

# 1998 Rusya Finansal Krizinin Gelişimi ve Etkileri\*

## *Causes and Effects of 1998 Russian Financial Crisis*

Mustafa Volkan Güran<sup>1\*\*</sup> 

<sup>1</sup> PhD Candidate, Department of Banking and Finance, Baskent University, Ankara, Turkey

Received: 01.07.2021

Accepted: 30.12.2021

This article was checked by *intihal.net*

### Öz

Finansal krizler, ülke ekonomilerini çöküşe sürükleyen; üretim, büyüme, istihdam, döviz kuru, faiz ve enflasyon gibi makroekonomik göstergelerde şiddetli dalgalanmalara yol açan, netice olarak çok köklü sosyal ve siyasal değişikliklere sebep olan katastrofik olaylardır. Rusya'da 1998 yılında bir döviz krizi yaşanmıştır ve bu krize benzer döviz krizlerinin, genellikle büyük cari açıklar ve düşük döviz rezervleri gibi çeşitli ekonomik koşullardan kaynaklandığı düşünülmektedir. Bu türden krizler, bazen yakın coğrafyadaki benzer krizler tarafından tetikleniyor gibi görünseler de, esasen bu krizlerin yayılması tüm komşu ekonomileri etkilememekte, yalnızca krize karşı savunmasız olanlarda kriz oluşmasına sebep olmaktadır. Bu çalışmada, Rusya ekonomisinin 1998 yılında bir döviz krizine karşı nasıl savunmasız hale geldiği anlatılmaya çalışılmış, kriz öncesi ülke ekonomisinin içinde bulunduğu duruma ve krizin nedenlerine değinilmiştir. Daha sonra, kriz sırasında yaşanan gelişmeler kronolojik olarak sıralanmış, bunlara paralel alınan önlemler betimlenmiş, bu süreçte ülke makroekonomik verilerinde ve finansal piyasalarda yaşanan değişimler irdelenmiştir. Son olarak, krizin etkileri üzerinde durulmuş, kriz sonrasında yaşanan gelişmeler ve sonuçları aktarılmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Rusya Ekonomik Krizi, Döviz Krizi, 1998

### Abstract

Financial crises are catastrophic events that collapse economies while causing severe fluctuations in macroeconomic indicators such as production, growth, employment, exchange rate, interest and inflation, ultimately giving rise to very radical social and political changes. Russia went through a currency crisis in 1998 and currency crises similar to this crisis are generally thought to be caused by various economic conditions such as large current account deficits and low foreign exchange reserves. Although such crises sometimes seem to be triggered by similar crises in the nearby countries, the spread of these crises does not affect all neighboring economies, but causes crises only in those who are vulnerable to the crisis. This study aims to provide explanation on how the Russian economy became vulnerable to a currency crisis in 1998, and the situation of the country's economy before the crisis. Then, the events during the crisis were listed chronologically, the measures taken in parallel with these were described, and the changes in the country's macroeconomic data and financial markets were examined. Finally, the effects of the crisis are emphasized and consequences of the crisis are discussed.

**Keywords:** Russian Economic Crisis, Currency Crisis, 1998

Güran, M. V. (2021). 1998 Rusya Finansal Krizinin Gelişimi ve Etkileri. *Journal of Academic Value Studies*, 7(4), 515-524.  
<http://dx.doi.org/10.29228/jav.51969>

\* Kırgızistan-Türkiye Manas Üniversitesi tarafından Kırgızistan'ın Bişkek kentinde 9-11 Haziran 2021 tarihlerinde dijital olarak düzenlenen 2. Uluslararası İktisadi ve İdari Bilimler Kongresi'nde sunulmuştur.

\*\* E-mail address: mvguran@gmail.com

## 1. Giriş

Büyük çaplı finansal istikrarsızlıklar ve çalkantılar olarak nitelendirilebilecek finansal krizler, daha ziyade gelişmekte olan ülke ekonomilerini etkileyen, her bakımdan maliyetli ve yıkıcı olaylardır. Genellikle olumsuz etkileri finansal sektöre sınırlı kalmayan finansal krizler neticesinde, reel ekonomide de kayda değer miktarda daralma görülmekte; toplam üretim, istihdam ve büyüme rakamlarında gerilemeler gerçekleşmektedir.

Ticari ve kültürel ilişkilerin etkisiyle çoğunlukla bölgesel etki alanları oluşturduğu görülen finansal krizlerin, aynı bölgede konumlanmış tüm ülke ekonomilerini etkilemediği, özellikle kırılgan ekonomilerde krize yol açtığı da müşahede edilmektedir (Chiodo & Owyang, 2002). Gelişmekte olan ülke ekonomilerinde finansal krizler genel olarak benzer bir seyir izlerler. Öncelikle hızlı bir liberalleşme ve deregülasyon yaşanmasının ardından artan uluslararası sermaye hareketleri görülür. Daha sonra aşırı ısınan ekonomide krize karşı direnç gösterildiği ve önleyici politikalar benimsenmeye gayret edildiği müşahade edilir. Nihai olarak, krizin önce para piyasalarına, sonra bankacılık sistemine ve nihayetinde ekonominin her alanına yayıldığı ve tüm ülkeyi etkilediği gözlemlenmeye başlanır.

Bu yönüyle, birbiriyle belirli ölçülerde benzerlik arz eden finansal krizlerin seyirlerinin irdelenmesi yoluyla gelecekte aynı ülkede veya daha başka ülkelerde ortaya çıkabilecek finansal krizlerle ilgili tahminlerde bulunulabilmesinin mümkün olabileceği düşünülmektedir. Bu sayede muhtemel finansal krizlerle ilgili hazırlıklı olunabilmesi ve önlemler alınabilmesi sağlanabilecektir. Çalışmamız kapsamında, Asya krizinin ardından Rusya'da baş gösteren kriz öncesi ülkenin ekonomik durumu ve krize zemin hazırlayan faktörler betimlenmeye çalışılmış, kriz sırasında ve sonrasında ortaya çıkan etkiler ve krizin sonuçlarına değinilmiştir. Bu şekilde, yakın coğrafyamızda yaşanan ilgili krizin detaylıca değerlendirilmesi yoluyla geleceğe yönelik dersler çıkarılması da hedeflenmektedir.

### 1.2. Kriz Öncesi Durum ve Kriz Sırasında Yaşanan Gelişmeler

1991 yılının sonunda Sovyetler Birliği'nin dağılmasıyla birlikte başlayan süreçte Rusya ekonomisi, hızlı bir dönüşümün içerisine girmiştir. Bu dönemde serbest piyasa ekonomisine geçiş yapan Ülke'de köklü bir özelleştirme dalgası yaşanmıştır. Adaletsiz vergi sistemi, iş yapmaya engel olan bürokrasi, organize suçlar ve yozlaşmış kamu kurumları; serbest piyasa ekonomisine geçişte ortaya çıkan özel sektörün kalkınmasına ket vurmuştur. Bunun haricinde, devlet kurumlarının yozlaşmış kişilerin eline geçmesi nedeniyle, bu kişiler kamu düzenini de kendi çıkarlarını temin edecek şekilde dizayn etme gayreti içerisine girmişlerdir (Black vd., 2000).

İlk demokratik seçimini 1991 yılında yapan Rusya'da demokratikleşme rüzgarları esmeye başlamış ve Ülke batıya yakınlaşma eğilimine girmiştir. Yapılan ilk reformlardan biri, 1992 yılında döviz kurunun serbest hale getirilmesi olarak tanımlanabilir. 1995 yılında kur bandı uygulamasına başlayan Rusya, 1998 yılı Ağustos ayına değin kur bandı politikasını sürdürmüştür. Bu dönemde dış dünyayla ticaret ilişkileri gelişen Rusya, IMF'ten yüklü miktarda borç almaya başlamıştır (Odling-Smee, 2006).

**Tablo 1. Rusya'nın 1990'larda IMF'ten Aldığı Borçlar**

Düzenleme Türü (Milyon SDR)	IMF Onay Tarihi	Onaylanan Tutar	Ödenen Miktar
Stand-by Düzenlemesi (İlk Kredi Dilimi)	5.08.1992	719	719
Sistemik Dönüşüm Fasilitesi (İlk Dilim)	30.06.1993	1,078	1,078
Sistemik Dönüşüm Fasilitesi (İkinci Dilim)	22.03.1994	1,078	1,078
Stand-By Düzenlemesi	11.04.1995	4,313	4,313
Genişletilmiş Fon İmkanı	26.03.1996	6,901	5,105
Genişletilmiş Fon Kolaylığı Arttırma	20.07.1998	1,248	-
Tamamlayıcı Rezerv Tesisi	20.07.1998	3,992	675
Tazminat ve Beklenmedik Durum Finansman İmkanı	20.07.1998	2,157	2,157
Stand-By Düzenlemesi	28.07.1999	3,3	471
<b>Toplam</b>		<b>24,786</b>	<b>15,596</b>

Kaynak: (Odling-Smee, 2006)

1996 yılı Nisan ayında Rus yetkililer, Sovyetler Birliği'nden miras kalan dış borcun ödenmesini yeniden planlamak için müzakerelere başladılar. Devlet borcunu geri ödemeye yönelik müzakereler, yatırımcı güvenini geri kazanmaya yönelik önemli bir adımdı. 1997 yılı ekonomik istikrara doğru bir dönüm noktası olarak görünüyordu. Bu dönemde dış ticaret fazlası gerileyerek dengeye doğru ilerleme sağlandı.

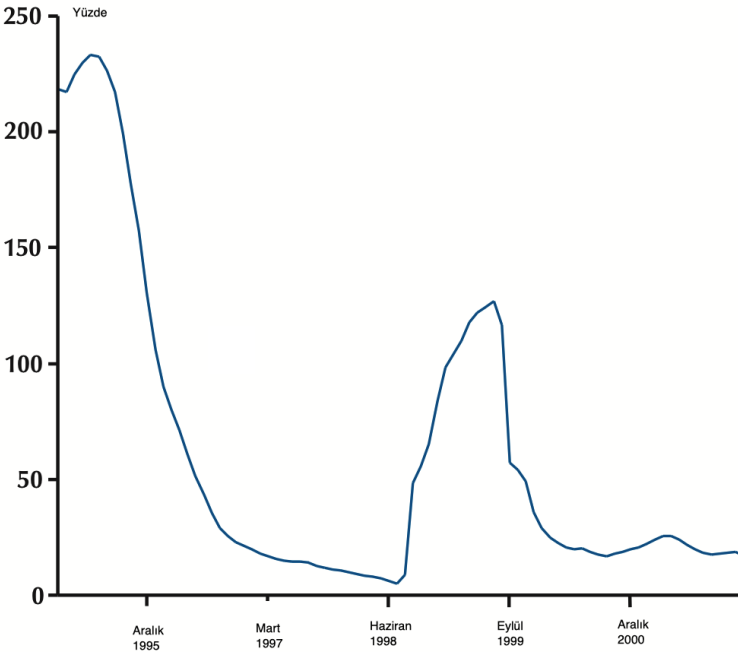
Şekil 1. Rusya Dış Ticaret Dengesi Seyri



Kaynak: Rusya Merkez Bankası (CBR)

Batıyla ilişkiler düzelmeye eğilimi içerisindeydi. Bu kapsamda, Dünya Bankası yılda 2 ila 3 milyar dolar arasında genişletilmiş yardım sağlamaya hazırды. IMF ise Rus yetkililerle ilave destek sağlamak için görüşmelerini sürdürüyordu. Enflasyon, 1995 yılında yüzde 131'den 1996'da yüzde 22'ye ve 1997'de yüzde 11'e düşürülmüştü.

Şekil 2. Rusya Enflasyon Seyri

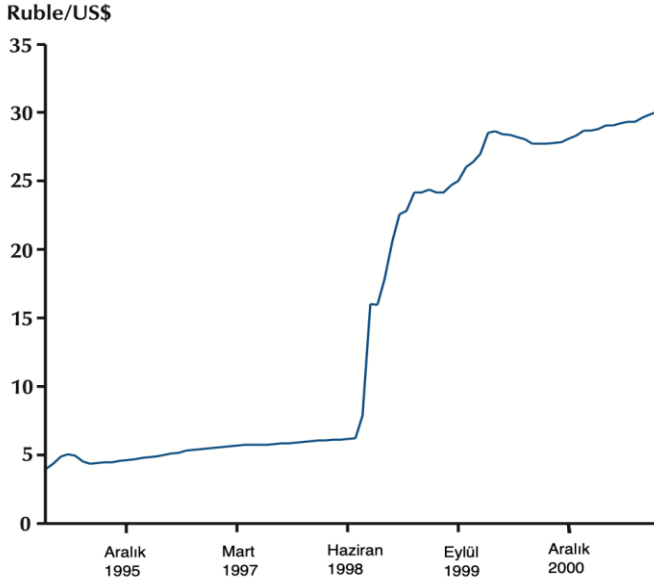


Kaynak: CBR

Büyüme ise toparlanma eğilimi gösteriyordu ve Sovyetler Birliği'nin dağılmasından sonra ilk defa 1997 yılında ekonomik büyüme gözlemlenmişti. Döviz kurunu dolar karşısında 5 ila 6 ruble aralığında tutan dar bir döviz kuru bandı

uygulaması vardı. Rusya'nın tüm ihrac kalemleri içerisinde tek başında %45'ten fazlasını teşkil eden petrol varil başına 23 \$'dan satılıyordu.

### Şekil 3. Ruble/USD Kurunun Seyri



Kaynak: IMF

1997 yılı Eylül ayı içerisinde, diğer hükümetlere olan 60 milyar dolardan fazla eski Sovyet borcunun ödemesini yeniden yapılandırdıktan sonra alacaklı ülkeler Rusya'nın, Paris Kulübü'ne katılmasına izin verdiler. Bir ay sonra London Klübü ile 23 yıllık 33 milyar dolarlık bir borç geri ödemesi anlaşması imzalandı. Analistler, Rusya'nın kredi notlarının yükseleceğini ve ülkenin daha ucuza borçlanmasına zemin oluşturacağını öngörüyordu. Yerleşik olmayan yatırımcılar tarafından devlet tahvillerinin satın alınmasındaki sınırlamalar kaldırılarak Rusya'da yabancı yatırım teşvik edildi. 1997'nin sonlarında, GKO (kısa vadeli bir hazine bonosu) pazarının yaklaşık yüzde 30'u yerleşik olmayanlar tarafından domine edilmişti. Rusya 1997'yi yüzde 0,8'lik bir ekonomik büyüme ile bitirdiğinden, ekonomik görünüm iyimser karşılanıyordu. 1998 yılı Ocak ayında IMF üst yönetiminde bulunan Stanley Fischer da Rusya ekonomisindeki olumlu seyre atıfta bulunuyordu (Fischer, 1998).

Tüm bu olumlu gelişmelere karşın bir taraftan da sorunlar devam ediyordu. Ortalama olarak, reel ücretler 1991'deki ücretlerin yarısından azdı ve işgücünün yalnızca yaklaşık yüzde 40'ı tam ve zamanında maaş alabiliyordu. Kişi başına doğrudan yabancı yatırım düşüktü ve Rusya'nın alt meclisi Duma'daki huzursuzluk nedeniyle doğal monopolere yönelik ekonomik düzenlemeler yapılması güçtü. Rus ekonomisindeki bir diğer zayıflık, kamu kesimi açığının yüksek kalmasına neden olan düşük vergi tahsilatıydı. Vergi gelirlerinin çoğu, bölgesel ve federal hükümetler arasında paylaşılan vergilerden müteşekkildi ve bu da dağıtım konusunda bölgesel ve federal merciler arasında rekabete neden oluyordu.

Ayrıca, Paris Kulübü'nün Rusya'yı borç verebileceği kısa listeye dahil ülke olarak tanıması şüpheli niteliklere dayanıyordu. Rusya'ya ait olduğu düşünülen varlıkların dörtte biri Küba, Moğolistan ve Vietnam gibi ülkelere, Sovyetler Birliği döneminden kalma borçlardı. Paris Kulübü tarafından tanınma, aynı zamanda, eski, tamamen keyfi resmi Sovyet döviz kurunun dolara karşı yaklaşık 0,6 ruble olmasına da dayanıyordu (o sırada piyasa döviz kuru, dolar bazında 5 ila 6 ruble arasındaydı). Rusya'nın Paris Kulübü'nden aldığı iyileştirilmiş kredi notları, gelişmiş bir bilançoya dayanmıyordu. Buna rağmen, borç verme kısıtlamaları hafifletildi/kaldırıldı ve Rus bankaları dış piyasalardan daha fazla borçlanmaya başladı. Rus bankacılık sisteminin yabancı yükümlülükleri 1994'te yüzde 7 iken, 1997'de yüzde 17'ye yükseldi.

Bu sırada Rusya, IMF'den daha evvel kullandığı kredilerin vadesinin geleceği takip eden yıllarda borç ödemelerinin artacağını tahmin ediyordu. Politika yapımcılar, iç borçlanmayı azaltma ve vergi tahsilatını artırma kararlarını uygulamak durumunda kaldı, çünkü faiz ödemeleri federal bütçenin çok büyük bir yüzdesini oluşturuyordu. 1997 yılı Ekim ayında, Rus hükümeti borç artışını telafi etmek için bir sonraki yıl olan 1998'de yüzde 2 ekonomik büyümeye

ulaşılmasına güveniyordu. Ne yazık ki, Rusya ekonomisini daha da zorlayacak olaylar gelişmeye başladı ve 1998'de büyüme beklenirken reel GSYİH yüzde 4,9 azaldı.

Bu noktada krizi tetikleyici ilave çok önemli bir gelişme daha yaşandı. 1997 yazında, Pasifik Okyanusu kıyısındaki ülkeler, sonunda Rusya'yı etkileyene benzer para krizleri yaşadılar. Kasım 1997'de, bu Doğu Asya krizinin başlamasından sonra ruble spekülasyon saldırıya uğradı. Rusya Merkez Bankası (CBR) döviz rezervlerinde yaklaşık 6 milyar USD eriterek para birimini savundu. Aynı zamanda, yurtdışı yerleşiklerden kısa vadeli devlet tahvillerinin (GKO'lar) sahipleri, döviz kuru riskinden korumak için CBR ile vadeli döviz sözleşmeleri imzaladılar. Bunu, Asya para birimlerinde olduğu gibi rublenin de değer kaybedeceği beklentisiyle yaptılar. Ayrıca, büyük Rus ticari bankalarının yükümlülüklerinin önemli bir kısmı bilanço dışıydı ve çoğunlukla yabancı yatırımcılarla imzalanan vadeli sözleşmelerden oluşmaktaydı. Rus bankalarının bu tür sözleşmeler için net yükümlülüklerinin 1998'in ilk yarısında en az 6 milyar dolar olduğu tahmin ediliyordu. Ardından Rus ekonomisine bir darbe daha geldi: Aralık 1997'de Rusya'nın döviz cinsinden kazançlarının yaklaşık üçte ikisini oluşturan petrol ve demir dışı metal fiyatları düşmeye başladı. Yapılan akademik çalışmalarda, özellikle petrol fiyat düşüşü ülkenin krize girmesi açısından tetikleyici unsur olarak öne çıkmaktadır (Gül vd., 2021).

### 1.3. Kriz Sırasında Alınan Önlemler

Rusya ekonomisindeki bu kadar çok belirsizlik nedeniyle, yatırımcılar dikkatlerini Rusya'nın temerrüt riskine çevirdiler. İstikrarlı bir yatırım ortamını desteklemek için, Şubat 1998'de Rus hükümeti Duma'ya daha az ve daha etkin vergilerle yeni bir vergi kanunu sundu. Yeni vergi kanunu 1998'de onaylandı, ancak federal geliri artırmayı amaçlayan bazı önemli kısımlar göz ardı edildi. Rus yetkililer IMF desteği talep ettiler, ancak anlaşmalara varılamadı (Malleret vd., 1999). Mart ayının sonlarına doğru siyasi ve ekonomik durum daha da vahim hale geldi ve 23 Mart 1998'de Başkan Yeltsin, Başbakan Viktor Chernomyrdin de dahil olmak üzere tüm hükümet yetkililerini aniden görevden aldı. Yatırımcı güvenini daha da zorlayacak bir hareketle Yeltsin, yerine bir yıldan az bir süredir hükümette bulunan eski bir bankacılık ve petrol şirketi yöneticisi olan 35 yaşındaki Sergei Kiriyenko'yu atadı.

Amerika Birleşik Devletleri ve Almanya'da faiz oranlarının yükselmesi korkusu birçok yatırımcıyı ihtiyatlı hale getirirken, Rus hükümetinde gerilim yükseldi. Yürütme kolu olan Duma ve CBR birbiriyle çelişiyordu. Yeltsin'in Parlamento'yu feshetme tehdidiyle yönlendirilen Duma, bir ay durduktan sonra 24 Nisan'da Kiriyenko'nun atamasını onayladı. Mayıs ayı başlarında CBR başkanı Sergei Dubinin, hükümet yetkililerini takip eden üç yıl içinde bir borç krizi konusunda uyardı.

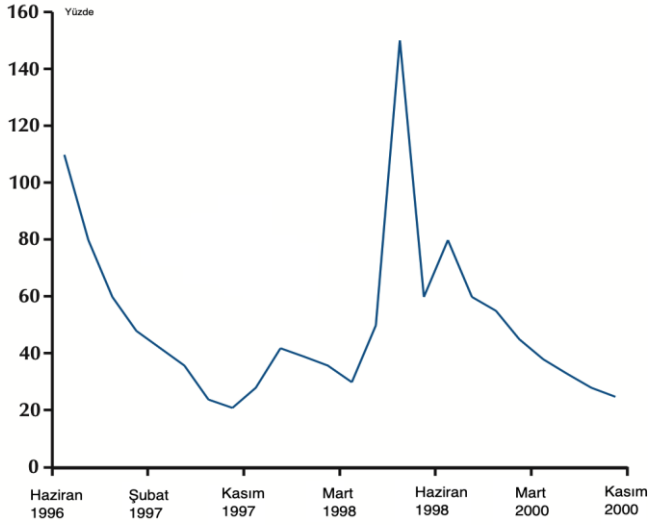
Asya krizi yatırımcıların döviz paritelerine olan duyarlılığını artırdığından, Dubinin'in banka politikasına yönelik ifadeleri, Bankanın rublenin devalüasyonunu düşündüğü anlamına gelecek şekilde yanlış yorumlandı. Bir başka halkla ilişkiler yanlış anlamasında Kiriyenko, bir röportajda vergi gelirinin hedeflenenin yüzde 26 altında olduğunu belirtti ve hükümetin "şu anda oldukça fakir" durumda olduğunu iddia etti. Gerçekte hükümet, harcamalarını kısmayı ve geliri artırmayı planlıyordu, ancak bu planlar hiçbir zaman kamuoyuna açık bir şekilde iletilemedi. Bunun yerine halk, rublenin devalüasyonunu beklemeye başladı.

Yatırımcıların Rusya'nın ekonomik istikrarına ilişkin algıları, Amerika'nın en üst düzey uluslararası finans yetkililerinden biri olan Lawrence Summers'ın Rusya'dayken Kiriyenko ile görüşmesi reddedildiğinde azalmaya devam etti. Aynı zamanda IMF, 1998 kemer sıkma planı üzerinde politika yapımcılarla bir anlaşmaya varamayarak Rusya'dan ayrıldı. Bu olayların dünya çapında duyulması sonrası büyük yatırımcılar, ABD ile Rusya arasındaki ilişkilerin gergin olmasından endişe duyarak, Rus tahvillerini satmaya başladılar.

18 Mayıs'ta devlet tahvili getirileri yüzde 47'ye yükseldi. Hükümetin tahvilleri geri ödeme kabiliyetine güven eksikliği ve sınırlı likidite, faiz oranlarında artışa neden oluyordu. Mevduat sahipleri ve yatırımcılar risk konusunda giderek daha ihtiyatlı hale geldikçe, ticari bankalar ve firmalar onların taleplerine cevap verebilmek için daha az nakde sahip duruma düşüyordu. Federal hükümetin nakit olarak daha fazla vergi toplama girişimi, bankaların ve firmaların likiditesini düşürdü. Ayrıca, hanehalkı ruble mevduatları, 1997'deki 29,8 milyarlık artışa kıyasla, 1998'de yalnızca 1,3 milyar arttı.

Bu olumsuzluklara karşı CBR, bankalara borç verme oranını yüzde 30'dan yüzde 50'ye çıkararak yanıt verdi ve iki günde rubleyi savunmak için Rusya'nın zaten halihazırda düşük rezervlerinden 1 milyar dolar kullandı.

Şekil 4. CBR Borç Verme Oranı



Kaynak: CBR

Bununla birlikte, 27 Mayıs'a kadar tahvillere olan talep o kadar düştü ki getiriler yüzde 50'den fazlaydı ve hükümet, vadesi gelen borcu yeniden finanse etmek için haftalık müzayedesinde yeterince tahvil satamadı. Bu arada, petrol fiyatları bir önceki yılın yarısından bile aşağıya, 11 USD'ye düşmüştü. Petrol ve gaz oligarkları, ihracatlarının ruble değerini artıracak olan rublenin devalüasyonunu savunuyorlardı. Bunun ışığında CBR, borç verme faiz oranını bu kez yüzde 150'ye yükseltti. CBR başkanı Sergei Dubinin, "Devalüasyon konuşmasını duyduğunuzda, bundan bahseden kişinin yüzüne tükürün" şeklinde yanıt verdi.

Hükümet bir krizle mücadele planı oluşturdu ve lansmanını yaptı, bunun yanı sıra Batı'dan yardım istedi ve geçmiş vergilerden büyük borçları olan üç şirkete karşı iflas işlemlerini başlattı. Kiriyenko, onları rahatlatmak için yabancı yatırımcılarla bir araya geldi. Yeltsin her gece Rus televizyonuna çıktı ve ülkenin mali gücü yüksek kesimini Kremlin'de bir toplantıya çağırdı ve onları Rusya'ya yatırım yapmaya çağırdı. Haziran ayında CBR, rezervlerinden 5 milyar dolar harcayarak rubleyi savunmaya çalıştı.

Devletin tüm çabalarına rağmen, yabancı yatırımcılarda Rus şirketlerinin ve bankalarının Eylül ayı sonunda vadesi gelecek 2,5 ila 3 milyar dolarlık kredilerinin geri dönüşü bulunduğu bilgisi vardı. Dahası, ahlaki bir problem olarak değerlendirilebilecek şekilde, Rusya'nın kırılgan hale geldiğinin farkında olan yurtdışı fon sahipleri, Rus piyasasındaki pozisyonlarını kendilerine kazançlı olacak şekilde artırmayı seçtiler (Kharas vd., 2001). Ek olarak, sonbaharda ruble vadeli işlemlerinde milyarlarca dolar gerçekleşmeyi bekliyordu. Temmuz ayında IMF, 4,8 milyar doları hemen ödenecek olan 11,2 milyar dolarlık ek yardımı onayladı. Yine de Mayıs ve Ağustos ayları arasında, yaklaşık 4 milyar dolar sermaye Rusya'dan ayrılmıştı ve 1998'de Rusya, düşen petrol fiyatları nedeniyle yaklaşık 4 milyar dolar gelir kaybetti. Bu kadar likidite kaybettikten sonra IMF yardımı kayda değer bir rahatlama sağlamadı.

Duma, doğal tekelleri daha katı düzenlemelerden koruma çabası içinde, IMF onaylı krizle mücadele programının önemli kısımlarını ortadan kaldırdı. Hükümet, anti-kriz planınının 71 milyar ruble ek gelir getireceğini ummuştu. Duma'nın gerçekte onadığı kısımlar sadece 3 milyar ruble kazandıracaktı. Milletvekilleri boşuna Duma'nın yeniden toplanmasını talep ederek yatırımcıların güvenini daha da düşürdü.

#### 1.4. Krizin Etkileri

Rusya'nın yüksek devlet borcu ve düşen geliri, spekülasyon bir saldırıya açık olmasına önemli ölçüde katkıda bulunmuştu. Rusya'nın federal vergi gelirleri, hem düşük çıktı hem de yerel yönetimlerin firmaların kârlarını gizlemelerine yardımcı olan fırsatçı uygulamaları nedeniyle düşüktü. Petrol fiyatındaki düşüş de gelirleri düşürdü ve Rusya'nın vergi kazancı elde etme kabiliyeti daha da azaldı. Sonuç olarak, Rusya'nın geliri beklenenden azdı ve bu da rubleyi spekülasyon bir saldırıya hazır hale getirdi. Ek olarak, 1998'de vadesi gelmiş büyük miktarda kısa vadeli dış borç,

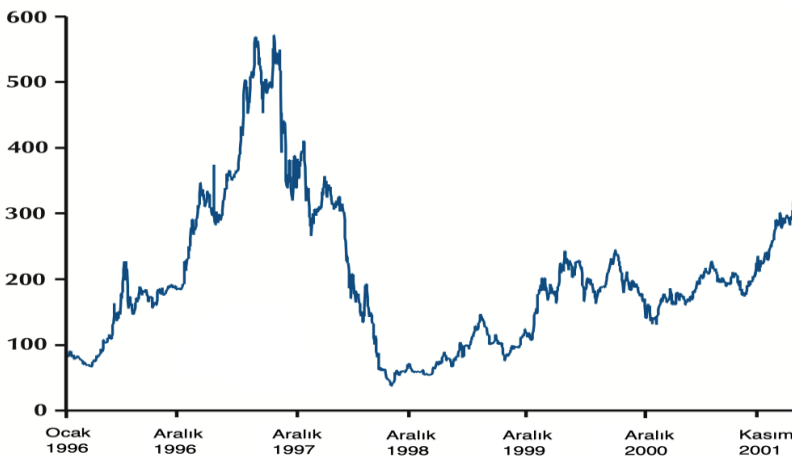
Rusya'nın ödemeler dengesi açığı sorununu daha da ciddileştiriyordu. Bir hükümet, açığını para basarak (senyoraj) veya döviz rezervlerini tüketerek finanse edebilir. Ancak döviz kuru sabitlemesi altında, Rusya senyoraj yoluyla finansman sağlayamazdı. Rusya'nın ödemeler dengesi açığı, düşük geliri ve artan faiz ödemeleri döviz kuru üzerinde baskı oluşturuyordu. Ruble basımı bu baskıyı artırabilirdi, çünkü özel sektör hala sabit kur üzerinden döviz almak için ruble ticareti yapabilecekti. Dolayısıyla, ister doğrudan döviz piyasasına müdahale yoluyla, isterse dolaylı olarak ruble basarak, Rusya'nın sabit döviz kuru rejimi altındaki tek alternatifi, yabancı rezerv stokunu tüketmekti.

1998 yazında, Rus ekonomisi bir döviz krizinin başlangıcı için hazırды. Halkın harcanabilir geliri kayda değer ölçüde düşmüştü (Grouiez vd., 2021). Krizi önlemek amacıyla CBR, para arzındaki büyümeyi azaltarak ve bankalara borç verme oranını iki katına çıkararak müdahale ederek borç verme faiz oranını yüzde 30'dan 150'ye yükseltti. Her iki faiz artışı da Mayıs 1998'de, Rusya borsasının değerinin yüzde 39'unu kaybettiği dönemde gerçekleşti. Faiz oranlarındaki artışın iki etkisi oldu. Birincisi, Rusya'nın gelir sorunlarını şiddetlendirdi. Faiz ödemeleri arttıkça ülkenin borcu hızla arttı. Bu, döviz kuru üzerinde baskı yarattı çünkü yatırımcılar Rusya'nın borcunu finanse etmek için rublenin devalüe edilmesinden korkuyordu. İkincisi, yüksek devlet borcu, firmaların yeni sermaye için kredi almasını engelledi ve faiz oranını yükseltmek firmalara verilecek kredilerin miktarını azalttı. Aynı zamanda, CBR tarafından tutulan döviz rezervleri o kadar düştü ki, hükümet artık ruble satın alarak ve dolar satarak para birimini savunamıyordu.

Üç bileşen, Rusya'nın yaklaşan devalüasyon ve temerrüt beklentilerini körükledi. Birincisi, Asya krizi yatırımcıları Rusya'nın temerrüdü olasılığı konusunda daha bilinçli hale getirdi. İkincisi, CBR tarafından hükümet bakanlarına duyurulan açıklama ve Kiriyenko'nun Lawrence Summers'a randevu vermeyi reddetmesi gibi halkla ilişkiler hataları yabancı yatırımcıların algılarını olumsuz etkiledi. Üçüncüsü, para arzındaki artış yoluyla kamu borç yükünün finanse edilmeye çalışılacağı, bunun da kur üzerinde baskı oluşturacağı öngörülüyordu. Bu üç bileşenin her biri, Rus ekonomisini istikrarlı bir dengeden spekülasyon saldırılarına karşı savunmasız bir konuma doğru yönlendirdi.

13 Ağustos 1998'de Rus hisse senedi, tahvil ve döviz piyasaları, hükümetin rubleyi devalüe edeceğinden ve iç borcu temerrüde düşüreceğinden duyulan endişelerle çöktü. Emlak piyasası %30'dan fazla geriledi (Bogatyeva vd., 2021). Ruble cinsinden tahvillerin yıllık getirileri yüzde 200'ün üzerindeydi. Fiyatlar düştükçe borsa 35 dakikalığına kapatılmak zorunda kaldı. Bu dönemde sürü davranışının etkileri de görüldü (Jirasakuldech & Emekter, 2021). Piyasa kapandığında, gerçekte işlem gören az sayıda hisse ise yüzde 65 düştü. Ocak ayından Ağustos ayına kadar borsa, değerinin yüzde 75'inden fazlasını, yalnızca Mayıs ayında ise yüzde 39'unu kaybetti. İlgili dönem, modern finansal tarihin volatilitesi en yüksek dönemlerinden biri olarak tarihe geçti (Himounet vd., 2021).

### Şekil 5. Rusya Hisse Senedi Piyasası



Kaynak: <http://red-stars.com/financial>

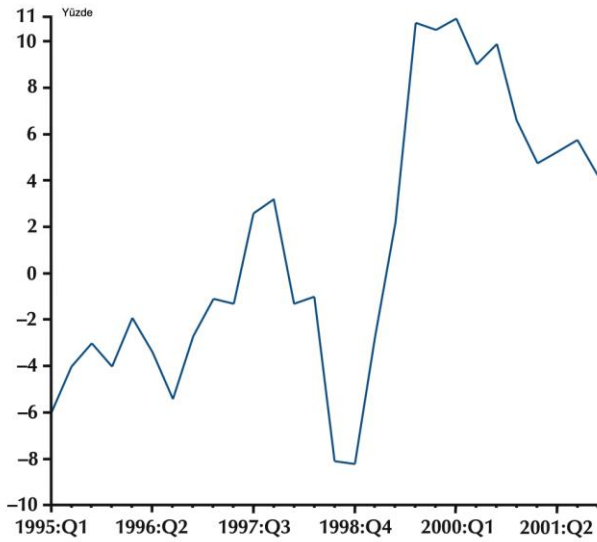
Rus yetkililere çok az seçenek kaldı. 17 Ağustos'ta hükümet döviz kurunu dalgalanmaya bırakarak rubleyi devalüe etti, iç borcunu temerrüde düşürdü, ruble cinsinden borç ödemesini durdurdu (birincil GKO'lar) ve ticari bankaların yabancı alacaklılara yapacakları ödemeler için 90 günlük bir moratoryum ilan etti.

### 1.5. Kriz Sonrası Gelişmeler

Rusya, 1998 yılını beklenen düşük miktarda büyüme yerine reel çıktıda yüzde 4,9'luk bir düşüşle kapattı. Rublenin çöküşü Rusya'nın ihracatında artış yaratırken ithalat düşük kaldı. İlgili tarihten bu yana, Rusya'ya doğrudan yatırımlar istikrar kazanamadı. Ayrıca bu kriz, Rusya'ya komşu ülkeler nezdinde de bulaşıcı etkilere neden oldu (Havrylyshyn & Wolf, 1998).

Bununla birlikte, artan ihracat hacmi paralelinde 2000 yılında Rusya ekonomisi yüzde 8,3 ve 2001'de kabaca yüzde 5 büyüdü. İthalat 2001 yılının ilk yarısında artış eğilimi göstererek ticaret dengesi oluşturmaya yardımcı oldu. Aynı zamanda, 1999'daki yüzde 92,6'lık artışa kıyasla, tüketici fiyatları 2000 ve 2001'de sırasıyla yüzde 20,9 ve yüzde 21,6 arttı. Bununla birlikte, petrol, doğal gaz ve emtia fiyatlarında yaşanan yükselişlerle 2000 yılında Sovyetler Birliği'nin çöküşünden sonra ilk defa bütçe fazlası verilebildi. Bu dönemde Gazprom'un devletleştirilmesi ve güçlenmesi de, ekonomik çıkışın başlaması açısından dönüm noktalarından biri olarak gösterilmektedir (Yıldırım-Şahin, 2021). Ayrıca, kriz sonrası dönemde eğitim konusundaki atılımların da ekonomik toparlanma açısından öncü olduğu ifade edilmektedir (Zudina, 2021).

### Şekil 6. Rusya GSYH Büyümesi



Kaynak: CBR

### 1.6. Kur Krizi ile İlgili Akademik Çalışmalar

Ruble Kasım 1997 ve Haziran 1998'de saldırıya uğradığında, politika yapıcılar rubleyi dalgalanmasına izin vermek yerine savundu. Reel döviz kuru 1997 boyunca çok fazla değişiklik göstermedi. Literatürde bir para krizinin temel bileşeni olarak, merkez bankasının döviz kuru sabitlemesini savunma isteği gösterilmektedir. Ağustos 1998'den önce, Rus rublesi iki spekülasyon saldırıya maruz kaldı. CBR, rubleyi savunmak için iki kez de çaba gösterdi. Savunma Kasım 1997'de başarılı oldu, ancak 1998 yazında yetersiz kaldı. Krugman, 1979 yılında yayınladığı "Ödemeler Dengesi Krizi Modellemesi"nde, kur krizini bir ülkenin rezervlerini kaybetmesi olarak açıklamıştır (Krugman, 2008).

CBR, krizden yaklaşık 3 ay önce iki defa yüksek faiz artışlarına gitmişti. Gelişmekte olan ülkelerdeki kur krizlerinin üstesinden gelebilmek amacıyla faiz artırılması, yabancı sermayenin ülkeye çekilebilmesi amacıyla etkili olabilecektir. Bununla birlikte, eğer ülkenin döviz cinsinden borçlarının oranı çok yüksek değilse ve/veya ekonomide kredi mekanizmasının işlerliği, dolayısıyla yatırımların miktarı nominal faiz oranına bağlıysa, faiz oranının artırılmasının her zaman doğru yaklaşım olmayabileceği de vurgulanmıştır (Aghion vd., 2000). Ayrıca, her ne kadar faizlerin artırılması yerli varlıkları daha cazip hale getirirse de, bir taraftan da kamunun borç yükünün daha fazla artmasına sebep olabilmektedir. Bu bakımdan güçlü maliye politikası, kur krizlerini önlemekte faiz oranı yönetimine mutlaka eşlik etmelidir (Flood & Jeanne, 2005).



Kur krizlerinin önlenmesi için, öncelikle geçici sermaye hareketlerinden çok daha önemli doğrudan yatırımların ülkeye kazandırılabilmesi gereklidir. Yapılan çalışmalarda, Rusya'nın ilgili dönemde en başta vergilendirme sistemindeki olumsuzluklar nedeniyle ülkeye doğrudan yatırım sokulamadığı anlaşılmıştır (Ahrend, 2011). Ödemeler dengesi probleminin kalıcı çözümü ancak doğrudan yatırımların istikrarıyla mümkün olabilecektir.

Rusya'da yaşanan kur krizi sırasında yönetim, yurtiçi ödemelerinde temerrüt, yurtdışı ödemelerde ise moratoryum ilan ederek sorunların çözümü için zaman kazanmaya çalışmıştır. Bununla birlikte, anılan durumun uzun vadeli çok fazla olumsuz etkisi olmuş ve ülke dış dünyaya kapanma sonucuyla karşı karşıya kalmıştır. Anılan durum yurtdışında bankalara olan güvenin de azalmasına ve mevduat sahiplerinin paralarını çekmek için bankalara akın etmesine sebebiyet vermiştir (Popov, 2000). Bununla birlikte, Desai'nin öngördüğü üzere geçici sermaye kontrolü yoluyla da bu krizin aşılabileceği ve bu kadar uzun vadeli bir güven bunalımına sebep oluşturulmayacağı da iddia edilebilecektir (Desai, 2013).

### 1.7. Sonuç

Rusya'da 1998 yılında bir döviz krizi yaşanmıştır. Bu krizin ortaya çıkmasında, Sovyetler Birliği döneminden kalma, yozlaşmış bir zümrenin egemenliğindeki ekonomik sistemin etkili olduğu öne sürülmüştür. 1995 yılında döviz kuru bandı uygulamasına geçen Rusya'nın, dış dünyaya açılımla birlikte vahşi sermaye hareketlerine maruz kaldığı gözlemlenmiştir. Global GSYH'nın 2 trilyon USD azalmasına neden olan Asya krizinin de patlak vermesiyle ruble kuru üzerindeki spekülasyon saldırıları artmıştır (Shakhnoza, 2021). Bu süreçte, kamu borcu yüksek olan Rusya'nın gelirlerinin önemli bir bölümünü oluşturan petrol ve doğalgaz fiyatlarındaki gerileme de ülke ekonomisinin krize girmesinde önemli bir etken olmuştur.

Kriz öncesinde, ülke yöneticileri gerek siyasi gerekse ekonomik radikal önlemler almaya çalışmışlardır. Kabine değişiklikleri, sert faiz artışları bu önlemlere örnek gösterilebilir. Bununla birlikte, bahse konu çabalar sonuçsuz kalmış, IMF'den borç alma konusunda da başarılı olamayan ve ruble kurunu savunma pahasına döviz rezervlerinde önemli ölçüde erime gerçekleşen Rusya, 1998 yazında krize girmiştir.

Kriz anında iç borç ödemelerini temerrüde düşüren, dış borç ödemelerinde ise moratoryum ilan eden Rusya'da, ruble/dolar kuru serbest bırakılmış, bu devalüasyon yaşanmasına neden olmuş, şiddetli bir likidite krizi paralelinde faizlerde dramatik artışlar kaydedilmiştir.

Kriz sonrasında ülkenin dış piyasadaki itibarı zedelenmiş, anılan durum Rusya'nın uzunca bir süre global sermaye akımlarından faydalanamaması sonucunu doğurmuştur. Bu noktada, kriz anında moratoryum ilan edilmesinin özellikle zarar verici olduğu vurgulanmış, bunun yerine geçici sermaye kontrollerinin durumun daha kontrollü bir biçimde ele alınmasını mümkün kılacağı savunulmuştur.

### Kaynakça

- Aghion, P., Bacchetta, P., & Banerjee, A. (2000). A simple model of monetary policy and currency crises. *European Economic Review*, 44(4–6), 728–738. [https://doi.org/10.1016/S0014-2921\(99\)00053-7](https://doi.org/10.1016/S0014-2921(99)00053-7)
- Ahrend, R. (2011). Foreign Direct Investment Into Russia - Pain Without Gain? A Survey of Foreign Direct Investors. *SSRN Electronic Journal*, 26–33. <https://doi.org/10.2139/ssrn.620122>
- Black, B., Kraakman, R., & Tarassova, A. (2000). Russian Privatization and Corporate Governance: What Went Wrong? *Stanford Law Review*, 52(6), 1731. <https://doi.org/10.2307/1229501>
- Bogatyreva, M. V., Leskinen, M. I., & Kolmakov, M. A. (2021). The domestic real estate market during financial crises. *IOP Conference Series: Earth and Environmental Science*, 751(1). <https://doi.org/10.1088/1755-1315/751/1/012134>
- Chiodo, A. J., & Owyang, M. T. (2002). A Case Study of a Currency Crisis: The Russian Default of 1998. *Review*, 84(6), 7–18. <https://doi.org/10.20955/r.84.7-18>
- Desai, P. (2013). And Exchange-Rate, Why Did the Ruble Collapse in August 1998 ? *The American Economic Review*, 90(2), 48–52.
- Fischer, S. (1998). The Russian Economy at the Start of 1998--Stanley Fischer. *International Monetary Fund*, 1. <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp010998>

- Flood, R. P., & Jeanne, O. (2005). An interest rate defense of a fixed exchange rate? *Journal of International Economics*, 66(2), 471–484. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2004.09.001>
- Grouiez, P., Vercueil, J., & Volkov, D. D. (2021). Beyond oil: the international integration of the Russian economy between macroeconomic constraints and sectoral dynamics. *Post-Communist Economies*, 33(6), 770–794. <https://doi.org/10.1080/14631377.2020.1867462>
- Gül, L., Doğan, N., & Berument, H. (2021). Petrol Fiyatları, Döviz Kuru Rejimi ve Rusya Ekonomisi. *İstanbul Gelişim Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 8(1), 167–180. <https://doi.org/10.17336/igusbd.697463>
- Havrylyshyn, O., & Wolf, T. (1998). *Growth in Transition Countries, 1990–98: The Main Lessons*.
- Himounet, N., Sorbonne, U., Nord, P., & Himounet, N. (2021). *Infer Working Paper Series, Searching for the Nature of Uncertainty : Macroeconomic vs Financial 5*.
- Jirasakuldech, B., & Emekter, R. (2021). Empirical Analysis of Investors’ Herding Behaviours during the Market Structural Changes and Crisis Events: Evidence from Thailand. *Global Economic Review*, 50(2), 139–168. <https://doi.org/10.1080/1226508X.2020.1821746>
- Kharas, H., Pinto, B., & Ulatov, S. (2001). An analysis of Russia’s 1998 meltdown: Fundamentals and market signals. *Brookings Papers on Economic Activity*, 68(1), 1–68. <https://doi.org/10.1353/eca.2001.0012>
- Krugman, P. (2008). A Model of Balance-of-Payments Crises. *Journal of Money , Credit and Banking , Vol . 11 , No . 3 ( Aug . , 1979 )*, pp . 311-325.
- Malleret, T., Orlova, N., & Romanov, V. (1999). What Loaded and Triggered the Russian Crisis? *Post-Soviet Affairs*, 15(2), 107–129. <https://doi.org/10.1080/1060586X.1999.10641466>
- Odling-Smee, J. (2006). The IMF and Russia in the 1990s. *IMF Staff Papers*, 53(1), 151–194. <https://doi.org/10.5089/9781451857344.001>
- Popov, V. (2000). Lessons of the Currency Crisis in Russia and in Other Countries. *Problems of Economic Transition*, 43(1), 45–73. <https://doi.org/10.2753/pet1061-1991430145>
- Shakhnoza, E. S. (2021). History of World Economic Crises and Their Impact on The Economies of Countries. *Journal of Analysis and Interventions*, 2(2), 33–37.
- Yıldırım-Şahin, E. (2021). Rusya İçin Gazprom’un Yerinin ve Öneminin Ekonomi-Politiği. *Fiscaoeconomia*, 5(2), 470–491. <https://doi.org/10.25295/fsecon.920029>
- Zudina, A. (2021). What makes youth become NEET? Evidence from Russia. *Journal of Youth Studies*, 0(0), 1–14. <https://doi.org/10.1080/13676261.2021.1923673>