

BENZER KRİZLER FARKLI COĞRAFYALAR: MEKSİKA VE GÜNEY KORE

Dr. Nilgün Erdem

Siyasal Bilgiler Fakültesi, Maliye Bölümü

Öz

Bu çalışma, günümüzde ağırlıklı merkez ülkelerde başlayan ve derinleşen krizin çevre ekonomilere yansımalarını değerlendirmek açısından da önemli olduğu düşünülen 1994-95 Meksika ve 1997 Güney Kore finansal krizlerini incelemektedir. Meksika ve Güney Kore'yi finansal krizlere sürükleyen nedenleri anlayabilmek için, finansal krizleri öngörmeye ilişkin olarak oluşturulan göstergelerden bazılarını, bir öngöründe bulunmaktan çok, incelediğimiz krizleri anlamaya dönük bir çaba olarak ulaşılabildiğimiz veriler ölçüsünde hesapladık. Bunlara ilave olarak finansal krizlerin temel nedenleri arasında değerlendirilen, büyük boyutlu sermaye girişlerindeki ani daralma veya çıkışları gözleyebilmek için ödemeler dengesi verilerinin izin verdiği ölçüde bu akımların büyüklüğünü tahmin etmeye çalıştık. Bulgular bize, farklılıklarına ve çoğu gösterge açısından istikrarlı bir ekonomik yapı sergilemelerine rağmen iki kriz deneyiminde de yabancılardan kaynaklanan sermaye girişlerinin –özellikle “sıcak para” hareketlerinin- canlanma-iflas döngüsüne yol açtığını ve sıcak para girişlerinin tersine dönmesi ile finansal krizlerin ateşlendiğini göstermiştir. Bu nedenle kur faiz arbitrajı tarafından belirlenen kısa vadeli spekülasyon sermaye hareketlerinin her iki finansal krizde de önemli bir rol oynadığı görülmektedir.

Anahtar Kelimeler: Finansal krizler • ön-göstergeler • yabancı sermaye • sıcak para.

THE SAME CRISES IN DIFFERENT COUNTRIES: MEXICO AND SOUTH KOREA

Abstract

In this paper, the financial crises of Mexico (1994-95) and South Korea (1997) are analyzed. The similarities and dissimilarities among the two financial crises are evaluated by comparing the quantitative data. First of all, we have tried to discuss some of the indicators constructed to forecast financial crises. However, we have used these indicators as supplementary tools for understanding the crises, rather than as predictors. Secondly, our quantitative analyses primarily focus on the dynamics of capital movements.

The findings of this study on the financial crises of Mexico and South Korea underline some similarities. The Mexican crisis emerged at a time when Mexico, as a country that established financial discipline and reduced inflation substantially, was considered as “successful”. And as for South Korea –a country that sustained stable growth for many years, with no public deficit and stable prices and a current account surplus– it could not avoid a boom-bust cycle, and was drawn into a crisis. In these two experiences, the rapid increase in capital –especially “hot money”- inflows caused by non-residents was an important factor of instability. In these two experiences, the rapid increase in capital –especially “hot money”- inflows caused by non-residents was an important factor of instability. Accordingly, when such inflows suddenly turn into outflows, they trigger off financial crises. Thus, we arrive at the conclusion that short term arbitrage-seeking speculative capital movements played a decisive role in two financial crises.

Key Words: Financial crises • early warning indicators • capital movements • hot money.

Giriş

2007 yılında ABD’de başlayan ve dünyaya yayılan, günümüzde ise Avrupa ülkelerini sarsarak merkezde derinleşen kriz, 1980’lerden itibaren artan finansallaşma ile birlikte genellikle çevre ekonomilerinin krizleri olarak yaşanmakta idi. 1994-95 Meksika ve 1997 Güney Kore finansal krizleri, Latin Amerika ve Doğu Asya’nın özgün deneyimlerini temsil eden ülkelerin

benzer krizlere sürüklendiklerini göstermesi açısından çok tartışıldı. Bugün ise merkez ülkelerde başlayan ve derin bir bunalıma dönüşeceği yönündeki endişelerin ağır bastığı kriz, tekrar çevre ekonomileri tehdit etmektedir. Bu nedenle bu iki deneyimden çıkarılacak dersler günümüz için de önemini korumaktadır. Neoliberal politikaların yoğun olarak uygulandığı bir coğrafyada “finansal baskı”dan hızla serbestleşmeye geçen Meksika ve başlangıçta finansı kalkınma amaçları doğrultusunda düzenleyen ancak 1990’ların yoğun olarak ikinci yarısından itibaren serbestleştirmeye dönük adımlar atan Güney Kore, 1990’ların ilk ve ikinci yarısında ağır finansal krizler yaşadı. Finansal piyasaların serbestleştirildiği, kuralsızlaştığı ve bütünleştiği ortamda sermaye girişlerindeki artışlar ile beslenen bir ekonomik canlanma dönemini izleyen krizlere ilişkin süreci izleyebilmek için, geliştirilen bazı göstergelerin kriz olasılığı ve altında yatan problemleri açığa çıkarabileceği tartışılmaktadır. Bu çalışma ise, geliştirilen bazı göstergelerin krizler hakkında bir öngöründen çok söz konusu ekonomilerin özelliklerine ilişkin bilgi sağlayabileceği ve iki deneyimin benzerlik ve farklılıklarını açığa çıkarabileceği düşüncesiyle değerlendirilmesinden ibarettir. Bu göstergelerin yanısıra ödemeler bilançosu verileri içerisinde sermaye hareketlerindeki ve özellikle istikrarsızlık ögesi olan ve finansal krizlere yol açtığı artık ortodoks çevrelerce de kabul edilen unsurları da analiz edilmektedir. Dolayısıyla çeşitli göstergelerin krizler öncesi ve sırasında nasıl davrandığına bakarak Meksika ve Güney Kore’nin farklılıkları ve benzerlikleri belirlenmeye çalışılmaktadır.

Krizler Üzerine...

1980’lerin başlarında özellikle Latin Amerika’da gözlenen gelişmeler, ödemeler dengesi krizleri üzerindeki tartışmalara ivme kazandırmıştı. Bu literatürdeki çalışmaların bir kısmında geleneksel olarak iki perspektif analizlerde temel alınmaktaydı: Birinci nesil modeller, Krugman’ın (1979) makalesinde belirttiği gibi, kamu açıkları para basılarak finanse edildiği ve bunun ortaya çıkardığı aşırı kredi genişlemesinin sabit kur rejimini nihai olarak yıktığını savunmaktadır. İkinci nesil modeller ise (Obstfeld, 1986), sabit kuru korumanın maliyetinin, sabit kurdan vazgeçmenin maliyetinden büyük olduğu durum üzerine yoğunlaşmakta ve böylesi bir durumda spekülasyon faaliyetlerin yerli para aleyhine dönmesi ile devalüasyonun vaktinden önce gerçekleşebileceğini belirtmektedir. Burada da krizin esas nedeni temel makro büyüklüklerdir, ancak ilave olarak finansal piyasaların krizi hızlandırabileceği vurgulanmaktadır.

Avrupa para krizi, Meksika ve Asya krizleri ile birinci nesil modellerin, para, maliye politikaları ve döviz kuru taahhütleri arasındaki uyumsuzluğa yaptıkları vurgu yetersiz görülmeye başlanmış ve ikinci nesil modeller, uluslararası sermaye piyasalarındaki “sürü davranışı”, “bulaşma” ve “kendi kendini besleyen bekleyişler”in önemini belirtmeye başlamıştı. Bu yaklaşım

özellikle uluslararası sermaye hareketlerini gerçekleştirenlerin davranışlarına ilişkin önemli açıklamalar getirmekle birlikte, krizin temel nedenleri ve zamanlamasıyla ilgili pek çok soruyu yanıtlayamadığı gerekçesiyle eleştirilmiştir.

Fratzscher (1998), 1997 Tayland krizi ile 1994-95 Meksika krizini karşılaştırdığı çalışmasında, krizlerin bulaşmasını incelemektedir. Krizlerin bulaşmasının, krizden etkilenen ülkelerdeki ekonomik temellerin zayıflığı mı yoksa finansal kayıplar korkusu içinde bölgesel piyasalardan kaçan yatırımcıların panik ve “sürü davranışı” ile spekülörlerin faaliyetleri tarafından mı açıklanabildiğini araştırmaktadır.¹ Modelin sonuçları, iki krizin bulaşmasında temel makro göstergelere dayanan çok az bulgu olduğu; Latin Amerika krizinde aşırı değerlenmiş döviz kuru ve cari hesap açıkları önemli rol oynarken, Asya krizinde sermaye akımlarının tersine dönmesinin belirleyici olduğu; özellikle Meksika ve Tayland ile yüksek derecede bütünleşmenin, ülkeleri zor duruma soktuğu; Asya krizinde ise sermaye girişlerinin kompozisyonu ve kredi genişlemesi ile finansal bütünleşmenin belirleyici olduğu şeklindedir (Fratzscher, 1998).

Diaz-Alejandro (1985) ve Kaminsky ve Reinhart (1999) ile Goldstein vd. (2000) çalışmalarında üzerinde durulan bir diğer konu, banka ve para krizlerinin karşılıklı etkileşimi (iki krizler) ve bunun krizlerin daha ağır seyretmesine neden olup olmadığıdır. Banka krizleri genellikle bankaya hücum veya bankaların açık pozisyonları nedeniyle ortaya çıkan ve bankaların kapanması ile sonuçlanan krizler iken; para krizleri, ulusal paradan kaçış, dövizle yönelme biçimde ortaya çıkan ve ulusal paranın değer kaybı ile sonuçlanan krizlerdir.

Sermaye hareketleri önündeki engellerin kaldırıldığı, yerel paranın yabancı bir paraya bağlandığı ve yüksek faizlerin söz konusu olduğu ekonomilerde, yabancıların karşılaşacağı riskler oldukça düşük olduğu için, bu ülkelere doğru büyük miktarlarda sermaye girişleri yaşanmaktadır. Finansal krizlerin ortaya çıkmasındaki ilk aşama ise genellikle, sermaye girişlerinin kredi

¹ Eğer krizden etkilenen ülkeler benzer ekonomik temellere veya ortak dış şoklara sahipse söz konusu olan *temel bulaşma (fundamentals contagion)*; yatırımcıların ve spekülörlerin, son zamanlarda bir kriz olan ülke (bu ülkeler başka türlü sağlıklı temel ekonomik göstergelere sahip olsalar bile) ile rakip veya ticaret ortağı olarak, yakından bütünleşmiş ekonomiler söz konusuysa ve eğer yakından ilişkili olunan ülkede para çökerse, hükümet rekabet gücünü yeniden kazanmak için parasını devalüe etmek isteyebilir, bu durumdaki bulaşma ise, *reel bütünleşme bulaşmasıdır (reel integration contagion)*. Bir diğeri ise, yatırımcılar davranışlarını değiştirecek birinci elden edinmiş oldukları bilgiler veya kendi beklentileri olmaksızın, diğer yatırımcıları izledikleri zaman ortaya çıkan durumdur. Sürü davranışı irrasyonel olmak zorunda değildir, ama gerçekte rasyonel olabilen bir davranış olsa bile ekonomik temellerle doğrulanamaz. Daha bilgili kararlar alabilmek için bu bilgileri edinmek maliyetli olabilir, bu nedenle küçük yatırımcıların büyükleri izlemeleri rasyoneldir. Bu, birkaç büyük yatırımcının veya spekülörün piyasayı nasıl hareket ettirebildiğini ve karamsar görüşlerini kendi kendini bekleyen bir kısır döngü yarattığını anlamak için de önemlidir; bu kez de *sürü davranışının bulaşması (herding contagion)* söz konusudur. Son olarak ise *kurumsal bulaşma (institutional contagion)*, bir ülkedeki finansal kriz genellikle borsa getirilerindeki düşme ile birleştiği için, bu yatırımcıların diğer ülkelerde tuttukları varlıkları azaltmalarına yol açabilir. Fon yöneticileri diğer ülkede daha az varlık tutarak, portföylerini dengelemek, risk/getiri oranlarını optimum yapmak isteyebilirler. *Herding contagion'da* olduğu gibi burada da finansal krizler, etkilenen ülkeler reel ekonomi temelleri içinde bir zayıflık göstermeksizin yayılabilmektedir. Bu bulaşma tanımlarından sonra sürü ve kurumsal bulaşma birlikte ele alınarak, üç bulaşma için ölçüm yapılmaktadır (Fratzscher, 1998).

genişlemesine yol açarak batık krediler sorunu ile banka hesaplarında bir bozulmaya yol açması olarak ifade edilmektedir. Para üzerinde bir saldırı olduğu zaman Merkez Bankası faiz oranlarını yeterince artırırsa, bankacılık sistemi çökebilir. Üstelik bankacılık sistemini kurtarmanın maliyeti, önemli mali açıklar da üretebilir (Mishkin, 1999). İkinci aşama ise, borçlar genellikle kısa vadeli ve döviz cinsinden olduğu için, para krizinin finansal bir krize dönüşmesidir. Para kriziyle ortaya çıkan devalüasyonun firmaların hesapları ve döviz cinsinden borçları üzerindeki olumsuz etkisi nedeniyle sağlıklı bir firma bile borç ödeyemez hale gelebilmektedir. Benzer bir gelişme yükümlülükleri çoğunlukla döviz cinsinden olan bankalar için de geçerlidir. Buna ilave olarak bankaların durumu, firmalar ve bireyler de kredi borçlarını ödeyemez hale geldikleri için daha da kötüleşmektedir. Bir diğer mekanizma ise, devalüasyonun gelişmekte olan ülkelerde enflasyona yol açabilmesidir. Beklenen enflasyon oranlarındaki artış faizlerde ciddi bir artışa yol açarak firmaların faiz ödemelerini zorlaştırabilmektedir (Mishkin, 1999:16). Sonuçta giderek kırılgan bir hale gelen ekonomilerde sermaye hareketlerinin tersine dönmesi ile kriz derinleşmektedir.

Özellikle Meksika (1994-95) kriziyle birlikte “tekila etkisi” ve Asya krizi ile birlikte “bulaşma” etkisi gibi giderek tartışılmaya başlanan bir başka sorun da, finansal krizlerin uluslararası sınırlar arasındaki geçişkenliğidir. Miller (1998) ise, banka ve ödemeler dengesi krizleri arasındaki ilişkinin nasıl olabileceği sorusuna ilave olarak, bir ülkedeki banka krizinin (para krizinin) bir diğer ülkede nasıl para krizi (banka krizi) yaratabileceğinin örneklerini sağlayarak karşılıklı sınırların nasıl bozulduğunu, “ikili kan kaybı” (double drain) nitelemesi altında tartışmaktadır. Böylece para ve banka krizleri arasındaki literatür ile finansal krizlerin uluslararası geçişkenliği ile ilgili literatür birleştirilmektedir. Miller’in (1998) analizi, kredi verenlerin karar verirken potansiyel borçluların finansal durumunu dikkate alması gibi, borçluların da kimden borç alacaklarına doğru karar vermesi gerekliliği olduğunu ortaya çıkarmaktadır. Artık bir ülkenin sağlıklı bir finansal yapıya sahip olması giderek yurt dışındaki istikrara da bağlı hale gelmektedir. Bu çalışmada geliştirilen senaryolardan biri, Güneydoğu Asya’da Japon bankalarının verdiği kredilerden dolayı daha ileri derecedeki istikrarsızlığın potansiyel kaynaklarına dikkat çekmekte ve böylece özellikle son dönemde gözlenen krizlerde yalnızca ülke içindeki gelişmelerin değil aynı zamanda diğer ülkelerdeki (özellikle komşu; hem bu ülkeler arasında hem de bu ülkelerin diğer ülkelerle ilişkileri çerçevesinde ekonomik ilişkilerin yakın olduğu örneklerde) gelişmelerin de giderek önem kazandığını ve belirleyici olabileceğini açıklamaktadır.

Nicel analizlere bakıldığında, yukarıdaki açıklamalara uygun olarak, kabaca ikili bir ayırımdan bahsedilebilir: Ödemeler dengesi krizleriyle ilgili literatür krizin, mali, parasal politikalar ve döviz kuru taahhütleri arasındaki tutarsızlığını öne çıkararak, devalüasyonu bir adım önde tahmin etmeye çalışmaktadır. Diğerleri ise, kriz öncesi dönemde seçilmiş bazı değişkenlerin

davranışlarını, kontrol grupları içindekilerle karşılaştırarak, bir kriz olasılığını değerlendirmeye yardım edebilecek ayırtedici davranışları belirlemeye dönük yaklaşımlardır. Birinci yaklaşım kriz olasılığı hakkındaki bilgiyi devalüasyon olasılığı olarak özetlemektedir, bu bir avantaj olarak nitelense de yaklaşımın önemli kısıtları olduğu açıktır. Bu modelin zayıflığı, krizin derecesini ölçmeye izin vermediği gibi spekülative ataklardan kaynaklanan bir rezerv düşüşü ve faiz oranlarında bir artışla sonuçlanan deneyimleri de ihmal etmektedir (Fratzcher, 1998). Kaminsky ve Reinhart (1998) ise, finansal krizlerin arifesinde ekonomilerin farklı davrandıklarını; krizle birlikte ekonominin durgunluğa girmesinden önce, sermaye girişlerindeki artışlar ile açık ve örtük mevduat garantileri, bankacılık sektöründeki zayıf denetleme mekanizmalarının da katkısı sonucu yaşanan kredi genişlemesi yoluyla beslenen bir ekonomik canlanma dönemi yaşandığını vurgulamakta ve tek tek göstergelerin performansını belirleyerek, kriz olasılığı ve altında yatan problemlerin kaynağı hakkında bilgi sağlayabileceklerini belirtmektedirler.²

Bu göstergelerin sağlıklı sonuçlar verip vermediği ise tartışmalıdır. Berg ve Pattillo (1999) ise, Kaminsky vd. (1998) çalışmasının sonuçlarını değerlendirmekte ve para krizi öngörülerinin daha genel bir “probit based” modelini analiz etmektedirler. Bu modelin koşulsuz bir kriz olasılığına dayalı tahminlerden daha başarılı olduğunu öne sürmektedirler. Bununla birlikte çoğu krizin hala belirlenemediğini ve çoğu uyarının da yanlış olduğunu gizlememektedirler. Krizleri

² Nicel analizlerde kullanılan göstergeleri Kaminsky vd. (1998) şöyle sıralamışlardır:

i) Dış sektör göstergeleri:

a- sermaye hesabı: uluslararası rezervler/baz para, uluslararası rezervler/ GSYİH, uluslararası rezerv stoku, rezervler/ithalat, rezervlerdeki büyüme, merkez bankası yabancı varlıkları/baz para, merkez bankası net yabancı varlıklarındaki büyüme, net dış varlıklar/M1, net dış varlıklar/M1²

b- borç profili: yabancı yardım, dış borç/ GSYİH, kamu borcu/ GSYİH, ticari banka kredilerinin payı, imtiyazlı kredilerin payı, değişken oranlı borçların payı, kısa vadeli borçların payı, kamu sektörü borcunun payı, çok taraflı kalkınma kredilerinin payı, borç servisi/ GSYİH büyümesi için düzeltilmiş GSYİH.

c- cari hesap: reel döviz kurundaki değişme, reel döviz kuru düzeyi, reel döviz kuru eğilimi, reel döviz kuru varyansı, iki taraflı reel döviz kurunun satın alma gücü paritesinden sapması, reel döviz kurunun trendden sapması, reel döviz kurunun tarihsel ortalamasından sapması, ticaret dengesi/ GSYİH, cari açık / GSYİH, ihracat/ GSYİH, ihracat/ithalat, ihracattaki değişme, ithalattaki değişme, tasarruflar/ GSYİH, yatırım/ GSYİH, ticaret hadlerindeki değişme, ihracat fiyatlarındaki değişme, döviz kuru beklentileri.

d- uluslararası: OECD reel GSYİH büyümesi, uluslararası faiz oranları, ABD faiz oranları, yabancı fiyatlar düzeyi.

ii) Finansal sektör göstergeleri:

a- finansal serbestleşme: reel faiz oranları, kredi büyümesi, kredilerdeki büyüme/ GSYİH, kredi-mevduat faiz oranı farkları, M2 çoğaltanındaki büyüme, ABD'ne göre kredi/rezerv para oranındaki büyüme.

b- diğer finansal göstergeler: “gölge” döviz kuru, karaborsa primi (parallel market premium), merkezi parite, bant içindeki pozisyon, MB'nın bankacılık kesimine verdiği krediler, para talep-arzı arasındaki açık, M1 büyümesi, M1 düzeyi, M1'in ABD'ye göre büyümesi, geniş paranın ABD'ye göre büyümesi, banka mevduatlarındaki değişme, bono gelirleri, enflasyon, ABD'ye göre enflasyon, M2/uluslararası rezervler.

iii) Reel sektör göstergeleri: reel GSYİH büyümesi, kişi başına büyüme, hasıla düzeyi, hasıla açığı, reel imalat ücretleri, ücret büyümesi, işsizlik oranı, istihdam artışı, stok fiyatlarındaki değişme.

iv) Kamu finansmanı: mali açık/GSYİH, ABD'ye göre mali açık/hükümet harcamaları, kamu tüketimi/GSYİH, kamu sektörüne verilen yurt içi krediler/toplam krediler, kamu sektörü kredilerindeki büyüme, kamu sektörü kredi büyümesi/ GSYİH.

v) Kurumsal ve yapısal değişkenler: çoklu döviz kuru kukla değişkeni, döviz kontrolleri kukla değişkeni, finansal serbestleşme kukla değişkeni, banka krizi kukla değişkeni, açıklık, ticaret toplanması, geçmiş döviz kuru krizleri, döviz kuru piyasasında geçen olaylar

vi) 'Bulaşma Etkisi': başka yerdeki krizler.

öngörmedeki güçlük, bu alandaki çalışmaların oldukça farklılaşan sonuçlarından da izlenebilmektedir.

Bu alanda, şimdiye değin belirlenen göstergelerin “sağlık”ı ile ilgili yoğun tartışmalar ve yeni göstergelerle ilgili arayışlar devam etmekte ve oldukça geniş ayrı bir literatür oluşmaktadır. Yukarıda belirtilen ikinci yaklaşım çerçevesinde, krizlere ilişkin sinyaller oluşturmaya dönük çalışmalardan biri yine Kaminsky ve Reinhart ile birlikte Goldstein tarafından geliştirilmiştir (Goldstein vd., 2000). Goldstein vd. (2000) çalışması, bu tartışmaların ışığında geliştirilmiş ve hem incelediği dönem hem de kriz deneyimleri açısından oldukça kapsamlı bir araştırma olarak görülebilir. Bu çalışmada, krizlerle ilgili yaklaşımların geniş bir kısmını kapsayacak türden göstergelerin dayanakları açıklanmıştır: likidite/para uyumsuzluğunu ve borçluları likiditeye yönelten şokları, vurgulayan asimetrik bilgi ve “bankaya hücum” öyküleri; aşırı kredi yaratılmasını ve iş çevrimlerinin genişleme dönemleri boyunca sağlıksız finansı vurgulayan, istikrarsızlık ve “bandwagon” teorileri; banka denetlemelerinin zayıf ve açık/örtük devlet garantilerinin, artan risk alımları için asimetrik bir bedel yarattığı zaman, liberalizasyonun tehlikelerine yoğunlaşan “prematüre” finansal liberalizasyon açıklamaları; sabit döviz kurunun spekülatif ataklara karşı kırılabilirliğinin birinci ve ikinci nesil modelleri; para ve banka krizleri arasındaki çeşitli biçimlerde karşılıklı etkileşimler (Goldstein vd., 2000:14-15).

Yazarlar bazı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde 1970-95 dönemindeki banka ve para krizlerini incelemektedirler. Analizlerinde “sakin-durgun” dönemlerle “kriz” dönemlerindeki göstergelerin davranışlarını karşılaştırarak, *kırılabilirlik* ve krizlerin *şiddetine* ilişkin değerlendirmelerde bulunmaktadırlar. Finansal piyasaların yüksek derecede düzenlendiği 1970’lerde, ödemeler dengesi krizleri ile banka krizleri arasında açık bir bağlantı görünmediğini; finansal piyasaların serbestleşmesini izleyen 1980’lerde para ve banka krizlerinin iç içe geçtiklerini, banka ve para krizlerinin birlikte ve birbirinden tecrit olarak meydana geldiği örnekleri karşılaştırdıklarında, ikiz krizlerde ekonomik büyüklüklerin bozulması eğiliminin daha kötü, ekonominin çok daha kırılabilir ve krizlerin çok daha şiddetli olduğu gibi sonuçlara ulaşmışlardır. Bu çalışmada geliştirilen krizin erken uyarı göstergelerinden bazılarının (verilere ulaşabildiklerimiz ölçüsünde), Meksika ve Güney Kore için nasıl değiştiğine bakmaya çalışmaktayız. Buradaki amacımız, incelemeye çalıştığımız krizler için erken uyarı göstergelerinin doğru sinyaller veren sağlıklı göstergeler olup olmadığını ve buna bağlı olarak eğer gerekiyorsa yeni göstergeler aramaktan çok, Goldstein vd. (2000) çalışmasının geliştirdiği göstergelerin davranışlarını izleyerek, krizi anlamaya dönük çabamıza katkı sağlamakla sınırlıdır.

Ayrıca yapısalci, eleştirel yaklaşımların vurguladığı gibi, finansal serbestleşmenin, özellikle sermaye hesabının serbestleştirilmesinin spekülatif faaliyetleri artırdığı, finansal krizler için zemin

hazırladığı ve özellikle istikrarlı büyüme koşullarına zarar vererek çok önemli kısa ve uzun dönemli sorunlar yaratabileceği açığa çıkmıştır (Akyüz, 1993; Boratav, 1993; Burkett ve Dutt, 1991; Diaz-Alejandro, 1985; Ffrench-Davis, 1993; Ramos, 1986; Taylor, 1999). Bu nedenle yukarıdaki çalışmalarda belirtilen göstergelerin yanısıra, esas olarak yabancı sermaye giriş ve çıkışlarının yol açtığı çevrimleri değerlendirebilmek için Boratav'ın (1999) geliştirdiği yöntem ile toplam sermaye ve sıcak para hareketlerinin boyutunu da tahmin edeceğiz.

Bu çalışmada temel aldığımız Goldstein vd. (2000), finansal krizlerin orjininde sistematik bir yapı bulabilmek için çok sayıda örneğe bakılması gerektiği vurgulanarak, 1970-95 arası dönemde 25 ülkede³ yaşanan, 29 banka ve 87 para krizine ilişkin veriler kullanılmaktadır.

Para krizi, önemli rezerv kayıplarına ve/veya paranın şiddetli bir değer kaybına yol açan para üzerindeki bir saldırı olarak tanımlanmaktadır. Döviz kuru ve rezervlerdeki değişmelerin ağırlıklandırılmış bir ortalaması olarak, para piyasasındaki karışıklıkların bir endeksi oluşturulmaktadır (Goldstein vd., 2000).⁴ Bu değerlendirmeye göre, Meksika'da: Aralık 1994; Güney Kore'de: Ekim 1997 tarihli para krizleri yaşandığı belirtilmektedir. Üstelik Meksika Aralık 1994 krizi "ikiz kriz"dir. Güney Kore'de ise Temmuzdaki banka krizinin arkasından Ekim 1997'de para krizinin geldiği vurgulanmaktadır (Goldstein vd., 2000:22-23).

Goldstein, Kaminsky ve Reinhart, banka krizlerini tarihlendirirken, bankaların uluslararası rezervleri ve dövizleri ile ilgili karşılaştırılabilir zaman serileri olmadığını belirterek, bankaların kapanması gibi gelişmeleri dikkate almaktadırlar. Banka krizlerinin erken aşamasında banka mevduatlarının çekilmesi, krizi belirlemek için kullanılabilir. Ancak mevduat güvencelerinin artması sonucu bunun sağlıklı bir gösterge olmayacağını belirtiyorlar. Günümüzdeki krizlerin pek çoğunun mevduat çekilmelerinden değil bankaların hesaplarının varlık yanından kaynaklanmakta olduğunu belirterek, hisse senedi piyasasına göre banka stoklarının performansının bir gösterge olabileceğini ve iflaslardaki veya batık kredilerdeki büyük artışların da, krizin başlamasına işaret etmek için kullanılabilir olduğu belirtilmektedir (Goldstein vd., 2000:20). Ancak veri kısıtları altında bir banka krizinin başlamasını iki tip olgu ile belirlemekteler: "Bankaların kapanmasına,

³ Afrika: Güney Afrika; Asya: Endonezya, Malezya, Filipinler, Güney Kore, Tayland; Avrupa ve Orta Doğu: Çek Cumhuriyeti, Danimarka, Mısır, Finlandiya, Yunanistan, İsrail, Norveç, İspanya, İsveç, Türkiye; Latin Amerika: Arjantin, Bolivya, Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika, Peru, Uruguay, Venezuela.

⁴ $I = (\Delta e/e) - (\sigma_e - \sigma_R) * (\Delta R/R)$

σ_e , döviz kurundaki değişimin standart sapması; σ_R de, rezervlerdeki değişimin standart sapması. Döviz kurundaki değişimler pozitif bir ağırlık ve rezervlerdeki değişimler negatif ağırlığa sahip olduğu için, bu endeksin okumaları, ortalamanın üzerindeki veya üç standart sapma olanların kriz olduğu şeklindedir. Yüksek (hiper) enflasyona sahip ülkeler için farklı değerlendirme yapmak gerektiği vurgulanarak, %100'lük bir devalüasyon, düşük ve ılımlı enflasyona sahip ülkeler için sarsıntı verici olabilirken; bu büyüklükteki bir devalüasyon yüksek enflasyon dönemleri boyunca olağan görülebilmektedir. Örnekleri, enflasyonun önceki altı ayı içinde %150'den yüksek olup olmamasına göre ayırdıktan sonra, her alt grup için endeks oluşturmaktalar (Goldstein vd., 2000:19).

birleşmesine veya kamu yönetimine geçmesine yol açacak türden bankaya hücum (1993'de Venezuela'da olduğu gibi); eğer bir hücum yoksa, büyük bir finansal kurumun (bir grup kurumun) büyük ölçekte devlet yardımına alınması veya kapanması, birleşmesi, benzer diğer finansal kurumlar (Tayland gibi) için bir başlangıca işaret eder" (Goldstein vd., 2000:20). Banka krizlerinin başlangıç tarihleri, Meksika'da Ekim 1992; Güney Kore'de, Temmuz 1997 olarak belirlenmektedir.

Banka ve para krizleri bu şekilde belirlendikten sonra, Kaminsky ve Reinhart (1999)'daki 15 erken uyarı göstergesine 9 gösterge daha ilave edilmektedir.⁵ Reel döviz kurunun trendden sapması, aşırı reel M1 balansları ve faiz oranları dışındaki göstergelerin, düzey cinsinden verilerin durağan olmama sorununu gidermesi, ülkeler ve zamanlar arası karşılaştırmayı mümkün kılması ve güçlü mevsimsel yapılaraya sahip bazı göstergeleri düzeltmesi açısından avantajlı olduğu belirtilerek, 12 aylık değişimlerine bakılmaktadır. Eğer bir gösterge, krizden önce makul bir süre içerisinde uyarı yollarsa, o "iyi işaret"; eğer uyarıyı bu aralıkta bir kriz izlemezse, "yanlış veya gürültülü işaret" olarak tanımlanmaktadır.⁶ Para krizleri için "uyarı penceresi", krizden önceki 24 ay olarak alınırken, banka krizleri için farklı bir uyarı aralığı kullanılmakta, krizin başlangıcından 12 ay önce veya 12 ay sonra uyarı veren gösterge "iyi işaret" olarak tanımlanmaktadır (Goldstein vd., 2000:27). Her bir gösterge için, gürültü-uyarı (noise-to-signal rate) oranı –yanlış uyarıların iyi olanlara oranı- cetvelleştirilerek, bu oranı minimumlaştıran değer olarak eşiklerin (threshold) "optimum" kümesi tanımlanmakta ve göstergenin bu eşığe göre uyarı-sinyal yollayıp yollamadığına karar verilmektedir.⁷ Uluslararası rezervler, ihracat, ticaret hadleri, reel döviz

⁵ Kaminsky ve Reinhart (1999)'daki göstergeler, uluslararası rezervler (dolar cinsinden), X ve M (dolar cinsinden), ticaret hadleri (ihracatın ve ithalatın birim değerleri olarak), reel döviz kurunun trendden sapması (yüzde olarak: reel döviz kuru, Avrupa ülkeleri için Alman markına göre ikili bir temelde; diğer ülkeler için de ABD dolarına göre tanımlandı. Reel döviz kuru endeksindeki bir artış reel bir değer kaybını gösterir), yurt içi ve dışı mevduat faizleri arasındaki fark (aylık oranlar, tüketici fiyatları ile indirgenmiş ve yüzde değişimler olarak), aşırı reel para balansları, para çoğaltanı (M2), yurt içi kredilerin GSYİH'ya oranı, kredi faizlerinin mevduat faizlerine oranı (nominal, alternatif olarak reel kredi ve mevduat faizleri arasındaki fark alınabilir), ticari banka mevduat stokları (nominal terimlerle), üretim endeksi ve hisse fiyatlarının bir endeksi (ABD doları cinsinden). Bunlara ilave edilen göstergeler, GSYİH'nın oranı olarak, cari hesap dengesi, kısa vadeli sermaye girişleri, FDI, bütçe açığı, genel kamu harcamaları, merkez bankasının kamu sektörüne verdiği kredileri, kamu sektörüne net krediler ve cari hesap dengesinin yatırımlara oranı. Kredi değerlendirmesi ile ilgili olarak Kurumsal Yatırımcıların, ülkelerin kredi notlarını 0 ile 100 aralığında oluşturdukları bir endeks ile yılda iki kez -Mart ve Eylül- yayınladıkları belirtilmekte ve bu çalışmada Moody's Yatırımcı hizmetleri verileri kullanılmaktadır.

⁶ Bu yaklaşımın genellikle kullanılan diğer alternatifler ("logit" veya "probit") gibi, Lucas-eleştirisinden (Lucas-critique limitations) bağımsız olmadığı, normal davranışın zamanla değişebileceği açıklanmakla birlikte, bir göstergedeki "normal" davranıştan ayrılmanın yine de bir uyarı-ışaret olarak alınabileceği belirtilmektedir.

⁷ Burada izlenen yöntem kısaca özetlenirse: "Bir ekonominin "sakin - durgun durum"da (state of tranquility) olduğu şeklindeki sıfır hipotezini, gelecek 24 ay içinde bir kriz olacağı şeklindeki alternatif hipoteze karşı test etmek ve bu hipotezleri her bir gösterge bazında yapmak istediğimizi varsayalım. Her hipotez testi için bu, normal veya sıfır hipotez altındaki olasılık ve sapma veya sıfır hipotez altındakine benzemeyen bir bölge -red bölgesi- içinde göstergenin olasılık dağılımını bölen kritik bir değer veya eşik seçmek demektir. Eğer belirli bir değişken için gözlenen sonuç red bölgesine

kurunun trendden sapması, ticari banka mevduatları, üretim, borsa endeksi değişkenleri için göstergedeki bir düşüş bir kriz olasılığını artırır; eşik göstergenin orta değerinin altında yer alırken, diğer değişkenler için eşik, gösterge orta değerinin üzerindedir.⁸ Bir kriz olasılığının sonuçları ikiye iki bir matrisle şöyle özetlenmektedir (Goldstein vd., 2000:28-31):

	İzleyen 24 ayda kriz oluyor	İzleyen 24 ayda kriz olmuyor
Uyarı var	A	B
Uyarı yok	C	D

Kusursuz gösterge yalnızca A ve D hücrelerindedir. Her göstergenin performansı belirlenebilir. Örneğin, verilen bir örnek için *koşulsuz kriz olasılığı*;

$$P(C) = (A + C)/(A + B + C + D)$$

Eğer bir gösterge bir sinyal yollarsa ve gösterge makul bir iz kaydetmişse, *bir uyarı üzerinde koşullu bir kriz olasılığı* $P(C/S)$ beklenebilir ki bu, koşulsuz olasılıktan daha büyüktür.

$$P(C|S) = A/(A + B) \quad \text{olduğu zaman,}$$

kural olarak,

$$P(C|S) - P(C) > 0$$

Eğer gösterge “gürültülü” (yanlış uyarı göndermeye eğilimli) değilse, B hücresine göreli olarak az sayıda giriş olur ve $P(C|S)$, 1’e yaklaşır. Bu, kullanılan göstergelerden biridir.

Gürültü-uyarı oranını (noise-to-signal ratio): N/S

$$N/S = (B/(B + D))/(A/(A + C))$$

Her göstergenin, *krizleri tam zamanında (doğru olarak) haber verme oranı* da,

$$PC = C/(A + C) \quad \text{olarak hesaplanmıştır.}$$

düşerse, bu değişkenin uyarı-sinyal yolladığı söylenebilir...Her bir gösterge için optimal eşiği seçerken, red bölgesinin büyüklüğünün %1 ile 20 arasında salınmasına izin verdik” (Goldstein vd., 2000:28).

⁸ Örneğin kısa vadeli sermaye akımlarının GSYİH’ya oranı için eşik, %85’dir. Bu iki tür bilgi taşır. İlki, bu değişken için örneklerimizdeki bütün gözlemlerin %15’inin uyarı olarak düşünüldüğüdür. İkincisi, kısa vadeli sermaye akımlarının GSYİH’ya yüksek bir oranı sıfır hipotezin reddine alternatif hipotezin –bir krizin oluştuğu- kabulüne yol açacaktır. Eşik veya frekans toplamlarının her yüzde birine tekabül eden “x” değeri (percentile), red bölgesinin büyüklüğünün her gösterge için ülkeler arasında aynı (uniform) olduğunu tanımlarken, ülkeye özgü uygun değerlerin farklılaşmasına izin verilmektedir. Örneğin iki ülke düşünelim, dönem boyunca birine çok az kısa vadeli sermaye girişi olurken diğerine büyük miktarlarda giriş olsun. Frekans dağılımının 85. yüzdesine tekabül eden değer az sermaye ithal eden ülke için, GSYİH’nın yüzde birinin yarısı kadar küçük olabilecek ve bunun ötesindeki bir artış bir uyarı olarak düşünülebilecekti. Oysa diğer ülke için, daha yüksek bir kritik değer olması muhtemeldir ve GSYİH’nın %3’ü ve bunun üzerindeki bir değer uyarı olarak düşünülebilirdi (Goldstein vd., 2000:28).

Bu şekilde incelenen göstergelere ilişkin kapsanan ülke deneyimleri için ampirik bulgular kabaca şöyledir (Goldstein vd., 2000:33-39): i) İlk olarak aylık göstergelere ilişkin olarak; para ve banka krizleri arasında göstergelerin sıralamasında, bazı önemli farklılıklar bulunmaktadır. Bu, para ve banka sektörlerinin kırılganlığının farklı biçimlerde olduğunu ima etmektedir. M2/döviz rezervleri, para krizleri göstergeleri arasında oldukça iyi bir gösterge iken, banka krizini öngörmek için zayıf kalmaktadır. Benzer şekilde, para çoğaltanı, reel faiz oranları ve banka mevduatları, banka krizini öngörmeye daha iyidir. Bununla birlikte en güvenilir göstergelerden bazıları, banka ve para krizleri için aynıdır: Reel döviz kurunun trendden sapması ve hisse senedi fiyatları gibi. Seçilen örnek sayılarının büyüklüğüne bağlı olarak ve bir banka krizinin zamanlaması araştırılırken banka sektöründeki "sıkıntı"nın "tam bir krize" dönüştüğü zaman hakkında hünerli bir yargıya ihtiyaç olduğu için, banka krizlerini öngörmek para krizlerine göre çok daha tartışmalıdır. ii) Yıllık göstergelere bakıldığında banka krizleri için iyi gösterge (marjinal öngörü gücüne göre sıralandığında), kısa vadeli sermaye girişlerinin GSYİH'ya oranıdır. Bu sonuç, Eichengreen ve Rose (1999)'un bulgularıyla da uyumludur; bankacılık sektörü özellikle, kısa dönemli sermaye girişleri boyunca kırılgan hale gelmektedir. Mali değişkenlerden ikisi, bütçe açıkları ve merkez bankasının kamuya verdiği krediler, orta derecede iyi göstergeler iken, hükümet harcamaları ise zayıf bir gösterge olarak bulunmuştur. Bu nedenle banka krizlerinin ateşlenmesinde kamunun rolü tartışmalıdır. Para krizlerine dönersek, en iyi gösterge cari işlemler dengesizliklerinin ölçülmesidir. Banka krizlerinin aksine, sermaye girişlerinin kompozisyonu, para krizlerini sürükleyen etmenlere göre daha az katkı yapıyor görünmektedir. Ancak bu beklenmeyen gelişmenin, para krizlerinin iç ve dış finansal piyasaların yüksek derecede düzenlendiği 1970'lerde meydana gelen örneklerinin yüksek bir oranda olmasından kaynaklanıyor olabileceği belirtilmektedir.

Özellikle Asya krizinde, para ve banka krizlerine dönük artan kırılganlıkla ilgili para ve vade uyumsuzluklarının aydınlatıcı olduğu belirtilmektedir. Likit yükümlülükler ve likit varlıklar arasındaki dengesizliğin bir göstergesi olarak, kısa vadeli borçların rezervlere oranının bir gösterge olduğu ve buradaki grup içerisinde, bütün gelişen ekonomilerde 1997 ortasında % 100'ü aşan bir düzey ile, finansal kargaşanın nedeni olduğu açıklanmaktadır. Örneğin Haziran 1997'de Güney Kore için, kısa vadeli borç/toplam borç oranı % 67; kısa vadeli borç/rezervler oranı % 300; aynı değerler Meksika için sırasıyla % 16, %126'dır (Goldstein vd., 2000:40). Bu göstergenin kriz kırılganlığı için önemli olduğu vurgulanmakla birlikte, hem örneklerin önceki yılları için veri olmadığı hem de bu çalışmada, temel olarak Asya krizini aydınlatmaya dönük bu göstergenin kullanılmasının diğer örnekler için yanlı bir değerlendirmeye yol açması olasılığı nedeniyle kullanılmadığı belirtilmektedir.

Goldstein vd. (2000:86-88)⁹ göstergelerin krizden sonraki davranışlarını incelediklerinde ise, önemli bazı bulguları şöyle sıralamaktadırlar:

(i) Banka krizlerinin olumsuz etkileri, para krizlerinden daha uzun süre kalmaktadır. Örnekteki banka krizlerinin büyük kısmı para krizleri ile birleşmiştir. Bu tür krizlerin çok daha şiddetli etkileri olduğu kabul edilir (Kaminsky, Reinhart, 1999). Banka krizlerinde, hane halkı ve firmaların iç ve dış fon kaynaklarının her ikisi de kesilmektedir; para krizlerinde ise yalnızca dış krediler. Diğer bir deyişle kredi daralması çok daha şiddetlidir. Banka krizleri 1980 ve 1990'larda yoğunlaşırken, para krizleri liberalizasyon öncesi ve sonrası dönemler arasında kabaca eşit dağılmışlardır. Kuralsızlaştırmayı izleyen krizlerin çok daha şiddetli olması, banka krizlerinin iyileşmesindeki gecikmenin yansıttığı bir olgu olabilir.

(ii) Kriz tipine de bağlı olarak düzelmenin farklı alanlarda önemli farklılıklar göstermesi söz konusudur. Örneğin para krizlerinin karakteristiği olan devalüasyonları izleyen dönemde, ekonominin geri kalan kısmına göre ihracattaki iyileşme daha hızlı oluyor. Aksine banka krizlerini izleyen dönemde, ihracat neredeyse iki yıl düşmeye devam ediyor. Bu, banka krizinin sonucunda aşırı değerlenmeyi, yüksek reel faiz hadlerini veya "kredi çöküşü"nü yansıtıyor olabilir.

Göstergelere ilişkin bulgulara ilave olarak, reel büyüme oranı ve enflasyon gibi büyüklüklere bakıldığında da ilginç gelişmeler gözlenmektedir. Devalüasyon sanayileşmiş ülkelerde genişletici olabilirken (Avrupa krizi boyunca pound'un dalgalanmasını izleyen İngiltere'deki iyileşme ve 1998'de, Avustralya dolarının değer kaybıyla birleşen güçlü büyüme performansı), gelişmekte olan ülkelerde devalüasyon sıklıkla resesyona birleşmektedir (Goldstein vd., 2000:88).¹⁰

Kaminsky ve Reinhart (1998), para ve banka krizlerinin "şiddeti"ni ölçmeye dönük bir değerlendirme yapmaktadır. Yüksek enflasyonlu ülkelerde para krizini izleyen durgunluğun, çok daha şiddetli olduğunu belirtmektedirler. Banka krizlerinde, GSYİH'nın oranı olarak kurtarma maliyetlerini krizin şiddetini ölçmek için kullanırken, para krizleri için de rezerv kaybına ve paranın değer kaybına eşit ağırlık veren bir endeks oluşturmaktadırlar.

⁹ Göstergelerin krizden sonraki davranışlarını incelerken, daha önceki "normal" davranışlarına kaç ayda döndüklerine bakmaktadırlar. Bunun için, "sakin" ve "kriz" dönemlerini karşılaştırmaktadırlar: "sakin" dönemi, para krizlerinin 24 ay önce ve sonrası hariç olan dönem olarak; banka krizleri içinse, başlangıcından 24 ay önceki ve sonraki 36 ayı çıkardıktan sonraki dönem olarak değerlendirmektedirler. Her gösterge için, sakın dönem boyunca ortalama davranışını sıralamakta ve bunu göstergenin kriz sonrası davranışıyla karşılaştırmaktalar.

¹⁰ Keynesyen bir model çerçevesinde devalüasyonun daraltıcı etkileri için bakınız Krugman ve Taylor (1978).

Krizin Şiddetine İlişkin Bir Karşılaştırma						
Dönem	Para Krizleri (endeks)			Banka Krizleri (GSYİH'nın oranı olarak kurtarma maliyetleri)		
	Latin Amerika	Doğu Asya	Diğer	Latin Amerika	Doğu Asya	Diğer
1970-94	48.1	14	9	21.6	2.8	7.3
1995-97	25.4	40	-	8.3	15	-

Kaynak: Kaminsky ve Reinhart,1998; Goldstein vd., 2000: 92. Burada 76 para ve 26 banka krizi için büyüklükler gösterilmektedir.

1970-94 döneminde LA'daki para ve banka krizleri diğerlerinden çok daha şiddetliken; 1990'ların sonlarındaki krizlerde ise, Doğu Asya'nın değerlerinin çok daha şiddetli olduğu gözlenmektedir.

Göstergeler: Meksika ve Güney Kore

Goldstein vd. (2000) çalışması göstergelere ilişkin bu genel bulgularıyla birlikte, Meksika ve Güney Kore için ulaşabildiğimiz verilere bağlı olarak hesapladığımız göstergelerin kriz öncesi, kriz ve sonrasındaki davranışlarının nasıl seyrettiğini değerlendirmeye çalışalım.¹¹ Aylık göstergeler arasında ilk olarak cari hesaptaki potansiyel problemleri değerlendirebilmek için, reel döviz kurunun trendden sapsması, ihracat ve ithalat göstergelerine ilişkin bulguları ele alalım. İkinci olarak da finansal çevrimle ilgili olarak, yabancılardan ve yerlilerden kaynaklanan sermaye akımlarına bakalım. Buradaki hesaplamalar için IMF'nin uluslararası finansal istatistikleri ve ödemeler dengesi verilerinden yararlanılmıştır

3.1. Ön-Göstergelere dair...

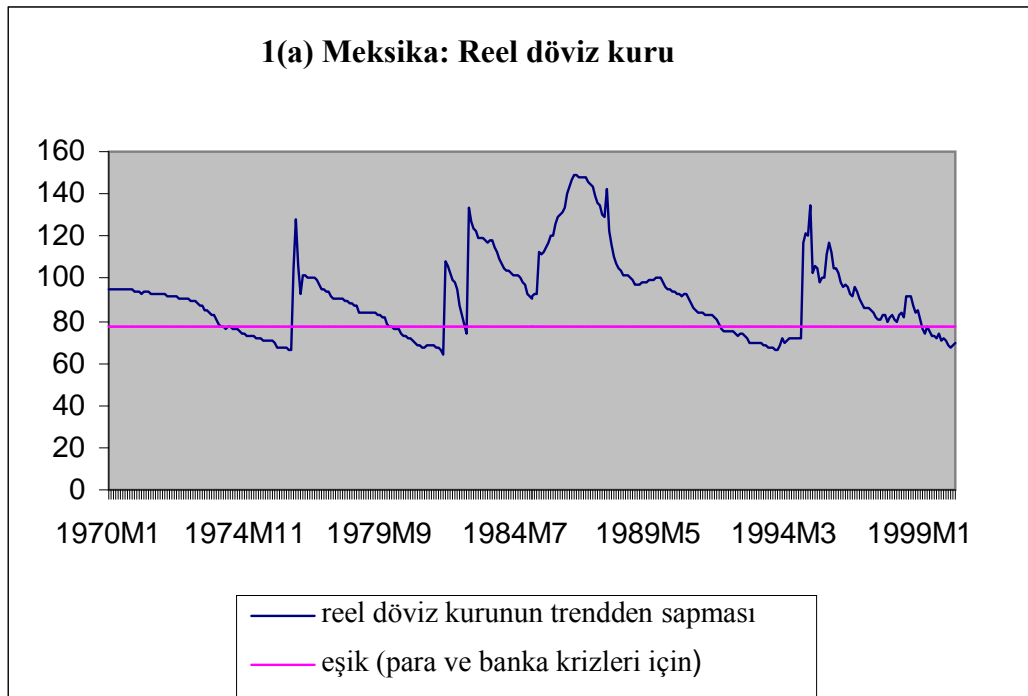
Reel döviz kurunun trendden sapsması

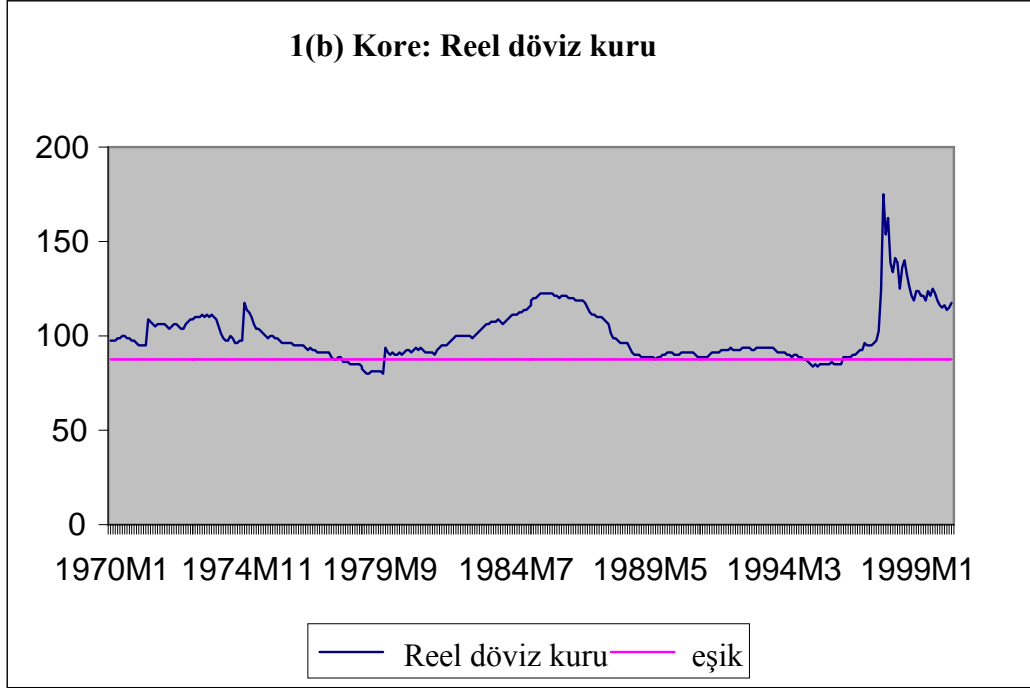
Para ve banka krizleri için en güvenilir göstergelerden biri olan reel döviz kurunun trendden sapsması ile ilgili şekillerde eşğin altındaki değerler uyarı, yani bir düşüş yerli paranın değerlenmesini ifade etmektedir. Grafik 1(a)'da 1994 sonu Meksika krizi öncesi değerlerde, Ekim 1997 Güney Kore krizi öncesine kıyasla, çok daha belirgin bir değerlenme (reel döviz kurunun eşik

¹¹ Reel döviz kurunun trendden sapsması hesaplanırken, çalışmada trend ülkeden ülkeye hangisi en iyi sonuç veriyorsa alternatif olarak log-lineer, lineer ve üssel olarak belirlenmektedir. Reel döviz kurunun trendden sapsması, faiz oranları ve GSYİH'ya oranlar dışındaki göstergelerin ise, 12 aylık değişimlerine bakılmaktadır. Düzey cinsinden verilerin durağan olmama sorununu gidermesi, ülkeler ve zamanlar arası karşılaştırmayı mümkün kılması ve güçlü mevsimsel yapılar sahip bazı göstergeleri düzeltmesi açısından avantajlı olduğu belirtilerek, verilen ayda gösterge, değişkenin düzeyinin bir yıl önceki düzeyine göre yüzde değişimi olarak tanımlanmaktadır.

değerinin altında kalan kısımlar) olduğu görünmektedir. Kriz öncesi dönemde en düşük değer 1994 başındadır; yani peso dolar karşısında en yüksek düzeyde bu dönemde değerlendirilmiştir. 1992 başından 1994 sonuna değin peso'da ciddi ve kalıcı bir değerlendirme eğilimi olduğu söylenebilir. Nitekim 1994 Aralık devalüasyonu ile birlikte, para ve banka krizlerinden oluşan (ikiz kriz) bir finansal krize girilmiştir.

Güney Kore için ise, grafik 1(b)'de görüldüğü gibi 1970-2000 arası dönemde reel döviz kurunda değerlendirme eğiliminin eşik değerinin altına düştüğü iki aralık vardır: 1978 sonlarından 1980 başlarına kadar ve 1995 başlarından 1996 ortasına kadar olan dönem. Kriz öncesi döneme bakıldığında, 1991 sonundan 1993'e kadar bir değer kaybı olduğu; 1995'e kadar çok fazla değişmediği ve 1995 ile 1996'nın ortalarına kadarki aralıkta ise bir değerlendirme yaşandığı görülmektedir. Bu gelişme, ihracat kaybının önlenmesi için döviz kurunun istikrarlı tutulması amacıyla won'un dolara bağlanması ve 1995'ten itibaren ABD dolarının değerlenmeye başlamasının bir yansıması olarak değerlendirilebilir. Reel döviz kurunun trendden sapması, Güney Kore için çok sağlıklı bir uyarı vermemiştir, ancak uyarı penceresi kriz öncesi 24 ay olduğuna göre, bu aralığın başlarında sınırlı da olsa değer eşik altına seyrettiği görülmektedir.

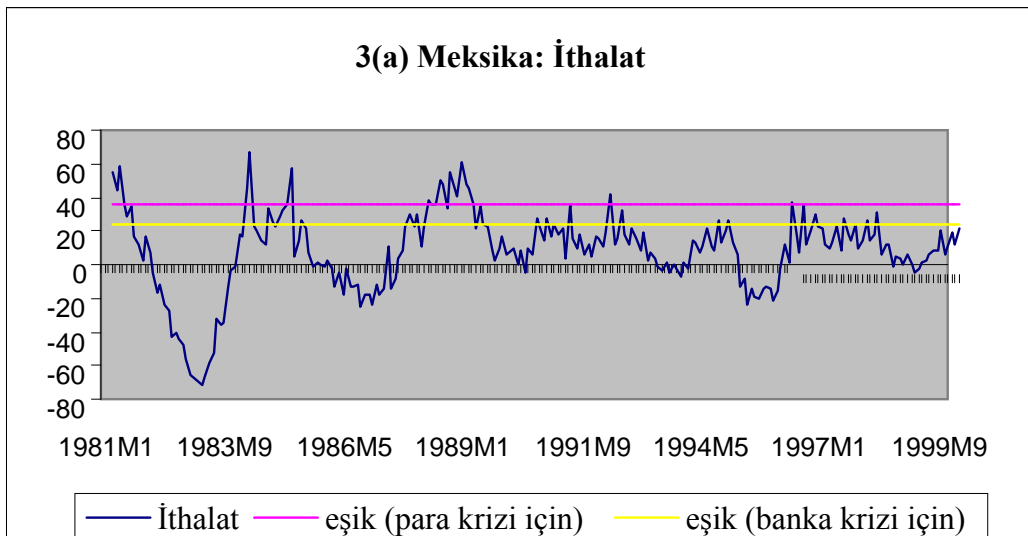
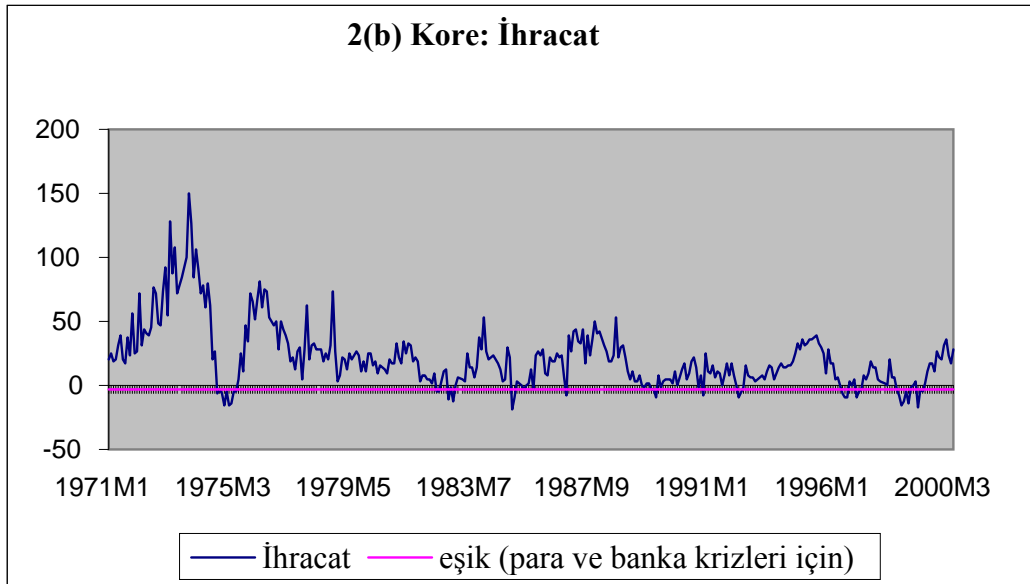
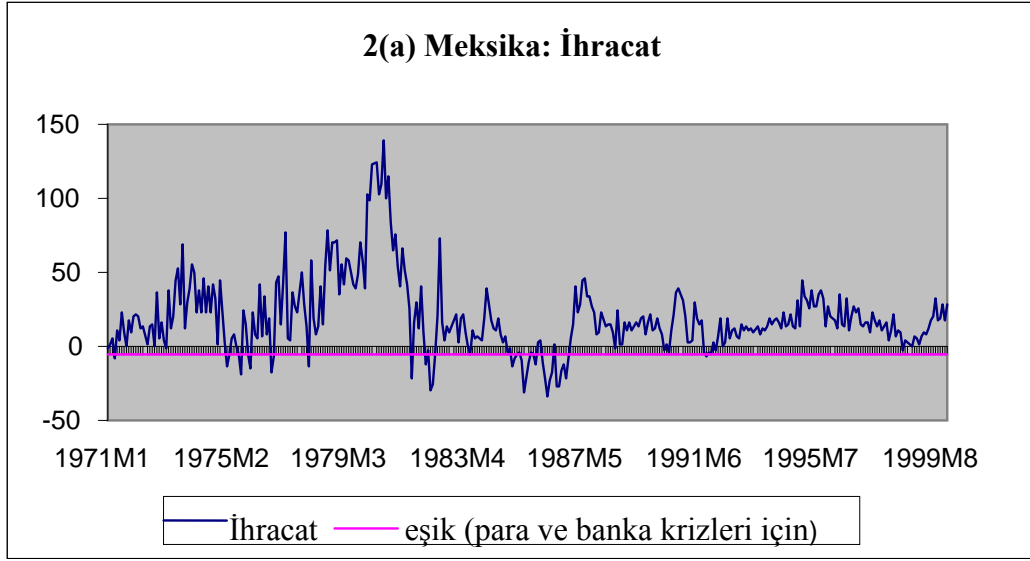


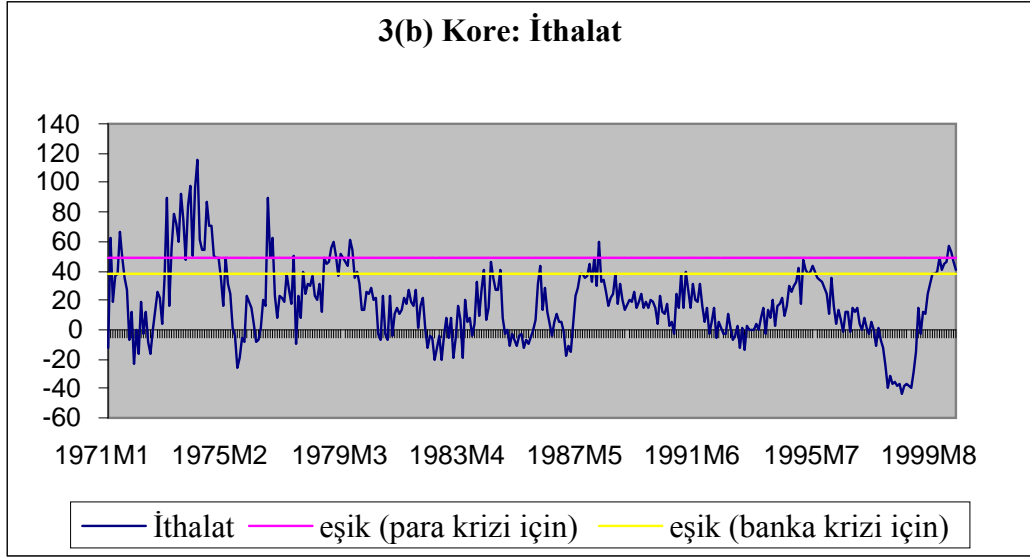


İhracat ve İthalat

İhracattaki azalma cari hesaptaki potansiyel problemlere işaret etmektedir. Grafik 2(a)'da Meksika ihracatına bakıldığında 1994 sonunda yaşanan kriz öncesinde şiddetli bir düşüş yaşanmadığı ancak 1970'lerin sonu 1980'lerin başı arası dönemle kıyaslandığında oldukça düşük bir düzeyde olduğu görülebilir. Devalüasyon sonrasında bir miktar canlanma gözlenirse de yine kısa sürede kriz öncesi düzeylere dönmüştür. İthalat değerlerine bakıldığında ise (grafik 3 (a)), 1994 yılı içindeki yüksek değer banka krizi için eşik olan değeri aşmıştır. Güney Kore ihracatının 1996 sonu ile 1997 başında eşik değerlerin altına düştüğü daha sonra da iniş-çıkış sergilediği gözlenmektedir (grafik 2(b)). 1999 başına dek düşme eğilimi baskın kalmış ancak bu tarihten sonra yükselme eğilimine girebilmiştir. İthalat değerine bakıldığında ise, kriz öncesinde yalnızca 1995 başlarında banka krizi için eşik değerinin üzerine çıktığı ve daha sonra düşme eğilimine girdiği görülmektedir (grafik 3(b)). Krize verilen ilk tepkilerden birinin ithalatı kısmak olduğu, 1998 yılı içindeki keskin düşüşte görülmektedir.

İkinci olarak sermaye hesabı ile ilgili olarak, rezervlerdeki bir kayıp ve yurtiçi-yurtdışı faiz farkındaki artış olası problemlerin işareti olarak görülmektedir.

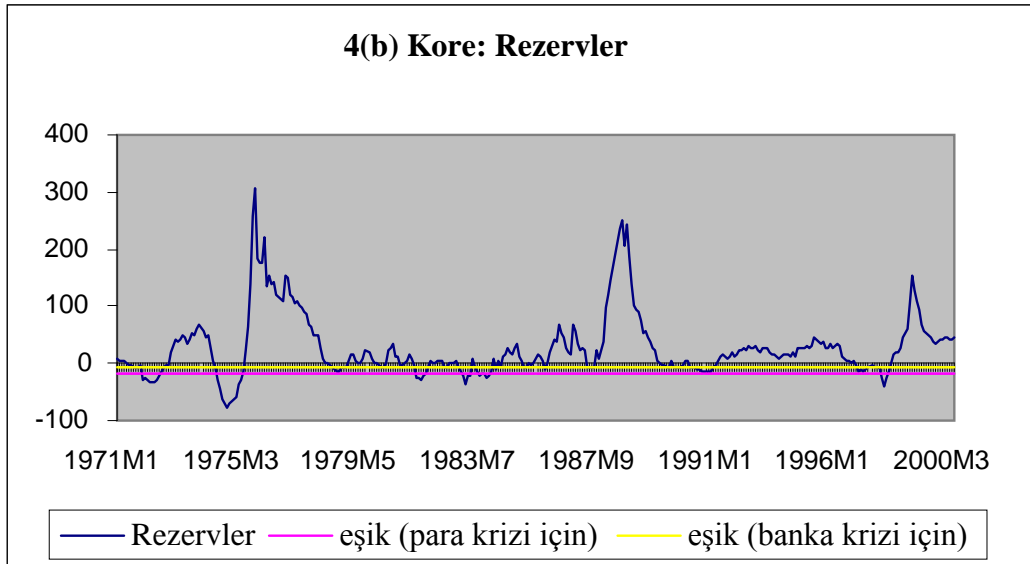
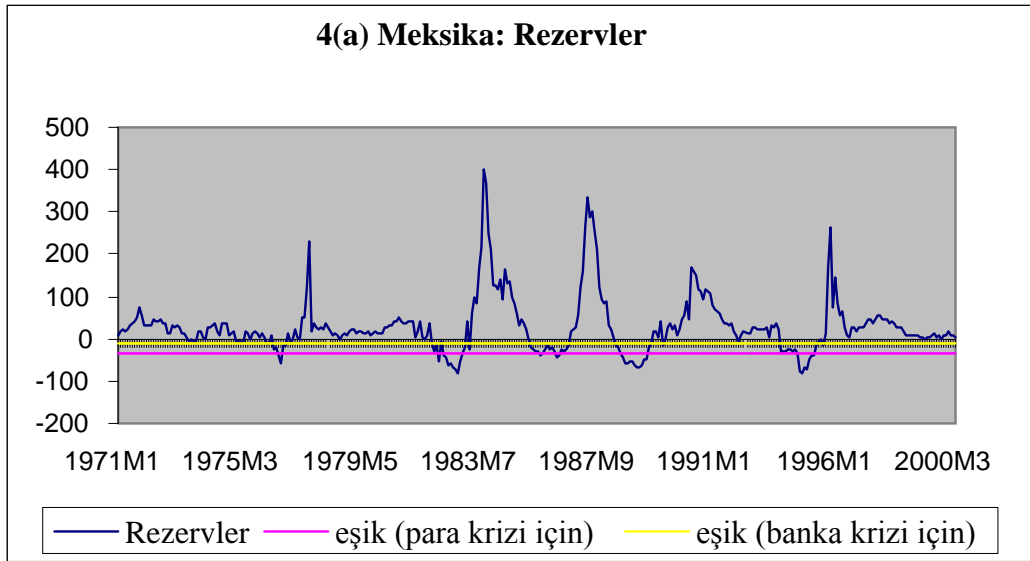




Rezervler

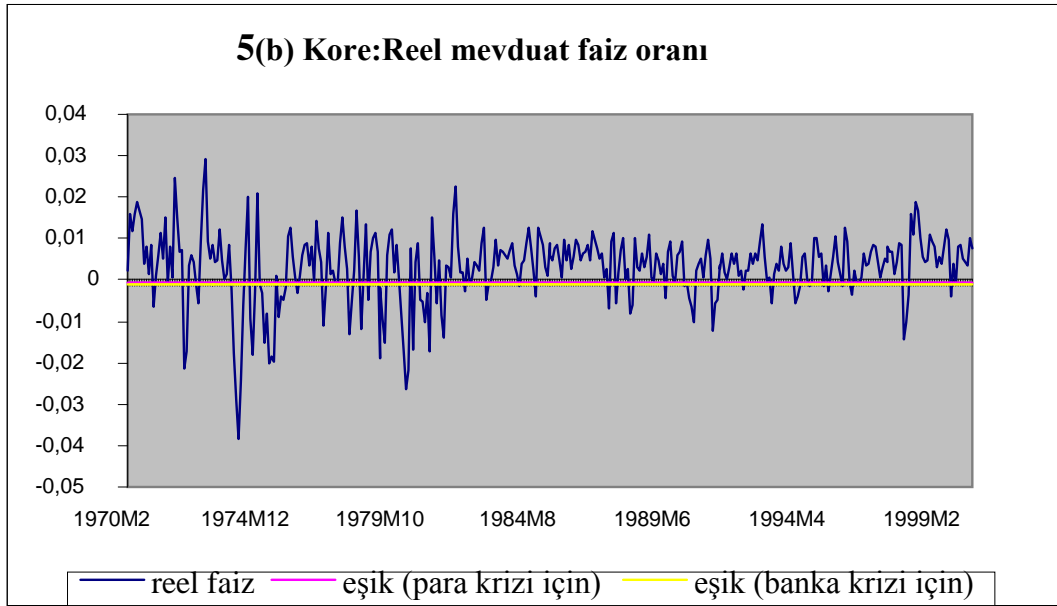
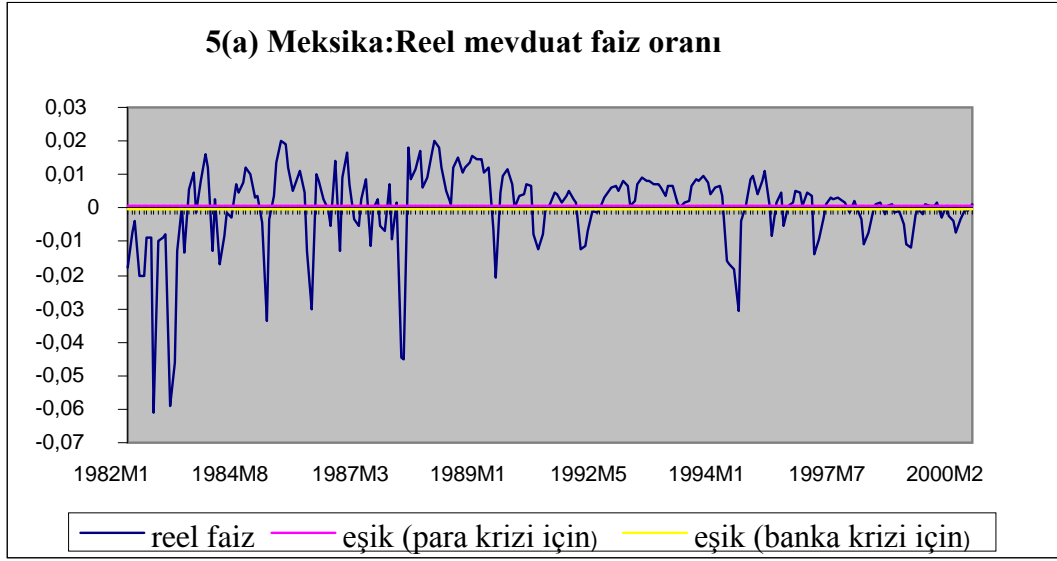
Rezervlerin kaybı sermaye hesabında karşılaşılabilecek problemlerin işareti olarak, kriz olasılığının güçlenmesi şeklinde değerlendirilmektedir (Kaminsky ve Reinhart, 1998). Meksika ve Güney Kore için değerler eşik altına ancak krizle birlikte düşmektedirler (grafik 4(a) (b)). Bununla beraber iki ülke için de yaklaşık olarak 6 ay öncesinde rezervlerde bir düşme eğiliminin başladığı görülmektedir. Bu düşüş Meksika'da Nisan 1994'den, Güney Kore'de 1997'nin başlarından itibaren banka krizi için eşik değerinin de altındadır, bununla birlikte para krizi için, göstergenin her iki ülke için de doğru uyarı gönderemediği söylenebilir. Ancak kriz öncesinde rezervlerde bir düşme eğilimi olduğu açıkça görülmektedir.

Üçüncü olarak finansal göstergelere baktığımızda, bunlar arasında özellikle reel faizler, M2 çoğaltanı ve kredi/mevduat faiz oranının aşırı ödünç verme ile ilgili bilgileri yansıtabileceği belirtilmektedir. Özellikle reel faiz oranlarındaki ve para çoğaltanındaki bir artış finansal liberalizasyonun göstergesi olarak değerlendirilmektedir.



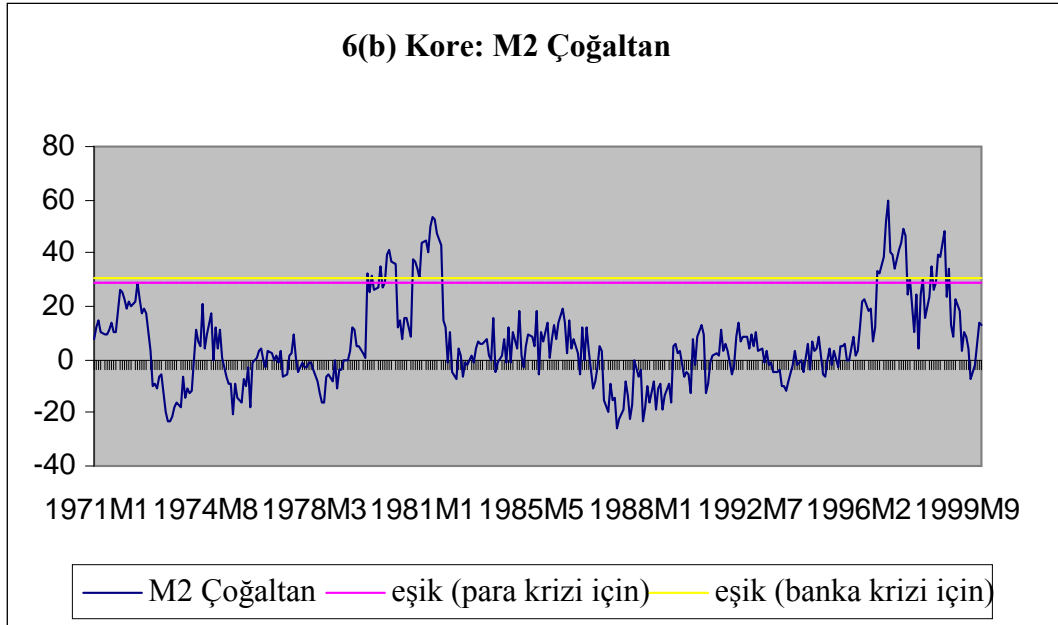
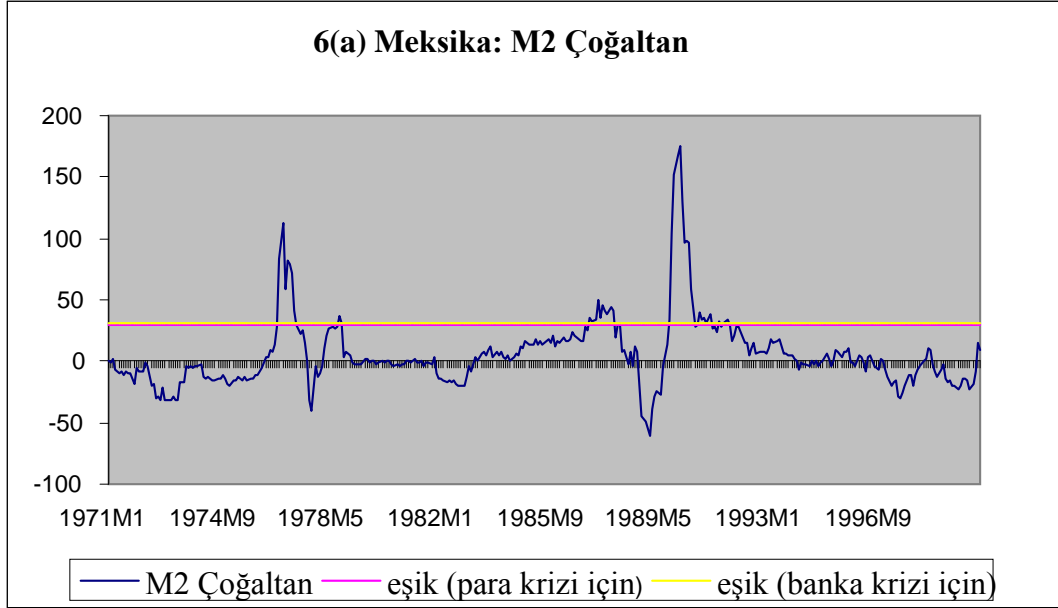
Reel mevduat faiz oranları

Meksika'da 1987'deki borsa çöküşünden sonra, 1987-1988 arasında reel mevduat faizleri çok yüksek düzeyde kalmıştır (her iki eşik değerinin de üzerindedir). 1994 başındaki düşük seviyeden 1994 ortalarına değin yine artış eğilimi; bunu izleyen kısa bir düşme eğilimi ve 1995 sonundan itibaren 1996'dan itibaren yine yüksek bir düzeye ulaşmış ve her iki eşik değerinin de üzerine çıkmıştır. Grafik 5(b)'de görüldüğü gibi, Güney Kore reel bir yıllık mevduat faiz oranları, genel olarak her iki eşik değerinin de üzerinde seyretmiştir. 1998 sonunda ise ciddi bir artış görülmektedir.



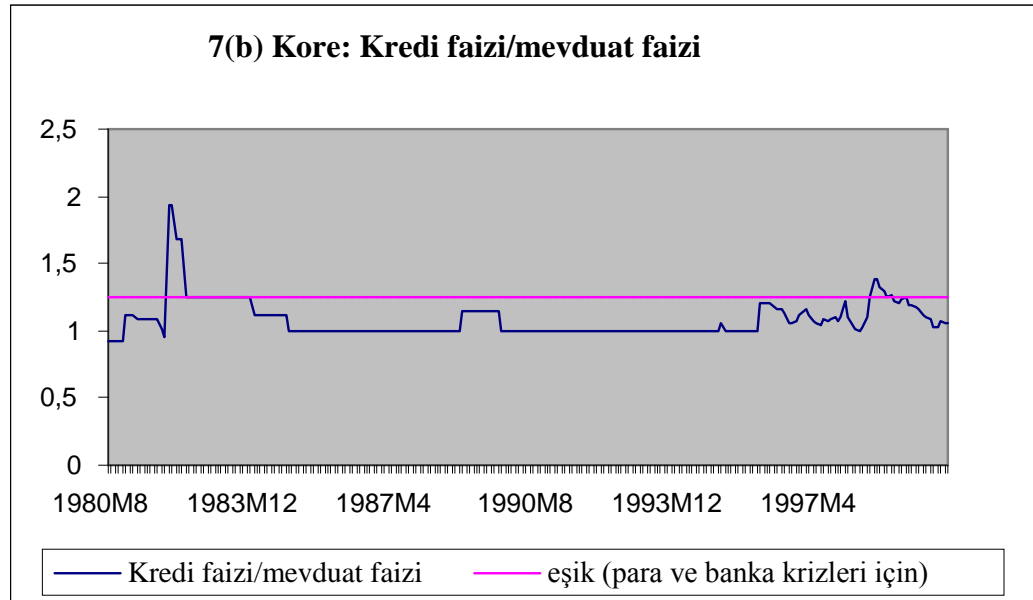
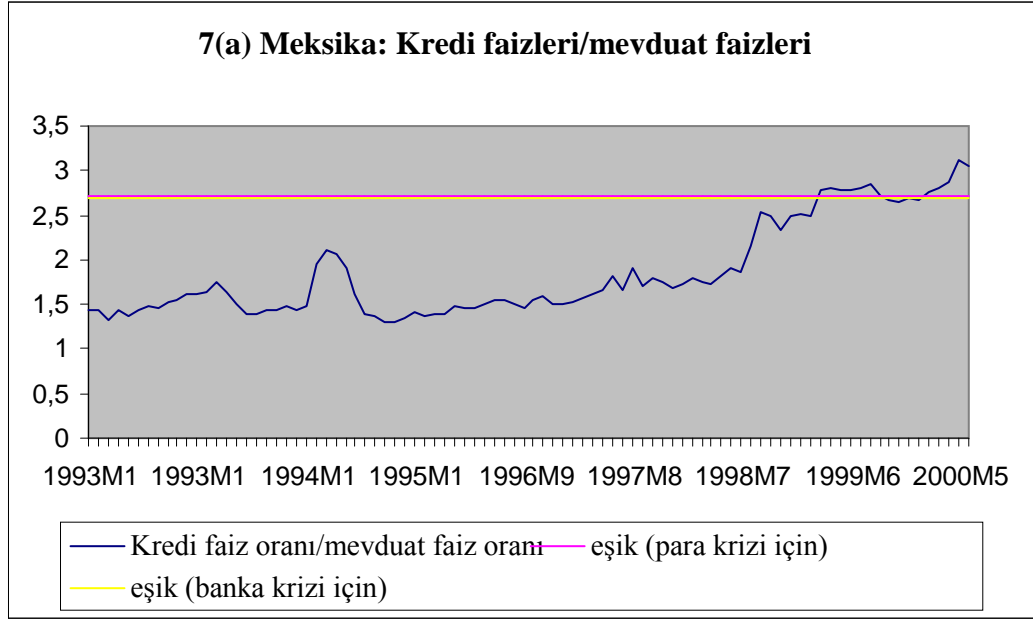
M2 Çoğaltanı

Aşırı ödünç verme devrelerini izlemek açısından önemli olduğu vurgulanan M2 çoğaltanı göstergesinin, Meksika için doğru uyarı yollayamadığı ancak Güney Kore'de 1995'ten itibaren bazı ters hareketler olmasına karşın artış eğiliminde olduğu ve 1997 boyunca her iki eşik düzeyinin de oldukça üzerinde kaldığı görülmektedir (grafik 6:(a), (b)). Meksika'da, 1990 başlarında çok yüksek bir değere ulaşmış sonrasında genellikle düşme eğilimi göstermiştir.



Kredi faizleri/mevduat faizleri

Meksika için, sürekli bir artış eğilimi görülmektedir ancak eşik değerlerinin üzerine 1999 başlarından itibaren geçilmektedir (grafik 7(a)). Güney Kore’de ise oranın uzun süre bire eşit olduğu ve 1996 sonrasında da bir civarında dalgalandığı görülmektedir. 1998 sonunda eşik değerinin üzerine çıktığı ve kısa sürede gerilediği görülmektedir. Güney Kore’de kredi faizleri ile mevduat faizleri arasında önemli bir fark olmayışı, düşük kredi faizleri uygulanarak sanayiye finansman sağlama politikasının göstergesi olarak yorumlanabilir; Meksika’da ise bu farkın hem fazla olması hem de giderek açılması, finansal serbestleşmenin yaşandığı pek çok deneyimde gözlemlendiği gibi yüksek mevduat faizlerinin kredi faizlerine yansması olarak değerlendirilebilir.

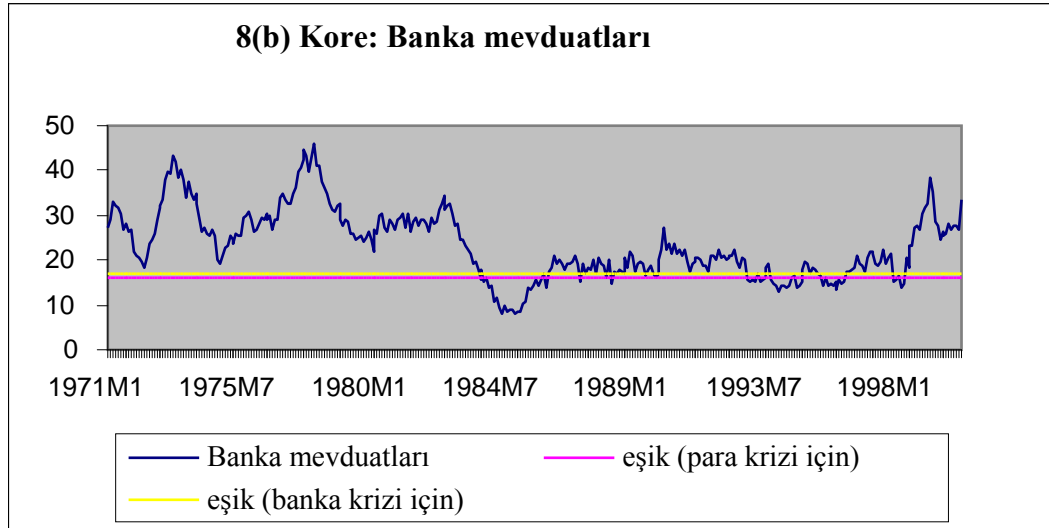
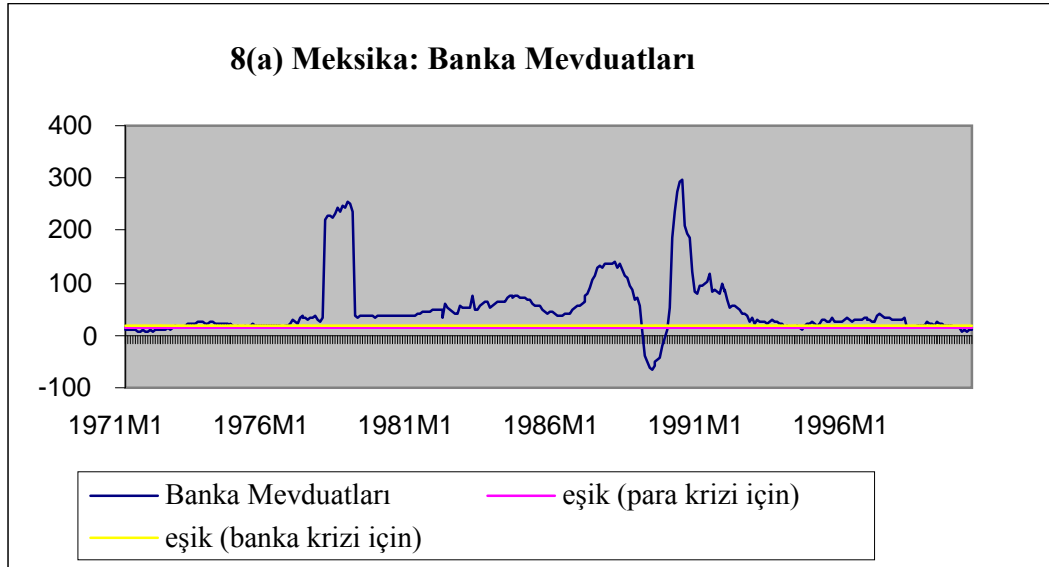


Diğer finansal göstergeler ise banka mevduatları ve M2/döviz rezervleridir.

Banka mevduatları

Ticari banka mevduatları göstergesinden beklenen, kriz öncesinde uyarı vermesinden çok kriz sonrasındaki değişiklikleri yansıtmaktadır. Krizlerin ortaya çıkmasıyla birlikte büyük mevduat çekilişlerinin yaşanıp yaşanmadığı, özellikle banka krizleri açısından önemli olduğu için bu gösterge izlenmektedir. Meksika'da (grafik 8(a)), 1991'in sonlarından (bazı çıkışlar ihmal edilirse 1990 başlarından) itibaren banka mevduatlarında sürekli bir düşme eğilimi gerçekleşmiştir.

Üstelik 1994 yılında eşik değerinin (banka ve para krizleri için) de altına indiği görülmektedir. Kore'ye bakıldığında (grafik 8(b)) ise daha çok iniş çıkış olduğu görülmektedir. Banka mevduatları 1995 sonu 1996 başlarındaki düşüşte, eşik değerinin altına inmiştir. Kriz arifesinde ise 1997 Haziran'ında bir çekiş yaşandığı söylenebilir ve bunu eşik değerinin de altında olmak üzere 1998 başlarındaki düşüş izlemiştir.

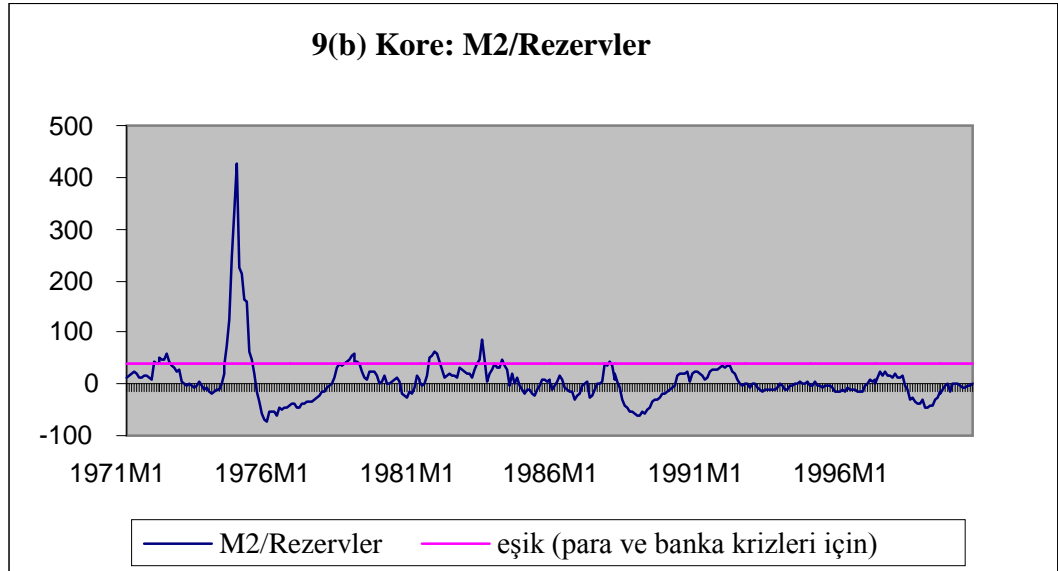
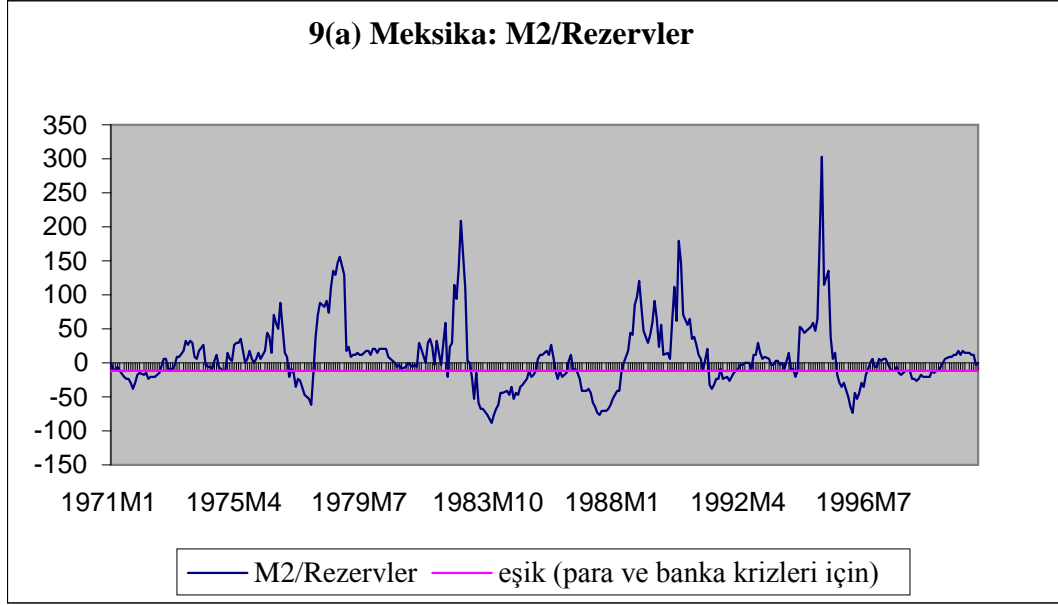


M2/Rezervler

Bu gösterge, bankacılık sistemindeki yükümlülüklerin uluslararası rezervlerle ne ölçüde desteklendiğine bakmak açısından değerlendirilmektedir. Meksika'da genel eğilim, eşik değerinin üzerinde olması şeklindedir ve Nisan 1994'ten sonra 1995 Ocak ayında maksimum seviyesine

ulaşan bir artış görülmektedir. Meksika'nın aksine, M2/rezervler oranı Güney Kore'de çok daha istikrarlı ve eşik değerinin altında seyretmektedir.

Finansal krizlerin üretim üzerindeki etkilerini izlemek bakımından ise sınai üretim endeksine bakılmaktadır.

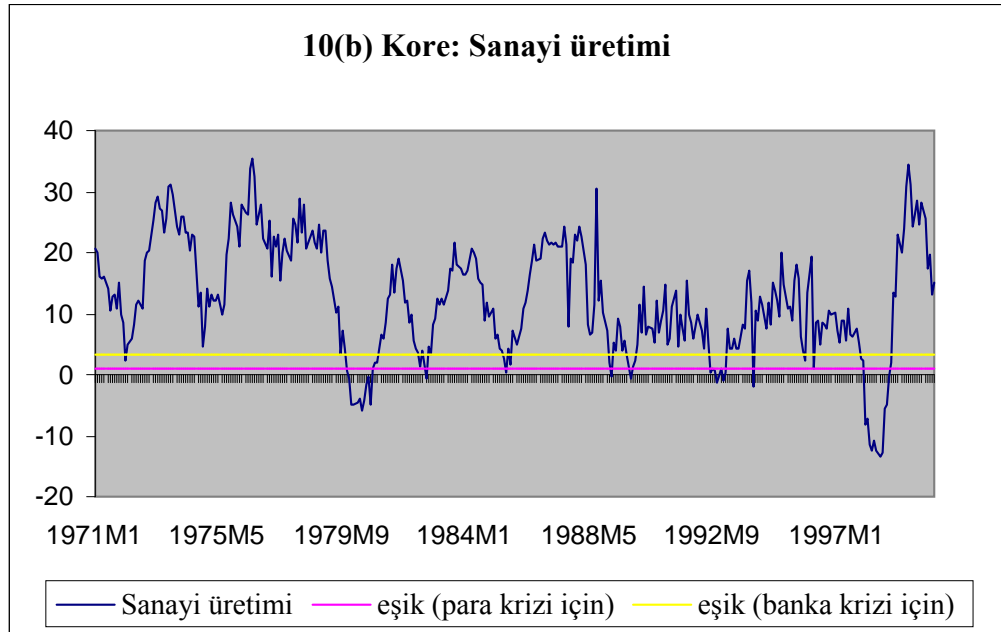
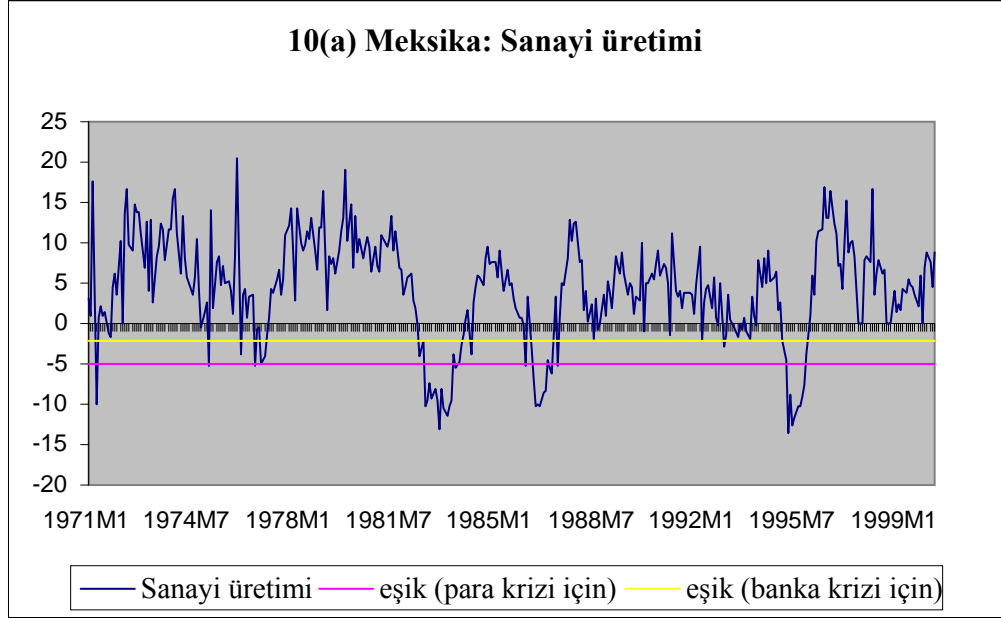


Sanayi Üretimi

Sanayi üretimine bakıldığında, Meksika için 1993 ortalarından 1994 ortalarına dek bir düşme eğilimi, 1994 için ise daha yüksek bir düzey geçerli iken, 1995 yılında şiddetli bir düşüş yaşanmıştır. Güney Kore'de de kriz ertesinde 1998 yılı, yine şiddetli bir düşüş yılıdır. Sanayi

üretimi, finansal krizlerin üretim üzerindeki sonuçlarına ilişkin bilgileri yansıtması açısından önemli bir göstergedir.

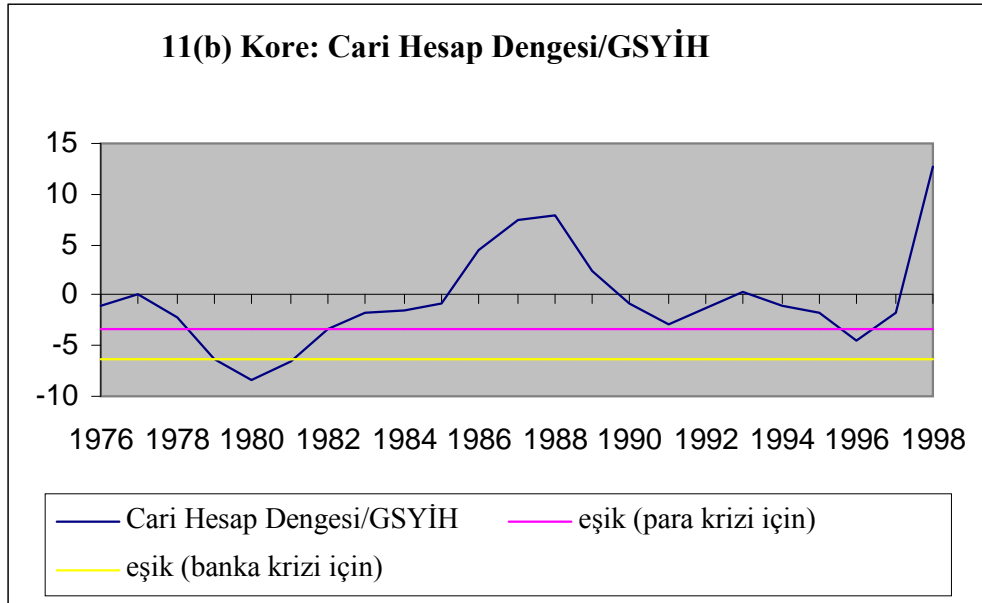
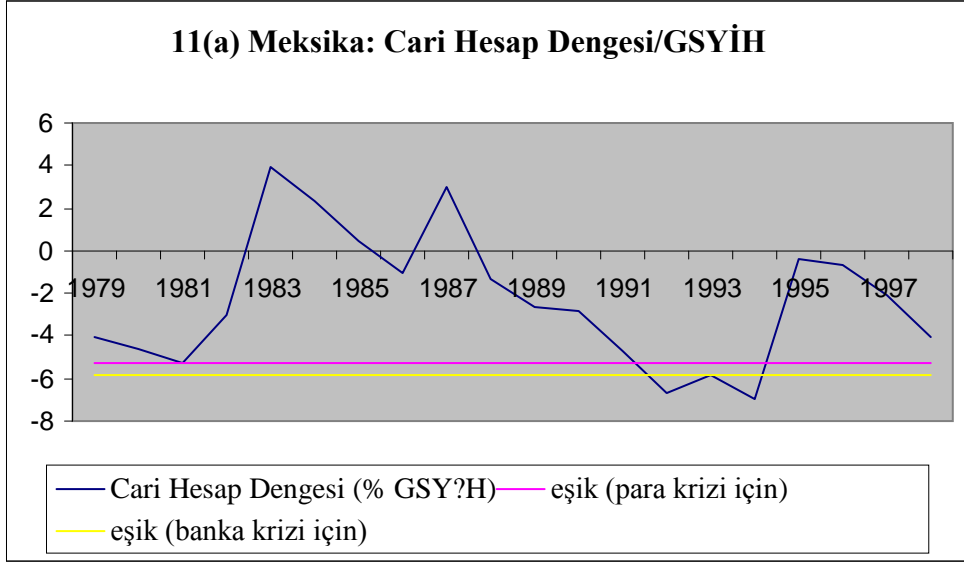
Yıllık verilerle GSYİH'nın yüzdesi olarak hesaplanabilen göstergeler ise, cari hesap dengesi ve doğrudan yatırımlar ile bütçe açığı ve genel hükümet harcamalarıdır.



Cari hesap dengesi/GSYİH

GSYİH'nın yüzdesi olarak cari hesap dengesine bakıldığında Meksika için kriz öncesinde açığın boyutu, eşik değerlerinin bir hayli altına da düşmüştür. Bu iki ülke ile kıyaslandığında

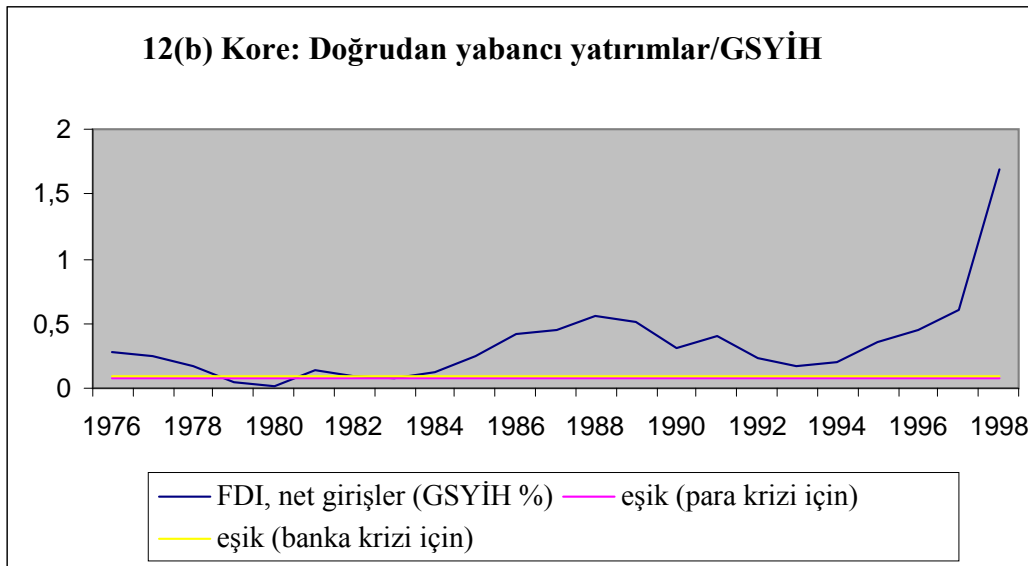
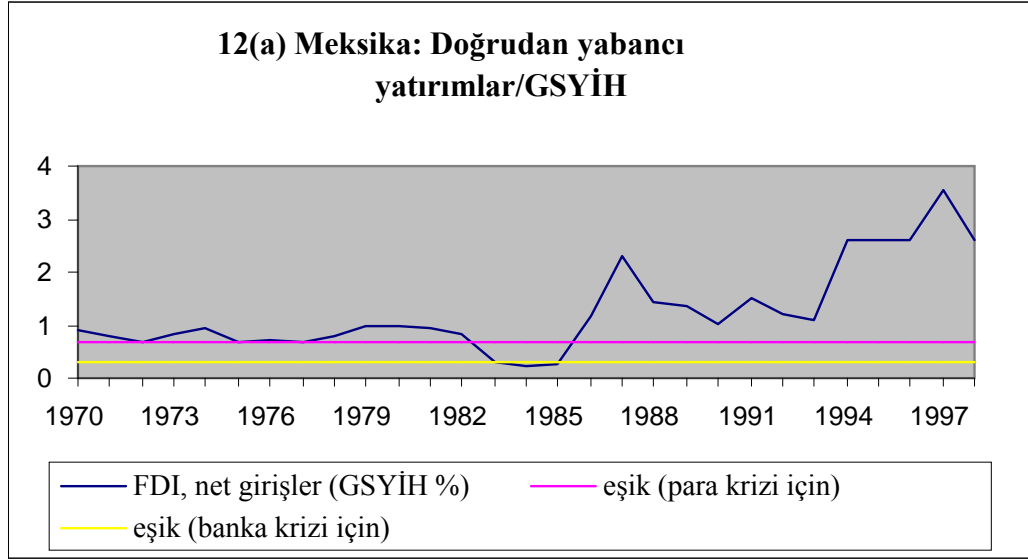
Güney Kore’de uzun süreli cari işlemler fazlası verildiği (1980’lerin sonlarına doğru GSYİH’nın yaklaşık %8’lerine ulaşmıştır) ve açıkların da bir hayli düşük düzeylerde gerçekleştiği görülmektedir. 1996’da gözlenen açığın da para krizi için eşik değerinin altına indiğini; banka krizi içinse eşik değerinin bir hayli üstünde olduğu görülmektedir (sırasıyla grafik 11: (a), (b)).



Doğrudan yabancı yatırımlar/GSYİH

Doğrudan yabancı yatırımların (FDI) para ve banka krizleri için zayıf bir gösterge olduğu sonucuna varılmıştır (Goldstein vd., 2000). Her iki ülke için de GSYİH’nın yüzdesi olarak doğrudan yabancı yatırımlar yaklaşık olarak 1980’lerin ortalarından itibaren her iki eşik değerinin de

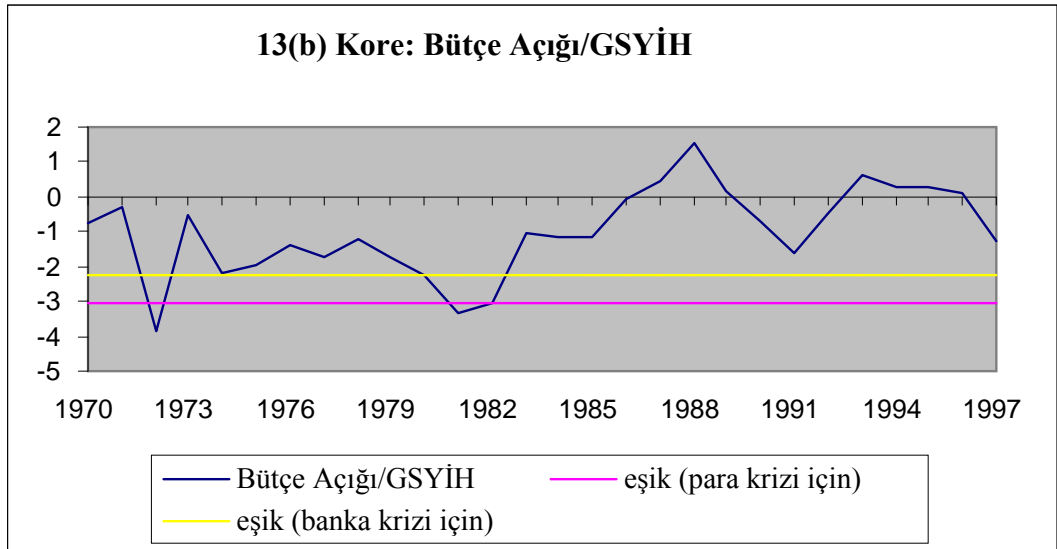
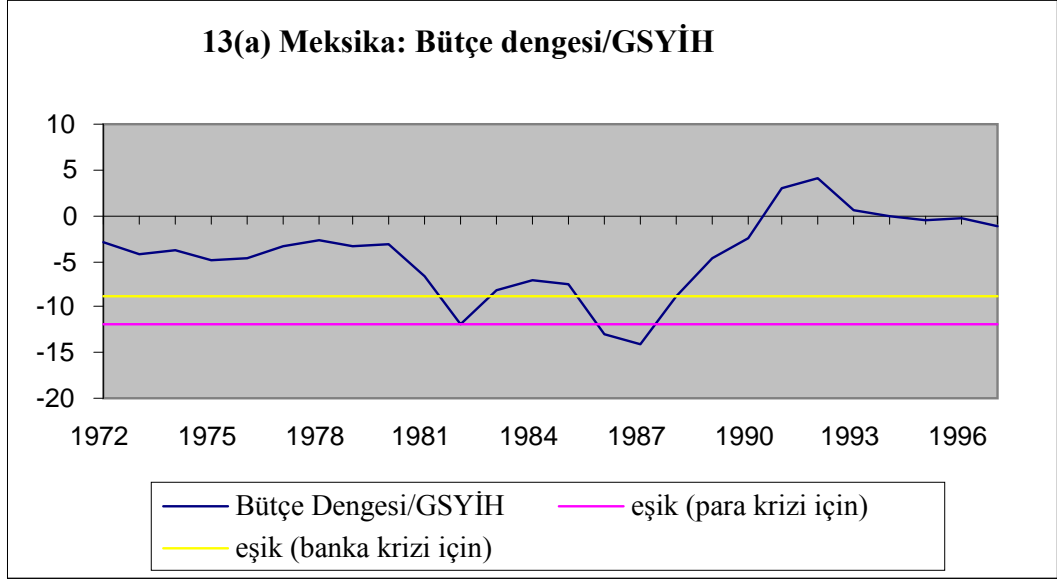
üzerinde seyretmektedir (grafik 12: (a), (b)). Meksika'da GSYİH'nın % 3.5 düzeyinde, Güney Kore'de ise %2'lere yaklaşan doğrudan yabancı sermaye söz konusudur. Güney Kore'de çok belirgin bir şekilde olmak üzere Meksika'da da kriz sonrasındaki yılda, doğrudan yabancı yatırımların artış göstermesi ilginçtir; bu değişiklik kriz sonrasında fiyatı düşen varlıkların (fire sale), yabancılar tarafından yok pahasına satın alındığını göstermektedir.



Bütçe açığı/GSYİH

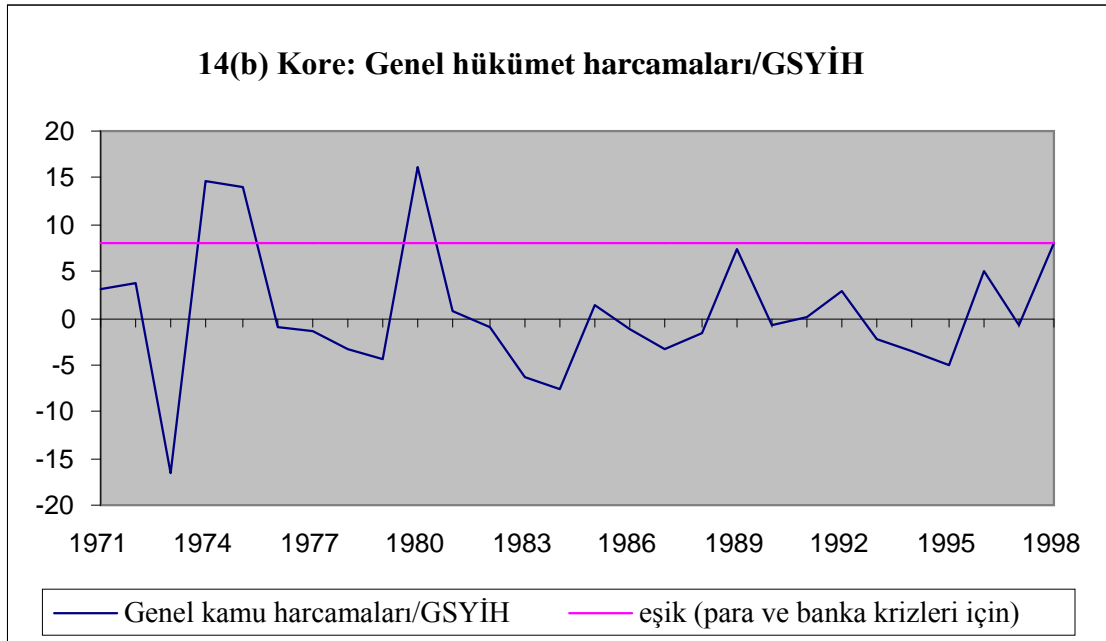
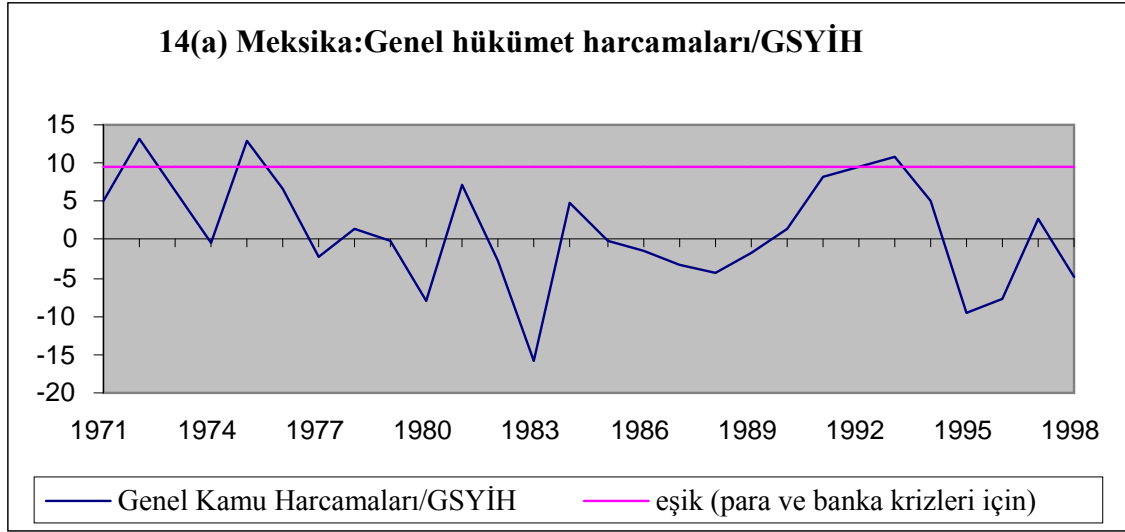
Meksika'nın 1990'ların başlarından itibaren bütçe fazlası vermeye başladığı, 1994 sonu 1995 başında da neredeyse denk bir bütçeye sahip olduğu ve Güney Kore'nin de 1980'lerin ortasından itibaren GSYİH'nın % 2'sini aşmayan açıklar dışında fazla verdiği görülmektedir (grafik 13: (a), (b)). Meksika'da olduğu gibi Güney Kore'nin kriz öncesi yıllarda bütçe açığı vermediği hatta 1992 ortalarından 1996'ya dek fazla verdiği görülmektedir. Kısacası incelenen kriz

dönemlerinde Güney Kore ve Meksika için eşik değerini aşan ölçülerde bir açık söz konusu değildir.



Genel hükümet harcamaları/GSYİH

Genel hükümet harcamalarının GSYİH'ya oranı açısından, Meksika'da 1992-1993 arasındaki değerler eşik değerinin üzerindedir (grafik 14: (a)), 1985-1988 arasındaki aşınma, bu tarihten sonra tersine dönmüş ancak 1993'ten sonra şiddetli bir düşme eğilimi geri gelmiştir. Güney Kore'de (Grafik14: (b)) ise 1981'den itibaren Meksika'ya kıyasla daha düşük düzeyde dalgalandığı ve eşik değeri sınırına 1998'de ulaştığı görülmektedir.



Sermaye akımlarına dair...

Meksika ve Güney Kore'ye baktığımızda ise yabancılardan kaynaklanan sermaye akımlarındaki (NKI) gelişmelerle büyümenin seyri arasında serbestleşme sonrasında (Meksika için 1989 sonrası; Güney Kore için de 1990'larda özellikle 1993 sonrası), bir paralellik gözlenmektedir (grafik 15(a) ve

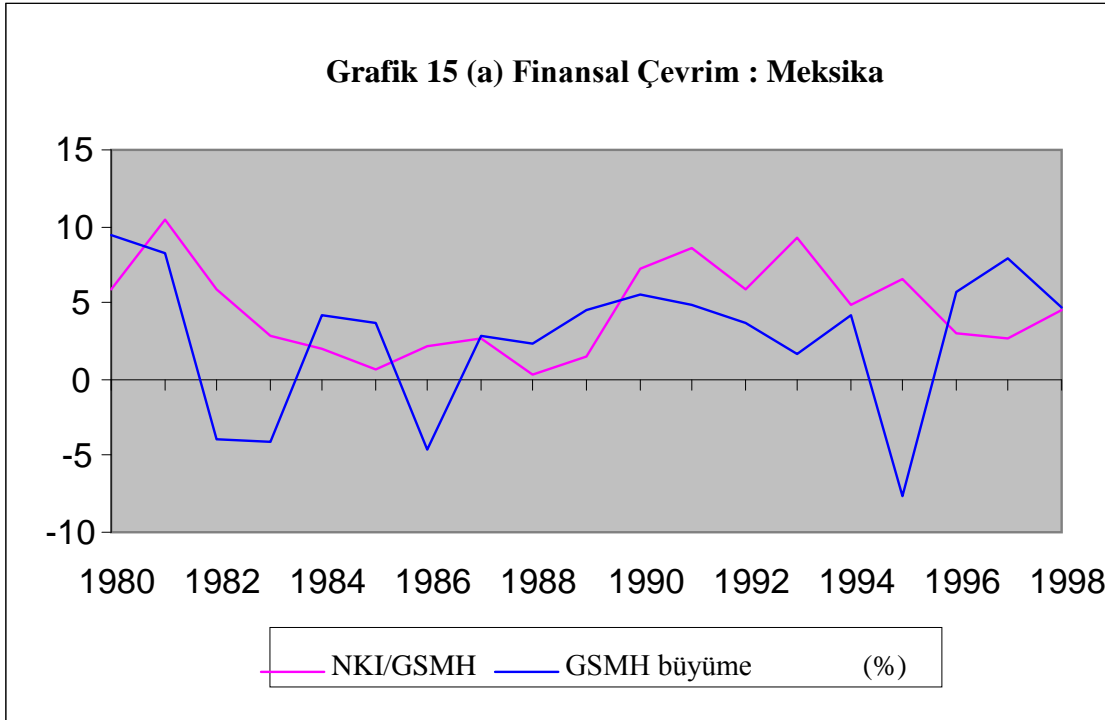
(b)). Örneğin her iki ülkenin de kriz yıllarındaki NKI/GSMH¹² değerleri pozitifdir ancak önceki yıla göre ciddi bir düşüş söz konusudur; Meksika'da 1993'de %9,2 iken, 1994'te %4,9'a gerilemiş, Güney Kore'de ise 1996'da %9,3 iken 1997'de %4'e düşmüştür.¹³ Ancak NKI/GSMH'daki önemli düşüşlerle birlikte ekonomilerin yine büyük ölçüde daraldığı (Meksika 1995'te %7,6, Güney Kore ise 1998'de %6,6) görülmektedir. Her iki ülkede büyüme oranındaki belirgin düşüş, NKI/GSMH oranındaki düşüşü izleyen yılda, yani bir yıl gecikmeli olarak gerçekleşmiştir.

Güney Kore 1980'li yıllarda %10'u aşan, istikrarlı büyüme oranları ile farklılaşan bir gelişmeye sahiptir. Özellikle 1993'ten sonra serbestleşme adımlarını yoğunlaştıran Güney Kore'de de yerleşik olmayanların net sermaye girişlerinin GSMH'ya oranı ile büyüme oranı arasındaki paralellik izlenebilmektedir. Güney Kore finansal serbestleşme sonrasında yaşadığı krizle, son yirmi yıllık dönemde rastlanmayan ölçüde daralmıştır. Dolayısıyla her iki ülkede de sermaye hesabının açılmasından sonra, yerleşik olmayanların net sermaye girişleri ile büyüme arasındaki bağın arttığı söylenebilir.

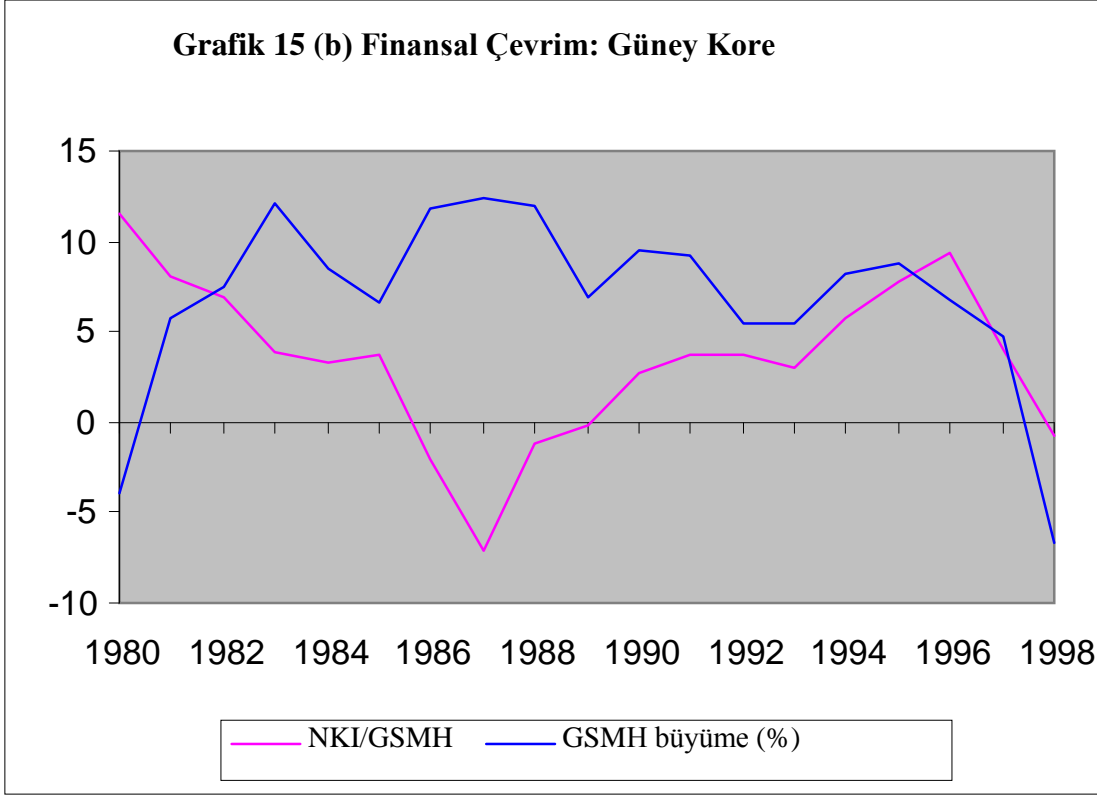
1990'dan itibaren yerleşik olmayanların sermaye girişlerinin arttığı yıllarda gayri safi yurtiçi yatırımların (GSYİY) durumuna bakıldığında, GSYİY/GSMH oranı, Güney Kore'de çoğunlukla artmış; Meksika'da ise düşmüştür. Bu değerler, yerleşik olmayanların sermaye girişlerinin Güney Kore'de yatırımların, Meksika'da ise özel tüketimin finansmanında kullanıldığına ilişkin bir işaret olarak da değerlendirilebilir. Yatırımlar Meksika'da kriz yılında, Güney Kore'de ise büyük ölçüde krizden sonraki yılda düşmüştür. GSYİY/GSMH oranı, 1994 yılında Meksika'da % 22,4 iken, 1995'te %20,8'e; Güney Kore'de ise, 1997 yılında %34,4 iken 1998'de %21,2'e gerilemiştir.

¹² Burada hesaplanan göstergelerde olduğu gibi eşik değerlerle bir karşılaştırma yapılmadığı için GSMH değerleri temel alınmıştır.

¹³ Bu oranın pozitif olması büyük ölçüde IMF kredilerinden kaynaklanmaktadır.



Serbestleşme sonrasında her iki ülkede de cari açıklar ile yerleşik olmayanların net sermaye girişleri arasındaki ilişki oldukça belirgindir. Özellikle sermaye hesabının serbestleşmesi sonrasında, sermaye girişleri cari açıkların sonucu değil nedeni olarak görünmektedir. NKI/GSMH'nin artması sonucu yaşanan genişleme dönemleri, cari açıktaki artışla sonuçlanmaktadır. 1980'li yıllar boyunca nedensellik bağlantısı büyüme => cari açıklar => sermaye girişleri iken, 1990'lı yıllarda bağlantının yönü değişmiş görünmektedir, sermaye girişleri => büyüme => cari açıklar (Boratav, 2001; Boratav ve Yeldan, 2001). Benzer bir gelişme Güney Kore için de 1996'da yaşanmıştır: NKI/GSMH oranı %9,3 ile en yüksek seviyesine ulaşmış iken cari açığın GSMH'ya oranı da % 4,4 gibi yüksek bir düzeye ulaşmıştır (1980'lerin ortalarından itibaren yaşanan en büyük açıktır). Yerleşik olmayanların sermaye girişleri ile cari açık arasındaki ilişki Meksika için de geçerlidir. 1990-93 arasında oldukça yüksek net sermaye girişleri yine büyük cari açıklarla birlikte; yerleşik olmayanların net sermaye girişlerindeki önemli düşüşler özellikle 1994 sonrasında cari açıktaki düşüşle paraleldir. Beklendiği gibi sermaye girişleri cari açığı finanse etmek nedeniyle değil otonom olarak ortaya çıktığı için, sermaye girişlerinin kendisi yarattığı canlanma ile cari açıklara neden olabilmektedir.

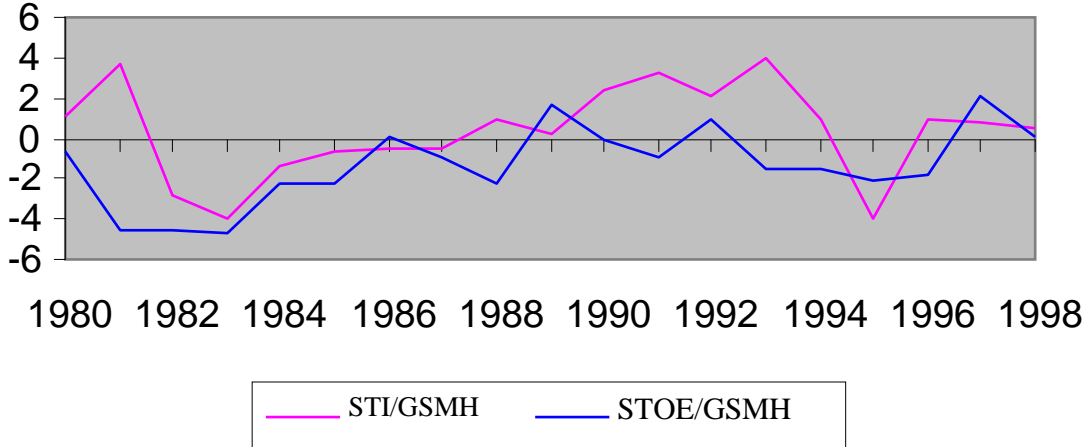


Meksika'da 1995 yılında yerleşik olmayanların çevrime-karşı¹⁴ sermaye girişleri ile çevrimle uyumlu sıcak para çıkışları bir arada gerçekleşmiştir. Özellikle 1994-96 arasında yerleşiklerin sıcak para çıkışları, net sermaye çıkışlarının önemli bir kısmını oluşturmuştur. Güney Kore'deki rakamlar ise krizde 1997-98 döneminde yerleşik olmayanlardan kaynaklanan çevrime-karşı girişlerin çok üzerinde (neredeyse iki katı büyüklükte) sıcak para çıkışları olduğunu göstermektedir. Yine aynı dönemde Güney Kore yerleşiklerinin çıkışları içindeki sıcak para ögesi de %47'dir. Dolayısıyla kimi farklı davranış yapıları sergilemelerine rağmen, her iki ülke yerleşiklerinin de, muhtemelen olumsuzlukları yabancı aktörlere göre daha erken algılayarak krizden önceki yıl büyük miktarlarda sıcak para çıkışı yaptıkları görülmektedir.

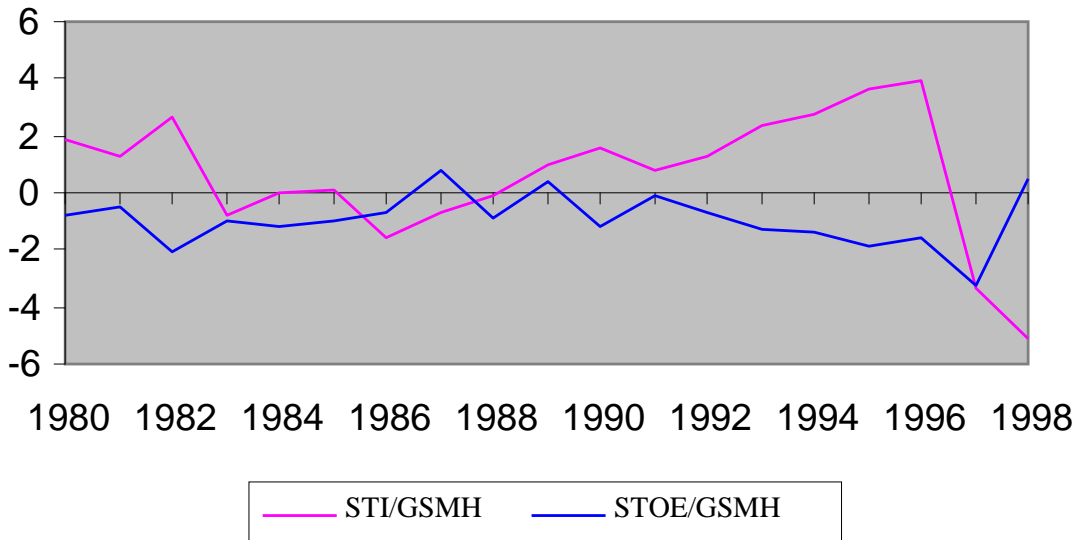
Yerleşik olmayanların sıcak para girişleri (STI) ile yerleşiklerin sıcak para çıkışlarının (STO) GSMH'ya oranlarına ilişkin grafiklere (16 (a), (b)) bakıldığında ise, GSMH'nın yüzdesi olarak oldukça büyük giriş çıkışlar yaşandığı görülmektedir.

¹⁴ Daha önce belirtildiği gibi Meksika ve Güney Kore için kriz sırasında çevrime-karşı ortaya çıkan bu büyüklüğün arkasındaki en önemli etkenlerden biri IMF kredileridir.

Grafik 16 (a) Sıcak Para Hareketleri: Meksika



Grafik 16 (b) Sıcak Para Hareketleri: Güney Kore



Meksika 1990-94 arasında net sıcak para girişleri yaşarken, 1994-96 arasında çıkışlara maruz kalmıştır. Net değerlerin arkasındaki rakamlara bakıldığında ise tümüyle ters hareketler gözlenebilmektedir: 1990-94 döneminde net sıcak para hareketleri giriş gösterirken, yerleşiklerin önemli miktarlarda sıcak para çıkarması gibi. Aslında Meksika'da bunun yerleşiklerin neredeyse kalıcı davranışı olduğu söylenebilir; 1980-97 arasında 1986, 1989, 1992 ve 1997 hariç yerleşikler

sürekli sıcak para çıkarmaktadırlar. Güney Kore’de de 1994-96 arasında net sıcak para girişleri olmasına karşın yerleşikler bu dönemde 22,7 milyar dolar sıcak para çıkarmışlardır. Kriz ve sonrasında (1997-98) ise çevrime uygun bir şekilde net sıcak para çıkışları gözlenmektedir. Dolayısıyla bu değerlerden de izlendiği gibi net terimler içerisindeki büyüklüklerin, sıcak para giriş ve çıkışlarını analiz ederken ve ekonomiye etkilerini değerlendirirken yanıltıcı olacağı açıktır. Meksika ve Güney Kore’de net sıcak para akımlarının yerleşik olmayanların sermaye girişlerine oranı, kriz yıllarında net sıcak para çıkışları nedeniyle negatif değerlere sahiptir; üstelik Güney Kore’de net sıcak para çıkışları, yerleşik olmayanların sermaye girişlerinin de üzerindedir.

Sonuç

Meksika ve Güney Kore farklı deneyimlere sahip olmalarına karşın finansal serbestleştirme sonrasında benzer kriz süreçlerinden geçmişlerdir. Yukarıda hesaplanan göstergeler, finansal akımlara maruz kalan ekonomilerin, finans ve reel sektör açısından ne tür kırılmalıklar taşıdığına açıklık kazandırmaktadır. Bunlar içerisinde özellikle sermaye akımlarına ilişkin göstergeler, Meksika ve Güney Kore’nin farklı ve kendine özgü nitelikleri olmasına karşın 1990’lı yıllarda sıcak para akımlarının ödemeler dengesinin çeşitli kalemleriyle kıyaslandığında önemli ölçüde arttığını ve özellikle kriz yıllarında brüt sıcak para giriş-çıkışlarının ciddi büyüklüklere ulaşması ile önemli bir istikrarsızlık ögesi haline geldiğini sergilemektedir. Diğer göstergelerde ortaya çıkan değişiklikler de büyük boyutlu sermaye giriş çıkışlarına bağlı finansal çevrimin reel kur, mevduatlar, rezervler, cari denge ve sanayi üretimi gibi değişkenleri de etkilediğini göstermektedir. Kısacası çeşitli ekonomik büyüklükler açısından Meksika’ya kıyasla daha sağlıklı göstergelere sahip olan Güney Kore de, krize sürüklenmekten kurtulamamıştır.

Dolayısıyla giderek hız kazanan finansallaşma sonucu 10-20 yıl öncesine göre çok daha yüksek boyutlarda sermaye akımları gerçekleştiği ve merkez ekonomilerde yaşanan derin kriz dikkate alındığında, bu akımlarda ortaya çıkabilecek bir dalgalanmanın, Meksika ve Güney Kore’nin 1990’ların ikinci yarısında karşılaştığı güçlüklerin ağırlaşarak günümüz çevre ekonomilerini de tehdit edeceği açıktır. Üstelik günümüzde görece “sağlıklı” Avrupa ekonomilerinde yaşanan krizler de sermaye hareketlerindeki dalgalanmaların yol açtığı krizlerin yalnızca çevre ekonomiler ile sınırlı kalmadığını göstermekte ve krizlerin sistemin yapısal özelliği haline geldiğini bir kez daha açığa çıkarmaktadır¹⁵.

¹⁵ Bakınız: Erdem ve Atbaşı (2011).

Kaynakça

- Akyüz, Yılmaz (1993). Financial Liberalization: The Key Issues, *UNCTAD Discussion Paper* No. 56, Geneva.
- Berg, A ve C. Patillo (1999). Predicting Currency Crises: The Indicators Approach and an Alternative, *Journal of International Money and Finance*, 18.,561-586.
- Boratav, Korkut (1993), "External Financial Liberalization in Developing Countries: Some Adverse Consequences", *ODTÜ Gelişme Dergisi*, 20 (1-2), 1-17.
- Boratav, Korkut (1999). Yayınlanmamış çalışma (UNCTAD TDR raporu çerçevesinde).
- Boratav, Korkut (2000). 2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri. Mülkiye, Cilt. XXV, Sayı, 230
- Boratav, Korkut ve Erinç Yeldan (2006). Turkey, 1980-2000: Financial Liberalization, Macroeconomic (In)-Stability, and Patterns of Distribution, Lance Taylor (der.), *External Liberalization in Asia, Post Socialist Europe and Brazil*, içinde, Oxford: Oxford University Press.
- Burkett, Paul ve Amitava Krishna Dutt (1991). Interest Rate Policy, Effective Demand, and Growth in LDCs, *International Review of Applied Economics*, vol.5, no.2, May.
- Diaz-Alejandro, C. (1985). Good Bye Financial Repression, Hello Financial Crash, *Journal of Development Economics*, 19.
- Erdem, Nilgün ve Ferda Dönmez Atbaşı (2011), "Finans Sermayenin Kriz Döngüsü: Merkez-Çevre "Yakınsaması", yayımlanacak.
- Eichengreen, Barry ve Andrew K. Rose (1999). Contagious Currency Crises: Channels of Conveyance, Takatoshi Ito ve Anne Krueger (der.), *Changes in Exchange Rates in Rapidly Developing Countries: Theory, Practice and Policy Issues*, içinde, Chicago ve London: The University of Chicago Press.
- Ffrench-Davis, R. (1993), "Capital Formation and the macroeconomic Framework: A Neostructuralist Approach", Sunkel, O (der.), *Development From Within*, içinde Boulder: Lynne Rienner.
- Ffrench-Davis, Ricardo (2000). *Reforming the Reforms in Latin America: Macroeconomics, Trade, Finance*, London: Macmillian Press Ltd., New York: ST. Martin's Press Inc.
- Fratzscher, Marcel (1998). Why Are Currency Crises Contagious? A Comparison of the Latin American Crisis of 1994-1995 and the Asian Crisis of 1997-1998, *Weltwirtschaftliches Archiv*, 134, 4.
- Goldstein, Morris; Kaminsky, Graciela L. ve Carmen M. Reinhart (2000). *Assessing Financial Vulnerability: An Early Warning System for Emerging Markets*, Washington, DC: Institute for International Economics.
- Kaminsky, Graciela L.; Reinhart, Carmen M. ve Lizando, Saul (1998), "Leading Indicators of Currency Crises", *IMF Staff Papers*, Draft: January 28, 1998.
- Kaminsky, Graciela L. ve Reinhart, Carmen M. (1999). The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems, *The American Economic Review*, June, 89, 3.
- Kaminsky, Graciela L. ve Reinhart, Carmen M. (1998). Financial Crises in Asia and Latin America: Then and Now, *AEA Papers and Proceedings*, 88, 2.
- Krugman, P(1979). A Model of Balance of Payments Crises, *Journal of Money, Credit, and Banking* 11, 311-25.

- Krugman, P. ve Taylor, Lance (1978). Contractionary Effects of Devaluation, *Journal of International Economics*, 8.
- Miller, Victoria (1998). The Double Drain with a Cross-Border Twist: More on the Relationship Between Banking and Currency Crises, *AEA Papers and Proceedings*, May.
- Mishkin, Frederic S. (1999) Global Financial Instability: Framework, Events, Issues, *Journal of Economic Perspectives*, 13, 4.
- Obstfeld, M. (1986). Rational and Self-Fulfilling Balance of Payments Crises, *American Economic Review*, 76.
- Ramos, J. (1986). Rise and Fall of Capital Markets in the Southern Cone, *Helen Kellog Institute for International Studies Working Paper*, No.81. University of Notre Dame.
- Taylor, Lance (1999). *After Neoliberalism What Next for Latin America*, Ann Harbor: University of Michigan Press.

YAZAR HAKKINDA

Nilgün Erdem, Hacettepe Üniversitesi İktisat Bölümü'nün ardından, yüksek lisans ve doktorasını Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı'nda yaptı. Prof. Dr. Korkut Boratav'ın danışmanlığında yürüttüğü yüksek lisans tezi "Sıcak Para Hareketleri ve Sermaye Kaçışı"; doktora tezi ise "Üç Finansal Krizin Karşılaştırmalı Bir Analizi: Türkiye, Meksika ve Güney Kore" başlıklı çalışmalardır. Eylül 2011'de doçentlik unvanını kazanan Erdem halen Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Maliye Bölümü Mali İktisat Anabilim Dalı'nda çalışmaktadır. Erdem finansal krizler, dış borçlar, emek piyasaları, kalkınma sorunları ve uluslararası iktisat alanlarında çalışmalar yapmaktadır.
Erişim: erdem@politics.ankara.edu.tr

ÖZET

Bu çalışma, 1994-1995 Meksika ve 1997 Güney Kore krizlerini incelemektedir. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, döviz kontrollerinin kaldırılması ile finansal bütünleşmenin hız kazanması, ulusal ve uluslararası düzeyde finansal istikrarsızlığı belirgin bir özellik haline getirmiş ve 1990'lı yıllar pek çok ülkede birbirini izleyen finansal krizlere sahne olmuştur. Bu çerçevede tümüyle serbestleşmeden yana yaklaşımların uygulandığı Meksika ve 1997 krizinden bir süre öncesine değin kontrollü, müdahaleci ve korumacı politika deneyimlerine sahip Güney Kore'nin farklı deneyimleri incelenmektedir. Meksika ve Güney Kore'de yaşanan finansal krizler nicel bulgularla analiz edilmeye çalışılmaktadır.

Çeşitli ekonomik göstergelerden izlenebildiği gibi, Meksika'da mali disiplin sağlanmış ve enflasyon azaltılmış iken; Güney Kore'de ise istikrarlı büyüme oranı, denk cari işlemler hesabı veya ihmal edilebilir açıklar ile enflasyon gibi problemlerin olmadığı bir ortamda krizler meydana gelmiştir. Buradaki analiz çerçevesinde *sermaye hareketlerindeki* gelişmelere bakıldığında ise, bu akımları gerçekleştiren ve benzer koşullar altındaki aktörlerin davranışlarının ülkeden ülkeye ve aynı ülkede de aktörler arasında farklılaştığı görülmüştür. Örneğin toplam varlıklara bakıldığında, her iki ülkede yerleşiklerin krizden önceki yılda sıcak para çıkardıkları; Meksika'da (azalarak) ve Güney Kore'de (artarak) çevrimle-uyumlu çıkışların krizde de devam ettiği görülmüştür. Dolayısıyla kimi farklı davranış yapıları sergilemelerine rağmen, her iki ülke yerleşiklerinin de, muhtemelen olumsuzlukları yabancı aktörlere göre daha erken algılayarak krizden önceki yıl büyük miktarlarda sıcak para çıkışı yaptıklarını söyleyebiliriz. Yabancılardan kaynaklanan sıcak para hareketlerine bakıldığında ise, her iki ülkede kriz öncesi yılda sermaye girişleri gözlenirken, kriz yıllarında bu büyüklük negatif değere dönüşmekte, kısacası çevrimle uyumlu hareket etmektedir. Dolayısıyla sıcak para akımlarına ilişkin göstergeler, Meksika ve Güney Kore'nin farklı ve kendine özgü nitelikleri olmasına karşın 1990'lı yıllarda sıcak para akımlarının ödemeler dengesinin çeşitli kalemleriyle kıyaslandığında önemli ölçüde arttığını ve özellikle kriz yıllarında brüt sıcak para giriş-çıkışlarının ciddi büyüklüklere ulaşması ile önemli bir istikrarsızlık ögesi haline geldiğini göstermiştir.

SUMMARY

This study aims to make a comparative analysis of the financial crises of Mexico in 1994-1995, and South Korea in 1997. The liberalization of capital movements, the lifting of exchange controls and the acceleration of the financial integration of world markets have resulted in financial instability. As a result of this, the 1990s have witnessed financial crises in many countries. In the context of the above-mentioned trends, this study has analyzed the different experiences of Mexico, in which rapid and extensive (“big bang”) liberalizing approaches were adopted, and South Korea where controlled, interventionist and protectionist policies were applied until the mid-1990s.

In this study, the financial crises of Mexico and South Korea are analyzed using quantitative data. First of all, pre-crisis structural changes in economic policies in each of the three countries are investigated with a particular focus on financial policies. Secondly, the similarities and dissimilarities among the three financial crises are evaluated by comparing the quantitative data. The spread of financial crises as a result of the internationalization and integration of financial markets have rendered the effects of increasing capital movements more important than before. Therefore our quantitative analyses primarily focus on the dynamics of capital movements. Further, by employing the method developed by Boratav to calculate especially the short term arbitrage-seeking capital movements (hot money movements), the role of these movements in the triggering of financial crises were evaluated. In addition, we have tried to discuss some of the indicators constructed to forecast financial crises. However, we have used these indicators as supplementary tools for understanding the crises, rather than as predictors. We have also investigated the economic policies applied, and the crisis management undertaken during the post-crisis period, as well as the results of these measures.

A comparison of the experiences of South Korea, and Mexico discloses that the deregulation of financial markets and the removal of controls on capital movements result in financial instability and crises regardless of the fiscal balance. The Mexican crisis emerged at a time when Mexico, as a country that established financial discipline and reduced inflation substantially, was considered as “successful”. And as for South Korea –a country that sustained stable growth for many years, with no public deficit and stable prices and a current account surplus– it could not avoid a boom-bust cycle, and was drawn into a crisis. In all two experiences, the rapid increase in capital –especially “hot money”- inflows caused by non-residents was an important factor of instability. Accordingly, when such inflows suddenly turn into outflows, they trigger off financial crises.

Thus, Mexico (1994-95) and South Korea (1997) underline some similarities in the two experiences, despite the presence of their differences. A look at the capital movements that make the ground for this study reveals that the behaviors of actors who bring about these flows change from country to country, and from actor to actor within the country. For instance, a review of total assets shows that in all two countries, there were hot money outflows by residents during the pre-crisis years and pro-cyclical outflows continued during the crisis periods (they were reduced in Mexico and increased in South Korea). Thus, even though these two countries display some different behavioral patterns, the residents perceived negative turns sooner than non-residents. When we look at total liabilities, in other words hot money movements by non-residents, we see that in all two countries, the substantial capital inflows of the pre-crisis years turned into negative values during the crisis years; in short, they moved in a pro-cyclical manner.

Thus, we arrive at the conclusion that short term arbitrage-seeking speculative capital movements played a decisive role in all three financial crises. There is a broad agreement that the boom-bust cycle in capital flows needs to be moderated. Because of this, the reintroduction of capital controls and the reactivation of crucial policy tools in developing countries are essential.