

**Vügar Selimov**

e-mail: [yugarsalimov@gmail.com](mailto:yugarsalimov@gmail.com)

Web-site: <http://www.geocities.com/rashfor2002>

**2003 yılında yazdığım master tezimin alt-bölümü.**

### **1.2 1994/95 MEKSİKA KRİZİ**

Meksika’da 20 Aralık 1994’teki devalüasyonla başlayan finansal kriz hem politika yapanların, hem yatırımcıların, hem de akademisyenlerin çoğu için sürpriz oldu. Meksika’nın 1990’ların başından beri yaşadığı pek çok olumlu gelişmenin ardından bir finansal krize maruz kalmasını aşağı yukarı kimse beklemiyordu. Böyle bir gelişme olasılığı üzerinde duranlar bile 1994 yılı Aralık ayında meydana gelen krizin boyutunu tahmin edemedi. Bu altbölümde önce Meksika’da 1988 yılından sonra yaşanan gelişmelere, özellikle ülkeyi kırılgan konumda bıraktığı düşünülen faktörlere bakılacaktır. Daha sonra Meksika krizinin nasıl ortaya çıktığı üzerinde durulacaktır.

#### **1.2.1 Meksika’da 1988 yılından sonraki ekonomik gelişmeler.**

Meksika hükümetinin özellikle 1988 yılından itibaren üstünde yoğunlaştığı reform programı şunları içermektedir: i) ekonomiyi uluslararası rekabete açmak; ii) özelleştirme ve deregülasyon süreçlerine hız vermek; iii) sıkı para ve maliye politikası, sabit döviz kuru araçlarıyla fiyat istikrarını sağlamak; ve iv) hükümet, özel sektör ve işçi sendikaları arasında, gelirler politikası üstünde uzlaşma amaçlayan Ekonomik Dayanışma Paktını (*Pacto*) yürütmek (Edwards, 1997). 1987 yılı Aralık ayında imzalanan *Pacto*’nun temel amacı sıkı maliye ve para politikasının yanı sıra bir ‘gelirler politikası’ da uygulayarak Meksika’da uzun süreden beri devam eden yüksek enflasyonu azaltmak ve ekonominin devamlı olarak büyümesini sağlamaktı<sup>1</sup>.

Carlos Salinas de Gortari’nin 1988 yılındaki seçimlerde başkan seçilmesi hükümetin istikrar programıyla ilgili taahhüdünü daha da güçlendirdi. İstikrar programının ciddi bir şekilde uygulanması sonucunda mali ve parasal alanlarda önemli gelişmeler sağlandı. Federal hükümetin bütçe açığının GDP’ye oranı 1987 yılındaki %16’lık düzeyinden 1994 yılında %0.3’e, enflasyon 1987’deki %100’ü aşan düzeyinden 1994’te %7’ye indi. 1987-94 yılları arasında özelleştirmeden elde edilen gelirlerin yanı sıra uygulanan intibak çabaları sonucunda kamu kesiminin net borç stoku yarı yarıya azaldı. 1993 yılında %30 olan borç/GDP oranı ise OECD ortalamasının yarısı kadardı (Task Force, 1998). Basın, finans uzmanları, akademisyenler ve uluslararası kuruluşlar bu olumlu gelişmelere bakarak Meksika’nın diğer

---

<sup>1</sup> İlk haliyle nominal ücretleri çıpa olarak kullanan program, imzalandıktan iki ay sonra (Şubat 1988’de) işçi sendikalarından gelen baskılar sonucu sabit nominal döviz kuru çıpa olacak şekilde değiştirildi (Edwards, 1997).

Latin Amerika ülkeleri için bir model olabileceğini ileri sürmekte ve bir “Meksika mucizesi”nden söz etmekteydi. Onlara göre beklenen mucize şimdi olmasa bile az bir süre sonra görülecekti. Krizden bir yıl önce Meksika’nın NAFTA’ya kabul edilmesi bu inancı daha da güçlendirdi (Edwards, 1997).

Meksika krizini açıklarken iktisatçılar, söz konusu olumlu gelişmelere rağmen Meksika ekonomisini kırılgan konumda bırakan bazı faktörlere dikkat çekmekte. Genelde üzerinde durulan en önemli faktör Meksika pesosunun aşırı-değerli hale gelmesidir (Edwards 1997, Lustig 1995, Whitt 1996). Bu durum esas olarak Meksika ve ABD arasındaki enflasyon farkıyla döviz kuru rejiminin etkileşmesinden kaynaklanmaktaydı. Döviz kuru rejimi bu dönem boyunca birkaç kez değiştirilse de, ki sabit kur rejiminden *crawling* kur rejimine ve daha sonra da “ayarlanabilen kur aralığı” rejimine geçildi, bu değişiklikler, enflasyon oranının ABD’dekinden fazla çıktığı bir dönemde<sup>2</sup> pesonun sürekli reel olarak değer kazanmasını önlemeye yetmedi<sup>3</sup>. Bunun sonucunda ihracat azalırken ithalat hızla artıyor, böylece cari hesap açığı sürekli büyüyordu. Meksika’nın cari hesap açığının GDP’ye oranı 1989 yılında %2.8 iken 1992-94 yılları arasında ortalama olarak %7’nin üzerine çıktı (Whitt, 1996).

Cari hesap açığının büyümesinin tek nedeni aşırı-değerli peso değildi. 1990’ların başında ABD’deki faiz hadleri daha önceki yıllara göre bir hayli düşüktü<sup>4</sup>. Bu nedenle yatırımcılar ellerindeki fonları Meksika’ya (ve genel olarak gelişmekte olan ülkelere) yönelterek daha yüksek getiriler elde etmeye yöneldiler. Meksika’da enflasyon oranının azalması söz konusu getirileri daha da artırmaktaydı. Ayrıca, 1989 yılının sonunda Meksika hükümetinin sermaye kontrollerini neredeyse tamamen kaldırarak sermaye hesabını serbestleştirilmesi sonucunda yabancı sermaye ülkeye rahatça girip çıkabiliyordu (Edwards, 1997)<sup>5</sup>. Bunun yanı sıra, Meksika hükümeti çeşitli araçlarla ülkeyi yabancı yatırımcılar için

---

<sup>2</sup> Şubat 1989 ve Kasım 1994 yılları arasında Meksika’daki tüketici fiyatları kümülatif olarak %187 artarken, ABD için aynı rakam %29’dur (Meigs, 1998).

<sup>3</sup> Sachs et al. (1996)’ya göre *ex ante* olarak pesonun aşırı-değerli olup olmadığı muğlaktır. Çoğu tahmine göre 1994 yılı başında peso %20-25 oranında aşırı değerli hale gelmişti. Fakat aynı dönemde enflasyon oranının önemli ölçüde düşmesi ve Mart 1994’te pesonun %10 değer kaybetmesi bu etkiyi büyük ölçüde sınırlı tuttu. Espinosa ve Russell (1996) da benzer bir eleştiride bulunmaktadır. Yazarlara göre, pesonun aşırı-değerli olduğunu ileri sürenler tartışmalı bir varsayımdan hareket etmekte: cari döviz kurunun karşılaştırılarak aşırı-değerli olup olmadığının tespit edilebileceği bir denge döviz kuru vardır ve bu denge döviz kurunun değeri ölçülebilirdir. Çalışmada ayrıca bu ölçümlerde kullanılan satın-alma gücü paritesinin geçerliliğiyle ilgili eleştirel görüşler de yer almaktadır.

Gil-Diaz ve Carstens (1995) ise, pesonun aşırı-değerli olup olmadığını ölçmek için satın-alma gücü paritesi yerine birim işgücü maliyetini kullanmakta ve kriz öncesinde pesonun aşırı-değerli olmadığı sonucuna varmaktadır.

<sup>4</sup> 1992 ve 1993 yıllarında ABD Hazine bonoları 1965 yılından beri ilk defa %4’ün altında bir getiri oranı sunmaktaydı (Whitt, 1996).

<sup>5</sup> Bunun arkasında, Meksika hükümetinin 1980’lerin sonunda ve 1990’ların başında dış-kaynaklı büyüme stratejisini seçmiş olması yatıyordu. Ayrıca, Meksika döviz kurunu kontrol altında tutarak yabancı yatırımcılara güven vermekteydi (Espinosa ve Russell, 1996).

cazip hale getirmektedir ki bunlar arasında, i) Mayıs 1990'da bankaların özelleştirileceğinin ilan edilmesi, ve ii) ABD'yle serbest ticaret antlaşmasına yönelik müzakere niyetinin açıklanması dikkat çekmiştir (Lustig, 1995). Tüm bu faktörler sonucunda sermaye girişinde görülen artış Meksika pesosunun daha fazla değer kazanmasına neden oldu.

Ödemeler bilançosu özdeşliğine göre, eğer bir ülke net sermaye ithalatçısıysa rezervlerin artması lazım ve/veya cari hesabın açık vermesi lazım. Makro ekonomik terimlerle cari hesap yurtiçi yatırımlarla tasarruflar arasındaki farka eşittir. Dolayısıyla, cari hesabın açık vermesi için ya yatırımlar artmalı, ya tasarruflar azalmalı, ya da her ikisi birlikte gerçekleşmelidir. 1989-93 yılları arasında Meksika'da özel yatırımlar artarken özel tasarruflar sürekli azaldı. Bu dönemde Meksika'daki yatırımlar sermaye girişlerini mas edecek kadar artmasa da yatırım/GDP oranı ortalama olarak %1.5 büyüdü (Task Force, 1998)<sup>6</sup>. Yatırımlardaki artış Meksika'nın gelecekteki ekonomik performansı ile ilgili olumlu beklentilerle iç-içeydi. Bankalarca yapılan kredi genişlemesi de yatırım artışını destekliyordu (Lustig, 1995). Öte yanda, söz konusu dönem boyunca Meksika'daki özel tasarrufların GDP'ye oranı ise %21'den %11'e geriledi. Bu süreçte nispeten düşük büyüme ve yüksek işsizlik gibi faktörler önemli rol oynadı. Ayrıca, tüketim kredilerindeki artışla beraber aşırı değerli pesodan dolayı (özellikle dayanıklı) ithal mallarının nispi olarak ucuzlaması da tüketim artışını körükledi (Task Force 1998, Lustig 1995).

Bunlarla ilgili olarak, kriz öncesi Meksika'da cari hesap açığının sürdürülebilir olup olmadığı konusunda çeşitli görüşler ileri sürülmüştür. Söz konusu dönemde Meksika cari hesap açığının sürdürülemez olduğunu söyleyenler teorik bir mantıktan yola çıkmaktadırlar. Bu görüşe göre sürdürülebilir uzun-dönem cari hesap açığı iki faktöre bağlıdır: i) ülkenin kıymetli evrakına yönelik uluslararası (stok) talep ve ii) ekonominin reel büyüme hızı. Daha özel olarak, uzun-dönem denge cari hesap açığı şu şekilde ifade edilebilir:

$$CA/y = g.k^*,$$

burada CA cari hesap açığı, y GDP, g ekonominin reel büyüme hızı ve k\* ülkedeki kıymetli evrakın (ülkenin yükümlülüklerinin) yabancılarca tutulmak istenen kısmının GDP'ye oranıdır. Örneğin, eğer yabancılar bir ülkedeki kıymetli evrakın %50'sini tutuyorsa ve büyüme oranı %4'se, sürdürülebilir uzun-dönem cari hesap açığı GDP'nin %2'si kadar olmalıdır. Meksika kağıtlarının yabancılarca tutulan kısmı ilgili dönemde en fazla GDP'nin %50'si kadardı. Büyüme ise 1990'ların ilk dört yılında ortalama olarak %4'ün altındaydı. Bu rakamlara göre Meksika için sürdürülebilir uzun-dönem cari hesap açığı GDP'nin %2-3'ü

---

<sup>6</sup> Aynı dönemde tüketim/GDP oranı ise ortalama olarak %3 arttı (Task Force, 1998).

civarındaydı. Buradan yola çıkarak söz konusu dönem boyunca Meksika'nın cari hesabı ortalama olarak %7'nin üzerinde açık verdiği için bu durumun uzun süre devam edemeyeceği söylenmektedir (Edwards, 1997).

Meksika'nın yavaş büyümesi kısmen, özelleştirme, deregülasyon ve ticaret engellerinin kaldırılmasıyla başlayan, özellikle endüstri sektöründeki yeniden-yapılanma sürecine atfedilebilir. Fakat Meksika'nın yavaş büyüdüğü dönem, yeniden-yapılanmayla açıklanabilecek olandan çok daha uzundu. Düşük büyümenin daha önemli bir nedeni ihracatın aşırı-değerli paradan dolayı yavaş büyümesiydi (Krueger ve Tornell, 1999). Diğer önemli bir neden sermaye girişlerinin kullanımıyla ilgiliydi. Bu dönemde Meksika'ya akan sermayenin büyük bir bölümü yeni fabrika ve teçhizat gibi reel yatırımları finanse etmek yerine banka mevduatları ve devlet bonoları gibi kısa-vadeli finansal yatırımlar için harcandı (Whitt, 1996)<sup>7</sup>. Ayrıca, özel kesimce yapılan reel yatırımların önemli bir kısmı verimsiz ve riskli alanlara yönelikti (Gil Diaz, 1998). Tüm bu faktörler yavaş büyümeye yol açarken cari hesap açığının sürdürülebilirliğini de olumsuz etkiledi.

1994'ten hemen önceki yıllarda Meksika cari hesap açığının sürdürülebilir olduğunu söyleyenler ise cari hesap açığının aşırı-değerli pesodan çok Meksika'nın sunduğu cazip yatırım fırsatlarından kaynaklandığını vurgulamaktadırlar. Bu görüşe göre Meksika'nın cari hesap açığı bir denge durumuydu. Çünkü, ekonomik reformlar ve NAFTA'yla olan müzakereler sonucunda yabancı yatırımcılar Meksika'nın iyi bir yatırım alanı olduğunu düşünmekteydi. 1993 yılı sonunda NAFTA'ya girişin onaylanması bu inancı daha da kuvvetlendirdi (Espinosa ve Russell, 1996)<sup>8</sup>. Benzer bir görüşe göre, Meksika'nın cari hesap açığı, yatırımcılar her hangi bir nedenle borç vermeyi durdurmaya karar verinceye kadar sürdürülebilir durumdaydı (Sachs, et al 1995). Söz konusu durdurma kararı, daha sonra görüleceği gibi, 1994 yılında verildi.

Yukarıda söz edildiği gibi, 1994'ten hemen önceki yıllarda Meksika'nın maliye politikası açısından başarılı olduğu genel kabul görmektedir. Fakat, Kalter ve Ribas (1999)'un gösterdiği gibi, sadece bütçe açığı, kamu borç stoku gibi faktörlerdeki iyileşmelere bakarak maliye politikasının başarılı olduğunu söylemek yanlış olabilir. Yazarlar 1987-94 yılları arasındaki Meksika maliye politikasını ele alırken bütçe açığı yerine hükümet faaliyetlerinin

---

<sup>7</sup> 1990-94 yılları arasında Meksika'nın aldığı \$95 milyarlık yabancı özel sermaye 3 biçimdeydi: söz konusu dönemde kümülatif olarak \$24 milyar olan doğrudan yabancı yatırımlar, Meksika hisse senedi piyasasından yapılan \$28 milyarlık alımlar ve büyük kısmı hükümetten alınan \$43 milyarlık bono alımları (Whitt, 1996).

<sup>8</sup> Bu *ex post* görüş 1990'ların başında Meksika otoritelerinin *ex ante* olarak benimsediği görüşle aynıdır; söz konusu dönemde, aşırı-değerli pesoyla ilgili yapılan uyarılar karşısında Meksika hükümeti cari hesap açığının geçici olduğunu ve yapılan yatırımların kısa bir süre sonra ihracatı artırarak bu açığı azaltacağını söylüyordu (Whitt, 1996).

büyüklüğü üzerinde durmaktadır. Ticaretin büyük ölçüde serbestleştirildiği bu dönemde hükümet faaliyetlerinin büyüklüğü ve ticareti yapılan mallar sektöründeki ücret maliyetleri iki kat artarken, ticareti yapılan ve yapılmayan mallar arasındaki nispi fiyat oranı birincinin aleyhine %40 oranında azaldı (yani yerli para reel olarak değerlendi). Bu durum, ticareti yapılan mallar sektörünün finansal zayıflığını artırdı; azalan kar oranları artan borçlanma maliyetiyle birleşince sektör finansman zorluğu çekmeye başlarken (ileride görüleceği gibi) bankaların geri dönmeyen kredilerinde de artış görüldü.

Söz konusu dönemde Meksika'nın para politikası alanındaki görünen başarıları da bazı sorunları gizlemekteydi. Büyük sermaye girişlerinin olduğu dönemde (1990-93) Meksika merkez bankası önemli miktarda uluslararası rezerv biriktirirken yurtiçi kredileri (yani hükümete ve bankacılık sistemine yapılan peso cinsinden kredileri ve bağışları) daraltmaktaydı. Meksika merkez bankası bu sterilizasyon politikasıyla parasal genişlemeye olanak vermemekle enflasyonist baskıları önlemeyi amaçlıyordu. Fakat aynı politikanın sonucunda yurtiçi faiz oranları yüksek kalarak sermaye girişlerini teşvik etmekteydi. Ayrıca, Meksika'da uzun-vadeli bono piyasaları fazla gelişmediği için açık piyasa işlemleriyle yapılan sterilizasyon sadece kısa-vadeli araçlarla (*Cete*'lerle<sup>9</sup>) yapılabiliyordu; böylece, sermaye girişlerinin vadesi de gittikçe kısalmıyordu (Whitt, 1996).

1993 yılı sonunda Meksika'nın uluslararası rezervleri 1989'daki düzeyinin dört katına çıkarak \$25 milyara yükseldi<sup>10</sup>. Bu büyük miktardaki rezervler Meksika'nın finansal istikrarıyla ilgili yanlış bir izlenim uyandırıyor. Şöyle ki, rezervlerdeki artışla beraber Meksika hükümetinin kısa-vadeli dış yükümlülükleri de artmaktaydı. Bu, büyük ölçüde, yabancıların yaptığı *cete* alımlarından kaynaklanmaktaydı. Aralık 1991'de yabancılar ellerinde 9.1 milyar peso değerinde (toplam *cete* miktarının %23'ü) *cete* bulundururken bu rakam Aralık 1993'te 47.7 milyar pesoya (toplam miktarın %66'sına) çıktı. Çoğu kısa-vadeli olan diğer hükümet borcu türleri de dikkate alındığında Aralık 1993'te yabancıların elindeki toplam kamu kağıdı 68 milyar peso (o zamanki döviz kuruyla \$22 milyar) değerindeydi. Ayrıca, yerli yatırımcıların da büyük miktarda kısa-vadeli kamu kağıdı ve banka mevduatı bulundurdukları göz önüne, alınırsa Meksika'nın çok kırılgan bir konumda olduğu görülmekteydi (Whitt, 1996).

Son olarak, Meksika'da krize giden yıllarda yaşanan gelişmelere bakarken bankacılık sisteminin durumuna da değinmek gerekir. Çoğu iktisatçı bu konu üstünde pek durmasa da,

---

<sup>9</sup> *Cete*, Meksika hükümeti tarafından çıkarılan yerli para cinsinden kısa-vadeli hazine bonosudur.

<sup>10</sup> Aynı dönemde ülkenin parasal tabanı sadece \$15 milyardı, yani merkez bankasının yurtiçi kredileri aslında negatifti (Whitt, 1996).

bankacılık sektöründeki zayıflıklar Meksika krizini açıklamakta hayati önem taşımaktadır. Şöyle ki, banka kriziyle parasal krizin paralel meydana geldiği rahatlıkla söylenebilir.

1988 yılındaki finansal liberalizasyon banka faiz hadlerinin oluşumunu ve zorunlu kredi dağıtımını serbestleştirmekle başlayıp ticari bankaların özelleştirilmesiyle devam etti. Çapraz-sahiplikle (*cross-ownership*) ilgili finansal grupların oluşumunu kısıtlayan kuralların esnetilmesinden sonra büyük finansal holdingler oluştu<sup>11</sup>. 1991-93 yılları arasında, Basle tavsiyelerine uygun olarak, kredi riskine dayalı banka sermaye standartları benimsendi (Desmet, 2000).

Bankacılık sektörünün ve finans piyasalarının deregülasyonu, bankaların dışardan borçlanıp yurtiçinde kredi açmalarını kolaylaştırdı. Özel kesime açılan kredilerin GDP'ye oranı 1989'da %20 iken 1994'te %55.3'e çıktı. Kredilerin önemli bir kısmı tüketimin finansmanında kullanılmaktaydı. Ayrıca, söz konusu kredi artışı, bankaların kötü yönetilmeleri ve aşırı risk almalarından dolayı sağlıklı değildi<sup>12</sup>. Bankacılık sisteminin geri dönmeyen kredileri 1990'daki %0'a yakın düzeyinden 1994 başında %6'ya, Kasım 1994'te ise %8'e yükseldi<sup>13</sup> (Desmet, 2000).

Geri dönmeyen krediler 1992'den itibaren artmaya başlasa da, bankaların buna karşı yeterli önlem aldıkları düşünülmekteydi. Örneğin, bu dönemde bankaların sermayeleşme (*capitalization*) oranı, Basle tarafından önerilen %8'den %1-2 daha fazlaydı. Fakat, Desmet (2000)'in gösterdiği gibi, Meksika yasalarına göre kredinin vadesi gelen kısmı ödenmediği takdirde, kredinin tümü yerine sadece ödenmeyen kısmı geri dönmeyen olarak kabul edilmekteydi. Bu yüzden Meksika sisteminde geri dönmeyen krediler belli bir gecikmeyle ortaya çıkmaktaydı ve gerçek durum gözlemlenen rakamların bir hayli üzerindeydi. Dolayısıyla, sermayeleşme oranı da aslında %8'in bir hayli altındaydı. Daha sonra görüleceği gibi, bankacılık sistemindeki bu zayıflıklar Meksika otoritelerinin politika seçeneklerini büyük ölçüde sınırladı.

Bazı iktisatçılara göre, Meksika'da 1994'ten hemen önceki yıllarda gelişen yukarıdaki olumsuz faktörler Aralık 1994 krizini açıklamak için yeterlidir (Meigs, 1998). Ancak

---

<sup>11</sup> Krizden hemen önce Meksika'da kamuya ait 9 kalkınma bankası ve 32 özel banka vardı. Fakat toplam bankacılık sistemi varlıklarının aşağı-yukarı yarısı 3 bankanın elindeydi (Desmet, 2000).

<sup>12</sup> Bunun bir nedeni, hükümetin verdiği açık veya zımnî mevduat garantisinin *moral hazard* problemine yol açmasıydı. Ayrıca, yüksek reel faiz hadleri ters seçim (*adverse selection*) problemine neden olmaktaydı: başarılı firmalar uluslar arası sermaye piyasalarında düşük faizli krediler bulabilirken Meksika bankaları büyük ölçüde riskli firmalara kredi açmaktaydı (Desmet, 2000).

<sup>13</sup> Buna katkıda bulunan bir etken bankaların varlıklarıyla yükümlülükleri arasındaki vade uyumsuzluğu (*maturity mismatch*). Görünüşte hem mevduatlar hem de krediler kısa-vadeli olsa da, kısa-vadeli krediler genelde uzun-vadeli projeleri finanse etmekteydi. Böylece, zımnî bu kredilerin otomatik olarak erteleneceği anlayışı hakimdi (Desmet, 2000).

başkaları, krizin 1994 yılındaki olaylar sonucunda yatırımcıların beklentilerinde meydana gelen değişimlerden kaynaklandığını ileri sürmektedir. Bu görüş ayrılığının neye dayandığını anlamak için 1994 yılına yakından bakmakta yarar vardır.

### 1.2.2 1994 Yılı ve Kriz

Meksika 1994 yılını politik bir şokla karşıladı: 1 Ocak 1994'te Meksika'nın güneyindeki Chiapas bölgesinde 'Zapatistalar' isyan etti<sup>14</sup>. Fakat piyasalar bu olaya hemen hiç tepki vermedi: faizlerde bir değişim olmazken rezervler yükselmeye devam ederek Şubat ayında \$28 milyara çıktı. 4 Şubat 1994'te ABD faiz hadlerinin yükselmesi bile sınırlı bir tepki uyandırdı: rezervlerde küçük bir azalma olurken faizler düşmeye devam etti<sup>15</sup>. Ama Mart ayının ortasında bile her şeyin, en azından kısmen, kontrol altında olduğu düşünülmekteydi (Edwards, 1997).

Asıl ciddi şok 23 Mart 1994'te, iktidar partisinin başkan aday Luis Donaldo Colosio'nun bir suikaste kurban gitmesiyle başladı. Panik içinde olan yatırımcıların Meksika menkul kıymetlerine olan talebi aniden düştü. Şokun geçici olduğunu düşünen otoriteler pesonun değerini korumak için bir gecede \$8 milyar (izleyen 4 haftada ise \$3 milyar) harcadılar (Lustig, 1995). Colosio suikastinin diğer iki etkisi faiz haddi ve döviz kuru üzerinde görüldü. 28 günlük *cete* faiz haddi Şubatta %9.5 iken suikastin ardından %16.4'e çıktı. Döviz kurunun, bandın üst sınırına çıkararak %8 değer kaybetmesine izin verildi (Whitt, 1996). Bu arada, ABD ve Kanada 24 Mart 1994'te Meksika'ya \$6.7 milyarlık bir *swap* kredi hattı açtı.

Rezervler Nisan-Kasım arasında aşağı-yukarı değişmeden kalsa da baskılar devam etti. Haziran sonunda İçişleri bakanı Jorge Carpizo'nun istifasının ve ünlü işadamı Alfredo Harp'ın kaçırılmasının ardından rezervler 3 hafta içinde \$2.5 milyar azalırken faizlerde de hafif yükseliş görüldü. Ağustos başındaki başkanlık seçimleri bu kriz ortamında tamamlandı. İktidar partisinin yeni adayı Ernesto Zedillo başkan seçildi. Fakat Eylül sonunda iktidar partisinin önde gelenlerinden Jose Francisco Ruiz Massieu da bir suikastle öldürüldü. Bunun hemen ardından Meksika borsasında büyük düşüş yaşanırken rezervlerde çok küçük bir azalma oldu. Rezervlerde büyük azalma Kasım ayı ortasında gerçekleşti. Başsavcının yardımcısı Mario Ruiz Massieu, kardeşine yapılan suikastin iktidar partisi önde gelenlerinin siparişi olduğunu ve kendi amiri başsavcı dahil, parti önde gelenlerinin bu konunun araştırılmasında kendisine engel olduğunu ileri sürerek istifa etti. Bu istifasının ardından

<sup>14</sup> Bazıların düşündüğünün aksine, NAFTA isyanın nedeni değil, sadece katalizörüydü. İsyen daha ziyade "yoksul" güneyin "zengin" kuzeye karşı bir başkaldırısıydı (Neely, 1996).

<sup>15</sup> ABD faiz hadleri 1994 yılı boyunca 6 kez yükseltildi: 1994 yılı Şubat başında %3 iken aynı yılın Kasım ayı ortasında %5.5'e çıkarıldı (Espinosa ve Russell, 1996).

rezervler birkaç hafta içinde \$4 milyar azaldı (Whitt, 1996). Bu azalış Aralık ayında da devam etti: 16 Aralıkta gelindiğinde merkez bankasının elinde sadece \$11 milyarlık rezerv vardı. Söz konusu trendi önlemek için hükümet olağanüstü *Pacto* toplantısı yaptı. Toplantıda döviz kuru bandının üst sınırının 4 pesoya çıkarılması (yani fiili olarak pesonun %15 devalüasyonu) kararlaştırıldı. Yeni uygulama 20 Aralıkta yürürlüğe girdi. Fakat söz konusu uygulamanın etkisi, 19 Aralıkta yeni bir Chiapas ayaklanmasının etkisiyle birleşince rezervler iki gün içinde \$5 milyar daha azaldı ve 22 Aralık günü para otoriteleri pesoyu serbestçe dalgalanmaya bırakmak zorunda kaldı (Lustig, 1995).

Dönüp geri bakıldığında, Colosio suikasti sonrasında, sermaye girişlerinin azalması karşısında pesoyu korumak için Meksika hükümetinin önünde iki seçenek vardı. Bunlardan birincisi, faiz hadlerinin daha fazla yükselmesine (yani parasal tabanın daralmasına) müsaade etmektir. Fakat bu, zaten zor durumda olan bankaların daha da kötüleştirirdi. 1994 yılının seçim yılı olması bu tür bir finansal çöküş ve resesyon riskini göze almayı hükümet için imkansız hale getiriyordu (Edwards, 1997). İkinci bir seçenek, faizlerin daha fazla yükselmesini (yani parasal tabanın daralmasını) önlemek için sermaye çıkışlarını sterilize etmektir (Whitt, 1996). Meksika otoriteleri bu ikinci yolu seçti ki bu tercih, ayrıca, seçimler öncesinde büyümeyi teşvik etmeyi ve bankalara likidite sağlamayı amaçlamaktaydı (Task Force, 1998).

Mart ayında rezervlerin kısa bir sürede azalması, negatif şokların doğal sonucu değil sermaye girişlerindeki azalmayla Meksika otoritelerinin buna karşı seçtiği ikinci seçeneğin bileşik etkisinin sonucuydu. Şöyle ki, Colosio suikastinin ardından sermaye girişleri önemli ölçüde azalınca, faizleri yükseltmeye yanaşmayan Meksika hükümeti cari hesap açığını rezervlerle finanse etmeye başladı. Sachs, et al (1995) bu mekanizmayı şöyle açıklamaktadır:

*Mart 1994'e kadar Meksika özel sektörü yabancı yatırımcılara yılda 20 milyar dolardan fazla menkul değer satmaktaydı. Marttan sonra bu satışlar durdu. Bunun üzerine, özel sektör [elindeki] menkul değerleri aynı [yıllık] hızla ve yabancılarca talep edilen faizlerin altında kalan oranlarla Meksika merkez bankasına satmaya başladı..... Meksikalılar [bu] kredi genişlemesinin yarattığı pesoları cari hesap açığını finanse etmeye devam etmek için kullandı. Toplam etki olarak onlar, ithalatın ihracatı aşan kısmını kapatmak için cari hesap açığı değerindeki Meksika pesosunu dolara çevirmekteydiler. Merkez bankası, döviz kurunu sabitlediği için, açığı kapatmak için*

*gereken dolarları ithalatçılara sattı. Böylece, rezervler cari hesap açığı kadar düştü.*

Dolayısıyla, rezervlerdeki azalma, yatırımcıların güven kaybının değil, merkez bankasının yaptığı yurtiçi kredi genişlemesinin doğrudan sonucuydu<sup>16</sup>. Tek başına güven kaybı daha yüksek faiz hadlerine ve daha düşük cari hesap açığına yol açardı. Merkez bankasının, faizleri yabancı yatırımcılarca talep edilen düzeye çıkarmaya karşı direnmesi rezervlerin erimesine neden oldu<sup>17</sup>. Sachs, et al (1995)'e göre, yapılması gereken yurtiçi kredileri ılımlı bir şekilde (*moderately*) genişletmek ve döviz kurunun daha fazla değer kaybetmesine izin vermektir<sup>18</sup>.

Sermaye girişlerinin azalması ve faiz oranlarının yükselmesi Meksika hükümetinin maliye politikasını da etkiledi. İlk olarak, hükümetin toplam yurtiçi borcu arttı. İkinci olarak, 1994 içinde bu borcun ortalama vadesi önemli ölçüde azaldı<sup>19</sup>. Üçüncü olarak, yine bu yıl içinde borç stokunun kompozisyonu değişti. Pesoya endeksli menkul kıymetlere yönelik azalan taleple karşı karşıya kalan Meksika hükümeti faizlerin daha fazla yükselmesini önlemek için vadesi gelen *Cete*'leri kısa-vadeli ve dolara endeksli *Tesobono*'larla değiştirmeye başladı. 1994 yılı başında sadece \$1 milyar olan *Tesobono* stoku Eylül ayında rezervlerle aynı düzeye çıktı. İlk başta büyük ölçüde olumlu karşılanan bu işlem daha sonra krizin en önemli nedenleri arasında gösterilecekti (Sachs, et al, 1995)<sup>20</sup>. Ayrıca, seçim öncesinde maliye politikasının daha önceki yıllara göre gevşek olması da dikkat çekmektedir.

---

<sup>16</sup> Gil-Diaz (1998)'e göre, bu bir eleştiri konusu olamaz, çünkü, zor durumda olan bankalara likidite sağlamak "ödünç veren son merci" olan merkez bankasının görevidir.

<sup>17</sup> Espinosa ve Russell (1996)'ya göre, Colosio suikastinin ardından faizler zaten yeterince yükselmişti. Bu yüzden, Meksika hükümeti faizleri daha fazla yükseltmemekte haklıydı. Yazarlar ayrıca, Sargent ve Wallace'ın ünlü 1981 makalesine atıf yaparak, yüksek faiz hadlerinin her zaman "sıkı" para politikası anlamına gelmediğine dikkat çekmekte. Şöyle ki, Meksika'da olduğu gibi, reel faiz hadleri reel büyüme oranından fazlaysa, yüksek faiz hadleri hükümetin borç yükünü gittikçe artırır ve sonunda hükümeti emisyonla zorlayabilir. Bunu anlayan yatırımcılar daha yüksek enflasyon bekler. Daha yüksek beklenen enflasyon ise cari enflasyonun yükselmesine yol açar.

<sup>18</sup> O dönemde pesoyu devalüe etmenin yanlış olacağını söyleyenler bu görüşlerini kredibilitenin kaybolabileceği endişesine dayandırmaktaydı. Fakat Sachs, et al (1995)'in gösterdiği gibi, "hükümetin kredibilitesi sadece sabit döviz kurunu sürdürmeye istekli olmasına değil, (daha ziyade) bu döviz kurunu sürdürebilme becerisine de bağlıdır. Rezervlerin azalmasına izin vererek Meksika hükümeti devalüe etmek istemediğini ilan etse de bu amacın sürdürülemez olmasına da artırdı. Mart ayında devalüasyon yapmayarak hükümet beklenen devalüasyon oranını azaltmak yerine artırdı ..... pesoyu devalüe etmek, beklenen bir şey olduğu için, en az maliyetli adım olurdu".

<sup>19</sup> Yaşanan politik istikrarsızlıktan dolayı uzun-vadeli borç ihraç etmek gittikçe pahalı hale gelmekteydi. Bu yüzden, şokların geçici olduğunu düşünen Meksika otoriteleri daha düşük faizli kısa-vadeli borçlanma yolunu seçti (Sachs, et al, 1995).

<sup>20</sup> Espinosa ve Russell (1996)'ya göre kamu kesiminin borç yapısının finansal krizde önemli bir rol oynadığını söylemek için bir neden yok, çünkü, *Tesobono*'lar yeni borçlanmadan kaynaklanmıyordu, sadece vadesi gelen *Cete*'lerin yerini almaktaydı. Ayrıca, bunların amacı yatırımcıların güvenini artırarak krizi daha az olası hale getirmektir. Daha da önemlisi, Meksika'nın kısa-vadeli dış borcunun önemli kısmı özel kesime aittir.

Operasyonel bütçe fazlası GDP'nin yüzdesi olarak 1992'de %2.9 ve 1993'te %2.1 iken 1994'te %0.5'e düştü (Sachs, et al, 1995)<sup>21</sup>.

Seçimlerden önce hükümetin faiz hadlerini yükseltmeye ve gereken devalüasyonu yapmaya direnmesi, savunulabilir olmasa da, anlaşılabilir bir durumdu. Fakat aynı politikaların seçimlerden sonra da devam etmesi şaşkıncı gibi gözükmektedir. Sachs, et al (1995)'e göre, rezervlerin Hazirandan sonra sabit kalması hükümetin piyasalarda yeniden güven oluştuğunu düşünmesine yol açtı. Ayrıca, ABD ve Meksika varlıkları arasındaki faiz haddi farkı azalmaktaydı. Doğrudan yabancı yatırımlar da azalmadan devam etmekteydi.

1994 yılının dördüncü çeyreğinde sermaye çıkışları kısmen azalsa da, politik istikrarsızlıkların devam etmesi ve sterilizasyon politikası sonucunda rezervlerin erimesi sürdü. Özellikle Kasım ve Aralık aylarında rezervlerle ilgili bilgilerin şeffaf olmaması yatırımcıların endişesini daha da artırdı (Edwards, 1997). Aralık ayına gelindiğinde rezervler sadece \$12.5 milyar iken mevcut *Tesobono* stoku \$29 milyara yükseldiği için hükümet fiili olarak likiditesini kaybetti. Bu noktada hükümetin elinde pek fazla seçenek yoktu<sup>22</sup>. 20 Aralıkta ilan edilen %15'lik devalüasyonun ardından merkez bankası iki günde \$5 milyar rezerv kaybetti. 22 Aralıkta, elinde sadece \$6 milyarlık rezerv kalan merkez bankası pesoyu dalgalanmaya bıraktığını ve ABD ve Kanada'yla \$7 milyarlık bir *swap* kredi anlaşması yaptığını duyurdu. Bunun ardından, çoğu insanı şaşkıncıya sokacak şekilde, finansal kriz patlak verdi: faiz hadleri yukarı fırladı, peso önemli ölçüde değer kaybetti ve hükümet kredi piyasalarında kağıt satamaz hale geldi. Bunların sonucunda hükümetin dış borcunun peso değeri önemli ölçüde yükseldi. Ayrıca, bankaların geri-dönmeyen kredilerinde de büyük artış görüldü. 1995'in ilk aylarında faiz hadleri %80'lere çıkınca ödemeler durdu. Bankalar genelde firmalardan olan alacaklarını erteleyerek yeniden yapılanmaya yöneldiyse de varlık kalitesindeki kötüleşmenin önüne geçilemedi (Krueger ve Tornell, 1999).

---

<sup>21</sup> Para ve maliye politikası alanındaki sorunlarla beraber 1994 yılında ekonomik reformlarda da aksamalar söz konusuydu. Örneğin, petrokimya endüstrisinin özelleştirilmesi geciktirilirken sosyal güvenlik ve emeklilik reformu ertelendi. Paradoksal olarak, güçlü düzenleme ve denetleme önlemleri alınmadan finansal liberalizasyon sürecine devam edildi (Task Force, 1998).

<sup>22</sup> Aslında hala bazı politikalar önerilmekteydi. Bunlardan biri sıkı para politikası uygulayarak faiz hadlerini yükseltmekti. Fakat, yukarıda da değinildiği gibi, Meksika'nın o zamanki koşullarında bu pek cazip bir seçenek değildi. Önerilen diğer bir seçenek para kuruluydu (*currency board*). Parasal disiplin getirme gibi olumlu yönlerine rağmen, para kurulunun iki önemli negatif yönü vardır: i) para kurulu merkez bankasının "ödünç veren son merci" görevini sınırlamakta, böylece, merkez bankası gerektiğinde yerli bankalara likidite sağlayamamaktadır; ii) para kurulu, dışsal (politik veya ekonomik) şoklar karşısında nominal döviz kurunun esnekliğini ortadan kaldırmaktadır (Sachs, et al, 1995). Ayrıca, Meksika krizinin ardından Arjantin'de yaşanan gelişmeler para kurulunun finansal krizleri önleyemeyeceğini sergiledi. Meksika krizi patlak verdiğinde yatırımcılar fonlarını Arjantin'den çekerek bazı özel bankaları zor duruma düşürdüler. Sonunda, Arjantin hükümeti bankacılık sistemini çöküşten kurtarmak için müdahalede bulundu ve Meksika ABD'yle anlaşmadan birkaç gün sonra Arjantin, devalüasyon baskısından kurtulmak için IMF ve diğer kuruluşlarla kredi paketi anlaşması yaptı (Whitt, 1996).

### 1.2.3 Krizle ilgili görüşler

Aralık 1994'teki devalüasyonun niye bir finansal krize dönüştüğüyle ilgili farklı açıklamalar vardır. Bunların bir kısmı, devalüasyonla finansal krizi birbirinden ayırmamakta, devalüasyon beklentisinin finansal paniğin bir parçası olduğunu ileri sürmektedir. Örneğin, Gil-Diaz (1998)'e göre, diğer faktörler etkili olmakla beraber, krizin temelinde sabit döviz kuru rejimiyle liberalizasyon sonrasında görülen hızlı kredi genişlemesinin bileşimi yatmaktaydı. Bu yüzden, yıllar öncesinden beri biriken sorunlar finansal krizi kaçınılmaz kılmaktaydı. Diğer bir görüşe göre, finansal kriz beklenmiyordu. Devalüasyonla finansal panik hem mantıksal hem de zamansal olarak tamamen ayrı olaylardı: devalüasyon finansal paniğe yol açmıştı. Meksika hükümeti Kasım ve Aralık aylarında, sonunda daha yüksek faiz ödemek zorunda kalacak olsa da, hala borçlanabilirdi. Fakat hükümet devalüasyonu seçti, çünkü döviz kurunu sabit tutmanın maliyetinin (yüksek faiz hadleri ve resesyon gibi) çok yüksek olduğunu düşündü. Fakat devalüasyon, beklenmedik bir şekilde, hükümetin menkul kıymet piyasalarında finansal paniğe dönüştü (Lustig, 1995).

Sachs, et al (1995)'e göre, standart döviz kriziyle hükümetin likidite krizi arasında kesim ayırım yapan bu ikinci görüş Meksika krizini daha iyi açıklamaktadır. Aralık 1994'te Meksika hükümeti "borcunu ödeyebilir" (*solvent*) durumda olduğu halde devalüasyon hükümetin kısa-vadeli borçlarını ödeyemeyeceği beklentilerine yol açtı. Bu beklentiler ise, Meksika hükümetini likidite problemiyle karşı karşıya getirerek spekülative atağı "kendi kendini gerçekleştirir" (*self-fulfilling*) hale getirdi. Sachs, et al (1996) da ise yazarlar formel bir modelle 1994 sonunda Meksika'da rezervlerin kısa-vadeli yükümlülüklerle oranının çok düşük olduğunu ve bu nedenle atağın "kendi kendini gerçekleştirir" hale geldiğini göstermektedir. Benzer bir mantıkla, Cole ve Kehoe (1996) hükümet borcu kavramının önemli olduğunu vurgulamaktadır. Yazarlara göre, 1994 sonunda Meksika hükümetinin borç düzeyi kritik bölgedeydi. Bu bölgede belirleyici olan ekonominin makro temelleri değil yatırımcıların beklentileriydi. Yatırımcılar krizin gerçekleşeceğini bekledikleri için kriz gerçekleşti. Espinosa ve Russell (1996) ise hükümet yerine özel kesimin borcu üzerinde durmaktadır. Fakat nasıl açıklanırsa açıklansın, finansal kriz Meksika hükümetini iflasın eşğine getirdi.