

EKONOMİK KRİZLERDE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN ROLÜ VE IMF'NİN KRİZ YÖNETİMİ

Gülsüm AKALIN¹, Ayhan UÇAK²

¹Marmara Üniversitesi, İ.İ.B.F., İktisat Bölümü, Doçent Dr.

²Trakya Üniversitesi, İ.İ.B.F., İktisat Bölümü, Yardımcı Doçent Dr.

THE ROLE OF SHORT TERM CAPITAL FLOWS ON ECONOMIC CRISES AND IMF'S CRISIS MANAGEMENT

Abstract: The effects of short term capital flows of many financial crises of developing countries of the world economy which have appeared early 1980s is highly clear. These financial crises lead to deterioration of macroeconomic indicators as well as social structures. As for IMF, it causes the dissolution of macroeconomic equilibrium of the countries dictating its distorting policies. In this study, the development of short term financial movements on an international scale and IMF's effects on it have considered. Moreover, crises triggering effects of speculative capital movements as for Latin America and South-east Asia as well as IMF's crisis management are taken into examination. After all, November 2000 and February 2001 crises of Turkish Economy have evaluated on this basis.

Keywords: Capital Flows, IMF, Financial Crisis

I. GİRİŞ

1980'li yılların başından itibaren küresel boyutta artan sermaye hareketlerinin yaşanan ekonomik krizler üzerindeki etkisi, günümüzde oldukça tartışılan konular arasında yer almaktadır. Sermaye hareketlerinin serbest olmasının getirdiği riskler günümüzde gelişmiş ülkeler için artık pek tartışılmamaktadır. Onlar büyük ölçüde sermaye ihraç eden ülkeler de olsalar, aynı zamanda, büyük ölçüde uluslararası sermaye de ithal etmektedirler. Risk daha çok gelişmekte olan ülkeler için gündeme gelmektedir. Bu da doğal görünmektedir; çünkü bu ülkelere akan mali sermaye risk iştahı fazla olan yatırımcılara aittir ve spekülatifdir. Finansal anlamda açık olan gelişmekte olan ekonomilerin spekülasyona da açık olması, uygulanan iktisat politikalarının etkinliğini azaltmakta ve makroekonomik büyüklüklerde istikrarsız görünüm ortaya çıkarmaktadır.

Bu çalışmada, öncelikle uluslararası piyasalarda sermaye hareketlerinin gelişmesi ve IMF'nin bu gelişmedeki rolü ele alınacaktır. Bir sonraki bölümde, ulusal bir ekonomide finansal krizin ortaya çıkışı ve bunun diğer ekonomilere yayılması incelenecektir. Dördüncü bölümde 1980'li yıllarla birlikte ortaya çıkan finansal kriz örneklerine yer verilecek ve bu krizlerde sermaye hareketlerinin etkisi ve IMF'nin kriz yönetimi

EKONOMİK KRİZLERDE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN ROLÜ VE IMF'NİN KRİZ YÖNETİMİ

Özet: Dünya ekonomisinde daha çok gelişmekte olan ülkelerde, 1980'li yılların başından itibaren yaşanan pek çok finansal krizde kısa vadeli sermaye hareketlerinin etkileri belirgindir. Yaşanan krizler makroekonomik göstergelerin ve sosyal yapının bozulmasına yol açmaktadır. IMF ise hem kriz öncesi hem de kriz sonrası uygulattığı yanlış politikalarla ülkelerin makro dengelerinin daha da bozulmasına neden olmaktadır. Bu çalışmada, öncelikle uluslararası piyasalarda kısa vadeli sermaye hareketlerinin gelişimi ve IMF'nin bu gelişmedeki rolü ele alınmaktadır. Daha sonra Latin Amerika, Güney Doğu Asya'da söz konusu spekülatif sermaye hareketlerinin kriz başlatma etkisi ve IMF'nin kriz yönetimi sorgulanmıştır. Ayrıca Türkiye Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri de bu açıdan değerlendirilmiştir.

Anahtar Sözcükler: Sermaye Hareketleri, IMF, Finansal Kriz

başarısı tartışılacaktır. Beşinci bölüm, değerlendirme ve politika önerilerinin yer alacağı sonuçlardan oluşmaktadır.

II. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ VE IMF'NİN ROLÜ

1970'li yılların ortalarına kadar en ileri ve en liberal sayılan kapitalist ekonomilerde bile dışa kapalı kapılar, dışa açık kapılardan fazla iken, bu şartlar esas olarak 1974'den sonra ve 1981'den itibaren daha da ivme kazanan bir tempoda değişikliğe uğramıştır. 1973 Ocak ve 1980 Aralık döneminde petrol fiyatlarının yaklaşık 3 dolardan 41 dolara kadar fırlaması kaçınılmaz olarak dünya çapında bir ekonomik deprem yaratmıştı. Çünkü petrol her ulusal ekonomi için vazgeçilemez stratejik bir önem taşımaktaydı. Dolayısıyla şok fiyatlar, zaten Bretton Woods sisteminin yıkılması ile zayıflayan dünya çapındaki mali yapıyı daha da bozdu. Öyle ki, bir tarafta büyük bir petrol geliri yığılması, öbür tarafta büyük bir sermaye açığı meydana geldi. Petro-dolar adı verilen, petrol ihraç eden ülkelerin (OPEC) satışlarından elde edilmiş gelirler hızla arttı ve bu ülkelerin cari işlem fazlaları yükseldi. Öte yandan, petrol ithal eden ülkelerin cari açıkları da aynı hızda artış göstermiştir. Tablo.1'de yer alan rakamlar bu durumu yansıtmaktadır.

Tablo.1. Petrol İthalatçısı Ülkelerin ve OPEC Ülkelerinin Cari İşlemler Dengesi (Milyar Dolar)

	1973	1974-1978	1979-1981
Cari İşlemler Dengesi			
OECD ülkeleri	+9.5	-54	-126
Az gelişmiş ülkeler	-7.0	-130	-182
OPEC ülkeleri	-8.0	+137.1	+236

Kaynak: Güvenç, N. (1998). Küreselleşme ve Türkiye. İstanbul, BDS Yayınları,64 [1].

1974 ve 1979 yıllarında yaşanan iki petrol şoku ile birlikte dünya ekonomileri enflasyon ve işsizliğin birlikte görüldüğü bir durgunluk dönemine girdiler. Sanayileşmiş ülkeler bu durgunluk döneminde az gelişmiş ülkelere sattıkları ürünlerin fiyatlarını arttırarak bir şekilde enflasyonu bu ülkelere ihraç ettiler. Az gelişmiş ülkeler ise, zorunlu ithalatlarını gerçekleştirmek için, artan petrol fiyatları nedeniyle yüksek miktarlarda dolara ihtiyaç duymaya başladılar. İhtiyaç duyulan parayı bulamayınca gelişmiş ülkelere satın aldıkları son ve ara malların ülkelerine girişi durma noktasına geldi.

Bu çıkmazdan kurtulabilmek için çözüm şu şekilde bulunmuştur: OPEC ülkelerinin çoğu az gelişmiş ülkeler olduğu için ellerinde biriken muazzam sermaye fazlasını rantabl biçimde değerlendiremiyorlardı. Bunun için en uygun yol batılı ülkelere finansal yatırım yapmaktı. Öte yandan, o yıllarda Üçüncü Dünya denen az gelişmiş ülkelerin sermayeye, gelişmiş ülkelerin de ihracata acil ihtiyaçları vardı. O halde, ellerinde sermaye fazlası olan petrol ihracatçısı ülkeler ileri ülkelerin bankalarına paralarını transfer ederek faiz gelirleri elde edecekler; bu bankalar topladıkları sermayeyi az gelişmiş ülkelere borç olarak verecekler; onlar da bu borçla ithalatlarını karşılayacaklardı. Tek sorun, uluslararası mali sistemin iletişim kanallarının mevzuatlar yönünden tıkalı oluşuydu. Bankacılık sistemi ileri kapitalist ülkelerde bile günümüz ölçütlerine göre geri bir düzeydeydi. Sermayenin dolaşımının önündeki engellerin kaldırılması için öncelikle ABD, İngiltere, Almanya ve Japonya'da, daha sonra da ağır petrol faturaları ve ciddi sermaye kıtlığı karşısında dış borç alma ihtiyacı duyan pek çok az gelişmiş ülkede bankacılık sisteminin, para ve kambiyo sisteminin serbestleştirilmesine (liberalizasyon) ve mevzuatın ayıklanmasına (deregülasyon) başlandı. Uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmeye başladığı ve bunun bilgi-işlem ve iletişim teknolojisinde yapılan büyük gelişmelerle desteklendiği bu sürece globalleşme ya da küreselleşme adı verildi. Küreselleşen

dünyada bilgisayarların birkaç tuşuna basarak dünyanın bir ucundaki banka şubesinden öbür ucundaki şubesine fonlar saniyelerle ifade edilebilecek sürelerde transfer edilmeye başladı.

Bu süreçte, Batılı bankaların elde ettiği petrodolarlar, büyük bir sermaye darlığına düşen az gelişmiş ülkelere özel bankalar kanalıyla borç olarak akıtılıyordu. IMF de bu süreçte etkin bir rol üstleniyordu. Çünkü, az gelişmiş ülkeler borçlarını ödeyemez duruma düştiklerinde, bunlara IMF tarafından uygulanacak programlar, borç verenler açısından bir güvence yaratıyordu. IMF'nin az gelişmiş ülkeler için öngördüğü yeni programlar, sermayenin uluslararasılaşmasının gereklerine uygun bir biçimde, konvertibiliteye geçiş ve finansal serbestleşme unsurlarını içeriyordu [2].

Bu aşamada, IMF'nin bu yeni ve geçmişteki fonksiyonları arasında şöyle bir karşılaştırma yapılabilir: Bretton Woods sistemi işlerken IMF, gelişmiş ülkelerin kendi aralarındaki parasal mekanizmanın koordinasyonu ve danışmanlığını yürütmüştü. IMF'nin parasal konularda yarattığı geniş sayılabilecek forum, söz konusu ilişkileri ikili görüşmelerle çözmeye çalışmaktan daha başarılı olmuştu. Özellikle 1970'li yılların ikinci yarısından itibaren artan spekülative sermaye hareketleri ile birlikte paritelerin piyasalar tarafından belirlenmesi [3], IMF'nin en önemli danışma işlevini yitirmesine yol açmıştır. Sanayileşmiş ülkeler arasında IMF destekli istikrar programı uygulayan son ülkeler; 1977 yılında İtalya ve İngiltere'dir. Her iki ülke, ilk petrol şokundan sonra ödemeler dengesi sorunları ile ve bunun sonucunda da ulusal paralarına karşı çeşitli baskılarla karşılaşmıştı. IMF'nin sanayileşmiş ülkelerin ödemeler dengesi sorunları ile ilgisi bu tarihten sonra genelde kesildi. Fon'un finansal desteğinin odağı bundan sonra az gelişmiş ülkelerin üzerine kaydı [4]. Böylece IMF, gelişmiş ülkelerin de içinde bulunduğu uluslararası parasal danışmanlık görevini bırakıp az gelişmiş ülkeler için kriz yöneticisi ve finansör rolüne geçmiş oldu [5].

III. FİNANS PİYASALARINDA KRİZ OLUŞUMU

Finansal kriz, ekonomideki banka ve şirketlerin büyük bir kısmının batmaya başladığı ya da batacağından korkulduğu durum olarak ifade edilebilir [6]. Bir işletme ya da banka, yükümlülükleri varlıklarını aştığı anda müflis duruma düşmüştür. Finansal kriz başladığında, bankalar mevcut işletmelere ilave borç (kredi) kullanırmaya isteksizdirler. Çünkü, belki de söz konusu işletme çoktan batmış durumdadır ve iflasını gizlemektedir. Eğer banka kredi verirse, bu para işletmenin ilk alacaklılarına gidecek ve bankaya hiçbir zaman geri dönmeyecektir. Öte yandan, mevcut işletmeler talep ettikleri kredileri yatırım projelerinde kullanmada gönülsüzdürler. Çünkü bazı bankalar aniden kredilerini geri çağırabileceklerdir.

Finansal krizlerde, banka ve işletmelerin bilançolarında oluşan uyumsuzluklar büyük önem taşımaktadır. Bilançolarda gözlenen aktif-pasif dengesizliklerinin en önemli nedeni parasal uyumsuzluk (currency mismatch) tur. Spekülatif sermaye hareketlerinin başrol oyuncularını spekülörler için bir finansal piyasadan çıkış, bu piyasaya karşı güvensizliğin ortaya çıkması ile başlar. Para spekülörünün güveninde çöküş, ekonominin bankaları ve çalışan firmaları geniş ölçekli bir parasal uyumsuzluktan rahatsız olduğunda bir finansal krize dönüşür.

Bir ekonomi parasal uyumsuzluğa, bankaları ve işletmeleri varlıklarını yerli para ile fakat yükümlülüklerini yabancı para cinsinden belirlediklerinde düşmektedir. Döviz kurlarında ani bir yükseliş olduğunda, eski kurda gayet sağlıklı çalışır gözükür banka ve işletmeler yeni kurda sağlıklı ve batık duruma gelmekte ve böylece geniş ölçekli bir finansal kriz başlamaktadır.

Örneğin, finansal kriz öncesinde bir bankanın bilançosu basitleştirilmiş olarak aşağıdaki gibi olsun:

Varlıklar	Yükümlülükler
Krediler: 100 TL	Mevduat 60 TL
	Borçlar 20 \$
	Sermaye 20 TL

Bu bankanın varlıklarının tümü TL cinsinden tutulmuşken, yükümlülüklerinin bir kısmı TL, bir kısmı da dolar cinsindedir. Zira, sermaye hareketlerinin serbest olması bankaları yurtdışından kısa vadeli borçlanmaya teşvik edecektir. Bu yüzden söz konusu bankanın bilanço yapısında bir parasal uyumsuzluktan söz edilebilir. Şimdi bu yapının nasıl oluştuğu bilançodaki rakamlara dayanan bazı varsayımlarla açıklanacaktır.

1\$ = 1TL iken bu banka yurtdışından kısa vadeli, sözgelimi 3 aylık, 20\$ tutarında bir kredi almış ve bunu Merkez Bankasına satıp karşılığında 20 TL'si elde etmiş olsun. Bu banka elindeki 20 TL'yi işletme ve tüketicilere varsayalım ki ortalama 1 yıllık vade ile kredi olarak kullandırsın.

Şimdi TL'ye spekülatif atakların başladığı ve Merkez Bankası'nın bu saldırılara karşı koymak için döviz rezervlerini tüketme noktasına geldiği ancak - bütün finansal krizlerde olduğu gibi - başarısız olduğu kabul edilsin. Sonuçta dolar kuru 1TL'den 2 TL'ye yükselmiş olsun. Döviz kurundaki artış, TL cinsinden varlıklarda bir değişme meydana getirmezken, yükümlülüklerin TL cinsinden değerini arttıracaktır. Yani bankanın varlıkları yine 100 TL, ancak yükümlülükleri bundan sonra 100 TL değil, $60 + 2 \cdot 20 + 20 = 120$ TL'dir. Uluslararası bankalar, ülke içindeki finansal krizin tüm banka ve işletmeler

kesimine yayılması korkusuyla, verdikleri kredileri yenilemeye isteksiz davranıp, geri ödenmesi talebinde bulunacaklardır. Fakat alınan üç ay vadeli yurtdışı krediler, banka tarafından yurtiçinde ortalama 1 yıl vade ile kullanıldığından vade uyumsuzluğu (maturity mismatch) sorunu kendini gösterecektir. İşletme ve tüketicilere kullanılan krediler geri çağrılacak; ancak bunların ödenmesi mümkün olmayacaktır. Banka, yurtiçinde başka kredi kullanılmaması için kredi faizlerini yükseltecektir. Böylece kriz, ekonomideki tüm birimleri etkisi altına almaya başlayacaktır. Söz konusu banka bir şekilde dış yükümlülüğünü yerine getirmek için her 1\$'lık borcuna karşılık 1 TL yerine bu defa 2 TL verip dolar almak zorunda kalacaktır. Sonuçta, bankanın mali kayıpları oluşacaktır. Eğer kayıplar yeteri kadar geniş ise, bu banka iflas edecektir.

İlk aşamada bir veya birkaç bankanın iflası ile başlayan süreç ardından tüm bankacılık sistemini ve işletmeleri içine alacak ve kriz yayılacaktır. Çünkü, benzeri durumlara düşen ya da düşmeyen bankalar hakkındaki spekülasyonlar nedeniyle sistemden mevduat çekişleri hızlanacaktır. Zira, böyle bankalara mevduat yatıran müşteriler ve kredi kullandıran yabancı veya yerli bankalar olmayacaktır. Bu bankalar mevduat toplayamadığından yatırım kredileri de dağıtamayacaklardır. Bu şartlarda tüm bankacılık fonksiyonlarını yitirmiş olmaktadır. Öte yandan, finansal serbestleşme hareketlerinin neden olduğu uluslararası boyuttaki finans bağımlılığından dolayı bu finansal kriz, diğer ülkelere de yayılabilecektir. Bu özellik, finansal krizlerin bulaşma ya da yayılma (contagion) etkisi olarak adlandırılmaktadır [7]. Aşağıda incelenecek ekonomik krizler de parasal uyumsuzlukların ve yayılma etkisinin izlerini taşımaktadır.

IV. EKONOMİK KRİZ ÖRNEKLERİ, KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN KRİZ BAŞLATMA ETKİSİ VE IMF'İN KRİZ YÖNETİMİ BAŞARISI

IV.1. Latin Amerika Krizleri

1970'lerin sonunda Meksika, ulusal para birimi pezoyu dolara karşı, 1 dolar getirene 23 pezo verecek ya da tersi biçimde sabitlemişti. Meksika, parasını dolara sabitlerken, uyguladığı para politikası, para stokunun ABD'ninkinden daha hızlı genişlemesine yol açtı. Bütçe açıklarının parasal genişleme ile finanse edilmesi 1979-81 yılları arasında ortalama yüzde 30'luk fiyat artışlarına neden olurken, ABD'deki fiyat artışları bunun çok gerisinde kalıyordu. Ülkeden sermaye kaçışları hızlanmış, pezonun devalüe edilmesini gerektiren şartlar çoktan oluşmuştu. 5 Şubat 1982 günü Meksika Başkanı Lopez Portillo pezoyu sonuna kadar savunacağını açıkladı. 19 Şubat günü bu gayretlerin boşa gittiği ve pezonun dolara karşı yüzde 29 devalüe edildiği görüldü [8].

Yine de, Temmuz 1982'de Meksika'nın ihraç ettiği hazine bonolarının getirisi, Dünya Bankası gibi güvenilir kuruluşların çıkarttığı bonoların getirisinin bile altındaydı. Bu durum, o tarihte uluslararası yatırımcılar açısından Meksika'nın ülke riskinin oldukça düşük olduğuna yorumlanabilir. Ancak bir ay sonra, 12 Ağustos 1982'de Meksika Merkez Bankası, döviz rezervlerinin tümünün tükendiğini ve dış borç yükümlülüklerini karşılayamayacağını yabancı finans kuruluşlarına duyurdu [9]. Bu borç yükü 80 milyar doların üzerine çıkmış ve Meksika'yı Brezilya'dan sonra dünyanın en ağır borçlu az gelişmiş ülkesi durumuna getirmişti. Birkaç ay içinde, bankalar borç vermeyi durdurup geri ödeme talep ettikçe kriz Latin Amerika'nın çoğu yerine ve ötesine yayıldı. 88 milyar dolara ulaşan borç yükü ile Brezilya, 40 milyar dolara ulaşan dış borçları ile Arjantin gibi ülkeler de kendilerini borçlarını ödeyemez halde buldular.

1982 borç paniği, bireysel mevduat sahiplerinin bankalardan mevduatlarını çekmeye yeltenmesiyle şiddetlendi. Herbir mevduat sahibinin bankalara yüklenmesiyle bankalar kapanmaya zorlandı ve hiç kimse parasını çekme başarısını gösteremedi. Uluslararası bankalar krize giren Latin Amerika ülkelerindeki açılımlarını kapatmak istediler. Fakat, uluslararası politika yapıcılar böyle bir girişimin krizi küresel yayımlara götürebileceği endişesiyle yeni ödünç mekanizmaları geliştirmeye çabaladılar. En büyük alacaklı bankalar ve hükümet yetkilileri arasında, en büyük alacaklı ülke olan ABD önderliğinde bir danışma kurulu oluşturuldu. Bu kurulda kredi geri ödemeleri yeni bir takvime bağlandı. Borçlar ertelenirken, Meksika aynı zamanda IMF ile bir makroekonomik istikrar programı üzerinde anlaştı. Meksika'da uygulanan IMF programı sonucunda 1986'ya gelindiğinde, reel ücretler erimiş, kişi başına reel gelir kriz öncesi düzeyinden yüzde 10 geriye düşmüştü. [9]. Uygulanan istikrar programına rağmen Meksika'da işler yolunda gitmemiş ve büyüyen dış ödemeler açıkları nedeniyle dış borç stoku giderek kabarmıştı.

1988 yılında, kur (dolar) çapasına dayalı ve IMF destekli yeni bir istikrar politikası devreye sokuldu. Türkiye'nin 2000 yılında uyguladığı istikrar programı ile benzerlikler gösteren bu programda pezonun dolara karşı aşınması enflasyonun altında tutuluyordu. Bu arada, 1989 Mart ayında aralarında Meksika'nın da bulunduğu birçok az gelişmiş ülke için ABD Hazine Bakanı Nicholas Brady yönetiminde yeni bir borç planı oluşturuldu. Bu planla, uluslararası bankalara, borçlu ülkelere krediler konusunda bazı kolaylıklar sağlamaları için baskı konmaktaydı. İleride ödenecek borçların büyük bir kısmı daha küçük bir itibari değere sahip "Brady bonoları" ile değiştirildi [10].

Meksika'nın dış borçları, Brady planı ile yüzde 12 oranında bir düşüş sergiledi. Borçlarda mütevazı da olsa gerçekleşen bu düşüş ve sabit kur sisteminin verdiği güvence nedeniyle Meksika'ya sıcak para girişleri artıyordu [10]. Aslında Latin ülkelerinin tümüne sıcak

para oluk oluk akıyordu. 1991-93 yılları arasında bölgeye 166 milyar dolara varan net sıcak para girişleri yaşandı. Bölge ülkelerinin cari açıklarının toplamı aynı süreçte 98 milyar dolardı. Böylece her Latin Amerika ülkesi için net girişler cari açıklardan yüksekti ve hepsi rezerv artışı yaşıyorlardı. Toplam girişlerin 75 milyar dolarlık kısmı Meksika'yı seçmişti. Meksika Merkez Bankası'nın döviz rezervleri 1990'da 9.4 milyar dolardan 1993'de 25.7 milyar dolara kadar yükseldi [11].

Meksika'da uygulanan programla enflasyon düşüyordu; fakat enflasyonun yavaşlaması döviz kurundaki istikrarın gerisinde kalmıştı. Böylece pezo devamlı değer kazanıyordu. Bu nedenle de ülkenin dış ticaretteki rekabet gücü sürekli olarak düşüyordu. 1990'da 7.5 milyar dolar olan cari açık, 1994'de 29.5 milyar dolara ulaşarak GSMH'nin yüzde 7'si gibi tehlikeli bir orana yükseldi. Arjantin de Meksika düzeyinde olmasa da sürekli artan cari açıklarla karşılaşıyordu. 1991-94 döneminde Arjantin'in ihracatı yıllık ortalama yüzde 5.5 artarken, ithalatı yıllık ortalama yüzde 55.6'lık bir artış sergiliyordu. Meksika ve Arjantin'de dış borç/ ihracat oranı 1994 yılında 1993'e göre yüzde 20 oranında artmıştı [11].

Kırılganlığın arttığı her iki ülkede de olumsuzluklar finansal piyasalardaki görünümüne yansımaya başladı. Şubat ayında ABD'nin faiz oranlarını yükseltmesinin de etkisiyle sıcak para girişleri bu ülkelere ABD'ye doğru yön değiştirdi. 1994 yılı içinde Meksika'yı terk eden sıcak para miktarı 20 milyar dolara ulaştı [11]. Meksika hükümeti dolara endeksli "tesobono"ların itfasını gerçekleştiremeyince kritik bir sürece girildi. Piyasalar artık devalüasyonun kokusunu iyice almıştı; ama Meksika yetkilileri bunu inkar ediyor ve her şeyin yolunda gittiğini söylüyorlardı. Meksika ve Arjantin'den sıcak para çıkışları gittikçe hızlanıyor ve döviz rezervleri tükenme noktasına geliyordu. Bunun karşısında Meksika boyun eğerek devalüasyon yapmayı tercih etti; fakat işi beceriksizce yaptı. Yüzde 15 oranında devalüe edilen pezo piyasalarca hâlâ aşırı değerli görülüyordu [9]. Reel faizler astronomik düzeylerde seyreliyor ve bir türlü inmiyordu. En ürkütücü şey ise krizin Meksika'yla sınırlı kalmaması oldu. "Tekila etkisi" dünyanın pek çok yerine, özellikle de zaten zor durumda olan Arjantin'e ve diğer Latin Amerika ülkelerine yayıldı. Arjantin'de bankalardan mevduat çekişleri hızlandı. Ülkede Para Kurulu yürürlükte olduğundan Arjantin Merkez Bankası'nın para arzını arttırması ancak yeni dolar kazanımı ile mümkündü. Ancak süreç tam tersine işliyor ve ülkeden dolar çıkışları arttıkça parasal taban da daralıyordu. Böylece, Arjantin bankaları yükümlülüklerini yerine getirememeye başladılar.

Meksika hükümeti ise inanılmaz faiz oranlarına daha fazla dayanamayarak Ekim 1994'de pezoju dalgalanmaya bıraktı. Pezo kısa bir sürede kriz öncesi değerinin yarısına düştü; menkul kıymet borsası çöktü.

Arjantin ise banka iflaslarına sahne olurken parasal daralma ile artan üretim maliyetleri yüzünden resesyona giriyordu. Her iki ülkenin de ihtiyaç duyduğu şey dolardı ve her ikisi de bu yüzden IMF'ye ve dolayısıyla ABD'ye muhtaçtı. Yeni programlar karşılığında direkt olarak ABD'den Meksika'ya 50 milyar dolarlık olağanüstü bir kredi açıldı. Arjantin'in kurtuluşunu ise Dünya Bankası'nın ülkedeki bankaları desteklemek için verdiği 12 milyar dolar sağladı [9].

Tekila krizinden çıkarılması gereken dersler şöyle sıralanabilir:

- Sabit kura dayalı istikrar programlarının ilk etkileri olumlu olsa da, zaman ilerledikçe aşırı değerlenen ulusal paralar cari açıkları kritik düzeylere taşımaktadır.

- Büyüyen cari açıkları spekülasyon sıcak para girişleri ile finanse etmek geçici rahatlama sağlamakta; sermaye çıkışları her an ülkeleri krize sürükleyebilmektedir.

- Küresel alanda bir finans bağımlılığı olduğundan kriz her an başka ülkelere de yayılabilmektedir.

- IMF ve diğer finans kuruluşları krizi önceden görme konusunda başarısız kalabilmektedir.

Ancak, Tekila krizi başladıktan dört yıl sonra ortaya çıkan Güneydoğu Asya krizi, Latin Amerika ülkelerinin başına gelenlerin pek fazla önemsenmediğini gösteriyordu.

IV.2. Güneydoğu Asya Krizi

Güneydoğu Asya ülkeleri Endonezya, Malezya, Filipinler, Güney Kore ve Tayland'da 1997 yılındaki krizden önceki son on yılın GSMH büyümesi ortalama yüzde 8'e yakındı. Sergiledikleri gelişmeler "mucize" olarak nitelendiriliyor; kendilerine Asya Kaplanları deniyordu. İhracata yönelik sanayileşen Asya ülkelerinde krizden önceki otuz yıl içinde kişi başına gelir; G.Kore'de 10 katına, Tayland'da 5 katına ve Malezya'da 4 katına çıkmıştı. Dahası, Asya'nın diğer ülkeleri Hong Kong ve Singapur'da kişi başına gelir gelişmiş ülkelerinkini bile aşmıştı. Asya Kaplanları, IMF ve Dünya Bankası tarafından "kapitalist kalkınma modeli"ne örnek gösterilen ülkelerdi. 1990'larda Asya ekonomileri, yükselen piyasalara (emerging markets) akan toplam sermayenin neredeyse yarısını kendine çekiyordu. Sadece 1996 yılında bu ülkelere giren sıcak para 100 milyar doları aşmıştı [12].

Yabancı fonlar, Asya'daki ulusal menkul kıymet borsalarından ölçüyü kaçırarak boyutlarda hisse senedi ve yüksek faizli tahvil satın alıyorlardı. Çünkü Asya ülkeleri yabancı sermayeyi çekebilmek için faiz oranlarını ABD ve diğer finans merkezlerindeki faiz oranlarının üzerinde

tutmuşlardı. Balon gibi şişen sadece menkul kıymet piyasaları değildi. Asya'da yurtiçi faizlerin yurtdışından yüksek olması ya da başka bir anlatımla; yerli para ile borçlanma maliyetinin daha yüksek olması, özel kesime yabancı para ile daha elverişli borçlanma imkanı tanıdı. Bu yüzden özel sektörün yurtdışından borçlanma girişimleri arttı. Tayland'ın başkenti Bangkok'ta kurulan Uluslararası Bankacılığı Kolaylaştırma Merkezi, üç yıl içinde 50 milyar dolara ulaşan dış borcu ülkesine aktardı. Böylece, 1989'da 21 milyar dolar olan ülke dış borcu 1996 sonunda 89 milyar dolara yükseldi. Artan borçlanmaların kompozisyonuna bakıldığında kısa vadeli olanların oranında çok hızlı bir yükseliş görülmüştür. 1997 başında toplam dış borçlar içindeki payı %29'a ulaşan kısa vadeli borçları ile Güneydoğu Asya bölgesi, bu yönüyle Latin Amerika bölgesinden bile iki kat daha fazla kısa vadeli borç oranına sahipti (Latin Amerika bölgesinde 1997'de kısa vadeli borçların toplam borçlar içindeki payı yüzde 14'tü) [13].

Uluslararası bankalardan sağlanan kısa vadeli kredilerin çoğu üretken faaliyetler yerine menkul kıymet borsalarına ve emlak piyasalarına kanalize edildi. Ekonomik faaliyetler yozlaştırılmış (corruption) ve eş dost kayırmacılığı (cronism) ile yürümeye başlamıştı. Kayırılan bu kişiler, düşük maliyetlerle kendilerine hiçbir soru sorulmadan ödünç paralar alabilen insanlardı. Aldıkları kredileri de yurtiçinde yüksek faizlerle inşaat müteahhitlerine kullanıyorlar ya da bizzat kendileri gayrimenkul spekülasyonuna katılıyorlardı. Eğer bu kuruluşlar kendi ülkelerinde mevduat toplamıyorlar ve sadece arsa ve hisse senedi spekülasyonu yapıyorlarsa, bunlara kredi kullandıran yabancı bankaların teminat olarak gördükleri şey neydi? Teminat; bu kişilerin hükümetlerle olan içli dışlı ilişkileriydi. "Kredi verilen şirketler eğer batarsa, nasıl olsa hükümet tarafından kurtarılır" gibi ahlak dışı bir beklenti (moral hazard) içine giriliyordu [14]. Öte yandan, Asya bölgesi dışından elde edilen nispeten düşük maliyetli krediler bankalarca yurtiçi krediler olarak da kullanıldı. Artan harcama olanakları ithalat talebini de körükledi ve sonuçta artan cari açıklarda önemli bir rol üstlenmiş oldu.

1997 yılının başında, bölge ülkelerinde makroekonomik açıdan, dış dünya ile yaşanan ekonomik gelişmeler dışında bir rahatsızlık yoktu. Büyüme oranları devamlı pozitif bir görünüm sergilemişti. Enflasyon oranları yüzde 10'un altında bir seyir izlerken, Filipinler dışındaki tüm Güneydoğu Asya ülkelerinde fazla veren bir kamu dengesi görüntüsü vardı. Asya ekonomilerindeki olumsuzluk cari işlemler hesabında yatmaktaydı. 1996 yılı sonunda Endonezya dışındaki tüm ülkelerin cari açıkları, GSMH'lerinin yüzde 4'ünün üzerine çıkmıştı. Özellikle Tayland, yüzde 7.9'a varan cari açıkları ile göze batıyordu. Yabancı yatırımcılar yavaş yavaş Tayland'ı terk etme zamanının geldiğini düşünmeye başladılar. Devalüasyonun kokusu aynen Tekila krizindeki gibi alınmıştı. Gayrimenkul ve hisse

senedi piyasalarındaki balon patladı. Sıcak para ülkeyi terk ediyor ve çıkarken de merkez bankası dolar rezervlerini tüketiyordu. Hükümet bir süre baht faizlerini yükselterek direnmeye çalışsa da başarılı olamadı. Yurtdışından alınan kısa vadeli kredilerin de hızla geri istenmesiyle bozulan bankacılık kesimi, yükselen faizlerle daha da nakit sıkışıklığı içine düştü [9]. Sonuçta, 2 Temmuz 1997 günü Tayland, devalüasyonu kabullenmek zorunda kaldı. Bir gün içinde bahtın değeri dolara karşı yüzde 18 değer kaybetti.

Tayland'da durum böyle olunca, yabancı yatırımcılar ve spekülörler Endonezya ve Malezya'dan da şüphelenmeye başladılar. Benzer dış borçlanma, dolara bağlı kur ve gayrimenkul piyasası bu ülkelerde de vardı. Ancak, Endonezya'nın Tayland ve Malezya'dan bir farkı vardı; cari açığı diğerlerinin kadar büyük değildi. Üç ay içinde Endonezya, Güneydoğu Asya'nın diğer ülkelerine göre çok daha kötü bir duruma geldi [9]. Krizlerdeki domino etkisi Asya'da kendini göstermeye başladı. Temmuz ayı bitmeden Malezya ve Endonezya paraları değer kaybetmeye başladılar. Kasım ayına gelindiğinde krizin G.Kore'ye yayıldığı görüldü. Sıcak para G.Kore'yi de terkederek onu kendi kaderiyle başbaşa bırakıyordu. Ekonomilerinin tümünden çökmesini önleme gayretleri içinde, önce Tayland sonra da Endonezya, IMF'ye başvurular. Sonra da G. Kore IMF reçetesini kerhen de olsa kabullenmek zorunda kaldı. Malezya tüm baskılara rağmen IMF politikalarına "hayır" dedi.

Öte yandan, bu krizle birlikte hem IMF hem de finansal serbestleşme hareketleri geniş çevrelerce sorgulanır oldu. IMF'ye yönelik Asya krizi eleştirilerinden en ciddi olanı, bu kuruluşun krizi öngörmede yetersiz kalması konusundaydı. IMF, krizin çıkmasından hemen öncesine kadar bu ülkeleri, finansal serbestleşme politikaları uyguladıkları, böylece kaynakların piyasa sinyallerine göre dağılımını sağladıkları için övgüye değer bulunduğunu her fırsatta açıklamış ve tüm az gelişmiş ülkelere kapitalist kalkınma modeli örneği olarak sunmuştu [15].

Asya Krizinin etkileri devam ederken IMF'ye yöneltile eleştirilerden bir diğeri, bölgeye müdahale etmekte geciktiği şeklindeydi. IMF Başkan Yardımcısı Fischer, krizin IMF penceresinden görünümünü açıklarken, Tayland'ın IMF'yi, merkez bankası kullanılabilir tüm rezervlerini neredeyse tükettiğinde çağırıldığını dile getirmişti [12]. Yine Fischer'in açıklamaları dikkate alındığında, krizin kökeni hatalı iktisat politikalarına ve sistemin şeffaf olmamasına dayandırılmaktaydı. Spekülatif sıcak paranın bölgeden kaçışı ekonomideki bozulmalara dayandırılmış; fakat sıcak para çıkışlarının ekonomileri çökerttiğine hiç değinilmemiştir. Serbest olarak işleyen, parmakların dokunması ile bir bölgeden diğerine saniyeler içinde hareket eden sıcak paraya zemin hazırlayan uluslararası finans sistemi eleştirilmek bir yana, savunulmaktadır.

IMF'nin Asya krizi açıklamasında, Asya ülkelerini krize götüren unsurlar olarak; cari açıklar, ulusal paraların aşırı değerlenmesi, hisse senedi ve gayrimenkul fiyatlarının aşırı şişmesi vb. faktörler sıralanmıştır. Bu sıralananlar kriz öncesi mevcut olan durumdu; krizin sebepleri değildi. Bu olumsuz faktörler Krugman'ın da vurguladığı gibi, Asya ülkelerinin sıcak parayı ülkelere çekmek üzere uyguladığı, IMF'nin de her fırsatta desteklediği serbestleştirici politikalar sonucunda oluşmuştu [9]. Kriz de doğal olarak ülkeyi terk eden sıcak para tarafından tetiklendi.

Asya krizi esnasında tüm sektörlerde birbiri ardına patlayan balonlar ve ülkelerarası yayılma işaretleri, bunun "küreselleşmenin krizi" olduğu yönünde bazı açıklamalar yapılmasına neden olmuştu. IMF devreye girip, Tayland, Endonezya ve Güney Kore ile anlaşmalar imzaladı. Küreselleşmenin sorun yarattığı düşünülürken IMF reçeteleri daha fazla küreselleşmeyi ve bu ekonomilerin dış yatırımcılara daha açık olmasını gerektiriyordu. IMF, bu ülkelerin yabancı bankalara olan borçlarını ödeyecekti fakat bölgeye tekrar yabancı sermaye çekebilmek için faizleri yükseltmeyi şart koşmaktaydı. Oysa bu ülkelerin dış ödemeler dengesi sorunları vardı ve IMF'nin talep kısıcı politikaları devredeydi. Yani, Asya ülkeleri daraltıcı politikalar uygulamalıydı. Oysa, Sachs (1997)'in da belirttiği gibi, Güneydoğu Asya'nın finansal krizi IMF'nin geleneksel olarak çözmeyi hedeflediği enflasyon, bütçe açıkları gibi sorunlar kümesinden farklı nitelikler taşıyordu. Bunun neden programın bir parçası olduğunu anlayabilmek güçtü; çünkü Asya'da IMF dışında hiç kimse bu ülkelerin bir bütçe açığı ve enflasyon problemi olduğunu düşünmüyordu. Yine Sachs'ın vurguladığı gibi, daraltıcı politikalar şöyle dursun; bölgeden büyük sermaye kaçışı olduğu için durağan, hatta genişletici para ve maliye politikaları uygulanmalıydı [16]. Kriz esnasında Dünya Bankası Baş iktisatçısı görevini sürdüren Stiglitz, bu politikanın değişmesi için uğraşmaya başladığını ve IMF yetkililerinin kendisine, eğer Doğu Asya ülkeleri, gerekenden daha büyük bir depresyona girerse, politikalarını tersine çevirebileceklerini söylediklerini ve bu cevabın ürpertici olduğunu, çünkü iktisatçıların üniversitelerde ilk öğrettikleri konulardan birinin, para politikasındaki bir değişikliğin etkilerinin görülebilmesi için 12-18 ay gerektiğini belirtmek olduğunu vurgulamaktaydı [17].

1998 yılı sonuna gelinip krizin üzerinden bir yıl geçtikten sonra IMF politikalarının rakamlara yansımaları kısaca şöyleydi: Öncelikle şu belirtilmelidir ki, IMF reçetesini reddeden Malezya diğer Asya ülkelerinden çok daha iyi durumdaydı. Öteden beri sermaye hareketlerini kontrol eden Asya'nın iki geniş ülkesi Hindistan ve Çin krizden sağlam olarak çıkıp, ekonomik büyümelerini sürdürmekteydi [17]. IMF politikalarına mahkum kalan Tayland, G.Kore ve Endonezya'da yurtiçi toplam talep ve üretim hızla düştü. Bölge ülkelerinde işsizlik hızla yükseldi. Tayland için istihdam kaybı krizden sonraki bir

yıl içinde 800.000'e ulaştı. 1999 yılında da kendilerine gelemeyen bu ülkelerde söz konusu yıl içinde; Endonezya'da 64 banka (sistemin yüzde 18'i), G.Kore'de 5 banka ve Tayland'da 57 adet finans şirketi batmıştır [18]. IMF programlarının sonuçları açısından bölge ülkeleri arasında durumu en kötü olan ülke, Endonezya idi. Üretimdeki düşüşler ve hızlı nüfus artışı sonucunda bu ülkede açlık baş gösterdi [15].

Sonuç olarak, Asya krizinin öğrettiği gerçekler şöyle özetlenebilir: Sabit kur sistemi uygulayıp sermaye kontrollerini tamamen kaldıran ülkelerin cari açıklarının büyüyüp ulusal paralarının spekülative ataklara maruz kalması kaçınılmazdır. Ancak bu gerçeği IMF'nin göremediği aşağıda incelenecek Türkiye krizi ile bir kez daha görülmüş oldu. Öte yandan, Güneydoğu Asya'daki finansal kriz, Stiglitz'in de vurguladığı gibi, global bankacılıktaki risklere etki eden önemli bir faktörü, "kısa vadeli borçlardaki aşırı artışları" göz önüne sermiştir. Buna göre Asya krizi, kısa vadeli borçlardaki yüksek düzeylerin bir finansal krizin oluşma riskini sistematik olarak arttırdığını göstermektedir. Kısa vadeli borçlardaki artışın nedeni de finansal serbestleşmedir. Yine bu kriz, kısa vadeli ağır dış borçlu ülkelerin daha şiddetli durgunluğa gireceğini de doğrulamaktadır [17].

IV.3. Türkiye Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri

Türkiye bilindiği gibi, üç yıl sürdürülmesi planlanan ve döviz kurunu çapa yapan IMF programını 2000 yılı başından itibaren uygulamaya koymuştu. Programın yabancı finansal yatırımcılara güven veren döviz kuru taahhüdü ve programın başarıyla devam edildiği yönündeki görüşler nedeniyle 2000 yılının ilk 10 ayı boyunca 15.5 milyar dolara ulaşan bir net yabancı sermaye girişi patlaması yaşandı [19].

Sermaye girişleri neticesinde artan likiditenin faizlerde büyük düşüş meydana getirmesi ve böylelikle artan harcama ve kredi talebi, bu canlanmayla ithalat talebinin artış göstermesi, öte yandan da enflasyon oranlarının hedeflenenin üstünde gerçekleşmesinden kaynaklanan TL'deki reel değerlenme gibi nedenlerle cari açığın GSMH'nin yüzde 4.8'ine yükselmesi, uygulanan programın sürdürülebilirliği konusunda yabancı spekülativeörleri şüpheye itmeye başladı. Mevcut tabloyu (sıcak para girişlerini) tamamen tersine çeviren ilk darbe, Kasım ayında yabancıların net 5.2 milyar dolar menkul değer satarak bunu yurtdışına çıkarmaları ile gerçekleşti [20]. Net dış varlıklardaki bu daralma, programın para politikası gereğince, parasal tabana da yansdı. Ekonomide ortaya çıkan parasal daralma finansal piyasalarda anında hissedildi ve bankalar arası gecelik faizlerde şok yükselmeler meydana geldi.

Başlangıçta sermaye girişlerinin neden olduğu faizlerdeki düşüşün devam edeceğini umarak açık pozisyonlarını genişleten Türk bankacılık sistemi,

spekülative sermaye çıkışlarının yol açtığı şok faiz yükselişleri karşısında 22 Kasım 2000 günü ciddi bir likidite krizi içine girdi. Ülkeden sermaye kaçışı ve devalüasyon korkusu 6 Aralık'ta IMF'nin 10 milyar dolarlık geniş bir kredi desteğiyle biraz olsun duruldu. Bu noktada ilginçtir ki; IMF programının uygulamaya başlamasından önce Türkiye ekonomisinin bir dış kaynak desteği ihtiyacı yok iken, uygulamanın üzerinden yaklaşık 11 ay sonra ekonomi döviz desteğine muhtaç hale geldi.

Bir türlü istikrara kavuşamayan piyasalar, 19 Şubat 2001 günü Cumhurbaşkanı ile Başbakan arasında ortaya çıkan siyasi sürtüşmenin kamuya yansıtılması ile tekrar kızıştı. Merkez Bankası, TL'yi savunmak için döviz rezervlerinin 5.2 milyar dolara yakın bir kısmını satmak zorunda kalırken, gecelik faizleri yüzde 4000'in üzerine yükseltti. 5.2 milyar dolarlık bu kayıp, yabancıların 3.8 milyar dolar tutarındaki net pozisyon kapatma miktarı ile 1.4 milyar dolarlık kısa vadeli yabancı banka kredilerinin ödenmesinin toplamından oluşmaktaydı [19]. Bu yüklü sermaye çıkışı, GSMH'nin yüzde 4.8'ine ulaşan cari açığın daha fazla sürdürülemeyeceğini, dolayısıyla döviz kuru hedeflerinin inandırıcı olmaktan çıktığını algılayan yabancı aktörlerin, "devalüasyondan önce batacak gemiyi erkenden terketmeleri"ydi. [20]. Artan döviz talebini, fahiş faizlerle dizginlemek açıktır ki istikrarsız bir duruma işaret etmekteydi. Kasım ayından beri devam eden bu istikrarsızlığa daha fazla direnme imkanı kalmadığından, 2000 yılı IMF destekli istikrar programı 22 Şubat günü TL'nin dalgalanmaya bırakılması ile resmen sona ermiştir. Büyük miktarlarda sıcak para çıkışları sonucunda krize giren ekonomide 2001 yılında yüzde 9,8'lik tarihi bir küçülme yaşanmıştır.

Bugün de, ülke ekonomisinin içinde bulunduğu şartlar her an bir kriz potansiyelini içinde barındırmaktadır. Buna en güzel örnek cari işlem açıklarıdır. 2001 Şubatında sıcak para çıkışları nedeniyle TL'nin dalgalanmaya bırakılması ve TL'nin yüksek oranlı değer kaybı neticesinde cari işlemler açığında bir düzelme gerçekleşmişti. 2001 yılı cari işlemleri 3,39 milyar dolar fazla verdi. Güçlü Ekonomiye Geçiş adı altında açıklanan IMF programının uygulamaya konması ile sıcak para lobisine verilen güven ve yüksek reel faiz sonucunda ülkeye spekülative para tekrar akmaya başladı. TL'nin değerlenme süreci yine gündeme gelince ülkenin cari işlemleri açık vermeye başladı. 2002'de 1,52; 2003'de 8,03 ve 2004'de 15,6 milyar dolar açık veren cari işlemler hesabı, 2005'de 23,2 milyar dolar ve 2006 yılı sonunda 31,3 milyar dolar düzeyinde rekor açık vermiştir.

V. SONUÇ

IMF'nin gelişmekte olan ülkelerin para ve sermaye piyasalarını serbestleştirme yaptırımının altında bir ideoloji yatmaktadır. Bu ülkeler sermaye hareketlerini serbestleştirdikçe borçları artmıştır. İçeride kâr oranları düşen gelişmiş ülke ekonomileri ise kendilerine yüksek

getirili alanlar bulmuşlardır. Fakat sermaye çektikçe spekülâtif olarak balon gibi büyüyen gelişmekte olan ekonomiler bu çalışmanın ortaya koyduğu gibi, bir spekülâtif atakla karşılaştıklarında krize girmişlerdir. Tahlil edilen Latin Amerika, Güneydoğu Asya ve Türkiye krizlerinde de görüldüğü gibi, IMF kriz öncesi ve sonrası uygulattığı yanlış politikalarla ülkelerin makroekonomik göstergelerinin daha da bozulmasına neden olmaktadır. Fakat IMF ısrarla uluslararası finans sermayesinin lehinde hareket ederek, finansal serbestleşmeyi sorgulanmaz bir zorunluluk olarak görmekte ve çalışanlarına yaptırdığı analizlerde kısa vadeli sermaye hareketlerinin yıkıcı etkisini dikkate aldırılmamaktadır. Oysa, bu tip ülkeler için sermaye hareketlerinin kontrol edilmesi gereği açıktır. Kısa vadeli sermaye hareketleri üzerine belirli limitler koyma şeklinde doğrudan kontrollere başvurulabileceği gibi, yabancıların bankacılık ve menkul kıymet işlemlerinin vergilendirilmesi gibi dolaylı kontrollere de gidilebilir.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

- [1] Güvenç, N. (1998). *Küreselleşme ve Türkiye*. İstanbul, BDS Yayınları.
- [2] Meltzer, A.H. (2004). *The IMF and Its Critics: Reform of Global Financial Architecture*. Cambridge: Cambridge University Pres.
- [3] Akalın, G.Ö. (2001). Döviz Kuru Rejimleri; Üç Büyükle ve Gelişen Piyasa Krizlerinden Çıkarılan Dersler Üzerine. *Banka- Mali ve Ekonomik Yorumlar*, Temmuz, Yıl:38, 7(7), 23-42.
- [4] IMF. (2006). *IMF Lending*. A Factsheet, September.
- [5] Barro, J.R. & Lee, J.W. (2002). IMF Programs: Who is Chosen and What are the Effects? *NBER Working Paper Series, Working Paper 8951*. Cambridge, May. (<http://www.nber.org/papers/w8951>). [07.01.2006].
- [6] DeLong, J. B. (2001). *The International Financial Crises of the 1990s: Analytics*. November. (<http://www.j-bradford-delong.net/>). [04.03.2005].
- [7] Calvo, G.A. & Mendoza, E.G. (2000). Capital Markets Crises and Economic Collapse in Emerging Markets: An Informational - Frictions Approach. *The American Economic Review*, 90(2), 59-64.
- [8] Roubini, N. (1996). *Case Study of Fixed Exchange Rate-Collapses Mexico 1982*. (<http://www.stern.nyu.edu/~nroubini>). [08.02.2002].
- [9] Krugman, P. (2001). *Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü*. (Çev.: Domanıç, N.). İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- [10] Krugman, P. & Obstfeld, M. (1997). *International Economics*. New York: Addison Wesley.
- [11] Frenkel, R. (1998). Capital Market Liberalization and Economic Performance in Latin America, *CEPA Working Paper Series III, Working Paper No.1*, May, New York, (<http://www.newschool.edu/cepa>). [08.02.2002].
- [12] Fischer, S. (1998). The Asian Crisis: A View from the IMF. *Midwinter Conference of the Bankers' Association for Foreign Trade*. Washington DC, January 22.
- [13] Rodrik, D. & Velasco, A. (1999). Short – Term Capital Flows. *'ABCDE Conference' Yayınlanmamış Metin*, World Bank, May.
- [14] Caselli, F.; Nahm, J. & Fedorova, K. (2000). Currency Crises. *'Econ1011b' Yayınlanmamış Ders Notları*, Spring, Harvard University.
- [15] Demir, G. (1999). *Asya Krizi ve IMF*. İstanbul: Der Yayınları.
- [16] Sachs, D. J. (1997). *The Wrong Medicine for Asia*. November 3. (<http://pages.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsiaSachs>). [09.02.2002].
- [17] Stiglitz, J. (2000). What I Learned at the World Economic Crisis: The Insider. *The New Republic*, April 17, 1-3.
- [18] (2000). *Global Economic Prospects and the Developing Countries*. Washington, DC: World Bank.
- [19] Boratav, K. & Yeldan, E. (2001). Turkey, 1980-2000: Financial Liberalization, Macroeconomic (In)-Stability, and Patterns of Distribution. Mimeo, CEPA Working Paper Series IV. *Working Paper No 1*, December, New York. (<http://www.newschool.edu/cepa>). [08.04..2002].
- [20] Boratav, K. (2001). 2000-2001 Krizinde Sermaye Hareketleri, *İktisat-İşletme ve Finans Dergisi*, Eylül, 16(186), 7-17.

Gülsüm AKALIN (gulsum@marmara.edu.tr) has a Ph.D. of Economics at Marmara University Social Sciences Institute. She is an Associate Professor of Economics at Marmara University. Her research area is macroeconomics, global economy, governance.

Ayhan UÇAK (ayhanucak@yahoo.com) has a Ph.D. of Economics at Marmara University Social Sciences Institute. He is an Assistant Professor at Trakya University Faculty of Economics and Business Administration. His researches are on macroeconomic theory and financial crises.