da spekülâtörler devalüasyon beklentisine girebilir veya tetikleyebilir (Fourçans ve Franck, 2003:57).

Kaçış şartı yaklaşımında iki farklı görüş mevcuttur. İlk geliştirilen yaklaşımlarda makroekonomik büyüklüklerde bozulma olsun ya da olmasın kendi kendini besleyen beklentilerin döviz krizine neden olduğu vurgulanmaktadır. Daha sonra geliştirilen yaklaşımlarda ise spekülâtif atağın gerçekleşmesi için makroekonomik temellerin bozulması gerekmekte ancak politika yapıcı sabit kur sistemini kendi kendini besleyen spekülâtif atak gerçekleşmediği sürece sabit kuru sürdürebilmektedir (Fourçans ve Franck, 2003), (Esquivel ve Larrain, 1998), (Metz, 2003).

İkinci nesil modeller özel sektör ve hükümet davranışlarının birbirleriyle etkileşiminin yarattığı birkaç mümkün sonuç üzerinde durmaktadır. Beklentilerin niteliğine göre ekonomi bir dengeden diğer bir dengeye atlayabilir. Bu modellerde çözümün çokluğu kendi kendini besleyen beklentilere dayalıdır. Özel sektörün beklentisi hükümetin uygulayacağı politikayı etkiler. Örneğin, eğer özel sektör

devalüasyon olasılığına daha çok ağırlık verirse, faiz oranları yükselir ve hükümet sabit kur sistemini sürdürmenin çok maliyetli olduğu kararını vererek sabit kur sistemini terk edebilir. Tersine, özel sektör devalüasyon beklemiyorsa faiz oranları daha düşük kalacağı için devalüasyon ihtimali de daha düşük olur ve sabit kur sistemi rahatlıkla sürdürülebilir (Flood ve Marion, 1997:384).

Faiz oranını yükseltmek ve spekülasyon baskıyı azaltmak arasındaki ilişki karmaşıktır. Çünkü yüksek faiz oranının vereceği sinyal önemlidir. Dolayısıyla faiz oranını yükselterek spekülasyon atağı önlemek ya da önleyememek arasında basit bir ilişki yoktur. Yüksek faiz düzeyini spekülasyoncular sahip oldukları bilgiye göre farklı algılayabilirler (Drazen, 2000: 305). Faiz oranlarının olağanüstü düzeylere çıkarılması zayıf makroekonomik büyüklüklerin olduğu ya da rezervlerin yetersiz olduğu sinyalini vererek spekülasyon baskıyı arttırabilir ya da hükümetin, kuru savunma gücünde ve yeteneğinde olduğu sinyalini verebilir. Hükümetin diğer amaçlarına göre sabit kuru sürdürme taahhüdüne sadık kalacağı ve bu amaca öncelik verdiği beklentisi oluşabilir (Drazen ve Hubrich, 2002:2-11). Tersine, hükümetin amacı kredibilitate kaybetmemek olsa bile zayıf makroekonomik büyüklüklerin varlığını bilen spekülasyoncular hükümetin yüksek faizi sürdüremeyeceği beklentisine girip bunun uzun vadeli olmayacağını düşünebilirler. Bu nedenle spekülasyon atak faizle ancak kısa bir süreliğine ertelenebilir.

Sıkı para politikasını savunanlar daha yüksek faiz oranının sadece geçici olması gerektiğinin altını çizmektedirler. Bu yüzden döviz kuru savunulduktan sonra faiz oranlarının düşmesine izin verilmelidir. Bu tartışma önemlidir. Çünkü hüküm süren yüksek faizin maliyeti ağır olabilir. Tam tersine, geçici sıkı para politikasıyla para otoritesi, döviz kuru istikrarı ve düşük enflasyonu tercih ettiği sinyalini de verebilir. Geçici politikalar yatırımcıların inançlarını değiştirebilir. Böylece sıkı para politikası uygulamasından vazgeçilse bile döviz kuru belli bir düzeyde istikrar kazanacaktır (Goldfajn ve Gupta, 2002:284).

Döviz kurunu desteklemek için faiz oranlarının geçici olarak yükseltilmesi bir takım reformların yapılması için zaman kazandırabilir. Ancak bu politikanın etkili sonuçlar doğurması için yapılacak reformların inandırıcılığı önemlidir. Yoksa faiz oranlarının yükseltilmesi güven kaybı şeklinde sinyal oluşturabilir. Başka bir deyişle taahhüt edilen reformlar ne kadar kredibil olursa kuru savunmak için faiz oranlarını yükseltmeye daha az ihtiyaç duyulur (Furman ve Stiglitz,1998:108). Leblang (2000) Ocak 1985 ve Aralık 1998 tarihleri arasında 90 gelişmekte olan ekonomilerde gerçekleşen 88 spekülasyon atağı incelediğinde 42'sinin devalüasyonla son bulduğunu 46'sının devalüasyona yol açmadığı sonucuna ulaşmıştır. Spekülasyon atağın başarıya ulaşmamasında hükümetin sabit döviz kurunu savunma gücünde ve yeteneğinde olmasının etkili olduğunu belirtmiştir. Ancak makroekonomik büyüklüklerin zayıf olması veya hükümetin sabit kuru savunma gücü ve bu işi yapmaya gönüllü olması konusunda belirsizlik varsa spekülasyon atak meydana gelmektedir. Kraay (2000) faiz oranı ile spekülasyon atak arasında sistematik bir ilişki olmadığını, gelişmiş ve gelişmekte

olan ülke örneklerine dayanarak yüksek faiz düzeyinin spekülative atağı engellemediğini ya da devalüasyon olasılığını azaltmadığını belirtmektedir. Yinede spekülative atak sırasında faizin tam olarak etkisiz olmadığını da vurgulamaktadır. Kısacası faiz politikasının ekonominin yapısına, izlenen ekonomi politikalarının tutarlılığına ve beklentilere göre değerlendirilmesi gerekmektedir.

1997 yılında Doğu Asya krizinin yaşanması ve birinci ve ikinci nesil modellerin bu krizi açıklayamaması; bankacılık ve şirket bilançolarında bozulma yaşanması, verilen garantilerin ahlaki riziko yaratması, finansal serbestleşmenin borçlanma imkanlarını arttırması sonucunda oluşan krizler üçüncü nesil modellere ihtiyaç doğurmuştur. Doğu Asya ülkelerinde özellikle Tayland'ın spekülative atağı önlemek amacıyla faizleri yükseltmesi işe yaramamıştır. Artan risk göstergeleri faizin savunma politikası olarak kullanılmasını engellemiştir. 1997 yılındaki krizin bulaşıcılığını önlemek için Hong Kong faiz oranlarını yükseltmiştir. Ancak bu ülkede makroekonomik yapının bozuk olmaması faizi yükseltmenin olumsuz etkilerini ortadan kaldırmıştır.

Ekonomik ortama ve dengelerdeki algılamaya bağlı olarak ekonomide iyi ve kötü dengeler oluşmakta (çoklu denge) ve krizi yönetmek çok daha zorlaşmaktadır. Sabit kuru spekülative atak karşısında savunmak için gerçekleştirilen mücadele süreci Obstfeld'in (1994) modeli yardımıyla olarak incelenecektir. Model; kur beklentileri, ekonomik dengesizlikler ve şoklar arasında ilişki kurmakta daha sonra beklentilerin olumsuz olması sonucunda faiz silahının nasıl yetersiz kalacağını göstermektedir.

II) MODEL

Genelde her ekonomik analizde olduğu gibi döviz krizlerini analiz etmek için başlangıçta arz ve talep denklemleri tanımlanacaktır. Standart talep fonksiyonu yerine siyasal otoritenin toplam taleple ilgili seçimlerini gösteren kayıp fonksiyonunu (L) kullanmak analiz açısından faydalı olacaktır (Baydur, 2006). Toplam talebin iki boyutu olan fiyat ve milli gelir artış hızı sapmalar şeklinde kayıp fonksiyonun bünyesine girmektedir. Gerçektende politika yapıcı başka bir deyişle hükümet dönem sonunda hedeflediği enflasyon (π) ve gelir artış (y) düzeyinden sapma ile ilgilenecektir. Hükümetin amacı kayıp fonksiyonunu minimize etmektir ve kayıp fonksiyonu aşağıdaki (1) nolu denklemdeki gibi yazılabilir. (1) nolu denklem için satın alma gücü paritesi geçerli kabul edildiğinden enflasyon ile kur ikame edilebilir. (1) nolu fonksiyon basit bir seçim fonksiyonudur. Kayıp fonksiyonundaki katsayılar hükümetin değişkenlere atfettiği önemi ekonomik amaçlardaki önceliklerini gösterir. θ , enflasyon veya kur önem katsayısıdır. Fonksiyondaki değişkenlerin karesinin alınmasını nedeni mutlak değer forma göre, kare bir fonksiyon formunun daha cezalandırıcı olmasıdır. Buradaki model Obsfeld'ten (1994) alınmıştır.

$$L = \frac{1}{2}y^2 + \frac{\theta}{2}\varepsilon^2, \quad (1)$$

ε yerli paranın yabancı para karşısında değer yitirme oranıdır ve aşağıdaki gibi hesaplanabilir.

$$\varepsilon = \frac{E_2 - E_1}{E_1} \quad (2)$$

Hükümet kuru sabitlese bile kuru terk etme imkanı olasılık olarak her zaman vardır. Ekonomideki şartların değişmesinden dolayı takdire dayalı politika izleme olasılığı hükümetler için her zaman mevcuttur. Hükümetin kuru terk etmesi durumunda karşılaşacağı maliyetleri “c” ile göstermek kaydıyla daha gerçekçi bir kayıp fonksiyonu (2) nolu denklemdeki gibi yazılabilir. c'nin ifade ettiği maliyet politiktir ve kredi kaybına eşittir. Bu durumda kayıp fonksiyonu yeniden düzenlenirse (1) den farklı olarak aşağıdaki gibi yazılabilir. z, kur sistemini göstermektedir.

$$L = \frac{1}{2}y^2 + \frac{\theta}{2}\varepsilon^2 + cZ \quad \left\{ \begin{array}{l} Z = 1, \text{ eger, } \varepsilon \neq 0, \text{ esnekkur} \\ Z = 0, \text{ eger, } \varepsilon = 0, \text{ sabitkur} \end{array} \right\} \quad (2)$$

Para otoritesi iktisadi birimlerin beklentilerini dikkate alarak yukarıdaki kayıp fonksiyonunu minimize edecek devalüasyon oranını seçecektir. Bu devalüasyon oranının bulunabilmesi için ekonominin arz ve talep cephesinin bir araya getirilmesi gerekmektedir. Ekonominin arz cephesi Phillips eğrisi ile betimlenecektir. Buradaki Phillips eğrisi beklentileri kapsamakta, ücret ve fiyat yapışkanlıklarını veya her ikisini birlikte dikkate almaktadır.

$$y_t = \alpha(e_t - w_t) - u_t \quad (3)$$

w nominal ücret artış oranını, e yabancı paranın ülke parası cinsinden değerini, u ortalaması sıfır yurtdışı faiz oranını, özel sektör ve hükümet ile bağlantısı olan bir stokastik değişkeni göstermektedir. İşçiler ve firmalar t dönemindeki ücretlerini t-1 dönemindeki reel ücretlerini sabit tutacak şekilde belirlemektedirler.

$$w_t = E_{t-1}(e_t) \quad (4)$$

$E_{t-1}(\cdot)$ t-1 dönemindeki bilgiye dayanarak oluşan beklentileri gösteren bir değişkendir. Bu enformasyon u'yu içermez ve ücretler u hakkında indekslenmemiştir. u meydana geldikten sonra fark edilir (Minford ve Pell: 1983).

Politika yapıcı kendi çıktı ve enflasyon hedeflerine göre politikasını belirlemekte ve özel sektör de buna göre pozisyon almaktadır. Dolayısıyla bu basit ekonomide iki dönem bulunmaktadır. Bütün özel birimlerin benzer beklentilere ve rasyonel beklentilere sahip olduğu varsayılmaktadır. Modeldeki değişkenler logaritmiktir, satın alma gücü paritesi geçerlidir, e p'ye eşittir, p ülke içindeki çıktının fiyatını göstermektedir. p* yabancı fiyatları göstermekte ve veri olarak alınmaktadır.

Modelin çalışma mekanizması kısaca şu şekilde özetlenebilir: t dönemindeki ücretlerdeki artış, arz şokları veya cari çıktıyı doğal çıktı üzerine taşıyan talep şokları karşısında, hükümetin kur değişikliğine gidip gitmeme konusunda karar vermesi gerekecektir. Ortaya çıkan şoklar ve dengesizlikler için faiz silahının maliyetine göre hükümet pozisyonunu belirleyecektir. Maliyetlerin arttığı bir ortamda özel birimler de ekonominin koşullarını veya dengesizliklerini hükümet kadar bildikleri için döviz rezervleri bitmeden döviz almak isteyeceklerdir. Sonuçta beklentiler bozulacak kur ve faiz sarmalı yükselerek kriz ortamı oluşacaktır. Bu hipotezi göstermek için (2) nolu kayıp fonksiyonu kur ve çıktı farkları cinsinden yeniden yazılacaktır. Bu kayıp fonksiyonundaki y^* doğal çıktı artış hızıdır.

$$L_t = \frac{\theta}{2}(e_t - e_{t-1})^2 + \frac{1}{2}[y_t - y^*]^2 \quad (5)$$

Hükümetin t dönemindeki kayıp fonksiyonu (3) nolu denklemin yardımı ile aşağıdaki gibi yazılabilir.

$$L_t = \frac{1}{2}(e_t - e_{t-1})^2 + \frac{1}{2}[\alpha(e_t - w_t) - u_t - y^*]^2 \quad (6)$$

Hükümetin politika seçimi hem enflasyon beklentilerini hem de ücretleri belirler. (6) nolu denklem minimize edecek kur değeri için e için çözümlenirse hükümetin devalüasyona hangi koşullar altında gideceği de tanımlanmış olur.

$$\frac{dL_t}{de_t} = (e_t - e_{t-1}) + \alpha[\alpha(e_t - w_t) - u_t - y^*] = 0$$

Bir kısaltma yaparak hükümetin reaksiyon (devalüasyon) fonksiyonu (7) nolu denklemdeki gibi yazabilir, $\lambda = \frac{\alpha^2}{1 + \alpha^2}$

$$e_t - e_{t-1} = \lambda(u_t / \alpha) + \lambda(w_t - e_{t-1}) + \lambda(y^* / \alpha) \quad (7)$$

(7) nolu denkleme göre, hükümet şokların etkisini, aşırı ücret artışlarını denkleştirmek için döviz kurundan faydalanır. Zaten kurun bir fonksiyonu da şokların etkilerini dengelemektir (Baydur ve Süslü, 2006). Ancak kur sabitlendiğinde yerli paranın değerlendirilmesi ihracatın zorlaşması ve artan işsizlik gibi maliyetlerden dolayı, kurun değer yitirmesi sonucunda ortaya çıkacak ücret enflasyonu riskine rağmen, hükümet paranın değerini düşürmeyi tercih edebilir. Bunun yanında bu tür bir şok olmasa bile hükümet doğal çıktı üzerine çıkmak için sürpriz bir devalüasyona gidebilir. Böylelikle ekonomi doğal büyüme hızından daha hızlı büyür veya dolayısıyla şok

olmasa bile hükümetin devalüasyona gidebileceğini varsaymak mantıklıdır. Şokun maliyeti işsizliğe katlanmak yerine, paranın değerini düşürücü bir politika izlemek hükümet için daha caziptir. Hükümet kadar işçiler ve firmalar da rasyonel olduğuna göre (7) nolu denklemde ifade edilen stratejiyi bilmektedirler. Ücret stratejisi buna bağlı olarak belirlenmektedir. İşçilerin ücret taleplerini bulmak için (4) nolu eşitlik işçilerin rasyonel beklentiler altında hareket ettiği varsayılarak (7) nolu denklemle bir araya getirilir.

$$w_t = e_{t-1} + \lambda E_{t-1}(u_t / \alpha) + \lambda(w_t - e_{t-1}) + \lambda(y^* / \alpha)$$

$E_{t-1}(u_t) = 0$ olduğundan t dönemi ücretleri için bir çözümleme yapılırsa, denge ücret düzeyi ve

$$w_t = e_{t-1} + \frac{\lambda}{1-\lambda}(y^* / \alpha) \quad (8)$$

(7) ve (8) nolu denklemleri bir araya getirilip optimal devalüasyon oranı bulunabilir.

$$e_t - e_{t-1} = \lambda u_t + \frac{\lambda}{1-\lambda}(y^* / \alpha) \quad (9)$$

$\lambda = 0$ olmadığı sürece her zaman bir devalüasyon eğilimi olacaktır (Baydur ve Ardıç: 2007). Bu eğilim kısa dönemli Phillips eğrisinin geçerli olduğu anlamına gelmektedir. Hükümetlerin doğal büyüme hızını aşan bir hızda büyüme istekleri karşısında sabit kur sistemi enflasyon eğilimini yok etse bile önceden bilinmeyen şoklar karşısında para otoritesinin elini kolunu bağlamaktadır. Hükümetin döviz kurunu sabitlemesi bir kredi sağlasa bile şoklara ve ekonominin bütün durumlarına uygulanacak kadar etkili değildir. Sabit kur her duruma uyum sağlayamaz (Baydur ve Süslü: 2006). Daha gerçekçi olmak kaydıyla en son yazılan kayıp fonksiyonunu sabit kuru terk etmenin maliyetleri dahil ederek yeniden yazılırsa aşağıdaki kayıp fonksiyonu elde edilir.

$$L_t = \frac{1}{2}(e_t - e_{t-1})^2 + \frac{1}{2}[\alpha(e_t - w_t) - u_t - y^*]^2 + cZ_t \quad (10)$$

Bu tür bir kayıp fonksiyonu altında para otoritesi nasıl davranır? Para otoritesi önceden belirlenmiş ücretler, buna koşut olan döviz kurları ve önceden belirlenen enflasyon oranları karşısında ortaya çıkan şokların maliyetlerini kayıp fonksiyonunu dikkate alarak belirleyecektir. Hükümette şoklar karşısında en düşük maliyeti veya en azından fayda ile maliyeti dengeleyen kur rejimi seçecek veya sürdürecektir. Bu durumda t dönemi için $\pi_t = w_t - e_t = E_{t-1}(e_t) - e_{t-1} = 0$ geçerli iken yani herhangi bir ücret talep ve teknolojik şok yok iken hükümet sabit kur sistemini seçerse yukarıdaki kayıp fonksiyonu (F üst işareti sabit kur sistemini göstermektedir).

$$L_t = \frac{1}{2}(0)^2 + \frac{1}{2}[\alpha(\pi) - u_t - y^*]^2 + cZ_t$$

$$L_t^F = \frac{1}{2}[\alpha\pi_t - u_t + y^*]^2 \quad (11)$$

Eğer hükümet kurları (7) nolu denklemdeki gibi belirlerse, başka bir deyişle olası şokları ve enflasyonu aşan ücret artışları ve ekonomiyi tam istihdam düzeyinin üstüne çıkaracak genişletici politikaları dikkate alan, takdir yetkisini kullanarak esnek kura geçtiği, bir kayıp fonksiyonu düzenlenirse:

$$L_t^R = \frac{1}{2}(\lambda(u_t / \alpha) + \lambda(w_t - e_{t-1}) + \lambda(y^* / \alpha))^2 + \frac{1}{2}[\alpha(e_t - w_t) - u_t - y^*]^2 + cZ_t$$

$$L_t^R = \frac{1}{2}\left[-\frac{\lambda}{\alpha}(\lambda(w_t - e_{t-1}) + u_t + y^*)\right]^2 + \frac{1}{2}[(-1)(\alpha(w_t - e_t) + u_t + y^*)]^2 + cZ_t$$

$$L_t^R = \frac{1}{2}\left[-\frac{\lambda}{\alpha}(\lambda(\pi_t) + u_t + y^*)\right]^2 + \frac{1}{2}[(-1)(\alpha(\pi_t) + u_t + y^*)]^2 + cZ_t$$

$$L_t^R = \frac{1}{2}\left[\frac{\lambda^2}{\alpha^2} + 1\right](\lambda(\pi_t) + u_t + y^*) + cZ_t$$

$$\lambda = \frac{\alpha^2}{1 + \alpha^2}; Z = 1; 1 - \lambda = 1 - \frac{\alpha^2}{1 + \alpha^2} = \frac{-\alpha^2 + 1 + \alpha^2}{1 + \alpha^2} = \frac{1}{1 + \alpha^2}$$

$$\left[\frac{\lambda^2}{\alpha^2} + 1\right] = \frac{\frac{\alpha^2 \alpha^2}{(1 + \alpha^2)(1 + \alpha^2)}}{\alpha^2} + 1 = \frac{\alpha^2}{(1 + \alpha^2)(1 + \alpha^2)} + 1 = \frac{\lambda + 1 + \alpha^2}{1 + \alpha^2} = \frac{\lambda + (1 - \lambda)}{\frac{1}{1 - \lambda}} = 1 - \lambda$$

$$L_t^R = \frac{1}{2}(1 - \lambda)[\alpha\pi_t + u_t + y^*]^2 + c \quad (12)$$

İki kur sistemini ifade eden denklemler birbirinden çıkarılırsa

$$L_t^F - L_t^R = \frac{1}{2}\lambda[\alpha\pi_t + u_t + y^*]^2 - c > 0$$

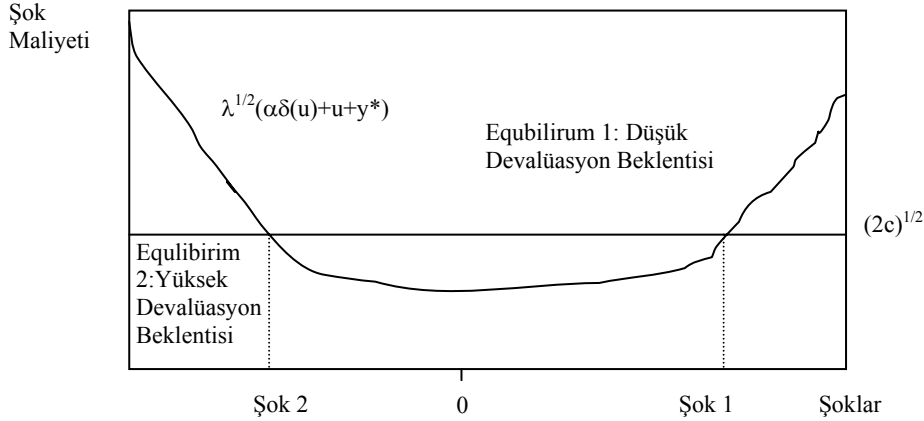
$$\frac{1}{2}\lambda[\alpha\pi_t + u_t + y^*]^2 > c \quad (13)$$

(13) nolu denkleme göre sabit kur sistemi uygulayan bir hükümetin maliyetleri her zaman takdir yetkisine dayalı politikalardan büyüktür. Dolayısıyla bu basit ekonomide hükümetin her zaman bir kandırma politikası uygulayabilme imkanı mevcuttur. (13) nolu denklemdeki eşitsizlik yardımı ile şoklar sonucu kuru savunmak için katlanılacak maliyetler de tanımlanabilir. Bunun için (13) nolu denklemdeki eşitsizliğin eşitlik olarak yazılması gerekmektedir.

$$\frac{1}{2} \lambda [\alpha \pi_t + u_t + y^*]^2 = c$$

Bu durumda (13) nolu denklem $\sqrt{\lambda}(\alpha \delta(\bar{u}) + \bar{u}_t + y^*) = \sqrt{2c}$ gibi ikinci dereceden bir denklemdir ve köklerden biri şok değerinden daha büyük diğeri daha küçüktür. Bu çok köklü durum esasında ekonominin olası denge noktalarından başka bir şey değildir. Bu denge noktalarından hangisini efektif olacağı şokun büyüklüğüne ve beklentilere bağlıdır. Bütün bunlar Şekil : 1 üzerinde denge noktaları gösterilmektedir.

Şekil : 1
Çoklu Denge



Kaynak: OBSTFELD, Maurice. (1994), "The Logic of Currency Crisis" http://elsa.berkeley.edu/~obstfeld/ftp/currency_crises/cc.pdf (08.06.2006)

Şekil : 1'de görüldüğü gibi $\alpha \delta(\bar{u}) + \bar{u}_t + y^*$ eğrisi sabit kuru katlanmanın maliyetlerini, sabit kuru sürdürmenin yol açtığı maliyetlere katlanmayıp devalüasyona gitme sonucu ortaya çıkacak maliyetleri de $\sqrt{2c}$ doğrusu tarafından gösterilmektedir. Bunların birbirine eşit olduğu iki nokta vardır. Bu noktalardan hangisinin efektif olacağı ekonomideki bozulmaya, şoklara ve bunların beklentiler üzerindeki etkisine

bağlıdır. Sabit kur sisteminde ekonomideki şoklar sonucu önemli maliyetler ortaya çıkıyorsa, kuru sürdürmek hem hükümet hem de özel iktisadi birimler için rasyonel olmayacaktır. Şekil : 1'de de 2 nolu noktadaki gibi bir denge noktasında yüksek devalüasyon beklentisi oluştuğunda yüksek faiz ile kuru savunmak mümkündür. Ancak yüksek faiz, yüksek ücret enflasyonu ve rekabet gücü kaybı gibi olumsuzlukları, artan ödemeler dengesizliği ve bozulan bilançolar gibi faktörler er ya da geç hükümeti devalüasyon yapmaya zorlayacaktır. Bu şartlar altında ne kadar beklenirse şokların maliyetleri o kadar artacaktır. Eğer şokların maliyetlerini tanımlayan devalüasyon eğrisi, buna beklentiler eğrisi de denir, kayarsa başka bir deyişle beklentiler kötüleşirse faiz oranları ne kadar arttırılırsa arttırılırsın kur savunulamayacaktır. Devalüasyon eğrisinin kuru terk etme maliyetleri doğrusu olan $\sqrt{2c}$ 'nin üzerine çıktığı şartlarda kuru ve faizi beraber tanımlayacak sonsuzdan başka bir kök değeri bulunamaz. Bu noktada herhangi bir faiz düzeyi kuru savunamaz. Mutlaka bir spekülatif atak olacaktır. Bu durum döviz krizi olarak tanımlanmaktadır. Özetle, bir ekonomideki şoklar özellikle negatif şoklar veya hükümetler temel ekonomik dengeleri ciddi ölçüde bozduğunda özel birimlerin kur beklentileri değişecek ve sabit kuru sürdürmenin maliyetleri artacaktır. Bu durumda faizi yükseltmek çözüm olmayacak hükümet sabit kuru terk ederek dalgalanmaya bırakacaktır.

III) ŞUBAT 2001 KRİZİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ

Bu bölümünde öncelikle 2000 yılında uygulanmaya başlanan IMF destekli döviz kurunun çapa olarak kullanıldığı enflasyonu düşürme programı ele alınacaktır. Programın temel hedefi ve özellikleri belirtilerek, Kasım 2000 tarihinde kırılma noktasının neden oluştuğu ve bu dönemden itibaren yükselen faizlere rağmen neden sabit kurun savunulamayıp üç aylık bir süreden sonra sabit kurun döviz kriziyle son bulduğunun nedenleri model yardımıyla yorumlanacaktır. Böylece Şubat 2001 kriz sürecine nasıl gelindiği daha iyi anlaşılacaktır.

IMF ile yapılan programın temel özelliği üç yıllık süre sonunda enflasyonu tek haneli rakama; 2000 yılı sonunda % 25, 2001 yılında % 12 ve 2002 yılında % 7'ye indirmektir. İktisadi birimlerin kredibilitelerini kazanıp enflasyon beklentilerini hedefler doğrultusunda değiştirmek içinde kur çapasına dayanan bir istikrar programı düzenlenmişti. Uygulanacak olan kur politikası 18 aylık dönemler şeklinde ikiye ayrılmıştı. 2000 yılının ilk 18 aylık döneminde enflasyon hedefine yönelik kur sepeti başka bir deyişle sürünen parite uygulanacak ve döviz kur sepeti 1 ABD Doları + 0,77 Euro'dan oluşan kur sepeti bir yıllık bir süreyi kapsayacak şekilde günlük olarak açıklanacak ve ikinci 18 aylık dönemde ise kademeli olarak genişleyen bant sistemine geçilecekti. Kur politikası sadece enflasyon hedefine göre uygulanacaktı. Net İç

Varlıklar (NİV) 1999 yılı sonundan başlayarak üç aylık dönemler sonunda alacağı maksimum değer -1200 trilyon TL’de sabitlenmişti (değerleme hesabındaki değişimin etkisi hariç tutulmuştu). NİV’lar değişkenine kısıt getirilmesiyle birlikte, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) ancak döviz karşılığında piyasaya likidite verebilecekti. Bu kur politikasının başarılı olması için maliye ve gelirler politikasında iyileşme sağlanması ve cari işlemler dengesinin sürdürülebilir olmasının önemi de program kamuoyuna açıklanırken vurgulanmıştı (Erçel,1999).

2001 Şubat krizini teorik bölümde geliştirilen modelle açıklamak için sabit kuru terk etmek ile sabit kuru sürdürmenin maliyetlerini tanımlayan denklemleri tekrar hatırlatmak gerekmektedir. (7), (9) ve (13) nolu denklemlere göre yaşanan olumsuz gelişmeler karşısında sabit kur sistemini korumak maliyetli bir süreçtir. (7) ve (9) nolu denklemlere bakıldığında hükümet şokların maliyetlerinden, daha açık bir ifadeyle kendi amaçları ile uyumsuz ücret politikasının getirdiği maliyetlerden kurtulmak veya sabit kur sisteminde ulusal paranın değerlenmesi ile bozulan ödemeler dengesini düzeltmek, artan işsizlik gibi maliyetlerden kurtulmak için sabit kur sistemini terk edebilir veya mevcut kuru korumak için faizi kullanabilir. Sabit kurun maliyetleri (13)

nolu denklemde $\frac{1}{2}\lambda[\alpha\pi_t + u_t + y^*]^2$ olarak formüle edilmiştir. Ancak kuru terk etmenin

maliyeti olduğu gibi sürdürmenin de maliyeti vardır ki Obstfeld’in modelinde kuru terk etmenin maliyetine c denilmiştir. Bu maliyetler Türkiye örneği için değerlendirildiğinde sabit kur enflasyon çapası olarak alınmıştır. Dolayısıyla TCMB için sabit kur sistemini terk etmenin maliyeti (c); hedeflenen enflasyon düzeyine ulaşamamak ve kredibilite kaybetmektir. Model yardımıyla sabit kuru sürdürme maliyetleri ile kuru terk etme maliyetlerini birbiriyle kıyaslayarak Şubat 2001 krizi üç aşamalı olarak ele alınabilir.

Birinci durumda sabit kuru terk etmenin maliyetinin kuru sürdürmenin maliyetinden büyük olduğu durumdur ki bu formül olarak $\frac{1}{2}\lambda[\alpha\pi_t + u_t + y^*]^2 < c$ şeklinde ifade edilir. Örneğin belirsizliği veya enflasyonu düşürmek için sabit kura geçildiğinde iktisadi birimler hükümetin kararlılığına güvenirlerse kur sistemini terk etmek çok maliyetli olacaktır. Kredibilitesi olmayan ekonomi otoritesi belli bir amaca ulaşmak için çapa kullanabilir. Çapalar gelecek dönük taahhütlerdir. Sabit kur da kronik enflasyonla mücadele etme açısından iyi bir çapadır. Nitekim Türkiye’de Aralık 1999’da enflasyonu düşürme programı açıklandığında aşırı bir iyimserlik havası olmuştur. 2000 yılının başında program uygulanmaya başlanınca beklentilerin hızla iyileşmesi, kurun sabitlenmesiyle birlikte kurla ilgili belirsizliğin ortadan kalkması ve aşırı iyimserlik sermaye girişini arttırmış faizlerin, enflasyon beklentilerinin ve enflasyonun düşmesine neden olmuştur.

İkinci durum faiz silahı ile sabit kuru koruma durumudur. Sabit kur uygulandığı sürede, şoklara karşı esnek olmadığından ekonomideki değişikliklere ve şoklara cevap veremez, para otoritesi kuru korumak için faizleri (9) nolu denkleme göre artırır

ki bu da kurun maliyetini artırır. Kuru korumak için yükselen faizler sonucu artan işsizlik, bozulan ödemeler dengesi, firmaların ve bankaların bilançolarında bozulma, risk ve beklentilerdeki artış kuru korumanın maliyetleri olarak sayılabilir. Bu aşamada da modele göre optimal politika sabit kuru sürdürmenin maliyetleri ile terk etmenin maliyetlerini eşitleyen bir faiz politikası olarak tanımlanmaktadır ki

$$\frac{1}{2} \lambda [\alpha \pi_t + u_t + y^*]^2 = c \text{ olduğu sürece sabit kuru sürdürececek bir faiz politikasını}$$

izlemek mümkündür. Modelden elde edilen bu bilgiler ışığında Kasım 2000 krizi yorumlanabilir. Başlangıçtaki olumlu hava Kasım 2000 tarihindeki kriz sürecine gelinceye kadar ekonomideki bazı olumsuz gelişmeleri de arka plana itmiştir. Kurun sabitlenmesiyle birlikte kurla ilgili belirsizliğin ortadan kalkması ve aşırı iyimserliğin sermaye girişini arttırması ulusal paranın değerlenmesine neden olmuştur. Sabit kur sisteminde sermaye girişinin sterilize edilmemesi nedeniyle faiz oranları düşmüştür. Bu bir taraftan iç talebi arttırmış diğer taraftan da TL'nin reel olarak değerlenmesi sonucu ithalatı arttırmıştır. Tablo : 2'de de görüldüğü üzere cari denge giderek bozulmuştur. Petrol fiyatındaki artış da cari açığı planlanan limitlerin ötesinde bozulmasına katkı yapan bir başka faktör olarak bu dönemde ortaya çıkmıştır. Bunun yanında iç talepteki artış ve enflasyonun beklenen seviyede düşmemesi, özelleştirmenin ve birtakım yapısal reformların zamanında yapılmaması, IMF'nin Türkiye'ye Eylül ayında vereceği kredinin 3.dilimini Aralık ayına ertelenmesi, Arjantin'de kriz beklentisi, bankacılık sistemindeki açık pozisyonun artması belli başlı olumsuz gelişmeler olarak 2000 yılının ikinci yarısında ön plana çıkmıştır. 2000 yılının ilk yarısında para-kur politikası ve kamu dengesiyle ilgili performans kriterlerinin yerine getirilmesine yapısal reformlarda meydana gelen yavaşlamayı ve gerek ücretler gerekse kiralarda enflasyon hedefinin çok üzerinde artmasıyla (9 nolu denkleme göre bu şartlarda kuru sürdürmenin maliyetleri artmaktadır) birlikte Devlet İç Borçlanma Senetlerinin (DİBS) faizleri yükselmiş beklentiler bozulmaya başlamıştır. Özellikle sermaye çıkışlarına karşı hassas hale gelen açık pozisyonundaki bankalar Tablo : 3 deki portföylerinde yüksek oranda Hazine kağıdı bulundurdukları için likidite sorunu yaşamaya başlamışlardır. 22 Kasım 2000'de ortaya çıkan ve 2001 Aralık ayının ilk yarısında bir bankanın Tasarruf Mevduat Sigorta Fonu'na (TMSF) alınmasının yarattığı yoğun likidite ihtiyacı sonucunda (ki model açısından bir şok tur (13) nolu denklemin sol tarındaki $\alpha \delta(u) + \bar{u}_t + y^*$ sabit kuru sürdürmenin maliyelerinin artması anlamına gelmektedir. TCMB'nin müdahalesiyle birlikte NİV bandının dışına çıkmıştır. TCMB'nin sağladığı likiditenin döviz talebine dönüşmesi sonucunda TCMB piyasaya döviz satmış ve NİV kaleminin 30 Kasım değerinde dondurulacağı bildirilmiştir. Bu esnada Tablo : 4'te de görüldüğü üzere 5.7 milyar dolar dışarıya çıkmıştır. Kuru korumak isteyen hükümet artan maliyetlere rağmen faizleri arttırmıştır. Böyle bir karardan sonra faizler artmış olmasına rağmen piyasadaki döviz talebindeki artış durmamış, ancak 6 Aralık 2000 tarihinde hükümetin açıkladığı ek önlemler ve IMF'ten alınacak tutarla birlikte 10,4 milyar dolarlık Ek

Rezerv Kolaylığının sağlanması, piyasaları kısmen de olsa sakinleştirmiştir (TCMB, 2000: 72). Tablo : 1'den de görüldüğü üzere gecelik (ON) faizler Mayıs 2000'e kadar %50'lere düşmüş iken Hazirandan itibaren artması ve Kasım ayında yaşanan sermaye çıkış şoku sonucunda başka bir deyişle Kasım 2000 krizinde % 400 Aralık ayında da % 1950 kadar yükselmesi hem sabit kur sistemini sürdürmenin maliyetleri arttırdığının hem de beklentilerdeki bozulmanın ne kadar arttırdığının da göstergesidir.

Tablo : 1
2000-2001 Aylık On Faizlerdeki Gelişim

Aylar	Oca-00	Şub-00	Mar-00	Nis-00	May-00	Haz-00	Tem-00	Ağu-00
ON	80	85	74	55	70	98	60	110
Aylar	Eyl-00	Eki-00	Kas-00	Ara-00	Oca-01	Sub-01	Mar-01	Nis-01
ON	95	82	400	1950	90	6200	150	115

Kaynak: TCMB

Tablo : 2
Türkiye Sermaye Akımları ve Cari İşlemler Dengesi (Milyon \$)

Yıllar	1999	2000	2001
Cari İşlemler Dengesi	-507	-9.819	3396
Direkt Yatırımlar	138	112	2769
Uzun Vadeli D. Sermaye Hareketleri	344	4276	-1131
Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	4310	4035	-11321
Portföy	3429	1022	-4515
Rezerv (Brüt)	23177	25097	12924

Kaynak: TCMB

Tablo : 3
Türkiye'de Bankaların Açık Pozisyonu
(Milyar ABD Doları)

Aylar	Tutar
1998	-8,4
1999	-13,3
2000-I	-15,7
2000-II	-18,1
2000-III	-20
2001-I	-12,1

Kaynak: TBB

Üçüncü durum ise $\frac{1}{2}\lambda[\alpha\pi_t + u_t + y^*]^2 > c$ koşulu ortaya çıktığında kuru terk etmek hükümet için rasyonel olacaktır. Çünkü bu tür bir durum dinamik olarak düşünüldüğünde $\alpha\delta(\bar{u}) + \bar{u}_t + y^*$ devalüasyon eğrisi yukarı doğru kaydığından beklentiler bozulur. Bu durum sabit kuru sürdürmek için yükseltilecek faizlerin ve bu nedenden dolayı katlanılacak maliyetlerin tahammül edilemeyecek biçimde artmasını gerektirir ki bu noktada sabit kuru savunmak mümkün olmayacaktır.

Üçüncü durumda Türkiye açısından faizi yükseltmek bir kısır döngü yaratarak durumu daha da kötüleştirmektedir. Yüksek faiz ve devalüasyon beklentisi arasındaki doğrusal yönlü kısır döngü Şubat 2001 krizini ortaya çıkarmıştır. Bu döngü Şekil : 1' deki eğrinin kaymasına, faizlerin yükselerek maliyetlerin artmasına, beklentilerin bozulmasına yol açmış ve devalüasyon beklentilerini kuvvetlendirmiştir. Kötüleşen beklentiler dolayısıyla faizlerin artması hem kamu ve özel sektörün bilançolarını bozmuş hem de kaynak ihtiyacını daha da artıran bir döngü yaratmıştır (Eren ve Süslü, 2001) . Özellikle Tablo : 3'te görüldüğü üzere yüksek faiz ve devalüasyon beklentisi açık pozisyonu oldukça fazla olan bankacılık sistemi üzerinde yıkıcı etkiler yaratmaktadır. Finansal sistem, kaynak çıkışı ile çok anormal ölçülerde yükselen faizler karşısında kendisini koruyacak bir mekanizmaya sahip değildi. Böyle bir ortamda TCMB'nin izlediği para politikası tasarımı gereği yarı para kurulu gibi işlemekteydi. Bu yüzden TCMB dış kaynak girişi olmaksızın sisteme kredi veremiyordu. Sabit kur sisteminde, merkez bankasının son ödeme mercii fonksiyonunu yitirmesi ve bankacılık sisteminde meydana gelen likidite sıkışıklığına kural gereği müdahale etmemesi gerekir. Para politikasıyla ilgili kuralın ihlal edilmesi fiyat istikrarını sağlama ve sabit kur sistemini sürdürme amacını daha zor bir duruma getirmektedir³ (OECD (2001), Celasun (2002), Erçel (2003) , Miller (2000), Krugman (2000), Serdengeçti (2002), Yenal (2002)). Örneğin 1995 yılının başlarında Meksika Peso'suna yönelik gerçekleştirilen spekülasyon atakta merkez bankasının para basarak son ödeme merci görevini yerine getirmesinin sabit kur sistemiyle tutarsız olması önemli rol oynamıştır.

2000 yılının Kasım ayında TCMB ekonomi politikasıyla ilgili bir ikileme karşılaşmıştır. Bu ikilem sabit kur sistemi gereği bankacılık sistemindeki likidite sıkışıklığına müdahale edilmemesi ya da sabit kur sistemini terk ederek bankacılık sistemindeki likidite sıkışıklığının giderilmesi tercihidir. TCMB sabit kur sistemiyle tutarsız olacağı için başlangıçta likidite sıkışıklığına müdahale etmese de bir süre sonra kuralı ihlal ederek piyasaya likidite sağlamıştır. Ancak piyasaya çıkan fazla likidite döviz talebine dönüşmüştür.

2000 Kasım krizinde, IMF kurun bir bant içinde dalgalanmasını önerse de kredibilite kaybı endişesiyle hem ekonomi bürokrasisi hem politikacılar bu öneriye karşı çıkmıştır (Uygur, 2001: 23-24). Hükümet kredibilite kaybetmemek uğruna sabit kur sistemini sürdürerek yaratacağı maliyete katlanmış ancak 3 ay sonra döviz kriziyle

birlikte hem sabit kuru sürdürerek sağlayacağı kredibilitiyi kaybetmiş hem de yüksek faizin yarattığı maliyetlere katlanmak zorunda kalmıştır.

2000 Kasım krizini TCMB faizleri yükselterek, Tablo : 4'te görüldüğü gibi Kasım ayında 5,795 milyon dolarlık döviz satarak ve IMF'in sağladığı Ek Rezerv Kolaylığı sayesinde atlatmış sabit kuru sürdürme taahhüdüne bağlı kalmıştır. Sonuçta yüksek faizle sağlanan bu durum çok ciddi bir maliyete neden olmuştur. Açık pozisyonda olan kamu ve özel bankaların yüksek düzeyde zararları ortaya çıkmıştır. Özel ve kamu bankalarının Şubat krizinden sonra TMSF devredilmesi zararlarının kamulaştırılması sonucu ortaya çıkan zarar 44 milyar Dolar ki, bu zarar o dönemdeki GSMH % 21'ine denk gelmektedir. (13) nolu denkleme göre artık sabit kur sisteminin getirdiği maliyetler, sabit kuru terk etmenin maliyetinden daha büyük olduğunda kuru terk etmek rasyoneldir. Çünkü $\frac{1}{2} \lambda [\alpha \pi_t + u_t + y^*]^2 > c$ durumu ortaya çıkmıştır. Dolayısıyla Şubat 2001 tarihine kadar kredibilitesi kaybolan bu sistemin Kasım 2000 krizinde terk edilmeyip neden sürdürüldüğünü sorgulamak yanlış olmayacaktır.

Tablo : 4
TCMB 2000 Yılı Aylık Net Döviz Alım/Satım
(Milyon ABD Doları)

Ocak	-1,334
Şubat	900
Mart	340
Nisan	-176
Mayıs	707
Haziran	-92
Temmuz	-1.233
Ağustos	932
Eylül	-161
Ekim	312
Kasım	-5,795
Aralık	-797

Kaynak: TCMB,

(*) Eksi değerler Merkez Bankasının döviz satışını göstermektedir

Finans sisteminin tamamen tıkanmış, beklentilerin fevkalade bozulduğu bir sırada Hazine'nin yüksek düzeydeki borç itfası öncesinde Başbakan ile Cumhurbaşkanı arasında yaşanan tartışmanın kamuoyuna yansması piyasalarda panik yaşanmasına neden olmuş, TCMB döviz talebinin devam etmesi nedeniyle 21 Şubat'ta 3,5 milyar dolar döviz satmıştır. Aynı gün Bankalararası Para Piyasasında kotasyon oranı basit % 4000'e yükselmiştir. Kısa vadeli finansman ihtiyacı yüksek olan bazı bankaların yükümlülüklerini karşılamada yaşadığı zorluklar bankacılık sisteminin işleyişini tehlikeye atacak boyuta getirdiğinden, tüm bu olumsuzlukların ekonomiye getireceği ek maliyetler de göz önünde bulundurularak sabit kur 22 Şubat 2001 tarihinde dalgalanmaya bırakılmıştır (TCMB, 2001: 89). Cumhuriyet tarihinin en büyük ekonomik krizinin gerçekleştiği bir ülkede sabit kur sistemi konusunda kötü bir deneyim yaşanması tekrar sabit kur sistemi uygulama ve bu konuda güven oluşturma şansının kaybolmasına yol açmıştır.

SONUÇLAR

Sabit kur sistemi pek çok ülke tarafından uygulanmıştır. Kurun sabitlenmesi ekonomideki karar alıcıların karşılaştıkları belirsizliği azaltıp hükümete enflasyonla mücadelede kredibilite kazanma avantajı sağlasa bile sürdürülemez makroekonomik yapıların sabit kur sisteminde yaratacağı şoklar sabit kurun başlıca dezavantajıdır. Hükümetin sabit kuru korumak veya değiştirmekle katlanacağı maliyeti minimize eden rolü dikkate alınır, iktisadi birimlerin spekülasyon ataklarının ekonomiye verebileceği zararın boyutunu hesaplayarak sağlam makro dengeler oluşturacak politikalar izlemesi gerekmektedir. Eğer hükümet bu tür politikalardan yoksun bir şekilde sabit kur sistemini sürdürüyorsa, ekonomik dengeler bozulup krize karşı hassas bir yapı ortaya çıktığında, sabit kur sistemi spekülasyon ataklara maruz kalacaktır.

Ekonomide, hükümetin ve özel sektörün borç yapısı dış kaynak ağırlıklı ve kısa vadeliyse, piyasalar esnek ve rekabetçi değilse ekonomik yapının krize hassas olduğu söylenebilir. Bankacılık sektörünün yapısı da krize duyarlı bir ortam yaratmaktadır. Açık pozisyonların büyüklüğü, kredilerde geri dönmeme oranının yükselmesi gibi nedenler iktisadi birimler tarafından olumsuz algılandığında, ulusal paradan kaçış, hükümeti faizleri artırmak ile devalüasyon yapmak arasında bir seçime zorlayabilir. Eğer beklentiler kötü, iktisadi birimler borçlu ise faizleri yükseltmek yerine kur sistemini terk etmek hükümet için rasyonel olacaktır. Bunun yanında sabit bir kur sisteminin şoklara karşı esnek olmaması da hükümet açısından sürekli faizleri yükselterek cevap vermenin cazibesini, yüksek faizin ekonomiye getireceği maliyet nedeniyle, azaltır. Çünkü yüksek faiz, kur faiz makasını açarak ödemeler dengesinin bozulmasına, banka ve firma borçlarının artmasına, kriz maliyetlerinin büyümesine ve işsizliğin artmasına neden olacaktır. Hükümet bu maliyetlere katlanmak yerine sabit kuru dalgalanmaya bırakabilir.

Türkiye’de enerji fiyatlarının artması, yüksek reel faiz, kamu borçları, özel sektörün açık pozisyonları, kuru sürdürmenin maliyetini, faizleri arttırarak sürekli olarak yükseltmiştir. Yükselen faizler fiyatlar yoluyla enflasyona, finansman yoluyla da kamunun ve özel teşebbüs bütçesinin daha hızlı bozulmasına neden olmuştur. Bunun yanında artan fiyat ve sabit kur sistemi altında reel kurdaki değerlenme, azalan ihracat ve büyüyen ithalatın getirdiği ekonomik durgunluk ve dışarıdan borçlanmanın maliyeti, kamuyu sabit kuru terk etmeye zorlamıştır.

Bir ülkenin kur sistemini tercih ederken dikkat etmesi gereken kriterler vardır. Sabit kur sistemini finansal yapının bozuk ve makroekonomik yapının sağlam olmadığı bir ortamda kabul etmek ne kadar doğrudur? Bu bağlamda, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerine bakıldığında sabit kur sisteminin sürdürmenin neden zorlaştığı anlaşılabilir. Özetle, sabit kur sisteminde meydana gelen spekülâtif atağın sürdürülemez ekonomik dengelerin varlığında yüksek faizle önlenemeyeceği savı 2001 Şubat kriziyle Türkiye ekonomisinde doğrulanmıştır.

SONNOTLAR

¹ Merkez bankası, politika yapıcı, para otoritesi ve hükümet birbirlerinin yerine kullanılmıştır.

² Escape clause (kaçış şartı), herhangi bir koşulda hazırlanan kontratın, belirtilen koşullar meydana geldiğinde, kontratı kabul eden tarafların kontratı sonlandırmaya izin vermesi anlamında kullanılmaktadır. Bu çalışmadaki anlamı ise sabit kur sistemini terk etmek için bir takım koşulların oluşması ve terk etme kararının bu oluşan koşullara bağlanması biçiminde yorumlanabilir.

³ Türkiye’deki Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin nedenleri tartışıldığında ekonomik otoritelerin yanlış politika uygulamalarının krize yol açtığı önermesi ile IMF’nin gelişmekte olan ülkelerde uyguladığı ekonomi politikalarının sürdürülemez bir şekilde krizle sonuçlanacağını savunun iki görüş bulunmaktadır. Birinci görüş oldukça basit bir şekilde sabit kur ile bağdaşmayan popülist makro ekonomik politikaları ve onu uygulayan hükümetleri krizden sorumlu tutmaktadır. İkinci görüş ise IMF’nin 1990’larda dışa açık, dış kaynak kullanımlı, dış satıma odaklı ve bu sürece göre dizayn edilmiş para ve maliye politikaları ile donatılmış liberal ekonomik yapının kaçınılmaz olarak kriz yarattığını iddia etmektedir. IMF göre bir çok gelişmekte olan ülke tasarruflarının yetersizliğinden dolayı dış kaynağa ihtiyaç duymaktadır. IMF’ye göre ekonominin kurumsal yapısı dışa açık hale getirildiğinde dış kaynak girişini garanti edecek makro para ve maliye politikaları uygulandığında gelişmekte olan ülkelere dış sermaye akacak, bu sermaye verimli alanlarda kullanılacak, böylece gelişmekte olan ülkelere hızla büyücek ve dünya ekonomisini entegre olacaktı. Makro açıdan sabit kur sistemleri 1990 yıllarda sermaye girişini engel olacak kur belirsizliğini kaldırmak için sıkı maliye politikası ile beraber yaygın olarak kullanıldı. Ancak IMF’nin beklentilerinden çok farklı olarak 1990 yıllarda dış sermaye gelişmekte olan ülkelerde rant ve yüksek getiri aradı, bu ekonomilerin yapısal tutarsızlıklarını arttırdı. İkinci görüşe göre ortaya çıkan sürdürülemez ekonomik yapıların krizle sonuçlanan mimarisini tasarlayan IMF idi. Kasım ve Şubat 2001 Krizleri de bu anlamda yorumlanması gereken krizlerdir (Bulutay, Akyüz, 2004; Boratav, 2001, Demir, 2003; Celasun, 2005).

KAYNAKÇA

- BAYDUR, Cem Mehmet. (2006), “Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi ve Faiz Politikası: Doğru mu ? Yanlış mı?”, *Ekonomik Yorumlar*, Sayı: 506.ss.20-29.
- BAYDUR, C. M. ve SÜSLÜ, B. (2006), “Putting and Mighty in an Economy Where Shocks are Frequently of No Use”, *Yapı Kredi Economic Review*, Vol:17, Number:2 December.pp.17-39.
- BAYDUR, C. M. ve ARDIÇ, K. (2007), “Independent Monetary Authority and Uncertainty : The Case of Turkey” forthcoming.
- BENSAID, B. and JEANNE, O. (1997),”The Instability of Fixed Exchange Rate Systems When Raising The Nominal Interest Rate is Costly” *European Economic Review* 41, pp.1416-1478.
- BENSAID, B. and JEANNE, O. (2000), “Self-fulfilling Currency Crises and Central Bank Independence”, *Scandinavian Journal of Economics*, 102(4), pp.605-620.
- BORATAV, Korkut (2001) “ 2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri”, *İşletme Finans Dergisi*, Eylül , ss.6-23.
- BULUTAY, T.ve AKYÜZ, Y. (2004). “Gelişmekte Olan Ülkelerde Para ve Kur Politikaları; Türkiye Örneği” , *İşletme Finans Dergisi*, Kasım 2004, ss.5-30.
- CELASUN, Merih. (2002), “2001 Krizi, Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme”,*Uluslar arası Ekonomi Kongresi, ekonomik Araştırma merkezi,ODTÜ, Ankara,11-14, 9, ss.1-47.*
- CELASUN, Merih. (2005) “ Kriz Nereden Nereye? Kriz ve Sonrası”, *İşletme Finans, Ocak* , ss.6-27.
- DEMİR, Gülten. (2003) “IMF Modeli Krizler”, *İşletme Finans Dergisi, Aralık* , ss.63-77.
- DRAZEN, A. and MASSON, P.S. (1994), “Credibility of Policies Versus Credibility of Policymakers”, *The Quarterly Journal of Economics*, pp.735-754.
- DRAZEN, Allen. (2000). “Interest Rate and Borrowing Defense Against Speculative Attack”, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 53, pp.303-348.
- DRAZEN, A. and HUBRICH, S. (2002), “Mixed Signals in Defending The Exchange Rate”, <http://econ.tau.ac.il/papers/macro/Mixed%20SignalsEvidence.pdf>, (12.11.2005)
- DORNBUSH, Rudi. (2001), “Ortaya Çıkan Piyasa Krizleri Üzerine”,(Çev.) Özge İzdeş, *İktisat dergisi, Şubat-Mart*.ss.56-62.
- ERÇEL, Gazi. (1999), “2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması”,<http://www.tcmb.org.tr/yeni/euds/yayın/paragrafa/baskanmat55.html>, ()
- ERÇEL, Gazi. (2003), *Bıçak Sirtında, Dünya Yayıncılık 203, Birinci Basım, İstanbul.*

- EREN, A. ve SÜSLÜ, B. (2001) "Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye'de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirilmesi", Yeni Türkiye Dergisi, Cilt.41, Sayı: 1.ss.15-36.
- ESQUIEUL, G. And LARRAIN, F. (1998), "Explaining Currency Crises", <http://www2.cid.harvard.edu/-Explainfinal.PDF> (03.04.2005)
- FLOOD, R. and MARION N. (1997), "Policy Implication of 'Second Generation' Crises Models, IMF Staff Papers, Vol:44, No:3,September,pp.383-390.
- FOURÇANS, A. and FRANCK, R. (2003) "Currency Crises: A Theoretical and Empirical Perspective" Edward Elgar Publishing, USA.
- FURMAN, J. And STIGLITZ, J.E. (1998),"Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia," *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, pp.1-135.
- GOLDFAJN, I. And GUPTA, P. (2002) "Overshooting and reversals: The Role of Monetary Policy", http://www.bcentral.cl/esp/estpub/estudios/bancacentral/pdf/279_302GoldGup.pdf (06.01.2006)
- JEANNE, Oliver. (1999), "Currency Crises: A perspective on Recent Theoretical Developments" CEPR Discussion Paper No: 2170, pp.1-47.
- KANSU, Aydan. (2005), "Dışa Açık Ekonomilerde Politika Üçlemi", İktisat Dergisi, Mart-Nisan,Sayı:459-460, ss.38-41.
- KANSU, Aydan. (2006), Döviz Kuru Sistemleri, Döviz Krizleri ve Döviz Kuru Sistemleri, Güncel Yayıncılık,2. basım, İstanbul.
- KRAAY, Aart. (2000), "Do High Interest Rates Defend Currencies During Speculative Attacks?" [http://www-wds.worldbank.org/serulet/WDSContentServer/WDSP/IB/2000/02/09/000094946.....\(05.09.2006](http://www-wds.worldbank.org/serulet/WDSContentServer/WDSP/IB/2000/02/09/000094946.....(05.09.2006)
- KRUGMAN, Paul (1979), " A Model of Balance of Payment Crises", Journal of Money, credit and banking, Vol:11, No:3,pp.311-327.
- KRUGMAN, Paul. (2000) "Crises: The Price of Globalization" <http://www.kc.frb.org/PUBLICAT/SYMPOS/2000/500krug.pdf>, pp.1-32.
- KYDLAND, F. E. And PRESCOTT, E. C. (1977), "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", Journal of Political Economy, Vol.85, No:3, pp.
- LEBLANG, David A. (2000), " To Devalue or Not To Devalue? The Political Economy Of Exchange Rate Policy" <http://spe.cgu.edu/econ/peifconference/papers/Leblang%20.pdf>, (03.07.2005)
- LOHMANN, S., (1991), "Optimal Commitment in Monetary Policy Credibility versus Flexibility" American Economic Review, Vol:82, No:1, pp.273-286.
- METZ , Christine E. (2003) Information Dissemination in Currency Crises, Springer Verlag, Berlin.

- MILLER, Victoria. (2000), "Central Bank Reactions to Banking Crises in Fixed Exchange Rate Regimes", *Journal of Development Economics*, Vol.63, pp.451-472.
- MISHKIN, Frederic S. (1998), "Exchange Rate Pegging in Emerging Market Countries", <http://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/PDFpapers/IF98.pdf> (05.05.2006)
- MINFORD, P., PEEL, D., (1988), *Rational Expectations and the New Macro Economics*, Basil Blackwell, Newyork.
- PALMA, Gabriel (2004). "A Brazilian-Style 'Ponzi': How to Create a Financial Crisis by Trying to Avoid One", *What Global Economic Crisis* Edited by Philip Arestis, Michelle Baddeley and John McCombie, Published by Palgrave Macmillan, New York.
- OBSTFIELD, M. and SHAMBAUGH, J. C., TAYLOR, A.M., (2004), " Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rate, Monetary Policies, and Capital Mobility", <http://www.nber.org/papers/w10396> (9.06.2006)
- OBSTFIELD, M. and ROGOFF, K. (1996), *Foundations of International Macroeconomics*, MIT Press, London.
- OBSTFELD, Maurice. (1994), "The Logic of Currency Crises" http://elsa.berkeley.edu/~obstfeld/ftp/currency_crises/cc.pdf (08.06.2006)
- SACHS, J.; TORNELL, A. and VELASCO, A. (1995), "The Collapse of the Mexican Peso: What Have We learned?" <http://papers.nber.org/papers/w5142.pdf> (07.05.2006)
- STIGLITZ, E., Joseph. (2001), "Failure of the Fund: Rethinking the IMF Response", *Harvard International Review*; Summer, 23/2.
- ORGANIZATION OF ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). (2001), *Economic Survey of Turkey*.
- SERDENGECİ, Süreyya. (2002), " Şubat 2001 Krizi Üzerine Düşünceler: Merkez Bankası Bakış Açısından Çıkarılacak Dersler" http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/2002/METU_Eyl111.htm (05.01.2006)
- TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI. (2000), Yıllık Rapor.
- TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI. (2001), Yıllık Rapor.
- UYGUR, Ercan. (2001), "Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri", <http://www.tek.org.tr/dosyalar/KRİZ-2000-20013.pdf> (20.03.2006)
- YENAL, Oktay. (2002), *Görünen Köyün Kılavuzu, İktisat/İşletme ve Finans yayınları No.6*, Ankara.