

Vügar Selimov

e-mail: yugarsalimov@gmail.com

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

2003 yılında yazdığım master tezimin alt-bölümü.

1.4 RUSYA KRİZİ

1990'ların başında, 73 yıllık sosyalist rejimin ardından, Rusya hükümeti bolşevik modelin tıkanıklığını aşmak için, özel mülkiyete dayalı bir rekabetçi piyasa oluşturma kararını dünyaya ilan etti. Bu niyete uygun olarak radikal reformlara gidildi. Fiyatların serbestleştirilmesi ve kamu şirketlerinin özelleştirilmesi bunlar arasında en başlıcalarıydı. Başlangıçtaki yüksek enflasyona ve ekonomik daralmaya rağmen, 1996 yılına gelindiğinde durum kontrol altına alınmış gibi gözükmekteydi. Hisse senedi ve bono piyasaları yükselirken yabancı yatırımcılar ülkeye akın etti. Rusya'nın 21'inci yüzyılda tekrar süper-güç haline geleceği yönünde tahminler yapılmaya başlandı.

Ne var ki, 1997 yılında ekonomik performansının zirvesine ulaştıktan bir yıl sonra Rusya'nın ekonomik göstergeleri kötüleşmeye başladı. Hisse senedi fiyatları düştü. Bono faizleri fırladı. Mart ayında yapılan hükümet değişikliği durumun daha da kötüye gitmesini engelleyemedi. Sonunda, 17 Ağustos 1998'de, Rusya hükümeti borcunu ödeyemeyeceğini ve ruble'yi devalüe ettiğini ilan etti. Bu kararı izleyen bir hafta içinde hisse senedi ve bono fiyatları çöktü ve bir hükümet değişikliği daha yapıldı. İkinci haftanın sonunda ruble 2/3 oranında değer kaybetmiş ve yerli bankalar iflasın eşiğine gelmişti. Böylece, dünyanın en büyük ülkesi kendini bir kez daha ekonomik çöküşün ve finansal izolasyonun içinde buldu.

Bu altbölümde, önce Rusya'daki kriz öncesi ekonomik ortam ele alınacaktır. Daha sonra krizin nasıl geliştiğine ve bu konudaki farklı görüşlere bakılacaktır.

1.4.1 Kriz Öncesindeki Ekonomik Durum

Sovyetler Birliği dağıldıktan sonra Rusya yarı militarist ve merkezi planlamaya dayalı bir ekonomiyle baş başa kaldı. Savunmaya yönelik harcamalar GDP'nin 1/3'ünü oluşturmaktaydı. Ekonominin neredeyse tümü merkezi otoritenin kontrolü altındaydı. Rusya hükümeti bu durumu ortadan kaldırmak için Ocak 1992'de bir dizi reformu uygulamaya başladı. Bunların en önemlisi fiyatların serbestleştirilmesiydi. Bu, Sovyet döneminden kalma bütçe açığının para yaratarak finanse edilmesiyle birleşince fiyatlar aniden fırladı. Ayrıca, Sovyet cumhuriyetleri arasında daha önce var olan ekonomik bağların kopması, Rusya'daki üretim hacminde bir daralmaya yol açtı. Arzdaki bu daralma fiyatları daha da yükselterek, enflasyonun 1992 yılında %1500 düzeylerine çıkmasına neden oldu (Golov ve Matthews, 1999).

Söz konusu sorunlar 1996 yılına kadar devam etti. Bu yıla gelindiğinde, üretimdeki daralmanın büyüklüğü daha önceki yıllara göre hafifleyerek %3'e düştü¹. Enflasyon oranı ise 1992-95 döneminde ortalama %750'den 1996'da %50'ye geriledi. Bunun bir nedeni, devletin ücret ve emeklilik ödemelerini ya hiç yapmaması, ya da 9 aya kadar varan gecikmelerle yapmasıydı. Nüfusun büyük çoğunluğu ücretlilerle emeklilerden oluştuğu için, bu kesimin talebindeki daralma fiyatların yükselmesini önlemekteydi (Golov ve Matthews, 1999).

İkinci ve daha önemli bir neden ise, hükümetin bütçe politikasıyla ilgiliydi. 1994 yılına kadar bütçe açığını emisyonla finanse eden hükümet bu yılda önemli politika değişikliği yaparak açık finansmanını borçlanmayla yapmaya başladı. Bunun için GKO (hazine bonoları) ve OFZ (federal kredi bonoları) piyasaları kuruldu (Yasin, 1999). Bütün bunların yanı sıra, 1995 yılı ortalarında döviz kuru bandı uygulanmaya başlandı. Döviz kuruyla ilgili belirsizliğin azalması enflasyonun düşmesine yardımcı oldu.

1996 yılından sonra başka olumlu gelişmeler de meydana geldi. 1997 yılı ortalarına gelindiğinde bütün Rus şirketlerinin %57'si özelleşmiş durumdaydı. Bu şirketler çalışanların %60'ını istihdam etmekte ve GDP'nin %70'ini üretmekteydi. Özel sektör ekonomik hayatın en önemli ajanı haline gelmişti (Golov ve Matthews, 1999). 1997 yılının ikinci yarısında enflasyon yılın birinci yarısına göre iki kat azaldı ve tek rakamlı hale geldi. 1989 yılından beri sürekli küçülen ekonomi 1997'de, yavaş da olsa (%0.4), ilk defa büyümeye geçti. Petrol ve otomobil üretiminde rekor artış görüldü. Daha önceki yıllarda sürekli ortalama olarak her yıl %15-20 azalan yatırımlar 1997'nin dördüncü çeyreğinde ilk defa sabit kaldı. Kredi derecelendirme kuruluşlarından olumlu puanlar alındı. Bununla bağlantılı olarak, dış piyasalarda borçlanma koşullarındaki iyileşmeden (yani borçlanma maliyetinin %9'lara kadar gerilemesinden) dolayı dış borç stokunda ilk defa bir azalma görüldü (Aganbegyan, 1999). Merkez bankası rezervleri 1997 yılında bir önceki yıla göre %60 artarak 24.5 milyar dolara çıktı. 1 Ocak 1998 itibarıyla toplam yabancı yatırım stoku 10.5 milyar dolardı ve bunun 3.9 milyarını doğrudan yabancı yatırımlar oluşturmaktaydı (Golov ve Matthews, 1999).

Her şeyin iyiye gittiğinin işareti sayılabilecek bu gelişmelere rağmen, Rusya ekonomisinin temellerinde önemli zaaf lar yatmaktaydı. Bu zaaf ların, krizin kesin nedeni olduğunu söylemek mümkün olmasa da, krizin arkasında yatan en olası faktörler olduğunun rahatlıkla iddia edilebileceği bir durum vardı. Birinci zaaf, özelleştirilmiş firmaların mülkiyet yapısıyla ilgiliydi. 1992 yılından itibaren uygulanan özelleştirme yöntemi, devlet şirketlerinin değerini temsil eden *voucher*'ların belirli bir fiyattan halka satılmasına dayanmaktaydı. Fakat

¹ Üretim 1992, 1993, 1994 ve 1995 yıllarında, sırasıyla, %19, %12, %15 ve %4 daralmıştı (Golov ve Matthews, 1999).

daha sonra “içeridekiler” (şirket yöneticileri ve çalışanlar) bu kağıtları satın alarak şirket hisselerinin çoğunu ele geçirdi (*insider ownership*). Bu tür bir mülkiyet yapısı pek çok açıdan sorunluydu. Bir kere, söz konusu içeridekiler, şirketi yeniden yapılandırmak yerine, kendi işlerini korumaya eğilimliydi, ki bu da aşırı istihdama neden oluyordu. Ayrıca, içerideki yöneticiler Sovyet döneminde kalma bir yönetim anlayışına sahiptiler, ki bu, piyasa ekonomisi koşullarına hiç uygun değildi. Daha da önemlisi, bu insanlar, şirkete yatırım yapmak yerine, kendileri için nakit akışı yaratmaya odaklanmışlardı. 1997 yılında, üretim sektöründeki toplam sermaye yatırımı, 1990’daki düzeyin sadece %17’si kadardı. Pozitif nakit akışı eski dönemden kalma sermaye tabanının eritilmesiyle elde edilmekteydi. İçerideki yöneticilerin yatırıma dönüştürülecek finansal varlıklara sahip olmamaları (veya olsalar bile, bunları yatırıma dönüştürmeye yanaşmamaları) ve “dışarıdaki” yatırımcılara hisse satmak ve bilgi vermek istememeleri Rusya ekonomisinde yatırımları ve ekonomik büyümeyi frenleyen temel nedendi (Komulainen, 1999).

Gaddy ve Ickes (1998)’e göre, Rusya ekonomisindeki temel sorun “hayali ekonomi” (*virtual economy*) kavramıyla ifade edilebilir. Buna göre, ekonomideki fiyatlar, satışlar, ücretler, vergiler ve bütçe gibi önemli parametrelerin hiçbiri gerçeği yansıtmamaktaydı. Diğer bir deyişle, ekonomi olduğundan daha büyük gösterilmekteydi. Ödemelerin büyük bir kısmı zamanında ve nakit olarak yapılmamaktaydı. Ücretler ilan edilmekte, fakat ödenmemekteydi. Bu durum hayali gelirler ve böylece, hayali mali yükümlülükler yaratmaktaydı. Şirketler kendilerine girdi arz edenlere, çalışanlarına ve devlete ödeme yapmıyordu. Ödeme yapılırsa bile, bu nakit olarak değil, takas usulüyle yerine getiriliyordu. 1997 yılında Rusya’daki endüstri şirketleri arasındaki ödemelerin %73’ünden fazlası takas usulüyle yapılmaktaydı. RECEP (1998)’e göre, Rusya ekonomisindeki toplam gecikmiş borçların GDP’ye oranı Haziran 1998 itibariyle %45’ti.

Çoğu gözlemciye göre krizin temelinde yatan bütçe problemleri büyük ölçüde Rusya ekonomisinin “hayali” özelliğinden kaynaklanmaktaydı. 1997 yılındaki en önemli problem federal devletin büyük ve kronik bütçe açığıydı. 1994-96 döneminde ortalama olarak GDP’nin %8’i kadar olan bütçe açığı 1997’de %12’ye çıktı. Söz konusu bütçe açığının en önemli nedeni kamu sektörünün çok büyük, fakat zayıf olmasıydı. Şöyle ki, devlet ekonominin neredeyse her alanına müdahale ederek önemli görevler üstlenmekte, fakat gelirlerini, bu görevleri yerine getirmeye yetecek kadar artıramamaktaydı. Federal bütçe gelirleri içinde vergilerin payı 1994’ten beri artarak 1997’de %80’e çıktı. Ne var ki, 1997’de elde edilen reel vergi gelirleri beklenen vergi gelirlerinin sadece %80’ini oluşturmaktaydı. Ayrıca, elde edilen vergi gelirlerinin sadece %8’i nakit biçimindeydi (Golov ve Matthews,

1999). Çünkü, bir tarafta şirketler kendi aralarında takas usulüyle ödeme yaparak vergiden kaçarken², diğer tarafta devletin talep ettiği vergilerin büyük bir kısmını mal olarak ödemekteydiler. Bütün bunların yanı sıra, vergi reformunun yapılmaması ve işlevselliğini yitirmiş eski vergi sistemine devam edilmesi, bazı durumlarda vergi matrahının belirlenmesini imkansız kılıyordu (IEWS, 1998).

Gaidar (1999)'a göre, vergi toplama problemi geleneksel anlamda bir vergi idaresi sorunu değildi. Devletle şirketler arasındaki ilişkinin niteliği kanunla değil, kişisel çıkar ilişkileriyle belirlenmekteydi. Nepotizmin, yani adam kayırmacılığın, yaygın olduğu bu tür ilişkilerin varlığı, bütçe açığının %6-7 civarında takılıp kaldığı bir durumla sonuçlandı.

Yukarıda belirtildiği gibi, 1994 yılından itibaren hükümet bütçe açığını finanse etmek için, daha az enflasyonist olduğunu düşündüğü iç borçlanma yöntemine geçti. Fakat, Yasin (1999)'un ifade ettiği gibi, "harcamaları kısarak ve vergi reformu yaparak bütçeyi dengelemek yerine yoğun bir biçimde iç borçlanmaya başvurulması, [vadesi gelen borçların yeni borçlanmayla kapatıldığı bir tür 'saadet zinciri'ne (*Ponzi game*) yol açarak] sadece enflasyonu ertelemeye yaradı".

Devlet iç borç stokunun büyüklüğü ve finansman maliyeti 1993 yılında itibaren sürekli büyüdü. İç borç stokunun artış hızı, mali sürdürülebilirlik açısından hayati önem taşımaktaydı. Söz konusu dönemde Rusya'da iç borç stokunun GDP'ye oranı çok yüksek olmakla kalmayıp (1994-97 döneminde ortalama olarak %7), aynı zamanda sürdürülemez bir biçimde yükselmekteydi. Krizden önceki iki yılda kamunun net borcu gelirlerinden daha fazlaydı. Ayrıca, federal hükümet borcunun ihracata oranı da yıldan yıla artarak 1997 yılında %36'ya ulaştı (Sipila, 2002).

Kamu iç borcunun vade yapısına gelince, Mayıs 1998 itibariyle iç borç stokunun %25'inin vadesi 3 aydan az, %20'sinin vadesi 3-5 ay arası, %28'inin vadesi ise 5-12 ay arasıydı. Bunun önemli bir nedeni, 1997 yılında GKO ve OFZ piyasalarında vadelerin kısmen uzamasıydı. Şöyle ki, 1997 yılı başlarında GKO piyasası serbestleştirilince, yıl ortasına doğru yabancıların piyasadaki payı %30'a çıktı. Bunun sonucunda, yıllık faizler %18'e kadar düşerken vadeler de, 1 yılı aşmasa da, bir ölçüde uzadı. Böylece, 1997 sonuna doğru GKO piyasalarında bir rahatlama yaşandı (Yasin, 1999). Ne var ki, uzayan vadelerin büyük bir kısmının rastladığı 1998'de GKO ve OFZ geri ödemeleri bir önceki yıla göre %50 arttı, ki bu, krizin tetiklenmesini belirleyen en önemli faktörlerden biriydi (Gurvich, 2001).

² Devlet, ilan edilmiş bir parasal değeri olmayan işlemi vergilendirememekteydi (Cohen, 1999).

Borç rakamlarıyla ilgili son olarak iç borç stokunun M2'ye oranı dikkat çekmekteydi. Söz konusu oran 1996-97 yıllarında %100 iken, 1998'de %160'a çıktı (Sipila, 2002). Bunun bir nedeni iç borç stokunun yüksekliği olsa da, daha önemli bir nedeni ekonomideki parasallaşmanın (*monetisation*) çok düşük olmasıydı. M2'nin GDP'ye oranı 1997-98 yıllarında %12-17'iydi. Bu durum, kısmen, ruble'nin az kullanılmasından kaynaklanmaktaydı. En olumlu tahminlere göre bile, Rusya vatandaşlarının ellerinde bulundurdukları doların toplamı ruble'nin dolar değerinden daha fazlaydı. Üstelik, daha önce belirtildiği gibi, ekonomide takas yöntemi yaygındı. Bunun yanı sıra, firmalar, taahhüt mektupları gibi, para yerine geçen senetleri yaygın olarak kullanmaktaydı (Komulainen, 1999).

Daha önceki kriz örneklerinin aksine, Rusya'da ulusal para, bölgedeki diğer geçiş ekonomilerinin paraları karşısında eksik değerlendirilmiş durumdaydı³. *Economic Expert Group*'un yaptığı analize göre, krizden önceki aylarda ruble dolar karşısında sadece %25 değerli haldeydi. Çalışmaya göre, bu durum kısa-vadede kırılabilir olsa da, uzun-vadede sürdürülebilirdi.

Sermaye hesabına gelince, 1997 yılında Rusya'ya toplam 46 milyar dolarlık sermaye girişi oldu, ki bunun 11 milyarı yabancıların GKO alımını, 11 milyarı hükümetin dış borçlanmasını ve 24 milyarı özel kesime yönelik sermaye girişlerini yansıtmaktaydı. Söz konusu 46 milyar doların %65'i kısa-vadeli hareketlerden oluştuğu için, bunların sürdürülebilir olmadığı söylenebilirdi. Aynı yıl, Rusya'dan sermaye çıkışları 40 milyar dolara yaklaştı. Bu, büyük ölçüde özel kesimin dış dünyadaki varlıklarında bir artış biçiminde oldu (Gurvich, 2001).

Komulainen (1999)'a göre, 1997 yılı sonu ve 1998 başında hammadde fiyatlarındaki düşüş cari hesap fazlasını azaltsa da, cari hesap açığı Rusya krizinin nedenleri arasında sayılmamalıdır. Çünkü, diğer krizlerden farklı olarak, Rusya'da ne tüketim, ne de yatırım patlaması yaşandı.

Rusya bankalarında da önemli sorunlar mevcuttu. Rusya'da bankaların serbestleştirilmesine 1987 yılında, *joint venture*'ların ve yarı-özel kooperatif bankaların açılmasına izin verilmesiyle başlandı. Aralık 1997 itibariyle, bankaların sayısı 1789'a çıkmıştı. Bunların çoğu küçük bankalardı. 1994-97 arasında 5 en büyük banka toplam bankacılık sistemindeki varlıkların sadece %40'ını elinde bulundurmaktaydı⁴. Ayrıca, özel

³ Bunun en önemli nedeni, *ruble*'nin söz konusu diğer paralara göre nispi konvertibilitesinin düşük olmasıydı.

⁴ Bu rakam bütün geçiş dönemi ekonomileri arasında en düşük olanıdır (Martinez-Vazquez, et al. 2000).

bankalarda tutulan mevduatların oranı da pek çok geçiş dönemi ekonomisine göre bir hayli yüksekti (%70 civarında) (Martinez-Vazquez, et al. 2000).

Böyle bir liberal bankacılık ortamına rağmen, bankacılık sistemi Rusya'da yeterince gelişmemişti. Bir kere, 1998 başlarına gelindiğinde Rusya bankalarının toplam varlıkları GDP'nin sadece %35'i kadardı. Ayrıca, bankalar, tasarrufları yatırımlara dönüştürerek asıl aracılık işlerini yerine getirmekten çok, bilançolarında büyük miktarlarda bulundurdukları (1998 baharı itibariyle toplam varlıkların %35'i) hazine kağıtlarıyla ilgilenmekteydi. Bunun yanı sıra, bankalar sermaye ihracına olanak sağlamada da önemli paya sahipti. Reel sektöre açılan krediler ise ortaya çıkmakta olan piyasa standartlarına göre çok düşüktü (1998 baharı itibariyle bankacılık sistemindeki toplam varlıkların %39'u). Böylece, sermayesi zaten küçük olan Rusya bankaları, acilen ihtiyaç duyulan özel yatırımlardan çok bütçe açığını finanse etmekteydi (Komulainen, 1999).

Rusya bankalarının küçük ve az-gelişmiş olmasının önemli nedenleri arasında, tasarrufların, (ya da en azından bankalara emanet edilen tasarrufların) düşük olması da bulunmaktaydı. Resmi açıklanan tasarruf/GDP oranı %25 civarında olsa da, RECEP (1996) tarafından yapılan tahminler bu rakamın %10-12 civarında olduğunu göstermekteydi. Komulainen (1999)'a göre, Rusya'da tasarrufların düşük olması şu gerekçelerle açıklanabilirdi: i) 1992-95 dönemindeki hiperenflasyon tecrübesi, ruble'yle yapılan tasarrufların büyük ölçüde kaybolmasıyla sonuçlanmıştı. Hükümetin düşük enflasyon politikası Rus halkı tarafından güvenle karşılanmamaktaydı. ii) Hükümet bankaları vergi toplama yeri olarak kullandığı için, şirketler bankalarda hesap açtırmaktan kaçınıyordu. iii) 1992-93 yıllarında yaşanan banka iflasları Rusya bankalarına olan güveni önemli ölçüde sarsmıştı. Rusya'da en çok güvenilen banka, bir devlet bankası olan Sberbank'tı (Tasarruf Bankası). Bu bankaya yönelik zımni devlet garantisinden dolayı, mevduatların büyük bir kısmı burada toplanmıştı. Bankacılık sistemindeki toplam varlıkların %25'ini elinde bulunduran Sberbank, aynı zamanda toplam mevduatların %74'üne sahipti. Ne var ki, devlet tarafından kontrol edildiği için Sberbank kaynaklarının önemli bir kısmı bütçe açığının finansmanında (yani, örneğin, GKO alımında) kullanılmaktaydı (Sipila, 2002).

Sınırlı miktarda mevduat toplayabilen bankalar, yüksek getirili GKO'lardan yararlanabilmek için, batıdaki bankalardan *forward* kontratlar aracılığıyla sendikasyon kredileri almaktaydı. 1998 yılı Temmuzunda Rusya bankalarının dış yükümlülükleri, bir yıl önceki miktara göre üç kattan fazla artarak 19 milyar dolara çıktı. Böylece, Rusya bankaları korunmamış döviz pozisyonları olarak büyük risk altına girdi (Martinez-Vazquez, et al. 2000).

Bankalarla ilgili son önemli nokta, hükümetle bankalar arasındaki ilişkinin niteliğini gündeme getirir. Aralık 1995'te, bazı bankalar, özelleştirilen doğal kaynak şirketlerinin belirli miktardaki hisselerini bir yıl ellerinde bulundurmaya karşılığında hükümetten GKO satın almayı taahhüt etti. Bir yıl sonra hükümet borcunu ödememe yolunu seçerek, bunun karşılığında söz konusu şirketlerin kontrolünü tamamen bankalara verdi. "Böylece, finansal-endüstriyel oligarşi sistemi oluşmuş oldu. Rusya'nın üretim sektörünü büyük ölçüde ele geçiren bir avuç bankacı bir anda aşırı zengin hale geldi. Söz konusu zenginler kulübü Rus medyasını kontrol etmenin yanı sıra, önemli siyasi güce sahipti." (Margolin, 2000, s.11). Bu yüzden bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılması ya da denetlenmesi büyük dirençle karşılanmaya başladı. "Hatta bazı bankalar hükümete 'hizmetlerinden' dolayı dokunulmaz olarak kabul edilmekteydi." (Yasin, 1999).

Yukarıda değinildiği gibi, yüksek getirili GKO'lardan yararlanmak isteyenler arasında yabancı yatırımcılar da önemli paya sahipti. Rusya'ya yönelik sermaye girişleri 1996'da 33.8 milyar dolardan 1997'de 37.5 milyar dolara çıktı. Söz konusu yabancı sermaye ilk başta büyük ölçüde GKO piyasasına yönelikti. Fakat 1997 yılında GKO getirileri talep fazlasından dolayı %35'lere kadar düşünce yabancı yatırımcılar hisse senedi piyasasında spekülasyon yapmaya başladı. 1997 Ekiminde Rusya borsası yılbaşına göre %180 artarak dünyanın en çok kazandıran piyasası oldu (Margolin, 2000). Ne var ki, aynı zamanda hem GKO piyasası, hem de Rusya borsası yatırımcı güveninin kaybolmasına karşı çok kırılabilir hale geldi.

1.4.2 Krizin Başlaması

1997 yılına gelindiğinde Rusya ekonomisinde bazı olumlu hedeflere (istikrarlı döviz kuru, düşük enflasyon, büyüme kısıtları) ulaşılmıştı. Mart 1997'de Anatoliy Çubays başta olmak üzere "genç reformcular"ın hükümete girmeleri olumlu beklentileri daha da artırdı. Yeni hükümetin ilk yaptığı, mevcut bütçe harcamalarını %30 kısma çalışmak oldu. Ne var ki, ülke başkanından gelen baskılar sonucunda büyük miktarlarda ücret ve emeklilik maaşı ödemesi yapan hükümet bu niyetini yerine getiremedi. Aynı yılın ortalarına doğru oligarşi (yani, sovyet döneminden kalma bürokrasi), Çubays başta olmak üzere, genç reformculara karşı basın savaşı açtı. Bu durum yeni hükümete olan güveni büyük ölçüde sarstı. Ayrıca, yaz sonuna doğru Duma hükümetle işbirliği yapmayı reddettiğini açıkladı. Böylece, vergi ve bütçe yasaları ve toprak reformu ile ilgili girişimlerin hepsi başarısızlıkla sonuçlandı. Ekonomideki ödemelerle ilgili sorunlar artarken vergi toplamak daha da zorlaştı (Yasin, 1999; Aganbegyan, 1999).

Kasım 1997’de Rusya’da Asya krizinin etkileri hissedilmeye başlandı. Söz konusu etki iki şekilde kendini gösterdi. Bunlardan birincisi hammadde fiyatlarındaki düşüşün neden olduğu taşma (*spillover*) idi. Ham petrol, petrol ürünleri ve metaller Rusya’nın 1997’deki ihracatının %40’ını oluşturmaktaydı. Asya ülkelerinin talebindeki azalış ve OPEC ülkelerinin petrol üretimindeki artış sonucunda hammadde fiyatları 1997’nin ikinci yarısında düşmeye başladı. Bu durum cari hesap dengesinin açık vereceği beklentilerini artırdı, ki söz konusu beklentiler 1998’in ilk çeyreğinde gerçeğe dönüştü. Öte yanda, düşük hammadde fiyatları Rus şirketlerinin vergi ödeme gücünü daha da azaltarak hükümetin finansman sorununu artırdı. Ayrıca, Rus şirketlerinin değeri (kısmen de olsa) azaldığı için, özelleştirme planları ertelenmek zorunda kaldı (Komulainen, 1999; Golov ve Matthews, 1999).

Asya krizinin Rusya ekonomisi üzerindeki ikinci etkisi “bulaşıcı etki” (*contagion*) idi. Asya krizi, yatırımcıların daha güvenli yer aramalarına neden oldu. Böylece, daha önce Rusya’ya (ve diğer ortaya çıkmakta olan piyasalara) akan sermaye de, Rusya’dan çıkıp daha güvenli piyasalara yönelmeye başladı (Golov ve Matthews, 1999).

1998 yılının ilk haftalarına gelindiğinde federal bütçenin durumu kötüleşti. Bunun yanı sıra, Rusya hükümetine olan güven büyük ölçüde sarsıldı. Bunun önemli bir nedeni Asya krizinin beklenmedik bir şekilde derinleşmesiydi. Böylece, yatırımcılar Rusya’yla ilgili kararlarını yeniden gözden geçirmeye başladı. Bu durum, yabancı sermaye çıkışını hızlandırdı.

Söz konusu dönemde Rusya hükümetinin önünde iki seçenek vardı: i) GKO faizlerini yükselterek sermaye çıkışını azaltmak; ii) ruble’yi devalüe etmek. Hükümet birinci yolu seçti. Aganbegyan (1999)’a göre, Kasım 1997’de, Asya krizinin ilk etkileri hissedildiğinde, durumun ciddiyeti tam anlaşılmamıştı ve döviz kurunun korunabileceği düşünülmekteydi. Fakat Ocak 1998’de ruble’ye yönelik ikinci saldırı döneminde faizler %60’lara çıkarken döviz kurunu korumanın mümkün olmadığı aşikar hale geldi. Hükümetin döviz kurunu korumayı seçmesi, hammadde fiyatlarının kısa sürede yükseleceğine dair iyimser beklentileri yansıtmaktaydı. Ne var ki, bu beklentiler gerçekleşmezken, endüstri üretimi de krizden önceki 9 ayda %10 geriledi (Gurvich, 2001).

Mart 1998’de başkan Yeltsin Çernomırdin’in başbakanlık görevine son vererek, onun yerine reform yanlısı genç Kiriyenko’yu getirdi. Amaç hükümetle Duma arasındaki gerginliği azaltarak siyasi belirsizliği ortadan kaldırmaktı. Fakat sonuç planlandığı gibi olmadı. Kiriyenko, parlamentodan onay alabilmek için hükümete bazı komünistlerin girmesine razı oldu. Bu ise reformlara devam etmenin zor olabileceği inancını güçlendirdi (Yasin, 1999).

Mayıs ortasına doğru finans piyasalarında durum daha da kötüleşti. Bunun bir nedeni siyasi belirsizlikse de, daha önemli bir nedeni hükümet önde gelenlerinden birinin borç geri ödemelerinin tek taraflı olarak durdurulacağını açıklamasıydı. Ayrıca, aynı dönemde, hisselerinin önemli bir kısmı yabancılara ait olan Tokobank iflas etti. Tokobank'la ilgili mahkeme kararının uzun süre alınamaması yabancı yatırımcıların, hükümetin kendilerini kurtaracağı umudunu azalttı. Söz konusu yatırımcılar Rusya bankalarına kredi vermeyi durdurarak sermaye çıkışını hızlandırdı (Yasin, 1999). 27 Mayıs günü panik içinde olan yerli ve yabancı yatırımcılar hükümet bonolarını, hisse senetlerini ve ellerindeki ruble'yi hızla satmaya başladı. Çaresizce ruble'yi korumaya çalışan merkez bankası faiz hadlerini %200'lere çıkarmakla kalmayıp, bir günde 1 milyar dolarlık rezerv harcadı. Merkez bankasının tek başına ruble'yi uzun süre destekleyemeyeceği, dışarıdan borçlanmak zorunda kalabileceği aşikar hale geldi (Cohen, 1998).

Haziran ayında hükümet krizi önlemeye yönelik program hazırlayıp yayınladı. Ayrıca, IMF'ten ek kredi almak için müzakereler başlatıldı. Amaç kısa-vadeli yükümlülükleri yerine getirmek ve yatırımcıların güvenini yeniden kazanmaktı. Aynı zamanda, her Çarşamba günü hükümet yeni GKO ihracını iptal etmek zorunda kalıyordu. Bunun yerine, bütçede olağanüstü durumlar için öngörülen kaynaklar kullanılmaya başlandı. Çünkü, faizlerin yüksek olmasından dolayı eski borçların yeniden finansmanı bir hayli maliyetli hale geldi. Öte yanda, hükümet iç borçlanma yerine *Eurobond* ihraç etmeye başladı. Kısa sürede Rusya'nın dış borcu ikiye katlandı (Yasin, 1999).

Söz konusu dönemde IMF'le yapılan müzakereler oldukça zor geçmekteydi. IMF, her zaman olduğu gibi, krizi önlemek için sıkı bütçe politikası önermekteydi. Ne var ki, bu öneriler Duma tarafından onaylanmadı. Bütün bunlara rağmen, 13 Temmuz 1998'de Çubays başkanlığındaki Rus heyeti IMF'le 22.5 milyar dolarlık kredi paketi için prensipte anlaştı. Bu paranın 11.2 milyarını IMF'in kendisi, geri kalanını ise Dünya Bankası ve Japonya hükümeti karşılayacaktı. 20 Temmuzda IMF kendi payına düşen kısmı onayladı⁵. Amaç, Rusya'ya, ruble'yi koruyabilmesi için gerekli dövizi sağlamak, böylece uzun dönemli istikrara yönelik reformlar için zaman kazanmaktı. Gerçekten de, IMF'in resmi görüşü, Rusya'da döviz kurunun 1998 yılı boyunca korunmasıydı (Cohen, 1998).

Temmuz sonunda yardım paketinin ilk kısmı olan 4.8 milyar dolar serbest bırakıldı. Bu paranın en az 2-3 aylık bir rahatlama sağlayacağı beklenmekteydi. Fakat söz konusu dönem sadece 8-10 gün sürdü. Krizi ateşleyen en önemli unsurlardan biri, vadesi yıl sonuna

⁵ Bundan önceki 11 milyar dolarlık paket 1996 yılında onaylanmıştı.

kadar tamamlanacak olan iç borcun %15'inin *Eurobond*'lara dönüştürülmesiydi. Söz konusu dönemde Rus *Eurobond*'larının faizi 1996 sonbaharında olduğu gibi %9 değil, %15'ti. Bu durum Rusya kağıtlarına olan güvenin daha da azalmasına yol açtı. Bunun ardından GKO piyasasındaki faizler daha da yükseldi. Rezervler eridikçe döviz kurunu korumak daha zor hale geldi⁶ (Yasin, 1999).

Söz konusu koşullar altında Rusya hükümeti döviz kurunda düzeltme yapmanın kaçınılmaz olduğuna karar verdi. 17 Ağustos 1998'de, Başkan Yeltsin'in devalüasyon yapılmayacağını söylemesinden üç gün sonra, başbakan Kiriyenko döviz kuru politikasının değiştirildiğini (döviz kuru bandının genişletildiğini) ilan etti. Söz konusu aralıktaki döviz kuru artık Moskova Bankalar-arası Döviz Piyasasında (MICEX) belirlenecekti. Yıl sonuna kadar ruble'nin %34 devalüe edilmesi planlanmaktaydı. Bütün bunların yanı sıra, yerli bankaları iflastan kurtarmak için hükümet dış borç için 90 günlük moratoryum ilan etmekle kalmayıp, GKO piyasasını da dondurdu. Yabancıların %30'luk paya sahip olduğu GKO piyasasının yeniden yapılanma şartları ancak 11 gün sonra açıklanabildi. Temel plan, vadesi gelen kağıtların 3-5 yıllık tahvillere dönüştürülmesiydi. Söz konusu şartlar hükümetin fiilen borcunu ödeyemez durumda olduğunu göstermekteydi (Sipila, 2002). Borç geri ödemelerinin gelirlerden fazla olduğu ve IMF'ten yeni bir yardımın geleceğine dair hiçbir işaretin olmadığı bir ortamda hükümetin iç borç piyasasını kapatmak ve mevcut borç stokunu yeniden yapılandırmaktan başka çaresi yoktu. Bu türden bir ekonomik belirsizlik ortamında döviz, özellikle ABD doları, en cazip yatırım aracı haline geldi. Bunun bir sonucu olarak ruble'ye yönelik baskılar yoğunlaşırken devalüasyon beklentileri de arttı (Bank of Russia, 1998).

Çok geçmeden ekonomik çalkantılar siyasete de sıçradı. 23 Ağustosta başbakan Kiriyenko istifaya zorlanarak yerine tekrar Çernomirdin getirildi. Fakat daha sonra Çernomirdin Duma'nın onayını almakta başarısız oldu. Öte yanda, 27 Ağustos günü merkez bankası döviz kuru bandını korumak için rezervlerini kullanmayacağını açıkladı. Çünkü, piyasadaki tek döviz satıcısı konumunda olan merkez bankası, masif döviz müdahalelerinin sadece rezervleri tüketmeye yarayacağını farkına vardı. 1 Eylülde ise merkez bankası tamamen dalgalı kur sistemine geçildiğini ilan etti. Bunun ardından birkaç hafta içinde 1 doların ruble değeri 6.1'den 21'e çıktı. Ruble'nin aniden değer kaybetmesi Rusya'nın dış borcunun değerini artırmakla kalmayıp, krizin etkilerini de derinleştirdi. Aylık enflasyon oranı Temmuz ayında %0.2 iken Ağustosta %15'e sıçradı. Eylülün ilk haftasında ise bu oran %30'a çıktı. Devalüasyon öncesinde 80 milyar dolar olan federal bütçe, devalüasyon

⁶ Haziran-Ağustos 1998 döneminde Rusya merkez bankası 3 milyar doların üzerinde rezerv harcadı (Golov ve Matthews, 1999).

sonrasında 20 milyara düştü. Bunun sonucunda hükümet bazı temel hizmetleri bile verememeye başladı (Cohen, 1999).

Devalüasyon sonucunda tasarruflar da büyük ölçüde eridi. Bunun yanı sıra, hükümet GKO yükümlülüklerini yerine getiremeyince bankalar zor durumda kaldı. Devalüasyon, hane halkının bankalarda bulunan mevduatının değerini azaltırken, hükümetin borcunu ödeyemez duruma gelmesi, halkın değeri zaten azalmış mevduatı geri çekmesini imkansız hale getirdi. Bununla beraber, bankaların özel kesime açtıkları krediler sınırlı olduğu için, krizin reel kesim üzerindeki etkileri de sınırlı kaldı. Krizin Rusya üzerindeki diğer etkileri şöyle özetlenebilir (Golov ve Matthews, 1999): i) yerli ve yabancı yatırımcıların Rusya hükümetine olan güveni azaldı; ii) devlet borç kağıtlarının fiyatları azaldı; iii) federal bütçe açığının finansmanında kullanılan iç ve dış kaynaklar kesildi; iv) hisse senedi fiyatlarında önemli düşüşler yaşandı; v) sosyal yaşamda büyük çalkantılar meydana geldi.

1.4.3 Krizle İlgili Farklı Görüşler

Daha önceki krizlerde olduğu gibi, Rusya krizinden sonra da farklı açıklamalar yapılmaya başlandı. Rusya'daki reform karşıtlarına göre, bütçe krizinin temel nedeni fiyatların serbestleştirilmesi ve ekonominin dışa açılmasıydı. Bu durum, üretimin azalmasına ve yerli ürünlerin piyasadan sıkıştırılıp çıkarılmasına yol açtı. Böylece, gelirler ve vergi matrahı azalırken bütçe krizi için zemin oluştu. Öte yanda, enflasyonu önlemeye yönelik sıkı para politikası ekonomide para kıtlığı yaratarak para-dışı ödemelerin ve takas yönteminin yaygınlaşmasına yol açtı. Bu durumda hükümet gelirlerini artıramayınca borçlanmaya başvurarak GKO piramidini oluşturdu. Böylece, finansal krizin önü açıldı. Özelleştirme sonucunda ise bir avuç "yeni Ruslar" aşırı zengin hale gelirken diğer insanların durumunda olumlu bir değişiklik olmadı. Eskiden devlete ait olan servet çeşitli kanallarla yurtdışına akarken vergiler biraz daha azaldı. Bu durum, bütçe açığının daha da büyümesiyle sonuçlandı.

Rusya'da liberal akımın öncülerinden biri olan Yasin'e göre ise, üretimdeki azalmanın önemli bir kısmı (%25'i) askeri üretimdeki azalmayı yansıtmaktaydı. Diğer %10-15'lik kısmı ise rekabet gücü olmayan malların üretiminin durmasından kaynaklanmaktaydı. Ekonominin dışa açılmasına gelince, ithalatın serbestleştirilmesi yurtiçindeki mal kıtlığını azaltmakla kalmayıp, tekelciliğe ağır darbe vurdu. Ayrıca, son yıllarda federal bütçe gelirlerinin %30'u ithalattan sağlanmaktaydı. Öte yanda, eğer geçiş döneminde üretimin azalması kaçınılmaz idiyse, yapılması gereken harcamaların kısılmasıydı. Bu yapılıyorsa, liberalizasyon krizle sonuçlanmazdı (Yasin, 1999).

Yasin (1999)'a göre, krizin arkasında yatan temel neden 1994'ten beri sürdürülen bütçe politikasıydı. Hükümetin gelirleri giderlerini karşılamaya yetmedikçe hep borçlanmaya

başvuruldu. Yazara göre, eğer dünya piyasalarında durum kötüleşmeseydi ve GKO faizleri yükselmeseydi bütçenin durumu 2-3 sene içinde düzeltilebilirdi. Yapılması gereken, harcamaları kısarak temel fazla vermek ve minimum maliyetle yeni borçlanmaya gitmekti. Bu türden bir girişim 1997 yılı sonunda yapıldı. Ne var ki, bunun en az bir sene önceden yapılması gerekiyordu.

Benzer şekilde, Komulainen (1999)'a göre, parasal krizin temel nedeni federal bütçenin uzun süreden beri açık vermesiydi. Bu durum hükümetin borç servisi yapmasını sürdürülemez kıldı. Daha arka planda kalan bir neden ise ruble'yle olan borcun kısa-vadeli olmasıydı, ki bu, Kiriyenko hükümetini borcunu ödeyemez durumda bıraktı. Bu durum, gelecekteki muhtemel emisyon beklentilerini artırdı. Böyle bir ortamda meydana gelen Asya krizi Rusya krizinin başlamasına yol açtı. Asya krizinin ardından yatırımcılar Rusya'nın makro temellerine daha dikkatle bakmaya başladı. Böylece, Rusya dışsal şoklardan dolayı şanssız sayılsa da, krizin temel nedeni Rusya'nın kendi hatası olan kronik bütçe açığıydı. Sipila (2002) de benzer bir açıklama yapmaktadır.

Gurvich (2001)'e göre, Rusya'nın makro ekonomik politikası orta vadede sağlam olmasa da, dışsal şokların olmadığı bir ortamda kaçınılmaz bir şekilde krize yol açmazdı. Makro ekonomik politikayı orta vadede sağlam hale getirmek için bazı küçük değişikliklere ihtiyaç vardı. Krize ivme kazandıran unsur ticaret hadlerindeki ani kötüleşme oldu. Bu şokun ardından cari politika kısa-vadede sürdürülemez hale geldi. Böyle bir durumda yapılması gereken ilk şey dalgalı kur rejimine geçmekti. Otoriteler makro temellerdeki bozulmanın büyüklüğünü eksik tahmin ederek gerekli intibakı yapmadı. İyimser beklentiler gerçekleşmeyince kriz kaçınılmaz hale geldi. İç borç piyasası krizin kaynağı değil, ekonominin en zayıf ve en kırılabilir noktasıydı. GKO piyasasındaki faizlerin temel nedeni, Rusya hükümetine olan güvensizlik değil, devalüasyon beklentisiydi.

Son olarak, Margolin (2000) Rusya krizini Kindleberger/Minsky modelinin sekiz aşamasıyla (*displacement, boom, speculation and mania, distress, revulsion, crash, depression, propagation*) açıklamaktadır. Bu açıklamaya göre, Rusya krizi daha önceki krizlerle önemli benzerlikler sergilemektedir. Sosyalist rejimin çökmesiyle beraber beklentiler olumlu yönde değişince Rusya yatırımcılar için fırsatlar ülkesi haline geldi. Ne var ki, Rusya'nın başarısıyla ilgili tahminler aşırı iyimserdi. Şöyle ki, geçiş dönemiyle ilgili sorunların pek çoğu dikkate alınmadı. Rusya'ya akan sermaye bir avuç insanı aşırı zengin yaparken reel ekonomide olumlu bir değişiklik yaratmadı. Bu durum aşırı hale gelince yatırımcılar sermayelerini Rusya'dan çekmeye başladı. Daha önce batılı yatırımcılar tarafından beslenen "balon" birkaç hafta içinde "patladı".

Görüldüğü gibi, son açıklama dışında, Rusya kriziyle ilgili görüşler ne kadar farklı olsa da, hepsinin vurguladığı ortak bir unsur kronik bütçe açığıdır. Bu yüzden, Rusya hükümetine yapılan önerilerin neredeyse hepsi başta bütçe politikası üzerinde durmaktaydı.

1.4.4 Kriz Yönetimi ve IMF'in Rolü

Krizin ardından Rusya hükümetinin aldığı önlemlerin bir kısmı bankacılık sektörünü hedef almaktaydı. Ağustos ve Eylül aylarında merkez bankası bankacılık sektöründeki likidite sıkıntısını hafifletmek ve ödemeler sistemini normale döndürmek amacıyla bankaların karşılık oranlarını düşürdü. Bunun ardından bankalar-arası piyasada temizleme (clearing) operasyonu başlatıldı. Bankalar-arası kredi ve GKO piyasaları fiilen çökmüş durumda oldukları için, merkez bankasının bankacılık sektöründeki kaynakları yeniden dağıtacak, likidite durumunu düzenleyecek ve bankalara açılan kredileri emniyete alacak mekanizmayı oluşturması gerekmektedir. Bu amaçla merkez bankası kendi bonolarını ihraç etmeye başladı. Ayrıca, mevduat sahiplerine olan yükümlülüklerini yerine getirebilmesi için bankalara merkez bankası tarafından kredi sağlandı (Bank of Russia, 1998). Bütün bunların yanı sıra, Rusya hükümeti bankacılık sektörünü yeniden yapılandırmayı kolaylaştırmak amacıyla Kredi Örgütlerinin Yeniden-İnşası Ajansını (Agency for Reconstructing of Credit Organizations - ARCO) kurdu. Fakat bu kurumun faaliyetleri büyük politik baskılara maruz kaldı. Böylece, bankaların yeniden yapılanma süreci yavaş ilerlerken bazı fiilen iflas etmiş bankalar siyasi nedenlerle faaliyetlerine devam etti (Martinez-Vazquez, et al. 2000).

Hükümetin para politikası alanında da acil önlemler alması gerekmektedir. 17 Ağustos kararlarının ardından yatırımcılar Rusya'dan kaçarak büyük sermaye çıkışına neden oldu. Ayrıca, Rus iş adamları da ellerindeki döviz yurtdışına çıkararak sermaye çıkışına katkıda bulundu. Krizden sonraki altı ay boyunca Rusya'dan sermaye çıkışı ayda 1.5 milyar dolardı. Aynı dönemde ruble %400 değer kaybetti. Bu durum karşısında, merkez bankası döviz ve sermaye kontrolü uygulamaya başladı. Örneğin, küçük ve orta ölçekli bankaların döviz alım-satımına geçici sınırlama getirildi. İthalatçıların döviz alımları dikkatle incelenmeye başlandı. Bankaların daha fazla ruble bulundurmaları için, ruble mevduatlarının karşılık oranları yükseltildi. Bu kontrollerin amacı döviz kurundaki aşırı dalgalanmaları önlemektir (Martine-Vazquez, et al. 2000).

IMF, döviz kurundaki dalgalanmayı, sermaye kontrolü yerine, parasal büyüklüklerin sıkı kontrolüyle önlemeyi önermekteydi. Müzakerelerde IMF hükümetin ruble'yi daha istikrarlı bir para birimi cinsinden sabitlemesini istiyordu. Bu ise sıkı para ve maliye politikası gerektirmekteydi. Rusya hükümeti söz konusu öneriyi şu nedenlerle kabul etmek istemiyordu: i) bütçe açığını azaltmak söz konusu koşullarda bir hayli zor gözükmekteydi; ii) Rusya'da

çoğu insan sıkı para politikasının (yani, düşük enflasyon ve yüksek faiz hadlerinin) bir işe yaramadığına inanmaktaydı; iii) Rusya hükümeti parasal intibak seçeneğini, başka seçenek kalmadığında kullanmak istiyordu. Müzakereler sonucunda Rusya kendi isteği doğrultusunda serbest kur rejimine dayalı para politikasını seçti. Buna uygun olarak, merkez bankası enflasyon ve döviz kurunu yakından takip etmeye başladı. Ayrıca, merkez bankası, para talebindeki değişimler karşısında parasal tabanı ayarlamaya yöneldi. İlk başta uygulamaya koyulan sermaye ve döviz kontrolleri ise tedricen kaldırıldı (Martinez-Vazquez, et al. 2000).

1999 yılı boyunca enflasyon merkez bankasının aktif müdahaleleri sonucunda %60'la sınırlı kaldı. 2000 yılının ilk çeyreğinde ise enflasyon %4'e indi. Aynı dönemde ruble de büyük ölçüde istikrara kavuştu. Bütçe açığı üç kat azalarak 1999'da GDP'nin %1.7'ine kadar geriledi (Sipila, 2002, Tablo 7a). Böylece, IMF'in karşı çıkmalarına rağmen, Rusya kendisinin oluşturduğu politikalarla kısa sürede krizin üstesinden gelebildi. IMF'ten sadece 1999 yılın ortalarında 4.5 milyar dolarlık bir yardım alındı. Fakat bu para, bir sene önce IMF'ten alınan kredinin kapatılmasında kullanıldı (Cohen, 1998).

IMF'e göre, Rusya'da krizi aşmaktaki en önemli engel sistemdeki atalet ve siyasi iradenin yokluğu. Ne var ki, bu görüş, mülkiyet hakları ve iflas prosedürlerinin oluşturulması ya da vergi sisteminin yeniden yapılandırılması gibi reformların bir geçiş dönemine ihtiyaç duyduğunu ihmal etmektedir. Ayrıca, reformların hızlı bir şekilde uygulanması çabaları güçlü çıkar çevrelerinin direnciyle karşılanmaktaydı. Bu yüzden, Rusya hükümeti durumu daha da kötüleştirmemek için, reform sürecini yavaşlatarak doğrudan krizi aşmaya yönelik politikalar izledi. Ex post olarak Rusya hükümetinin başarılı olduğu söylenebilir.