

Uluslararası Finansal Panik Yaklaşımı ve 1997/8 Asya Krizi

“International Financial Panic” Approach and the 1997/8 Asian Crisis

Cengiz SAMUR*

ÖZET

Geleneksel kriz teorilerinin Asya krizini izah edemediği üzerinde üçüncü nesil kriz teorileri temsilcileri arasında bir ittifak vardır. Çalışmamızda “uluslar arası finansal panik” yaklaşımının Asya krizine bakış açısı üzerine odaklanılmıştır. Uluslararası finansal panik yaklaşımı Radelet and Sachs (1998a,b) tarafından inşa edilmiştir. Bu münasebetle sözkonusu yaklaşım hususunda önemli ölçüde bu 2 çalışma mihver alınmıştır.

Uluslararası finansal panik yaklaşımına göre Asya krizi uluslar arası karakterde ve kendiliğinden vaki (self-fulfilling) bir finansal panik vakasıdır. Kriz öncesi dönemde Uzakdoğu Asya ülkelerinde makroekonomik temeller bir krizin meydana gelmesini gerektirmeyecek kadar sağlamdır. Kriz hiç kimse tarafından arafesinde bile tahmin edilememiştir. Kötümser beklentilerin varlığı paniğin patlak vermesi bakımından anahtar rolü oynamıştır.

Uluslararası finansal panik yaklaşımı finansal paniğin meydana gelmesi bakımından sözkonusu ülkenin “döviz cinsinden kısa vadeli uluslar arası borçlarının (yükümlülüklerinin) merkez bankası uluslar arası rezervlerine oranı” unsurunu merkez alır ve Asya krizinin vuku bulmasını bu unsur merkezinde izah etmeye çalışır. Uluslararası finansal panik meydana gelmesi açısından ülkenin “döviz cinsinden kısa vadeli uluslararası borçlarının (yükümlülüklerinin) merkez bankası uluslararası rezervlerine oranı” 1.0’ı aşmış olmalıdır. Bununla beraber uluslararası finansal paniğin meydana gelmesi açısından sözkonusu oranın 1.0’ı aşmış olması şarttır, fakat yeterli değildir. Bu oran 1.0’ı aştığında finansal paniğin meydana gelmesi yalnızca mümkün olup kaçınılmaz değildir. Bu durumda finansal paniğin meydana gelip gelmeyeceğini bir taraftan kötümser beklentilerin var olup olmadığı, diğer taraftan da bir finansal şokun ortaya çıkıp çıkmadığı belirlenir.

Anahtar Kelimeler: Finansal kriz, Uluslar arası sermaye girişi, Üçüncü nesil kriz teorileri, Asya krizi, Uluslararası finansal panik

Çalışmanın türü: Araştırma

ABSTRACT

There is an alliance amongs representatives of third generation theories on that the traditional (canonical) crisis theories haven’t been able to explain the Asian crisis. The first generation crisis theories are locked on the weakness-soundness of the macroeconomic fundamentals as explaining whether a financial crisis will happen or not. If the macroeconomic fundamentals are sound, the financial crisis will never occur. If the macroeconomic fundamentals, on the other hand, are weak, the financial crisis will occur exactly. The crisis happens as mechanical, and the central bank continues to maintain the fixed currency rate as blindly until it exhausts the final dollar of its international reserves. As if the central bank is locked on maintaining the fixed rate. The expectations haven’t any role on whether or not the financial crisis will happen. In a country, it can be known exactly when or whether a crisis occur or not.

Also, the second generation crisis theories assign an essential importance to the macroeconomic fundamentals in the matter of whether a crisis will happen or not. But the second generation crisis theories, in opposite to the first generation crisis theories, claim that the soundness-weakness of the macroeconomic fundamentals stay in background (as secondary) and that the existence of pessimist or optimist expectations determines if or not a financial crisis will happen. However, the second generation crisis theories imagine three probable situations about the soundness-weakness of the macroeconomic fundamentals: two opposite situations, and intermediate (third) situation between these opposite situations (white, black, and gray). In the case of that the macroeconomic fundamentals are so sound (white) or too weak (black), the expectations haven’t any role in respect to a crisis happen or not happen. In the country and in a specific time, it can be known exactly whether a crisis occur or not. In the third situation (gray area), on the other hand, the character of the expectations (being of them as pessimist or optimist) determine if or not a financial crisis occurs. In the case of the fact that there are the pessimist expectations, the crisis will happen exactly; that there are the optimist expectations, the crisis will never happen. Therefore, it cannot be anticipated exactly when or whether a crisis happen or not. Furthermore, in according to the second generation crisis theories, the governments and the central banks don’t lock blindly on maintaining the fixed currency rate. The governments and the central banks compare the benefits and the cost (increase in the interest rate, contraction in the economy and decrease in economic growth rate, increase unemployment rate) of the fixed rate in respect to the economic welfare and political general elections. They face with a trade-off between maintaining the fixed exchange rate, and as a consequence, increase in the interest and unemployment rates. Despite the fact that the central bank has sufficient international reserves, if the central bank and the government think that the economic-political cost of maintaining the rate exceeds its benefits, they may decide to abandon defending the fixed exchange rate as a strategical preference. The fixed exchange rate system, therefore, collapses. The case in reality in the Asian crisis, however, was different

* Dr.

from the theoretical framework on which the first and second generation crisis theories depend because the macroeconomic fundamentals so sound that it is impossible a crisis to happen..

In our study it was focussed on “the international -self-fulfilling- financial panic” approach’s perspective about the Asian crisis. The international financial panic approach was constructed by Radelet and Sachs (1998a,b). Therefore, these two papers were accepted as the origine about this approach.

In according to the “international -self-fulfilling- financial panic” approach, the Asian financial crisis was an occurrence as a self-fulfilling financial panic and in the international character. Firstly, in the pre-crisis period the macroeconomic fundamentals in the East Asian countries had been so sound that it had required no-happening of a crisis. In this frame in the 5 countries in the East Asia (A5 countries; Indonesia, Philippines, Korea, Malaysia, and Thailand), it had been observed that before the crisis occurred; the average real economic growth rate about long term had been very high (over 5 %), inflation and unemployment rates had been very low (with one digit), general budget had exposed generally surplus, or rarely very little deficit (relative to GDP), the international reserves held by the central bank had been very high, the net and private international capital inflows (relative to GDP) had been very high. This case hadn’t changed in the eve years of the crisis occurrence, also. Moreover, any disinflation program hadn’t been applied. Hence, the inflation rate with very low hadn’t been as a result such as a disinflation program. In the other expressions, the very low inflation rate had been natural, not artificial. In addition, the difference between interest rates in developed and in EM countries (including Asia’s crisis countries) hadn’t been grown through the pre-crisis period. However, in the pre-crisis period it had been observed that the current account deficit rate (relative to GDP) had increased continually, the export growth rate had slow down, real exchange rate became high, and national currency had continued being overvalued (relative to foreign currency) permanently. Nonetheless, according to the crisis literature, these problems aren’t sufficient and big in respect to explain whether the crisis happens or not. Secondly, the crisis case had been forecast by no-one not only long time ago but also in the eve of the occurrence. Exception Park (1996), neither one of the writers, researchers, analysts and nor one of IMF, WB, international investment institutions, international financial institutions (including international credit rating agencies, such as S&P) or the actors of market didn’t expect, also in the eve of the crisis, that a financial crisis would had occurred. The existence of the pessimist expectations had played as a key role in respect to the crisis explode or not explode. Thirdly, the financial sector’s problems and weakness had played an essential role in the occurrence of the crisis. Fourthly the international markets overreacted and punished the crisis countries more severely than which they had deserved. Finally, the cumulative real economic cost of the crisis for the country whose macroeconomic fundamentals had been the soundest of A5, opposite that expected, became the biggest.

The “international self-fulfilling financial panic” approach has taken the basis, can be stated as “international short-term debts (obligations) on foreign currency to the central bank’s international reserves ratio”, as the centre; and had tried to explain the Asian crisis in the core of this basis. In respect an international financial panic case to happen or not happen, the ratio of “the international short-term debts (obligations) on foreign currency to the international reserves hold by the central bank” has to exceed 1.0. In respect to happening or no happening of an international financial panic, however, it is necessary but not sufficient that this ratio exceeds 1.0. It is only possible but not inevitable to happen the international financial panic when this ratio exceeds 1.0. In this situation both whether or not there were the pessimist expectations and whether or not a financial shock occurred determine if or not an international financial panic will happen. It can’t be anticipated exactly when and in which country an international financial panic will appear.

Keywords: financial crisis, international capital inflows, Asia crisis, third generation crisis theories, international financial panic

The type of research: research

Giriş

Radelet and Sachs (1998a,b ve 1999)’a göre 1997/8 Asya krizi “kendiliğinden vaki” (*self-fulfilling*) bir uluslararası finansal panik¹ tecrübesidir. (Radelet and Sachs,1998a,b; Radelet and Sachs, 1999: 6-7) Bu tezi savunmak üzere sözkonusu iki çalışmada başlıca 3 argüman (Radelet and Sachs, 1998b: 22-32 ve 37-8; 1999: 7) sunulmuştur. Bu argümanlar şunlardır:

(a) Asya krizinde makro ve mikro ekonomik temeller sağlamdır, (Krugman, 1998b: 2-3; Radelet and Sachs, 1998a: 43 ve 1998b: 3, 22-24; Chang and Velasco, 1998c: 12-16) bu münasebetle geleneksel makroekonomik temellerin zayıflığını hareket noktası alan klasik (kanonikal) para krizi teorileri² Asya krizini izah edememektedir,³

(b) Asya krizinde kilit rolü finansal sektör problemleri ve zayıflıkları oynamıştır,

¹ “Uluslararası finansal panik” yaklaşımı için bak., Radelet and Sachs, 1998a ve 1998b; Samur, 2008: 214-22.

² 1. ve 2. nesil para krizi teorileri

³ Birinci ve İkinci nesil kriz teorilerinin Asya krizini izah edemediği üzerinde Üçüncü nesil kriz teorisi taraftarları ittifak halindedirler. [Örneğin bak., Krugman ,1998a: 2-3; 1998b: 2-3; 1999: 2-4; Corsetti, Pesenti, and Roubini, 1998c: 6-7; Aghion, Banerjee, and Bachetta, 2000: 1.]

(c) Asya krizi 1996 yılının ilk yarısında bile hiçbir kimse, hiçbir ulusal ya da uluslararası kuruluş tarafından tahmin edilememiştir. Bölgede bir krizi kimse hiç beklememiştir. Yalnızca ekonomik büyümenin yavaşlayacağı⁵ yönünde bazı tahminlerde bulunulmuştur. (Krugman, 1998b: 1)

Çalışmada bu argümanlar sırasıyla ele alınacak olup tertip şu şekildedir: İkinci kısımda Asya krizinde kriz öncesi dönemde kriz ülkelerinde makroekonomik temellerin bir krizin meydana gelmesini gerektirmeyecek kadar sağlam olduğu üzerinde durulmuştur. Üçüncü kısımda Asya krizinin hiç kimse tarafından arafesinde bile hiç tahmin edilememiş olduğu üzerine odaklanılmıştır. Dördüncü kısımda Asya krizinin meydana gelişinde kilit rolü finansal sektör problemlerinin oynadığı ele alınmıştır. Beşinci kısımda ise ulaşılan bazı sonuçlar sıralanmıştır.

Asya Krizinde Kriz Öncesi Dönemde Kriz Ülkelerinde Makroekonomik Temellerin En Azından Bir Finansal Krizin Vukû Bulmasını Gerektirmeyecek Derecede Sağlam Olması Meselesi

Asya krizinde kriz öncesi dönemde makroekonomik temeller sağlam idi.⁶ Kriz ülkelerinde şüphesiz bazı makro ve mikro ekonomik dengesizlikler vardı. Fakat bunlar bir krizi gerektirecek kadar şiddetli değildi. (Radelet and Sachs 1998b ve 1999: 5) Ayrıca krize giren 5 Asya ülkesi arasında kriz öncesi dönemde makro ve mikro ekonomik temelleri en iyi (sağlam) durumda olan Endonezya idi fakat krizin en şiddetli şekilde vurduğu ekonomi de Endonezya ekonomisi idi. Bu sebeplerden dolayıdır ki Asya krizini geleneksel (kanonikal) yani 1. ve 2. nesil para krizi teorileri izah edememektedir. Nitekim Asya krizini 1. ve 2. Nesil para krizi teorilerinin izah edemediği Krugman tarafından da ifade edilmiştir (Krugman, 1998b: 2 ve 1999: 2-4) ki bu son derece mânîdardır. Çünkü Krugman 1. nesil para krizi teorilerinin öncüsü ve inşa edicisi durumundadır. Aşağıda makroekonomik göstergeler itibarıyla sözkonusu 5 ülkenin kriz öncesi durumu ele alınmıştır.

Bütçe açığı

Krize giren 5 Asya ülkesinde 1990-96 arasında bütçe dengesi çok sağlam görünmektedir. Bütçe çoğunlukla fazla, bazen de (GSYİH'ya oranla) düşük miktarda olmak üzere açık vermiştir. (Radelet and Sachs 1998a,b ve 1999; Sachs 1997) Nitekim 1993-6 arasında bakıldığında yalnızca 1993 yılında Filipinler bütçesinin (GSYİH'ya oranla -%1,5 düzeyinde) ve 1996 yılında Kore bütçesinin (GSYİH'ya oranla -%0,1 düzeyinde) açık,⁷ diğer ülkelerin ise bütçe fazlası verdiği görülmektedir.

Enflasyon oranı

1990-96 arasında 5 Asya ülkesinde enflasyon %10 un altında (Radelet and Sachs 1998a,b, 1999; Sachs 1997) seyretmişti. Ayrıca bu ekonomilerin hiçbirisinde, ihtiyaç bulunmadığı için, bir “antienflasyon programı” da uygulanmamakta (Radelet and Sachs, 1998a: 6) idi.

Kamu dış borcu

GSYİH'ya oranla kamu dış borcu sabit seyretmiş, önemli bir artış kaydetmemiştir. Toplam kamu borcunun GSYİH'ya oranı da kriz öncesi dönemde kriz bölgesi ekonomilerinde ihtiyatlı seviyede kalmış, pek değişmemiştir.

Para ve maliye politikası

Bölge ekonomilerinde genel olarak ihtiyatlı bir para ve maliye politikası takip edilmiştir.

⁴ IMF, kredi derecelendirme kuruluşları, Dünya Bankası, ...vb. dahil

⁵ Bir krizin meydana geleceğini tahmin edebilmek açısından Park (1996) literatürde bir istisna durumundadır.

⁶ Asya krizinde kriz öncesi dönemde kriz ülkelerinde makroekonomik temeller, zahiren ve gösterge bazında da olsa, ahlaki tehlike yaklaşımına göre de sağlamdır. Şu farkla ki ahlaki tehlike yaklaşımına göre makroekonomik temellerde gözlemlenen sağlamlık gerçek değil görünüş itibarıyledir. Zâhiren mevcut makroekonomik sağlamlığın arkaplanında özellikle finansal sektörde mikroekonomik çarpıklıklar ve zayıflıklar vardır. Bu çarpıklık ve zayıflıklar, mevduat garantisi ve kefalet sisteminin varlığına perdelenmiş olduğundan açığa çıkmamaktadır.

⁷ Aslında açığı ifade etmek üzere ya parantez içindeki – işaretleri kullanılmamalıdır ve sonunda “açık vermiştir” denilmelidir ya da parantez içindeki – işareti kullanılmışsa sonunda “fazla ya da dengesizlik vermiştir” denilmelidir.

Yurtiçi tasarruf ve yatırım oranları (GSYİH'ya göre) bölge ekonomilerinde çok yüksekti. 1996'nın 2. yarısına kadar da yatırım ve tasarruflarda bir azalma, GSYİH'ya oranla bir düşme olmadı.

Ekonomik büyüme oranı

Ekonomik büyüme oranı kriz öncesi dönemde bölge ülkelerinde çok yüksekti.⁸ Ayrıca ekonomik büyümede 1996'nın ikinci yarısına kadar bir yavaşlama ve oranda kayda değer bir düşme meydana gelmedi.

İşsizlik oranı

Bölge ekonomilerinde kriz öncesi dönemde işsizlik oranı yüksek değildi.⁹ Çünkü bölge ekonomileri 1990-6 arasında dünyanın en hızlı büyüyen ekonomileri durumunda idi.

Uluslararası sermaye girişi

Bölge ekonomilerine kriz öncesi dönemde uluslararası sermaye girişinde mütemadiyen büyük bir artış¹⁰ meydana gelmişti. (Radelet and Sachs, 1998a: 23-4) Bölge ekonomilerine yabancı sermaye girişi 1996'nın 2. yarısına kadar yavaşlamadı. (Radelet and Sachs, 1998a: 6) Bölge ekonomilerine gelen uluslararası sermaye içerisinde en büyük 2 payı özel bankalara ve banka dışı kuruluşlara intikal eden fonlar oluşturuyordu.

Öyle ki uluslararası bankalar Endonezya'ya ödünç vermeye, Tayland ve Kore'ye ödünç vermeyi kestikten sonra yani Tayland ve Kore'de kriz başladıktan sonra bile, devam ettiler. (Radelet and Sachs, 1998b: 40)

Uluslararası rezervler

Bölge ekonomilerinde kriz öncesi dönemde uluslararası rezervlerde mütemadiyen artış gerçekleşti.¹¹ Uluslararası rezervler 1996 yılında da bölge ekonomilerinde yüksek ve iyi idi.

Uluslararası sermaye piyasalarında şartlar, faiz oranları

Uluslararası sermaye piyasalarındaki şartlarda, EM ekonomilerinden uluslararası sermaye çıkışına¹² götürebilecek türden bir ağırlaşma kriz arafesi yıllarda meydana gelmemiştir. (Radelet and Sachs, 1998a: 30) Krizin hemen öncesi yıllarda nitekim uluslararası piyasalarda ödünç faiz oranları düşük seyrediyordu ve bir artış kaydetmemiştir.

EM ülkelerinde bono faiz oranları ile gelişmiş ülkelerde bono faiz oranları arasındaki fark kriz öncesi dönemde büyük değildi ve zaman içerisinde de büyüme trendi sergilemedi.

Mevduat garantisi ve dış borçlara kefalet

İlk olarak mevduatlara, dış borçlara hükümetler "açıkça" garanti vermemiştir. İkincisi başarısızlığa düşen finansal firmaların önemli bir kısmı mevduat garantisi tanınmamış kuruluşlardı.

Ulusal paraların döviz karşısında aşırı değerlenmesi ve reel döviz kuru endeksinin aşırı yükselmesi

Ulusal paralar bölge ekonomilerinde döviz karşısında 1990'lardan itibaren aşırı değer kazanmıştır. 1990'dan itibaren bölge ülkelerinde reel döviz kurunun aşırı değerlendiği görülmektedir. Reel döviz kurunun 1990 yılı baz alındığında, Endonezya, Malezya, Filipinler, Tayland, Kore için sırasıyla yüzde 20, 22, 44, 20, 22; 1997 Martı'nda ise yine aynı ülkeler için ve sırasıyla yüzde 25, 28, 47, 25, 21 aşırı değerlenmiş durumda olduğu görülmektedir. 5 Asya ekonomisinde reel döviz kurunda aşırı değerlenme derecesinin 1990'dan sonra her ülke için mütemadiyen arttığı görülmektedir.

⁸ WEO (2007) veri tabanı kullanılarak yapılan hesaplamaya göre A5 ülkelerinin yıllık reel ekonomik büyüme oranı ortalaması 1990-6 dönemi için %7,4; 1990-7 için %7,0; 1997 yılı için %4,1; 1990-3 için %7,1 ve 1994-6 için %7,8'dir.

⁹ Yayınlanmamış bir çalışmada ADB-Key Indicators (2006) verilerinden hareket edilerek yapılan hesaplamada A5 ülkelerinin yıllık işsizlik oranı ortalaması 1990-6 dönemi için %4,0; 1990-7 dönemi için %3,9; 1997 yılı için %3,7; 1990-3 için %4,0 ve 1994-6 için %4,0 bulunmuştur.

¹⁰ 1990-96 için 5 ülkeye yıllık ortalama uluslararası sermaye girişi GSYİH'larına oranla %6'nın üzerindeydi.

¹¹ Malezya müstesna

¹² Bir dış finansal şoka

Bununla beraber Radelet and Sachs (1998a: 9, 24; 1998b: 26)'ya göre Asya krizinin meydana gelmesini döviz kurunun aşırı değerlenmiş olmasına bağlayarak açıklamak da mümkün değildir. Çünkü ilk olarak reel döviz kurunda aşırı değerlenme Latin Amerika ülkelerindeki kadar büyük değildir. Meksika 1994 krizi öncesi dönemde¹³ Meksika'nın reel döviz kuru %40 aşırı değerlenmişti. İkinci olarak 1990'lar temel alındığında 1996 ve 1997'de Latin Amerika ekonomilerinde reel döviz kurundaki aşırı değerlenme derecesi 5 Asya ekonomisindekinden daha büyüktü: Mart 1997'de reel döviz kuru yüzde olarak Arjantin için 58, Brezilya için 67, Şili için 45 aşırı değerli durumdaydı. Fakat bu ekonomiler¹⁴ Asya krizi tecrübe edilirken bir krizle karşılaşmadılar. Üçüncü olarak reel döviz kuru Filipinler'de Aralık 1992'de %31, Aralık 1993'te %29, Aralık 1994'te %38, Aralık 1995'te %37 aşırı değerli idi.¹⁵ Ancak o yıllarda hem de Latin Amerika'da Meksika krizi tecrübe ediliyorken, Filipinler krizle karşılaşmadı. Dördüncü olarak Aralık 1997'de Meksika'da reel döviz kurunun 1990'a göre %75 oranında aşırı değerli olduğu görülüyor ki bu, Endonezya, Malezya, Tayland, Kore için aynı yılda reel döviz kurunda görülen %22 aşırı değerlenme derecesinin üzerindedir. Ancak Meksika 1997'lerde bir krizle karşılaşmamıştır.

Cari Açık

Bölge ekonomilerinin Cari Açıklarında zaman içerisinde sürekli bir artış görülmekteydi. Öyle ki GSYİH'ya oranla Cari Açık bölgedeki kimi ekonomilerde kriz öncesi dönemde 1990-5 arası ortalaması itibarıyla %6-7'lere (Radelet and Sachs, 1998b: 44) ulaşmıştı.¹⁶

5 ülkenin Cari denge ortalaması 1985-9 dönemi için (GSYİH'ya oranla) %0,2 fazla iken 1990-95 döneminde ise %4,0 açık şeklinde gerçekleşmiştir.

Fakat Kore ve Endonezya'nın Cari Açık oranları (1990-5) dönemi için 5 Asya ülkesi içerisinde en küçüktür (sırasıyla Cari denge GSYİH'ya oranla -%1,7 ve -%2,5). Ayrıca Endonezya için Cari Açığın GSYİH'ya oranı 1985-9 dönemine göre 1990-5 döneminde bir değişme (artış) meydana gelmemiştir. Buna mukabil Asya krizinin en şiddetli şekilde vurduğu ekonomiler sırasıyla Endonezya ve Kore olmuştur.¹⁷ Bu yüzden krizi açıklamak bakımından Cari Açık değişkeni de uygun değildir.

Diğer taraftan Cari Açık bölge ekonomilerinde kriz öncesi dönemde artmış olsa da sözkonusu ekonomilerde aynı dönemde hem uluslararası rezervler, hem de uluslararası sermaye girişi de artmıştır.

İhracat artış oranı

1985-9 dönemine göre 1990-5 döneminde ihracatın GSYİH'ya oranında Kore için %6 düşme, Endonezya için %3 artma, Malezya için %27 artış, Filipinler için %0,3 artış, Tayland için %7 artış meydana gelmiştir. Bölgede dış ticaret dengesinin her bir ülke için 1985-9'a göre 1990-5 döneminde şiddetli şekilde kötüleştiği görülmektedir, bununla beraber dış ticarete kötüleşme Endonezya için en hafif olmuştur.

Bölge ekonomilerinde 1990'lardan sonra dış denge itibarıyla önemli dengesizlik ve problemler olduğu, sözkonusu dengesizliklerin zaman içerisinde gittikçe büyüdüğü gözlenmektedir. Cari Açık, dış ticaret açığı, ihracat artış oranında yavaşlama, reel döviz kurunda aşırı değerlenme artan dış denge problemleri çerçevesinde vurgulanabilir. (Radelet and Sachs, 1999: 4-5) Dış denge problemleri arasında özellikle Cari Açık artışının öne çıktığı görülmektedir. Ancak dış denge problemleri Radelet and Sachs (1998b, 1999)'a göre bir krizin meydana gelmesini gerektirecek boyutta değildi. Bölge ekonomilerinde dış denge

¹³ 1988-93 döneminde

¹⁴ Latin Amerika ekonomileri

¹⁵ ki bunların hepsi Kore, Endonezya, Tayland ve Malezya için Mart 1997'de reel döviz kurunda görülen aşırı değerlenmenin üzerindedir.

¹⁶ (Tablo 9). Cari denge 1985-9 ve 1990-5 ortalaması itibarıyla (GSYİH'ya oranla) 5 Asya ülkesi için sırasıyla aşağıdaki gibi gerçekleşmiştir:

Kore (1985-9)→(1990-6)	Endonezya (1985-9)→(1990-5)	Malezya (1985-9)→(1990-5)	Filipinler (1985-9)→(1990-5)	Tayland (1985-9)→(1990-5)
%4,3 → -%1,7	-%2,5 → -%2,5	%2,4 → -%5,6	-%0,5 → -%3,3	-%2,0 → -%6,8

¹⁷ Yayınlanmamış bir çalışmamızda krizin kümülatif reel ekonomik maliyeti Tayland ve Endonezya için en büyük çıkmıştır. Bu 2 ülke için krizin kümülatif reel ekonomik maliyeti hemen hemen eşittir (sırasıyla %31,6 ve %31,2)

bakımından mevcut problemler, yalnızca ekonomik büyüme oranında mutedil bir düşmeyi¹⁸ yani bir uyarlanmayı gerektirecek büyüklükte idi. (Radelet and Sachs, 1998b: 24 ve 1999: 5)

Krizin Vuku Bulacağını Hiçbir Kuruluş, Analizci veya Piyasa Aktörünün Tahmin Edememesi

Asya krizini 1996 yılının ilk yarısında bile hiç kimse beklemiyordu. Uzakdoğu Asya’da bir kriz çıkacağını, “Asya Mucizesi”nin ve 3. dünya ülkeleri için örnek gösterilen Uzakdoğu Asya Kalkınma Modelinin yolunun krize uğrayacağını¹⁹ hiç kimse²⁰ tahmin edememişti. (Radelet and Sachs, 1998a: 2; 1998b: 17; 1999: 5) Bu yanıltmada finansal kriz çıkıp çıkmayacağı hususunda kanonikal kriz teorileri perspektifinin yani makroekonomik temelleri merkez alan bakış açısının hakim oluşunun büyük rolü vardır. Hatta kriz Tayland’da başladığında bile bunun o denli şiddetli olacağını ve tüm Uzakdoğu Asya ülkelerini vuracağını kimse beklemiyordu.

Asya krizinin tahmin edilemediğine dair bazı argümanlara (Radelet and Sachs 1998b, 1999) burada yer verilmesi son derece faydalıdır:

İlk olarak Tayland ve Kore’de kriz başladığında bile Malezya ve Endonezya’ya uluslararası ödünç fon girişi kuvvetli şekilde devam etmiştir.

İkinci olarak uluslararası piyasalar 1995-6 yıllarında EM ekonomilerine ilişkin risk primlerini artırmamış, yani uluslar arası piyasaların risk algılamaları, Uzakdoğu Asya ekonomileri de dahil, kötüleşmemiştir. Nitekim gelişmiş ekonomilerdeki bono faiz oranlarını Uzakdoğu Asya da dahil EM ülkelerindeki bono faiz oranları fazla aşmamış, sözkonusu 2 tür bono faiz oranları arasındaki fark büyümemiştir.

Üçüncü olarak Standart and Poors ve Moody’s dahil uluslararası kredi-risklilik derecelendirme kuruluşları Asya ekonomilerinin gerek genel gerekse “kamu dış borçlanma”²¹ kredi notunu bölgede kriz başlayınca, hatta 1997’nin ilk yarısına kadar kötüleştirmemişlerdir. Bu, sözkonusu kuruluşların bölge ekonomilerinde risk artışı görmediklerini ve krizi öngöremediklerini işaret eder.

Dördüncü olarak bağımsız özel risk değerlendirme firmaları da Asya ekonomilerinde risklilikte bir artış görmemişlerdir. Örneğin Euromoney Country Risk Assessments 5 Asya ekonomisinin derecesini 1997’nin 1. yarısına kadar kriz öncesi dönemle ilgili olarak hiç değiştirmemiş veya çok az değiştirmiştir.

Beşinci olarak IMF bölge ekonomilerinin 1998 yılı performanslarıyla ilgili olarak 1997 yılında yaptığı ekonomik büyüme tahminlerinde büyük ölçüde yanılmıştır. Ekim 1997’de yayınlanan World Economic Outlook (IMF,1997b) de yer alan IMF’nin yaptığı 5 Asya ekonomisine dair büyüme tahminleri bunu net şekilde isbatlamaktadır. (Radelet and Sachs, 1998b: 20) IMF 1998 yılı için Kore ekonomisiyle ilgili olarak %6, gelişen Asya ekonomileri için ortalama %7,4 ekonomik büyüme öngörmüştür. IMF’nin bu öngörülerine göre ekonomik büyüme, 1998 yılı için %1,5 civarında düşecekti.

Asya Krizinde Kilit Rolü Finansal Sektör Problemlerinin Oynaması

Asya krizinin vuku bulmasında finansal sektör problemleri kilit rolü oynamıştır. Finansal sistemde problem ve zayıflıkların şiddetlenmesi finansal sistemin kırılmasını artırmış, böylece finansal sistem uluslararası finansal paniklerin meydana gelmesine ve olumsuz etkilerine daha açık hale gelmiştir.

Kriz öncesi dönemde finansal sektörden kırılmanın ve kriz riskinin arttığına dair işaretler geliyordu. Fakat bunlar gözardı edilmişti.

Bölge ekonomilerinde 1990’lardan itibaren yurtiçi özel -ticari- bankalarca özel sektöre verilen kredilerde çok hızlı bir büyüme vardı. Aşırı kredi genişlemesi bankalar tarafından dış borçlanma yoluyla sağlanan fonlarla finanse edilmiştir. Kıyı ötesi²² fonları dış borçlanma yoluyla sağlanan fonlar içerisinde önemli bir pay tutmaktadır. (Radelet and Sachs, 1999: 3) Bölge ekonomilerinde finansal sektörler bir taraftan reel

¹⁸ ekonomik büyümede bir yavaşlamayı

¹⁹ ne bir analizci, araştırmacı ne kredi-risk derecelendirme kuruluşları, ne uluslararası finansal yatırımcı kuruluşlar ve ne de IMF, WB gibi uluslararası kuruluşlar

²⁰ Asya krizini kendisi de dahil hiç kimsenin ve hiçbir kuruluşun (kriz arafesinde bile) tahmin edemediğini Krugman da ifade etmektedir. [Krugman, 1998: 1]. Krugman, yalnızca, büyüme hızının yavaşlayacağını ileri sürmüştür bir çalışmasında. Fakat bir krizi o da beklememiştir.

²¹ “sovereign”

²² off-shore

sektör firmalarına aşırı ödünç vermişler ve bir ödünç fon şişkinleşmesi²³ oluşmuştur. Finansal sektörler diğer taraftan uluslararası piyasalardan aşırı borçlanma²⁴ yoluna gitmişlerdir. Reel sektörde aşırı²⁵ yatırımlara, bir diğer ifadeyle fonların ekonominin üretici kapasitesini artırmayacak alanlara²⁶ kullanılmasına ve yatırım kalitesinin düşmesine (Radelet and Sachs, 1999: 4) götürmüştür.²⁷ Etkin olmayan ödünçlerin²⁸ artışı buna işaret etmektedir. Yine uzun vadede ihracatta büyümenin yavaşlaması, dış ticaret açığının artması, cari açığın mütemadiyen artması da bir bakıma uluslararası sermaye girişi yoluyla elde edilen fonların ekonomide “üretken yatırımlar” a gitmediğine işaret etmektedir.

Finansal sistemin finansal paniğe daha açık hale gelmesi bakımından finansal sisteme giren -döviz cinsinden- uluslararası ödünçlerin yalnızca miktarı veya GSYİH’ya oranı değil aynı zamanda vade yapısı da son derece önemlidir. Finansal sisteme giren uluslararası fonlar içerisinde kısa vadeli ödünçlerin payı arttığında, finansal sistemin sahip olduğu uluslararası rezerv (kısaca merkez bankası rezervleri) seviyesi veri iken, onun uluslararası illikiditesi ve finansal paniğe açıklığı artar. Radelet and Sachs (1998a,b) finansal sistemin “gayrınakdiliği”²⁹ ve finansal paniğe açıklığı hususunda anahtar kavram olarak “finansal sistemin döviz cinsinden -uluslararası- kısa vadeli borçlarının (yükümlülüklerinin) onun döviz cinsinden -uluslararası- aktiflerine (kısaca merkez bankası döviz rezervlerine) oranı” kavramına yer vermiş (Radelet and Sachs, 1998a: 43-4 ve 1998b: 29-30) ve bunu “M2 nin merkez bankası döviz rezervlerine oranı” şeklinde³⁰ ifade etmiştir.

1990’lardan itibaren Uzakdoğu Asya ekonomilerine giren uluslararası fonlarda çok büyük bir artış görülmüştür. Nitekim 5 Asya ekonomisine giren uluslararası -döviz cinsinden- toplam fon miktarı 1995 sonunda 210 milyar \$ iken 1996 sonunda 261 milyar \$ a, 1997 ortasında ise 274 milyar \$ a ulaşmıştır. Endonezya, Malezya, Filipinler, Tayland ve Kore’ye giren döviz cinsinden -uluslararası- fon miktarı 1995 yılı sonunda sırasıyla 45, 17, 63, 78 milyar \$ iken 1996 yılı sonunda 56, 22, 13, 70, 100 milyar \$ a ve 1997 yılı ortasında da 58, 29, 14, 69, 103 milyar \$ a ulaşmıştır.

Bölge ekonomilerine giren uluslararası sermayenin vade yapısına bakıldığında kısa vadeli uluslararası sermaye payının çok yüksek olduğu ve sürekli olarak hızla arttığı kaydedilebilir. (Radelet and Sachs, 1998a: 25-6; 1999: 1-2.) Nitekim bölgeye giren döviz cinsinden uluslararası kısa vadeli sermaye toplam olarak 1995 sonunda 138 milyar \$ iken 1996 sonunda 166 milyar \$ ve 1997 ortasında 175 milyar \$ a ulaşmıştır. Endonezya, Malezya, Filipinler, Tayland, Kore’ye giren kısa vadeli ve döviz cinsinden sermaye (fon) tutarı 1995 yılı sonunda sırasıyla 28, 8, 4, 44, 54 milyar \$ iken 1996 sonunda 34, 11, 8, 46, 68 milyar \$ a ve 1997 ortasında 35, 16, 8, 46, 70 milyar \$ a ulaşmıştır.

Bölge ekonomilerinde merkez bankalarının uluslararası rezervlerinde de büyük bir artış meydana geldiği görülmektedir. Fakat uluslararası rezervlerinde artış bazı ekonomilerde kısa vadeli uluslararası sermaye artışının gerisinde kalmış ve kimi ekonomiler için sonuçta kısa vadeli uluslararası borçların merkez bankası uluslararası rezervlerine oranı zaman içerisinde daha da yükselmiştir. Bölgede merkez bankalarının sahip olduğu uluslararası rezerv seviyesi Endonezya, Malezya, Filipinler, Tayland, Kore’de 1995 yılı sonunda

²³ “lending boom”

²⁴ “overborrowing”

²⁵ “etkin olmayan”

²⁶ emlak piyasası gibi

²⁷ Nitekim “yatırım kalitesi”ni ifade etmek açısından önemli bir gösterge olan “marjinal sermaye/çıktı oranı” bölgede kriz öncesi dönemde trend boyunca yükselmiştir.

²⁸ Non-Performing Loan (NPL)

²⁹ “Gayrınakdilik” kavramı “illiquidity”nin mukabili olarak kullanılmıştır. “Illiquidity” terimi “likidit olmama”, “likiditesizlik”, “likidite yetersizliği, likiditeye sahip olmama” anlamlarına gelmektedir. Türkçe’de kimi çalışmalarda aynı anlamın nadiren de olsa “illikidite” şeklinde de ifade edildiği görülmektedir. “Gayrınakdilik” kavramı ise bankacılık sektöründe “gayrınakdi aktifler” şeklinde kullanılmaktadır.

Çalışmada yüklendiği anlam itibarıyla “gayrınakdilik” (illikidite) terimi şu 2 durumu içermektedir: (i) Yeterli ekonomik kaynaklara (ödeyebilme gücüne) sahip olduğu halde varlıkları yeterince nakdi (likit) olmadığı için borcunu ödeme tarihi itibarıyla yeterli nakde sahip bulunmama, (ii) borcu ödeme tarihi itibarıyla ne ödeyebilme gücüne (yeterli ekonomik kaynaklara), ne de yeterli likiditeye sahip olmama hali. Bununla beraber “illiquidity” tabiri literatürde çoğu çalışmada yalnızca ilk durumu ifade etmek üzere kullanılmakta, ikinci durum ise “insolvency” tabiriyle karşılanmak yoluna gidilmektedir.

³⁰ Bununla beraber Radelet and Sachs (1999)’da finansal kırılganlığı ifade etmek itibarıyla “M2/merkez bankası uluslararası rezervleri oranı”na göre “döviz cinsinden (uluslararası) kısa vadeli borçlar/ uluslararası rezervlere oranı”nın daha iyi bir gösterge olduğu kaydedilmiştir. (s. 2)

sırasıyla 15, 24, 8, 37, 33 milyar \$ iken 1996 sonunda 19, 27, 12, 39, 34 milyar \$ a ve 1997 ortasında 20, 27, 10, 31, 34 milyar \$ a ulaşmıştır.

Bölge ekonomilerinde döviz cinsinden -uluslararası- kısa vadeli borçların merkez bankası uluslararası rezervlerine oranında 1995'ten 1997 ortasına artış meydana geldiği görülmektedir. Kısa vadeli uluslararası borçların merkez bankası uluslararası rezervlerine oranı Endonezya, Malezya, Filipinler, Tayland, Kore için 1995 yılı sonunda 1.3, 0.3, 0.5, 1.2, 1.7 iken 1996 yılı sonunda 1.8, 0.4, 0.7, 1.2, 2.0 ve 1997 ortasında 1.7, 0.6, 0.8, 1.5, 2.1 olmuştur. Sözkonusu oran Filipinler ve Tayland için oldukça düşük (1.0 ın altında) iken diğerleri için ise hayli yüksek (1.0 ın yukarısında) (Radelet and Sachs, 1998b: 28-9) görülmektedir.

Ekonomide döviz cinsinden -uluslararası- kısa vadeli borçların (yükümlülüklerin) merkez bankası uluslararası rezervlerine oranının yüksek (1.0 ın üzerinde) olması Radelet and Sachs (1998b)'ye göre yalnızca finansal sistem ve ülkenin bir uluslararası finansal paniğin vukûuna ve olumsuz etkilerine açık hale gelmesine götürür. Fakat uluslararası finansal paniğin vukû bulmasını zorunlu kılmaz. Sözkonusu oranın (1 den) yüksekliği finansal paniğin zeminini kuvvetlendirerek meydana gelmesi ihtimalini artırır ancak mutlaka bir finansal panik meydana geleceğini ifade etmez. Bir diğer açıdan sözkonusu oranın yüksekliği finansal sektörün uğrayacağı bir şokun bir finansal krize dönüşme ihtimalinin yüksekliğini ima eder. Bu münasebetle bir ülkede döviz cinsinden -uluslararası- kısa vadeli borçların merkez bankasının uluslararası rezervlerine oranı ne kadar yüksek olursa olsun, yalnızca finansal paniğe açıklık son derece yüksektir. Bu durumda bir finansal paniğin meydana gelmesi ihtimali çok yüksektir, fakat meydana gelmemesi ihtimali de vardır. Sonuç olarak sözkonusu oran ne kadar yüksek olursa olsun, bir finansal panik başlaması mutlak ve zorunlu değildir. (Radelet and Sachs 1998a: 25 ve 1998b: 30-2, 44-6) Çünkü sözkonusu oran çok yüksek iken de paniğin başlaması için "tetikleyici hadiseler"e ihtiyaç vardır. Nitekim ilk olarak 1997/8 lerde Güney Afrika ekonomisinde sözkonusu oran 2.0 ın üzerinde olup Asya krizine giren ülkelerdekinden çok yüksekti. Ancak o yıllarda Güney Afrika ekonomisi Radelet and Sachs (1998b)'ye göre, *şans eseri olarak* bir dış şok ve tetikleyici olaya maruz kalmadığı için, bir finansal panik başlamamış ve finansal kriz tecrübe etmemiştir.³¹ İkinci olarak 1994/5'lerde, Latin Amerika Tekila krizini tecrübe ediyorken, sözkonusu oran Endonezya (1.9), Tayland (1.2) ve Kore (1.7) için yine (1.0) ın üzerinde olup çok yüksekti fakat bu ülkeler o yıllarda bir uluslararası finansal panik tecrübe etmemiştir.

Sözkonusu oran çok yüksek iken dahi finansal paniğin meydana gelmesinin zorunlu olmaması ayrıca finansal paniğin "çoklu-denge" karakterinin varlığını doğrulamaktadır.

Asya krizinde sözkonusu oranın, krizin en şiddetli şekilde vurduğu ekonomilerde en yüksek olması şüphesiz finansal panik yaklaşımını kuvvetlendirmektedir. Ancak sözkonusu oranın, krize girmiş (A5'e dahil) olmasına rağmen kimi ekonomilerde düşük olduğu görülmektedir.³² Bu durum simetrik şekilde sözkonusu yaklaşımı zayıflatmaz mı? Bu ekonomiler krize acaba niçin girdi? Uluslararası finansal panik yaklaşımı A5'e dahil bu 2 ekonominin krize girmiş olmasını izah edebiliyor mu?

Bu hususta 4 alternatif cevap tasavvur edilebilir:

- (i) Bu ülkelerin krize girmesi finansal paniğin-krizin "uluslararası bulaşıcılık"³³ karakterinin sonucudur.
- (ii) Sözkonusu oranın eşik değeri 1.0 değil örneğin 0.5 alınabilir.³⁴
- (iii) Finansal paniğin-krizin vuku bulması için sözkonusu oranın yüksek olması yani finansal sistemin uluslararası "gayrınakdiliği"nin yüksek ve bir finansal paniğe son derece açık olması zorunlu değildir. Bu oran düşük iken de ekonomide bir finansal panik-kriz vuku bulması mümkündür.³⁵
- (iv) Sözkonusu oranın yüksekliği (1.0 ın üzerinde olması) panik-kriz için zorunludur ve finansal panik yaklaşımı bu 2 ülkenin krize girmesini açıklayamamaktadır.

³¹ Sözkonusu oran Güney Afrika'da 3.1 idi. (Radelet and Sachs, 1998a: 15; Tablo 3)

³² 1997 Martı'nda Malezya için 0.6 ve Filipinler için 0.8.

³³ "international contagion effect"

³⁴ Bununla beraber Radelet and Sachs (1998a) da sözkonusu oran için eşik 1.0 alınması gerektiği ima edilmektedir (s. 25 ve 46).

³⁵ Bu tez bir bakıma "sözkonusu oranın yüksekliği paniğin/krizin vukû bulmasını zorunlu kılmaz" fikrinin karşıtıdır.

Sonuç

“Uluslar arası finansal panik” yaklaşımı 1997/8 Asya krizi hakkında şu iddialarda bulunur:

(1) Asya krizi uluslararası karakterde ve “kendiliğinden vâki” (self-fulfilling) bir finansal panik vakasıdır. Uluslararası finansal yatırımcıların paniğe kapılmalarından ileri gelmiştir.

(2) Asya krizinin meydana gelmesinde anahtar rolü “kötümser beklentilerin varlığı” oynamıştır.

(3) “Uluslararası finansal panik” vakasının meydana gelip gelmeyeceği açısından ülkenin “döviz cinsinden uluslararası kısa vadeli borçlarının (yükümlülüklerinin) merkez bankası uluslararası rezervlerine oranı” kavramı son derecede önemlidir. “Döviz cinsinden kısa vadeli uluslararası borçların (yükümlülüklerin) merkez bankası uluslararası rezervlerine oranı”nın 1.0’dan büyük olması finansal paniğin meydana gelmesi için şarttır, fakat yeterli değildir. Sözkonusu oranın 1.0’ı aşması halinde finansal paniğin meydana gelmesi yalnızca mümkündür, fakat kaçınılmaz değildir. Bu oranın 1.0’ı aşması durumunda finansal paniğin başlayıp başlamayacağı bakımından anahtar rolü hem beklentilerin tabiatı hem de bir finansal şokun ortaya çıkıp çıkmaması oynar.

(4) Asya krizinin meydana geleceğini krizin arafesi yılda bile hiç kimse tahmin edememiştir. Uzakdoğu Asya ülkelerinde reel ekonomik büyümenin yine yüksek ve pozitif kalmakla beraber yalnızca yavaşlayacağı yönünde bazı tahminler vardır. Büyüme oranının düşeceği ve ekonomide bir daralmanın gerçekleşeceği kimse tarafından beklenmemiştir.

(5) Bölge ülkelerinde ekonomik temeller kriz öncesi dönemde bir krizin meydana gelmesini gerektirmeyecek kadar “sağlam” haldedir. Bu yüzden geleneksel kriz teorileri Asya krizini izah edememektedir.

(6) Uluslar arası piyasalar kriz ülkelerini aşırı cezalandırmıştır. Bu, uluslararası piyasalardaki kötümser beklentilerin krizin hem ilk tetiğini çekmesinden hem de şiddetlenip derinleşmesine yol açmasından ileri gelmiştir.

(7) Cari açık ve reel döviz kurunda aşırı değerlenme açısından problemlerin varlığı ve bunların trend esnasında gittikçe arttığı görülmektedir. Fakat sözkonusu problemler yine de bir krizin meydana gelmesine yol açabilecek kadar büyük değildir. Dış denge problemleri daha şiddetli iken Latin Amerika ülkelerinde aynı yıllarda, Asya ülkelerinde 1995’lerde bir finansal kriz meydana gelmemiştir.

Kaynaklar

Aghion, Philippe, Bachetta Philippe, and Banerjee, Abhijit (2000), “Currency Crises and Monetary Policy in an Economy with Credit Constraint”,

Chang, Roberto and Velasco, Andres (1998c), “the Asian Liquidity Crisis”, NBER, Wp no. 6796,

Corsetti, G., Pesenti, P. and Roubini, N. (1998c), "Paper Tigers? A Model of The Asian Crisis", NBER Working Paper Series, Working Paper 6783,

Krugman, Paul (1998a), “Bubble, boom, crash: theoretical notes on Asia’s crisis”, mimeo,

_____ (1998b), “What Happened to Asia”,

_____ (1999), “Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises”,

Park, Yung Chul (1996), “East Asian Liberalization, Bubbles, and the Challenges from China”, Brookings Papers on Economic Activity, No. 2, pp. 357-71,

Radelet, Steven and Sachs, Jeffrey (1998a), “the East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects”, Brookings Papers on Activity; 1998:1, pp. 1-74 (April, 1998),

_____ (1998b) "The Onset of The East Asian Financial Crisis", NBER Working Paper Series, Working Paper 6680 (Agust, 1998),

_____ (1999), “What Have We Learned, So Far, From the Asian Financial Crisis?”, Harvard Institute for International Development, CAER Discussion Paper No. 37,

Sachs, Jeffrey D. (1997), "The Wrong Medicine for Asia", IMF,

Samur, Cengiz (2008), “Finansal Krizler ve Kriz Yönetme Politikaları: 1980 Sonrası Türkiye Örneği”, Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü (Basılmamış Doktora Tezi),

ADB (2006), Key Indicators 2006 (www.adb.org/statistics),

IMF (1998), World Economic Outlook (WEO) (May 1998),

_____ (2007), World Economic Outlook (WEO) veri tabanı.

EK. "ULUSLAR ARASI PANİK YAKLAŞIMI" ARGÜMANLARININ DAYANDIĞI SEÇİLMİŞ GÖSTERGELER

Tablo E.1: Merkezi Hükümet Genel Bütçe Dengesi (GSYİH'ya oranı itibarıyla, %)

Yıl	Endonezya	Malezya	Filipinler	Tayland	Kore	Meksika
1990	0.4	-3.0	-3.5	4.5	-0.7	-2.8
1991	0.4	-2.0	-2.1	4.7	-1.6	-0.2
1992	-0.4	-0.8	-1.2	2.8	-0.5	1.5
1993	0.6	0.2	-1.5	2.1	0.6	0.3
1994	0.9	2.3	1.1	1.9	0.3	-0.7
1995	2.2	0.9	0.5	2.9	0.3	-0.6
1996	1.2	0.7	0.3	2.3	-0.1	n.a

Kaynak: Radelet and Sachs (1998b)

Tablo E.2: 5 Asya Ekonomisi: Dış finansman (Milyar, ABD \$)

	1994	1995	1996	1997e	1998f
Cari İşlemler Hesabı Dengesi	-24.6	-41.3	-54.9	-26.0	17.6
Dış Finansman, net	47.4	80.9	92.8	15.2	15.2
Özel sermaye akımları, net	40.5	77.4	93.0	-12.1	-9.4
Mülkiyet yatırımı	12.2	15.5	19.1	-4.5	7.9
Doğrudan mülkiyet	4.7	4.9	7.0	7.2	9.8
Portföy mülkiyeti	7.6	10.6	12.1	-11.6	-1.9
Özel kreditorler	28.2	61.8	74.0	-7.6	-17.3
Ticari bankalar	24.0	49.5	55.5	-21.3	-14.1
Banka dışı özel kreditorler	4.2	12.4	18.4	13.7	-3.2
Resmî sermaye akımları, net	7.0	3.6	-0.2	27.2	24.6
Uluslararası finansal kuruluşlar	-0.4	-0.6	-1.0	23.0	18.5
Çift taraflı kreditorler	7.4	4.2	0.7	4.3	6.1
Ülke sakinlerinin ödünçü/diğer, net^(d)	-17.5	-25.9	-19.6	-11.9	-5.7
Altın hariç rezervler (=artış)	-5.4	-13.7	-18.3	22.7	-27.1

Notlar: e= Tahmin, f= IIF tahmini
^(a) Güney Kore, Endonezya, Malezya, Tayland ve Filipinler
^(d) Ülke sakinlerinin net ödünçü, parasal altın, hata ve ihmâl dahil
 Kaynak: Uluslararası Finans Enstitüsü, Inc. "EM Ekonomilerine Sermaye Akımları", Ocak 29, 1998 ve Radelet and Sachs (1998b).

Tablo E.3: Yabancı Bankalar tarafından tutulan uluslararası alacak senetleri, Sektör ve vade yapısı itibarıyla dağılım (Milyar, ABD \$)

	Toplam bakiye	Mükellef sektör			Kısa vadeli	Rezervler	Kısa vadeli/Rezerv oranı
		Bankalar	Kamu sektörü	Banka dışı özel			
A. 1995 Sonu							
Endonezya	44.5	8.9	6.7	28.8	27.6	14.7	1.9
Malezya	16.8	4.4	2.1	10.1	7.9	23.9	0.3
Filipinler	8.3	2.2	2.7	3.4	4.1	7.8	0.5
Tayland	62.8	25.8	2.3	34.7	43.6	6.2	1.2
Kore	77.5	50.0	6.2	21.4	54.3	32.7	1.7
Toplam	209.9	91.3	20.0	98.4	137.5		
B. 1996 Sonu							
Endonezya	55.5	11.7	6.9	36.8	34.2	19.3	1.8
Malezya	22.2	6.5	2.0	13.7	11.2	27.1	0.4
Filipinler	13.3	5.2	2.7	5.3	7.7	11.7	0.7
Tayland	70.2	25.9	2.3	41.9	45.7	38.7	1.2
Kore	100.0	65.9	5.7	28.3	67.5	34.1	2.0
Toplam	261.2	115.2	19.6	126.0	166.3		
C. 1997 Ortası							
Endonezya	58.7	12.4	6.5	39.7	34.7	20.3	1.7
Malezya	28.8	10.5	1.9	16.5	16.3	26.6	0.6
Filipinler	14.1	5.5	1.9	6.8	8.3	9.8	0.8
Tayland	69.4	26.1	2.0	41.3	45.6	31.4	1.5
Kore	103.4	67.3	4.4	31.7	70.2	34.1	2.1
Toplam	274.4	121.8	16.7	136.0	175.1		
Hatırlatma (mukayese) Maddesi:							
Meksika							
1994 sonu	64.6	16.7	24.9	22.8	33.2	6.4	5.2
1995 sonu	57.3	11.5	23.5	22.3	26.0	17.1	1.5

Kaynak: Bank for International Settlements (BIS), Radelet and Sachs (1998b).

Tablo E.4: Ödemeler Balançosu dengesi, 1985-96 (GSYİH'ya oranı itibarıyla, %)

	Kore		Endonezya		Malezya		Filipinler		Tayland	
	1985-89	1990-96	1985-89	1990-95	1985-89	1990-95	1985-89	1990-96	1985-89	1990-95
Cari İşlemler Hesabı	4.3	-1.7	-2.5	-2.5	2.4	-5.6	-0.5	-3.3	-2.0	-6.8
Ticaret Dengesi	3.6	-1.2	5.9	4.5	13.7	3.2	-2.9	-8.7	-2.2	-4.7
İhracat	30.7	25.0	21.9	24.2	56.1	73.2	17.1	17.4	22.9	29.6
İthalat	-27.2	-26.2	-15.9	-19.7	-42.5	-70.0	-20.0	-26.1	-25.1	-34.3
Sermaye ve Finans Hesabı	-2.5	2.5	3.5	4.1	0.5	9.6	1.4	5.5	4.2	10.2
Doğrudan yatırımlar (net)	-0.1	-0.3	0.5	1.2	2.4	6.9	1.0	1.1	1.1	1.5
Portföy yatırımları (net)	0.2	1.9	-0.0	0.9	1.0	-1.0	0.2	0.3	1.2	1.5
Hisse senedi kağıtları	0.0	0.8	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.8	0.7
Borç senedi kağıtları	0.1	1.1	-0.0	0.4	1.0	-1.0	0.2	0.3	0.4	0.9
Diğer yatırımlar (net)	-2.4	1.0	3.0	2.0	-2.8	3.8	0.2	4.0	2.0	7.1
Para otoriteleri	-0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.6	0.0	0.0	0.0
Genel hükümet (yönetim)	-1.2	-0.3	2.6	0.5	-1.7	-0.3	2.3	1.1	0.2	-0.4
Bankalar	-0.8	0.1	0.0	0.4	-1.0	1.8	-0.2	1.4	0.2	3.5
Diğer sektörler	-0.4	1.2	0.4	1.2	-0.0	2.4	-1.2	1.6	1.5	4.0
Finansman	-1.7	-0.6	-0.1	-1.1	-2.9	-5.0	-1.8	-1.8	-3.0	-3.6
Rezerv varlıklar	-1.4	-0.6	-0.2	-1.0	-2.7	-5.0	-1.0	-1.7	-2.7	-3.5

Kaynak: Radelet and Sachs (1998b).

Tablo E.5: Reel Döviz Kuru Endeksi (WPI temelli, Ticaret-ağırlıklı, 1990=100)

Yıl	Endonezya	Malezya	Filipinler	Tayland	Çin	Kore	Arjantin	Brezilya	Şili	Meksika
Ara.88	98	98	90	102	80	102	156	159	94	106
Ara.89	93	94	85	98	85	95	692	175	99	107
Ara.90	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Ara.91	99	99	82	97	103	99	66	112	91	85
Ara.92	92	87	69	90	98	94	49	119	74	74
Ara.93	88	88	71	88	86	93	42	148	71	67
Ara.94	92	86	62	89	109	91	44	53	66	111
Ara.95	89	84	63	87	95	88	46	39	65	123
Ara.96	80	78	56	80	84	88	44	35	61	95
Mar.97	75	72	53	75	79	89	42	33	55	81
Haz.97	78	75	54	76	80	89	42	33	55	79
Eyl.97	99	92	66	104	77	88	42	33	53	75
Ara.97	150	108	75	124	74	157	41	33	53	75

Notlar: (1) Artış değeri kaybetmeyi ima eder.

(2) Dönem sonu döviz kurları

(3) Tahminler Meksika ve Kore dahil OECD ülkelerinin ticaret ağırlığı üzerine temellendirilmiştir.

Kaynak: *Raddet and Sachs (1998b)***Tablo E.6: Kısa vadeli borç ve rezervler, 1994 ve 1997 (Milyon, ABD \$)**

Ülke	1994			Haz.97			Haz.98		
	Kısa vadeli borç	Rezervler	Kısa vadeli borç/Rezervler	Kısa vadeli borç	Rezervler	Kısa vadeli borç/Rezervler	Kısa vadeli borç	Rezervler	Kısa vadeli borç/Rezervler
Arjantin	17,557	13,247	1.325	23,891	19,74	1.210	34,57	22,769	1.518
Brezilya	28,976	41,292	0.702	44,223	55,849	0.792	52,978	69,615	0.761
Şili	5,447	10,766	0.506	7,615	17,017	0.447	10,056	15,135	0.664
Kolombiya	3,976	7,718	0.515	6,698	9,94	0.674	6,81	8,69	0.784
Hindistan	5,062	16,725	0.303	7,745	25,702	0.301	6,948	24,297	0.286
Endonezya	18,822	10,915	1.724	34,661	20,336	1.704	27,658	17,95	1.541
Ürdün	647	1,291	0.501	582	1,624	0.358	577	2,122	0.272
Kore	35204	21,685	1.623	70,182	34,07	2.060	33,161	40,835	0.812
Malezya	8,203	32,608	0.252	16,268	26,588	0.612	11,199	19,702	0.568
Meksika	28,404	16,509	1.721	28,226	23,775	1.187	28,209	30,646	0.920
Pakistan	1,708	2,307	0.740	3,047	1,249	2.440	2,529	844	2.996
Peru	2,157	5,611	0.384	5,368	10,665	0.503	8,889	11,119	0.799
Filipinler	2,646	6,527	0.405	8,293	9,781	0.848	10,17	9,024	1.127
Güney Afrika	7,108	475	14.964	13,247	4,241	3.124	13,746	4,61	2.982
Sri Lanka	511	1,983	0.258	414	1,77	0.234	380	1,864	0.204
Tayvan	17,023	90,143	0.189	21,966	90,025	0.244	18,59	83,286	0.223
Tayland	27,151	27,375	0.992	45,567	31,361	1.453	27,767	25,785	1.077
Türkiye	8,821	4,279	2.061	13,067	16,055	0.814	20,315	26,456	0.768
Venezüela	4,382	5,422	0.808	3,629	13,215	0.275	4,794	12,556	0.382
Zimbave	704	534	1.319	731	447	1.635	839	154	5.448

Kaynak: *Bank for International Settlements (BIS), IMF, Raddet and Sachs (1998b ve 1999a)***Tablo E.7: Piyasa kredibilite derecesi**

Moody's ve Standard and Poor's'un Uzun Vadeli Borç Derecesi, 1996-97	15.Oca.96		02.Ara.96		24.Haz.97		12.Ara.1997	
	Derece	Görünüm	Derece	Görünüm	Derece	Görünüm	Derece	Görünüm
Moody's (Döviz cinsinden borç)								
Endonezya	Baa3		Baa3		Baa3		Baa3	
Malezya	A1		A1		A1		A1	
Meksika	Ba2		Ba2		Ba2		Ba2	
Filipinler	Ba2		Ba2		Ba1		Ba1	
Güney Kore	A1		A1	Durağan			Baa2	Negatif
Tayland	A2		A2		A2		Baa1	Negatif
Standard & Poor's							Eki.97	Eki.97
Endonezya (Döviz cinsinden borç)	BBB	Durağan	BBB	Durağan	BBB	Durağan	BBB-	Negatif
Ulusal para cinsinden borç			A+		A+		A-	Negatif
Malezya (Döviz cinsinden borç)	A+	Durağan	A+	Durağan	A+	Pozitif	A+	Negatif
Ulusal para cinsinden borç	AA+		AA+		AA+		AA+	Negatif
Filipinler (Döviz cinsinden borç)	BB	Pozitif	BB	Pozitif	BB+	Pozitif	BB+	Durağan
Ulusal para cinsinden borç	BBB+		BBB+		A-		A-	Durağan
Güney Kore (Döviz cinsinden borç)	AA-	Durağan	AA-	Durağan				
Tayland (Döviz cinsinden borç)	A	Durağan	A	Durağan	A	Durağan	BBB	Negatif
Ulusal para cinsinden borç			AA		AA		A	Negatif
Meksika (Döviz cinsinden borç)	BB		BB		BB			
Ulusal para cinsinden borç	BBB+	Negatif	BBB+	Durağan	BBB+	Pozitif		

Derecelendirme sistemi: En yüksekten en düşüğe doğru

Moody's: Aaa, Aa1, Aa2, Aa3, A1, A2, A3, Baa1, Baa2, Baa3, Ba1, Ba2, Ba3

S&P's: AAA, AA+, AA, AA-, A+, A, A-, BBB+, BBB, BBB-, BB+, BB, BB-

Kaynak: *Raddet and Sachs (1998b)*

Tablo E.8: Euromoney Country Risk Derecelendirme (Ülke skalası yaklaşık olarak 180)

	Mar.93	Mar.95	Mar.97	Eyl.97	Ara.97
Endonezya	41	40	43	43	49
Malezya	33	28	28	28	35
Filipinler	71	60	54	49	57
Tayland	34	30	34	46	51
Güney Kore	32	26	22	27	30
Singapur	14	8	3	11	16
Japonya	1	2	13	13	18
Honk Kong	25	24	27	25	25

Kaynak: Radelet and Sachs (1998b)

Tablo E.9: Para ve Kredi

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Endonezya							
M2 (GSYİH'ya oranı, %)	43,3	43,7	45,8	43,4	44,9	48,3	52,5
M2 (Yıllık büyüme oranı, %)		17,5	19,8	20,2	20,0	27,2	27,2
Özel sektör alacakları							
GSYİH'ya oranı, %	50,6	50,7	49,5	48,9	51,9	53,7	55,8
Yıllık büyüme oranı, %		16,7	11,4	25,5	23,0	22,6	21,4
Malezya							
M2 (GSYİH'ya oranı, %)	66,2	69,3	78,9	90,6	88,9	92,7	97,8
M2 (Yıllık büyüme oranı, %)		16,9	29,2	26,6	12,7	20,0	21,8
Özel sektör alacakları							
GSYİH'ya oranı, %			111,4	113,3	115,0	129,6	144,6
Yıllık büyüme oranı, %				12,1	16,5	29,7	28,9
Filipinler							
M2 (GSYİH'ya oranı, %)	34,1	34,5	36,2	42,1	45,7	50,4	54,0
M2 (Yıllık büyüme oranı, %)		17,3	13,6	27,1	24,4	24,2	23,2
Özel sektör alacakları							
GSYİH'ya oranı, %	19,3	17,8	20,6	26,4	29,1	37,5	48,6
Yıllık büyüme oranı, %		7,3	25,4	39,6	26,5	45,2	48,7
Tayland							
M2 (GSYİH'ya oranı, %)	69,8	72,7	74,8	78,9	78,5	80,8	79,9
M2 (Yıllık büyüme oranı, %)		19,8	15,6	18,4	12,9	17,0	12,6
Özel sektör alacakları							
GSYİH'ya oranı, %	83,1	88,6	98,4	110,8	128,1	142,0	141,9
Yıllık büyüme oranı, %		22,7	24,8	26,3	31,2	26,0	13,7
Kore							
M2 (GSYİH'ya oranı, %)	38,3	38,8	40,0	42,0	43,5	43,7	45,7
M2 (Yıllık büyüme oranı, %)		21,9	14,9	16,6	18,7	15,6	15,8
Özel sektör alacakları							
GSYİH'ya oranı, %	102,5	103,1	110,7	121,3	128,8	133,5	140,9
Yıllık büyüme oranı, %		20,9	19,6	21,8	21,6	19,2	17,0

Kaynak: Radelet and Sachs (1998b)