

Vügar Selimov

e-mail: yugarsalimov@gmail.com

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

2003 yılında yazdığım master tezimin alt-bölümü.

1.3 ASYA KRİZİ

1997 yılında meydana gelen Asya krizi 1990'lara damgasını vuran gelişmelerden biridir. Bir kere, 1982 borç krizinden bu yana kalkınmakta olan ülkeleri en derin biçimde etkileyen kriz olarak ilgi çekmiştir. Ayrıca, kriz dünyanın en hızlı büyüyen ülkelerinde ortaya çıkmıştı. Bir başka çarpıcı özellik, krizin neredeyse hiç kimse tarafından öngörülemediği olmasıdır¹. O zamana kadar geliştirilmiş kriz modelleri Asya krizini öngörmek bir yana dursun, neler olduğunu açıklamakta bile yetersiz kaldı. Çoğu iktisatçı Asya krizini yeni bir kriz türü olarak kabul edip öncekilerden farklı modeller (üçüncü kuşak modeller) geliştirmeye başladı. Asya krizinin meydana geliş nedenleri kriz literatüründe en çok tartışılan konulardan birine dönüştü. Bütün bunların yanı sıra, gelişmiş ülkeleri de büyük ölçüde etkilemiş ve bölge ülkelerinin uluslararası kuruluşlardan tarihin en büyük kurtarma kredisini almış olması da Asya krizini 1990'ların en önemli olaylarından biri yapmaktadır.

İzleyen alt-bölümlerde ilk olarak kriz öncesinde Güney-Doğu Asya ülkelerindeki (özellikle Tayland, Güney Kore, Filipinler, Malezya ve Endonezya'yı kapsayan Asya-5 ülkelerindeki) makro ekonomik ve finansal ortama bakılacaktır. Daha sonra, krizin nasıl ortaya çıkıp yayıldığına yönelik çeşitli görüşlere yer verilecektir.

1.3.1 Kriz Öncesi Makro Ekonomik Durum

Asya krizi uzun süren bir yüksek ekonomik performans döneminin ardından gerçekleşti. Şöyle ki, Asya-5 ülkelerinin bütçe dengeleri 1990-96 döneminde ya denkti, ya da fazla vermekteydi. Kamunun dış borcu ya çok düşüktü, ya da gittikçe azalmaktaydı². Enflasyon oranı, hiçbir artış eğilimi göstermeden, %10 civarında seyretmekteydi (Filipinler ve Endonezya hariç). Bölgedeki reel büyüme ortalaması aynı dönemde %8'di³. Tasarruf ve yatırımların GDP'ye oranı %30'dan fazlaydı. Söz konusu dönemde bölgeye ortalama olarak GDP'nin %6'sı kadar yabancı sermaye girişi olmuştu. Bu sermaye girişleri tüketimden çok yatırımları finanse etmekte kullanıldığı için sürdürülebilir olarak görülmekteydi. Yine bu dönemde işsizlik oranı ortalama olarak %4 iken mutlak yoksulluk neredeyse ortadan

¹ Park (1996) bu konuda önemli bir istisna teşkil etmektedir. Çalışmasında yazar Güney-Doğu Asya ülkelerindeki iktisadi zaafllara dikkat çekerek bir finansal kriz olasılığında söz etmektedir. Krugman (1994) ise söz konusu ülkelerde büyümenin yavaşlayacağını öngörmekte, fakat bir çöküş olasılığı üzerinde durmamaktadır (Radelet ve Sachs, 1998).

² Bakınız Chang ve Velasco (2001, Tablo2).

³ Güney-Doğu Asya ülkelerinde krizden önceki ve sonraki büyümenin analizi için bakınız Crafts (1998).

kalkmıştı. Daha önceki krizlerle karşılaştırıldığında, uluslararası ekonomik ortam da olumluydu. ABD ve özellikle Japonya'daki faiz hadleri düşüktü. Gelişmiş ülkelerdeki (Japonya hariç) büyüme nispeten yüksekti. Dünya mal piyasaları da istikrarlıydı. Ayrıca, dünya ticareti ortalama olarak %6 büyümekteydi (Glick 1998, Fischer 1998, Ouattara 1998, Bustelo 1998 ve 2000, Chang ve Velasco 2001, Radelet ve Sachs 1998).

Ne var ki, kriz öncesi Asya ülkeleri bazı makro ekonomik zaafırları da barındırmaktaydı. Bu zaafırlar büyük ölçüde Meksika'nın 1994 krizinden önceki durumuyla paralellik sergilemekteydi. Birbiriyle etkileşim içinde olan bu zaafırlardan biri ulusal paraların aşırı-değerli olmasıydı. Krizden önceki yıllarda Asya ülkelerinin hükümetleri enflasyonist baskılarla mücadele etmek ve yabancı sermaye çekmek amacıyla döviz kurunu çıpa olarak kullanmaktaydı. Ulusal paraların değeri belirli bir döviz sepeti cinsinden ya sabitlenmiş ya da hareket aralığı sınırlandırılmıştı. Fakat söz konusu döviz sepetinin içinde ABD doları büyük paya sahip olduğu için, ulusal paraların değeri fiili olarak ABD dolarına endeksliydi. Bu ülkelerdeki enflasyon oranları daha önceki krizlerde Latin Amerika ülkelerinde görülenler kadar yüksek olmasa da, başta ABD olmak üzere OECD ülkelerinde görülenlerden fazlaydı. Bu durum, krizden önceki yıllarda ulusal paraların aşırı-değerli hale gelmesine katkıda bulundu⁴.

Ulusal paraların aşırı-değerli hale gelmesinin tek nedeni enflasyon farkı değildi. Döviz kurunun çıpa olarak kullanılması, yurtiçi enflasyon yurtdışındakinden daha yüksek olmasa bile ulusal paranın aşırı-değerli hale gelmesine yol açabilir. Örneğin, eğer uygulanan döviz kuru rejimi beklentileri, döviz kuru riskinin ortadan kalktığı veya azaldığı yönünde değiştirirse ülkeye yönelik sermaye girişlerinde büyük artış olabilir. Bu ise, döviz arzı eğrisini, denge döviz kuru, açıklanmış olan resmi kurun altında kalacak şekilde, sağa kaydırabilir (Şekil 1). Bu analiz, krizden önce Asya ülkeleri paralarının aşırı-değerli hale gelmesinin diğer muhtemel bir nedenini açıklamaktadır. Şöyle ki, sabit ya da kontrollü değişken döviz kuru rejimleri, sermaye hareketlerinin serbest ve içerideki faiz hadlerinin çekici olmasıyla⁵ birleşince, bu ülkelere yönelik sermaye girişlerinde büyük artış meydana geldi⁶. Bu ise, yurtiçinde döviz bolluğu yaratarak denge döviz kurunun ilan edilmiş kurun

⁴ Roubini (1998a)'nın de belirttiği gibi, döviz kuru rejimi sabite daha çok yakın olan ülkelerin paraları daha fazla değer kazanmıştı.

⁵ Faiz hadlerinin yabancı yatırımcılar için uygun hale gelmesinin bir önemli nedeni, hükümetlerin büyük sermaye girişleri karşısında sterilizasyon politikasına başvurmalarıydı. Şöyle ki, büyük miktarlarda sermaye girişinin genişletici etkisini azaltmak için hükümetler bir yandan döviz satın alarak rezervlerini artırmakta, diğer yandan da açık piyasa işlemleriyle yurtiçi kredileri azaltmaktaydı. Ne var ki, bu işlem yurtiçinde faiz hadlerini daha da yükselterek sermaye girişlerini teşvik etmekteydi (Kregel, 1998).

⁶ Asya-5 ülkelerine yönelik net sermaye girişi 1994-96 yılları arasında iki kat artarak 93 milyar dolara çıktı (IMF, 1998).

altına inmesine ve böylece, ulusal paranın aşırı-değerli hale gelmesine yol açtı (Şekil 1). Öte yanda, ulusal paranın endekslediği yabancı paranın (ya da paraların) değerlendirilmesi de ulusal paranın değer kazanmasına neden olabilir. Bu olasılık, paralarını ağırlıklı olarak ABD doları cinsinden sabitleyen (ya da hareketini sınırlayan) Güney-Doğu Asya ülkelerinde söz konusuydu. ABD dolarının 1995 yılından sonra Japon yen'i karşısında değer kazanması, yukarıda anlatılan gelişmelerle beraber, Güney-Doğu Asya ülkelerinde ulusal paraların (özellikle Japon yen'i karşısında) değer kazanması sürecini güçlendirdi (Glick, 1998). Bütün bunların sonucunda, 1997 yılının baharına gelindiğinde reel döviz kuru ABD doları karşısında 1990 yılına göre Malezya'da %19, Filipinler'de %23, Tayland'da %12, Endonezya'da %8, Singapur'da %18 ve Hong Kong'da %30 oranında değer kazanmıştı (Roubini, 1998a).

Makro temellerdeki diğer önemli zaaf 1996 yılında ihracatın büyümesinin azalmasıydı. Asya-5 ülkeleri için ihracattaki büyüme 1995'te ortalama olarak %25 iken bu rakam 1996 yılında %7'ye düştü. 1997 yılının ilk aylarında azalmaya devam etti. Tayland'da ise ihracat 1996 yılında %2 azaldı (Radelet ve Sachs, 1998). Bunun en önemli nedeni, ulusal paraların aşırı-değerli hale gelmesiydi. Bu etkiyi kuvvetlendiren başka faktörler de vardı ki, bunlar arasında i) Çin'in 1994'te parasını %50 devalüe etmesi, ii) 1995-96 döneminde, bölgenin en önemli ihraç ürünlerinden biri olan yarı-iletkenlere yönelik dünya talebinin düşmesi ve iii) bölge ihracatının %30'unu alan Japonya'daki ekonomik durgunluk dikkat çekmiştir. Böylece, kriz öncesinde Asya ülkelerindeki ulusal paralar, örneğin, 1994'te Meksika pesosunda görüldüğü kadar (%40) değerlendirilmesinde de, çoğu Asya ülkesinin rekabet pozisyonu 1997 yılına gelindiğinde bir hayli kırılgan hale gelmişti (Roubini, 1998).

Aşırı-değerli ulusal paralar ve azalan ihracat büyümesi, 1990'ların başından itibaren, çoğu Asya-5 ülkesinin önemli cari hesap açıkları vermesine yansdı. 1990'ı izleyen yıllarda Tayland'ın cari hesap dengesi sürekli olarak GDP'nin %6'sından fazla açık verirken 1995-96 yıllarında bu oran %9'a yaklaştı. Malezya'da 1990-96 döneminde bu oran ortalama olarak %7'ydı. Aynı dönemde Filipinler ve Güney Kore'de GDP'nin %5'i kadar bir cari hesap açığı görülürken Hong Kong, Singapur, Çin ve Tayvan cari hesap fazlası vermektedir (Corsetti et al, 1998a).

Cari hesap açığının krizde oynadığı rol konusunda çeşitli görüşler ileri sürülmüştür. Bütün bu görüşlerin çıkış noktası "cari hesap açığının sürdürülebilirliği" konusundaki beklentiler kategorisidir. Corsetti, et al. (1998a), paraları saldırıya maruz kalan ülkelerin cari hesap açığı veren ülkeler olduğu, diğerlerinin ise krizi nispeten hafif atlattığı gerçeğinden yola çıkarak cari hesap açığının krizde önemli rol oynamış olabileceğini ileri sürmektedir. Çalışmada söz konusu ülkelerde kriz öncesi cari hesap açığının sürdürülemez olduğu görüşü

savunulmakta ve bu duruma yol açan bazı unsurlar ele alınmaktadır. Bunlardan birincisi, reel büyümeyle ilgilidir. Geleneksel görüşe göre, cari hesap açığının sürdürülebilir olması için büyümenin yüksek olması gerekir. Yukarıda belirtildiği gibi, Asya-5 ülkeleri uzun bir süreden beri yüksek büyüme performansı sergilemekteydi. Fakat, Krugman (1994)'ün gösterdiği gibi, Güney-Doğu Asya ülkelerinde büyüme toplam faktör üretkenliğinden (*total factor productivity*) çok girdi artışından kaynaklanmaktaydı. Üretkenlik rekabetinin yaşandığı bir dünyada, söz konusu büyüme sürdürülebilir değildi.

İkinci unsur yatırımlarla ilgilidir. Yine geleneksel görüşe göre, eğer dışarıdan yapılan borçlanma tüketimden çok yatırımı finanse ederse daha az “tehlikeli” olur (Bustelo, 1998). Bu görüş iki zımni varsayıma dayanmaktadır: i) yatırımın getirisi en az borç alınan fonun maliyeti kadardır (ve rekabet gücünü artırmaktadır), ii) yeni yatırımlar ticareti yapılan mallar sektöründeki üretken kapasiteyi artırmaya yöneliktir. Bu zımni varsayımlardan ilkinin test etmek için yatırım artış hızının reel büyüme haddine oranına (*ICOR – incremental capital output ratio*) bakılabilir. Asya-5 ülkelerine bakıldığında bu oranın krizden önceki yıllarda arttığı görülmektedir. Bu ise yatırımın etkililiğinin azaldığına işaret etmektedir. İkinci varsayıma gelince, Kore dışında bütün Asya-5 ülkelerinde yatırımların arazi ve gayri-menkul gibi ticareti yapılamayan mallar sektöründe yoğunlaştığı görülmektedir. Bu durum hisse senedi piyasalarındaki verilerden de anlaşılabilir ki, 1990-96 döneminde gayri-menkullerle ilgili hisse fiyatları diğerlerine göre daha hızlı artış göstermişti (Corsetti, et al. 1998a).

Üçüncü unsur bütçelerin durumuyla ilgilidir. Yukarıda belirtildiği gibi, kriz öncesi Asya-5 ülkelerinde “tehlikeli” düzeyde bir bütçe açığı yoktu. Örneğin, Tayland'da bütçenin durumu, geleneksel kriterlere göre oldukça sağlandı. Herhangi bir yılın mali harcamalarını, geçen yıldaki vergi gelirlerinin üzerine küçük bir marj ekleyerek hesaplamayı öngören bütçe yasası bütçe açıklarının ortaya çıkmasını önlemişti. Üstelik, Tayland'da bütçe, 1980'lerin sonundan itibaren GDP'nin %2-3'ü civarında fazla vermişti. Fakat, eğer bir ülke büyük bir yatırım veya tüketim patlaması yaşıyorsa ve özellikle eğer para politikasının hareket alanı sabit döviz kuru rejiminden dolayı sınırlıysa, bütçenin denk olması ve hatta %2-3 oranında fazla vermesi yeterince sağlamlık sağlamayabilir. Tayland'da aşırı talep patlamasının önüne geçilememesinin önemli bir nedeni buydu (Corbett ve Vines, 1999).

Ayrıca, görünmeyen bütçe açıkları önemli bir sorun oluşturmaktaydı. Burnside, et al. (1998)'de ayrıntılı olarak anlatıldığı gibi, özel kesimin yükümlülükleri hükümetler tarafından açık veya zımni bir şekilde garanti altına alındığı için, özel kesimin bir ödeme zorluğu yaşamaması durumunda söz konusu yükümlülükler otomatik olarak kamu yükümlülüğü haline gelecekti. Dolayısıyla, bütçeler aslında gizli bir açık barındırmaktaydı. Bu gizli açıklar kriz

ortaya çıkıncaya kadar verilere yansımaya da cari hesap açığının sürdürülebilirliği beklentisini olumsuz etkiledi. Çünkü bu açıklar hükümetin gelecekte senyoraaj gelirlerine başvurmak zorunda kalacağı ve bunun da devalüasyona yol açacağı yönündeki beklentileri pekiştirdi.

Gizli açıklarla bağlantılı bir diğer konu söz konusu ülkelerdeki “beklenen enflasyon”du. 1990’larda Asya-5 ülkelerindeki enflasyon oranı gelişmekte olan ülke standartlarına göre çok düşüktü. Fakat finansal kesimdeki problemler ve hükümetin bunlara likidite sağlayarak parasal genişlemeye gideceği beklentisi, beklenen enflasyonun artmasına yol açtı. Bu ise, gelecekte bu ülkelerin yüksek enflasyondan (ve böylece aşırı-değerli ulusal paralardan) dolayı dış rekabet gücünün azalması sorunuyla karşı karşıya kalacağı ve cari hesap açığını sürdürmekte zorlanacağı ihtimalini işaret ediyordu.

Son olarak, Corsetti, et al. (1998a)’nın üzerinde durdukları dördüncü unsur Asya-5 ülkelerinin dışarıya açıklık dereceleridir. Aslında, dışarıya daha açık olan ülkelerin sürdürülebilirlik sorunu yaşaması olasılığı iki nedenden dolayı düşüktür: i) büyük ihracat sektörü ülkenin dış borç yükümlülüklerini yerine getirebilmesini kolaylaştırır; ii) ülke dış dünyayla daha fazla bütünleşmiş olduğu için, muhtemel bir krizin ülke için maliyeti de daha şiddetli olur. Bu yüzden dışarıya daha açık bir ülke tutarlı politikalar izleyerek dış yükümlülüklerini karşılamakta daha iyi bir performans sergiler. Ne var ki, bunların yanı sıra, dışarıya açıklık ülkeyi ticaret haddi şoklarına karşı kırılgan konumda bırakır. Kriz öncesinde Güney-Doğu Asya ülkelerinin çoğunda yaşanan buydu. 1996 yılında bu ülkelerin temel ihraç ürünlerindeki (yarı-iletkenler ve diğer mamül mallar) fiyat düşüşleri ihracat gelirlerinde önemli azalışlara neden oldu.

Yukarıda anlatılan makro sorunlara rağmen, 1997 yılının ilk aylarında Güney-Doğu Asya ülkelerinin temelde sağlam oldukları ve yurtiçi talebin daraltılması ve/veya ulusal paraların tedrici olarak değer kaybettirilmesi yoluyla “yumuşak iniş” (*soft landing*) yapabileceği düşünülmekteydi (Glick, 1998). *Ex post* olarak bakıldığında, bu düşüncenin rasyonel olduğu söylenebilir. Şöyle ki, Chang ve Velasco (2001)’in gösterdiği gibi, aynı dönemde pek çok Latin Amerika ülkesindeki makro temeller Asya-5 ülkelerindekilerle aynı ya da daha kötüydü. Böylece, makro temellerdeki zaafklar söz konusu büyüklükte bir krizin olası olduğuna dair bir işaret içermemekteydi.

1.3.2 Kriz Öncesi Finansal Durum ve *Moral Hazard*

Asya kriziyle ilgilenen iktisatçıların çoğu makro temellerdeki zaaflardan çok, Asya ülkelerinin finans sistemlerinde bulunan ve “Asya modeli” kapitalizm olarak da bilinen bazı yapısal çarpıklıkları vurgulamaktadır. Krugman (1998a)’yla başlayan bu görüşe göre, finans kesimi, iş dünyası ve hükümet arasındaki bazı özel ilişkilerden kaynaklanan *moral hazard*

problemi bu ülkelerin finansal sistemlerini çok kırılgan yapmaktaydı. Corsetti, et al. (1998a)'nın gösterdiği gibi, söz konusu problem kendini üç farklı, ancak birbiriyle ilişkili alanda göstermekteydi.

İlk olarak, *moral hazard* problemi şirketler düzeyinde görülmekteydi. Yüksek ekonomik büyümeye yönelik siyasi baskılar, özel yatırım projelerinin devletçe garanti altına alınması geleneğini gittikçe yaygınlaştırmaktaydı. Şöyle ki, bu projelerin çoğu ya devletin kontrolü altındaydı, ya devletçe desteklenmekteydi, ya da kredilerin himaye edilen firmalara ve/veya endüstrilere yönlendirilmesi (*directed credit*) biçimindeki politikalar söz konusuydu. Açık devlet garantisinin olmadığı durumlarda bile, şirketler uyguladıkları yatırım projelerinin maliyet ve risklerini büyük ölçüde göz ardı etmekteydi. “Kişisel ve siyasi himayecilik ağına bürünmüş finansal ve sınai politikaların ve zor durumda olan firmaları kurtarmaya istekli hükümetlerin varlığı sonucunda piyasalar yatırımın getirisinin ters şoklara karşı bir şekilde sigortalandığı sanısıyla işlem yapmaktaydı” (Corsetti, et al. 1998a, sayfa 2). Bunun sonucunda, 1990’ların ortalarında yeni yatırımların getirisi çoğu durumda sermayenin maliyetinden daha düşüktü.

Moral hazard probleminin ikinci yönü uluslararası bankaların davranışıyla ilgilidir. Krizden önceki yıllarda uluslararası bankalar (ki bunlar arasında *offshore* bankalar önemli paya sahipti⁷), risk değerlendirme standartlarını açıkça ihmal ederek ve bölgedeki karlılık durumuyla ilgili negatif işaretlere aldırılmayarak, Asya ülkelerine kredi vermeye devam etti. Bu “aşırı kredi verme sendromu”nun (*overlending syndrome*) arkasında, sınır-ötesi bankalar-arası kısa-vadeli (*short-term interbank cross-border*) yükümlülüklerin doğrudan hükümet müdahaleleriyle veya dolaylı olarak IMF programlarıyla teminat altına alınacağı beklentisi yatmaktaydı⁸.

Bono ve hisse senedi piyasalarının nispeten az geliştiği Güney-Doğu Asya ülkelerinde, sermaye girişlerine bankalar ve (özellikle Tayland’da) banka-dışı finans kurumları aracılık etmekteydi. Yurtdışı piyasalardan aşırı borçlanıp (*overborrowing*)⁹ yurtiçinde aşırı miktarlarda kredi veren (*overlending*) finans sistemi Güney-Doğu Asya ülkelerindeki *moral*

⁷ *Offshore* bankaların Asya krizinde oynadığı rolle ilgili olarak Errico ve Musalem (1999)’a bakılabilir.

⁸ Radelet ve Sachs (1998)’e göre, bu beklentiler Asya bankalarına ve şirketlerine yönelik uluslararası kredi artışını açıklamaktadır. Fakat yabancı bankaların Asya’daki banka-dışı finans kurumlarına kredi verirken de aynı beklenti içinde olduklarını söylemek için bir neden yoktur.

Pereira da Silva ve Yoshitomi (2001) de, söz konusu aşırı kredi verme sendromunun arkasında, *moral hazard* probleminden çok, yabancı bankaların sergilediği sürü davranışının ve tedbirsiz rekabetin yattığını ileri sürmektedir.

⁹ Asya ülkelerindeki aşırı-borçlanma sendromu için bakınız McKinnon ve Pill (1998).

hazard probleminin üçüncü yönünü oluşturmaktaydı¹⁰. Bu ülkelerdeki finans ve bankacılık sektörünün gerçekten de, krizden önce kırılğan konumda olduğu genel kabul görmektedir¹¹. Bu sektörde bulunan yapısal bozukluklar arasında, i) zayıf ve eksik düzenleme ve denetleme; ii) düşük sermaye yeterlilik oranları; iii) uygun mevduat sigortası sisteminin yokluğu; iv) düzenleyici (*regulatory*) kurumların yeterli uzmanlığa (*expertise*) sahip olmayışı; v) proje seçimi ve gözetimiyle ilgili dürtülerdeki bozukluklar ve vi) bankalarla firmalar arasındaki yarı-monopolistik ilişkiden kaynaklanan “ilişki bankacılığı”nın (*relationship banking*) sonucu olarak, kredi tahsisinin piyasa-dışı kriterlerle yapılması dikkat çekmiştir (Corsetti, et al. 1998a).

Bazı hükümet politikaları yukarıdaki faktörlerin negatif etkilerini pekiştirdi. Bunlardan birincisi, 1990’larda yapılan sermaye hesabının serbestleştirilmesi ve finans piyasalarının deregülasyonuydu¹². Sermaye piyasalarının serbestleştirilmesi, ulusal finans kurumlarına ve şirketlere büyük miktarlarda düşük maliyetli fon sağlamaya yönelik daha geniş bir politik amacın bir parçasıydı. Bu amaçla tutarlı olan ikinci bir politika, dolarla olan borçların faizlerindeki risk primini azaltmaya yönelik döviz kuru rejimiydi. Ne var ki, aynı politikalar, bankaların, büyük miktarlarda, (risklere karşı) korunmamış (*unhedged*) pozisyonlar almalarına yol açtı. Şöyle ki, döviz kuru politikası, risk primlerini azaltarak, dışarıdan borçlanmanın maliyetini düşürürken, sermaye girişleri karşılığında piyasaya sürülen ulusal paraların sterilizasyonu yurtiçi faiz hadlerinin daha fazla yükselmesiyle sonuçlandı. Böylece, dışarıdan yabancı parayla borçlanıp yurtiçinde yerli parayla kredi vermek bankalar için gittikçe daha cazip hale geldi¹³ (Corbett ve Vines, 1999; Shirazi, 1998). Hükümetlerin dışarıdan finansman sağlamayı açıkça veya zımmen teşvik etmesi ve uluslararası bankaların (yukarıda anlatılan nedenlerden dolayı) kredi vermeye istekli olmaları Güney-Doğu Asya ülkelerindeki bankaların dışarıdan “aşırı-borçlanma”sına yol açtı.

Dışarıdan borçlanılan fonların yarattığı likidite bolluğu söz konusu ülkelerde kredi patlaması (*lending boom*) getirdi. 1990-96 yılları arasında bu ülkelerde özel sektöre açılan kredilerin GDP’ye oranı sürekli arttı. Bu dönemde en çok kredi patlamasının yaşandığı ülkeler Filipinler (%151), Tayland (%58) ve Malezya’ydı (%31) ki, bu ülkelerin parasal spekülasyondan ilk etkilenen ülkeler olması anlamlıdır (Corsetti, et al, 1998a). Kredi

¹⁰ Buradaki “aşırı” kategorisi, söz konusu devlet garantileri olmasaydı gerçekleşecek olan borçlanmadan ve krediden (sırf garanti var diye) daha fazla borçlanıldığını ve kredi verildiğini anlatmak için kullanılmaktadır.

¹¹ Finansal sistemdeki kırılğanlıkla ilgili teorik analiz için Chai ve Johnston (2000)’e, bu kavramın Asya krizine uygulanması için de Athukorala ve Warr (2002)’ye bakılabilir.

¹² Finansal krizle finansal serbestleşme arasındaki ilişkiyle ilgili ampirik çalışma için Weller (1999)’a bakılabilir.

¹³ Bunun yanı sıra, yabancı para faizleriyle yerli para faizleri arasındaki fark uluslararası ticari ve yatırım bankalarının *carry trade* işleminde yoğunlaşmalarına yol açtı. Farklı *carry trade* uygulamaları için bakınız IMF (1998), Box 2.9.

patlamasının yaşandığı Güney-Doğu Asya ülkelerinde madalyonun diğer yüzü aşırı-yatırımdı (Krugman, 1998a). Yukarıda belirtildiği gibi, kriz öncesi yıllarda bu ülkeler %30'luk bir yıllık yatırım büyümesi yaşamaktaydı.

Kredilerin GDP'ye oranındaki artış sadece kredilerin niceliğiyle ilgili bilgi verir. Fakat Güney-Doğu Asya ülkelerindeki temel sorunlardan biri söz konusu kredilerin kalitesiyle ilgiliydi. Bu krediler büyük ölçüde i) karlılığı şüpheli olan yatırımlar ve ii) var olan finansal varlıklara yönelik spekülasyon için kullanılmaktaydı. Şüpheli yatırımlara kredi verme pratiği, yukarıda belirtildiği gibi, hükümetlerin açık veya zımni garantilerinin yarattığı *moral hazard* probleminin sonucuydu. Finansal varlıklara gelince, bunlar arasında gayri-menkuller ve hisse senetleri önemli yer tutmaktaydı. 1996 yılı sonuna gelindiğinde Asya-5 ülkelerinde toplam kredilerin %43'ü bu sektörlere açılmıştı. Arz esnekliği nispeten düşük olan bu sektörlere yönelik spekülasyon varlık fiyatı enflasyonuna neden olmakta ve bu sektöre yönelik kredilerin daha da artmasına yol açmaktaydı (Krugman, 1998a). Bunların sonucunda, banka bilançoları yatırımların karlılığı açısından, özellikle dışsal şoklara karşı kırılgan hale geldi. Bu şoklar 1996 yılında kendini gösterince, kriz öncesi geri dönmeyen kredilerin toplam kredilere oranı Tayland'da ve Endonezya'da %13'e, Kore'de %8'e, Malezya'da %10'a, Filipinler'de %14'e ve Singapur'da %4'e çıktı (Corsetti et al. 1998a, Tablo 21).

1.3.3 Dış Borç Birikimi ve Yönetimi

Bir önceki altbölümde belirtildiği gibi, krizden önceki yıllarda Güney-Doğu Asya ülkelerindeki finans sektörü önemli miktarda dış yükümlülük biriktirdi. Örneğin, ticari bankaların dış yükümlülüklerinin GDP'ye oranı 1990-96 döneminde Filipinler'de %6'dan %17'ye, Tayland'da¹⁴ %5'ten %27'ye ve Kore'de %4'ten %9.5'e çıktı. Endonezya için aynı rakam azalmış gibi gözükse de (%6,5'ten %5,6'ya), bu ülkedeki *offshore* borçlanmanın büyük bir kısmı doğrudan özel firmalar tarafından yapıldığı için, özel kesimin net dış borcu büyüdü. Sadece 1996 yılında, Asya-5 ülkelerinin yabancı bankalara olan toplam yükümlülükleri 210 milyar dolardan 260 milyar dolara, aynı ülkelerdeki bankaların dış yükümlülükleri 91 milyar dolardan 115 milyar dolara yükseldi (Radelet ve Sachs, 1998, Tablo 12).

Dış yükümlülüklerdeki masif artış, göstergelere de yansımaktaydı. Bunlar arasında borç servisi oranı (*debt-service ratio*)¹⁵ en az tehlike sinyali içerecek şekilde, 1990'lar

¹⁴ Tayland bankacılık sisteminin net dış varlıkları 1993'te %14 iken 1995'te %0'a geriledi (Radelet ve Sachs, 1998).

¹⁵ Borç servisi oranı = (borçların tümü üzerindeki faizler + vadesi gelen uzun-vadeli borçların anaparası)/toplam ihracat.

boyunca bölgedeki çoğu ülke için %10'un altında¹⁶ görülse de, bu oran Endonezya (%30'dan fazla), Filipinler (%16) ve Tayland'da (%12) bir hayli fazlaydı (Corsetti et al. 1998a).

Diğer bazı göstergeler önemli riskleri daha iyi yansıtmaktaydı. Örneğin, 1996 yılı sonuna gelindiğinde, toplam dış yükümlülükleri içinde %50'den fazlasının kısa-vadeli olması bölgede normal bir durumdu. Bu dönemde, vadesi bir yıldan az olan yükümlülüklerin toplam yükümlülüklerle oranı Kore'de %67, Tayland'da %65, Endonezya'da %61, Malezya'da %50 ve Filipinler'de %58'di¹⁷. Bunun yanı sıra, 1996'da bölge bankalarının dış yükümlülüklerinin dış varlıklarına oranı da (Tayvan hariç) %100'ün üzerindeydi. En uç durumda olan Tayland'da bu oran %1103'tü (Corsetti et al. 1998a). Banka kredilerinin genelde daha uzun-vadeli ve yerli para cinsinden olduğu dikkate alınırsa, yukarıdaki oranlar Asya bankalarının bilançolarında önemli uyumsuzluk (*mismatch*) probleminin olduğunu göstermekteydi. Bu durum, iki tür riski de beraberinde getirmekteydi: i) yabancı parayla borçlanıp yerli parayla kredi veren bankalar döviz kuru riskine maruz kalmaktaydı¹⁸, ii) kısa-vadeli borçlanıp daha uzun-vadeli kredi veren bankalar likidite riskiyle karşı-karşıyaydı (Radelet ve Sachs, 1998).

Söz konusu risk ortamlarında, Güney-Doğu Asya merkez bankalarının yeterli rezervlere sahip olup olmadıkları hayati önem taşımaktaydı¹⁹. Bunun bir göstergesi, geniş anlamda parasal varlıkların (örneğin, M2) rezervlere oranıdır. Şöyle ki, bir döviz krizi ya da panik durumunda, bütün parasal varlıklar potansiyel olarak yabancı paraya çevrilebilir. Dolayısıyla, bu oran ne kadar düşükse, ülkenin rezervleri o kadar yeterlidir. 1996-97 döneminde, M2'nin rezervlere oranı çoğu Asya ülkesinde oldukça yüksekti. 1996 yılı sonunda bu oran Endonezya ve Kore'de 6.5, Filipinler'de 4.5, Tayland'da 3.9 ve Malezya'da 3.34'tü²⁰ (Chang ve Velasco, 2001, Tablo 8).

Rezerv yeterliliğinin bir diğer göstergesi, uluslararası bankalara olan kısa-vadeli yükümlülüklerin rezervlere oranıdır. Bu oran, uluslararası bankaların vadesi gelen kısa-vadeli kredilerini yeni kredilere dönüştürmek (*roll-over*) istemedikleri takdirde, rezervlerin bunları karşılamaya yeterli olup olmadığını ölçer. Aşıkardır ki, bu oranın birden fazla olması, herhangi bir finansal panik durumunda ülkenin uluslararası likidite krizine maruz kalacağını

¹⁶ Bu rakamın düşük çıkmasının bir nedeni yüksek ihracatsa da, daha önemli bir nedeni borç servisi oranlarında kısa-vadeli borçların anaparalarının içerilmemesidir.

¹⁷ Bölgeye yönelik kısa-vadeli uluslararası banka kredilerindeki artışın muhtemel nedenleri için bakınız Chang ve Velasco (2001).

¹⁸ Banka kredileri yabancı parayla yapılmış olsa bile, krediyi alan bazı firmalar döviz kazanmadığı için (örneğin, gayri-menkule yatırım yapanlar), aynı risk hala geçerliydi (Radelet ve Sachs, 1998).

¹⁹ Rezerv yeterliliği kavramındaki gelişmeler için Wijnholds ve Kapteyn (2001)'e bakılabilir.

²⁰ Tayland'daki rakam muhtemelen daha yüksekti. Çünkü, bu ülkede finans sisteminin yerli vatandaşlara olan yükümlülükleri içinde önemli paya sahip olan finans şirketlerinin taahhüt kağıtları (*promissory notes*) M2'nin içinde yer almamaktadır (Chang ve Velasco, 2001).

işaret eder. 1997 yılı ortasında, söz konusu oran Kore’de 2, Endonezya’da 1.7, Tayland’da 1.5, Filipinler’de 0.8 ve Malezya’da 0.6’ydı (Chang ve Velasco, 2001, Tablo 7). Görüldüğü gibi, vadesi gelen uzun-vadeli borçların anaparası ve faizi dikkate alınmasa bile, Kore, Endonezya ve Tayland’ın rezervleri kısa-vadeli yükümlülükleri dahi karşılayamamaktaydı. Vadesi gelen uzun-vadeli borçların anaparası ve faizi hesaba katıldığında, Filipinler ve Malezya’nın rezervlerinin de yeterli olmadığı anlaşılmaktadır (Corsetti et al. 1998a). Böylece, 1997 yılı ortasına gelindiğinde, Asya-5 ülkeleri bir finansal panik karşısında çok kırılgan bir konumdaydı.

1.3.4 Krizin Başlaması ve Yayılması

Krizin ilk işaretleri 1996 yılının ortalarında görülmeye başlandı. Bu tarihte, yukarıda anlatılan içsel ve dışsal şokların ortak etkisiyle, o zamana kadar yüksek ekonomik performansın perdelediği zaaflar görünür hale geldi. Daha önceki yıllarda spekülasyon olarak yükselen varlık fiyatları, özellikle Tayland²¹ ve Kore’de, gerilemeye başladı. 1996 yılı boyunca, Tayland ve Kore’de hisse senedi fiyatları, sırasıyla, %40 ve %30 düştü. Aynı yılda, gayri-menkul piyasalarında da problemler yaşandı. Emlak şirketlerinin (yerli parayla) borsa değerleri Kore’de %30, Tayland’da %50 azaldı (Glick, 1998).

Bu gelişmeler, söz konusu şirketlere kredi vererek kırılgan hale gelmiş olan finans sektöründe sorunların başlamasına yol açtı. 1996 yılı Temmuz’unda, Bangkok Ticaret Bankasının (*Bangkok Bank of Commerce*) batmasının ardından, Tayland merkez bankası (*Bank of Thailand*) finansal sisteme likidite enjekte etti. Bu dönemde, Tayland parasına (*baht*) yönelik baskıların ilk aşaması başladı. Bu aşamada, IMF çalışanları ve yöneticileri Tayland hükümetini ödemeler bilançosu ve döviz kuru rejimindeki problemler konusunda uyardı (IMF, 1998).

Tayland parası üstündeki ikinci ciddi baskı dönemi 1997 yılının ilk aylarında gerçekleşti. Bunun bir nedeni, 1997 Ocağında, 1996’nın son çeyreğiyle ilgili olumsuz bütçe ve ihracat verilerinin açıklanmış olmasıydı, ki bu veriler, bütçe açığının artan bir şekilde parayla finanse edildiğini ve cari hesap açığının büyüdüğünü işaret etmekteydi. Diğer bir neden, emlak şirketlerinin finans sektörüne olan borçlarını ödeyemediğinin anlaşılmasıydı. 5 Şubat günü, emlak sektörünün alacaklıları arasında bulunan Somprasong Land’in dış yükümlülüklerini yerine getirememesi bunun bir göstergesiydi (IMF, 1998). Bu dönemde, Tayland’ın en büyük finans şirketi olan Finance One’da ödeme sıkıntıları yaşanmaya başladı. 1997’nin ilk çeyreğinde, Tayland merkez bankasına bağlı Finansal Kurumları Kalkındırma

²¹ Tayland krizinin ayrıntılı anatomisi için Siamwalla (2000)’e bakılabilir.

Fonu (*Financial Institutions Development Fund - FIDF*), finans sistemine 8 milyar dolarlık likidite sağladı ki, bunun %17.5'i tek başına Finance One'a aitti. Ülkenin en büyük finans şirketinin problemlili olması yabancı yatırımcıların gözünden kaçmadı ve sermaye girişleri tersine dönme sürecine girdi. Baht üzerindeki baskılar karşısında Tayland merkez bankası rezervlerini, spekülörlerle (ki bunlar arasında yabancı ticari ve yatırım bankaları önemli paya sahipti) yaptığı *forward* kontratlara bağlamaya başladı. Bunun yanı sıra, 10 Mart günü Tayland hükümeti zor durumda olan finansal kurumların 3.9 milyar dolarlık "kötü krediler"ini satın alacağını ilan etti (Corsetti et al. 1998a). Fakat 1997 yılı baharında global finans koşullarının değişmesi Tayland parası üzerindeki baskıları artırdı. Bu değişiklikler arasında, İngiltere, Almanya ve Japonya'daki faizlerin yükselmesi büyük öneme sahipti. Bu aşamada da IMF, Tayland hükümetinin, rezervleri hala yüksekken (35 milyar civarında), bazı konularda önlem almasını önerdi (IMF, 1998).

Nispeten sakin geçen Nisan ayının ardından, Mayıs ayında Tayland parası o zamana kadarki en şiddetli saldırıya maruz kaldı. Bunun en önemli nedeni, bir Tayland bankasının Hong Kong'daki şubesinin dolar karşılığında büyük miktarda *baht* sattığının ortaya çıkmasıydı. Bir kaç gün içinde merkez bankası (çoğunluğu *forward* piyasalarda yapılan müdahalelerle) 21 milyar dolar kaybetti. Bu müdahalelerle faiz hadlerini yükseltmeyen merkez bankası, *baht*'a karşı *short* pozisyon alan spekülörlere tek-yönlü (yani kaybetme olasılığının hiç olmadığı, sadece kazanma olasılığının bulunduğu) bir seçenek sunmaktaydı (IMF, 1998). Bu yüzden, söz konusu müdahaleler baskıları azaltmakta başarısız oldu.

Mayıs ayı boyunca finans sisteminin kurtarılması çabalarına devam edildi. 23 Mayıs'ta, hükümet Finance One'ı başka bir finansal kurumla birleştirmeye karar verdi. Bu çaba başarısızlıkla sonuçlanıp şirket iflasın eşiğine gelince, FIDF, Finance One'ın yeni hisselerini satın almayı taahhüt etti. Fakat bundan bir ay sonra, 25 Haziranda, Tayland hükümeti (Finance One dahil) bütün finansal kurumlardan desteğini çektiğini açıkladı. Bunun en önemli nedeni, yeni maliye bakanının, rezervlerin neredeyse tamamının (*forward* müdahalelerle) tüketildiğinin "farkına varmasıydı" (Corsetti et al. 1998a). Söz konusu durumun piyasada anlaşılmasından sonra gerçekleşen spekülatif saldırılar karşısında merkez bankası 2 Temmuzda *baht*'ı dalgalanmaya bıraktı. Aynı günün sonunda *baht* %15 değer kaybetti.

Tayland parasının değer kaybetmesi, piyasa katılımcıları arasında, bölgede rekabetçi devalüasyonların yapılacağı beklentisine yol açtı. Bölgedeki çoğu ülkenin benzer sorunlara sahip olduğunun anlaşılmasıyla diğer ulusal paralar baskı altına girdi. Döviz açığı olan şirketlerin, açığını kapatmak için dövize hücum etmesi baskıları daha da güçlendirdi. 11 Temmuzda Filipin hükümeti *peso*'nun daha geniş bir aralıkta dalgalanmasına izin verirken,

Endonezya merkez bankası *rupiah*'ın bandını %8'den %12'ye çıkardı. Gayri-menkul piyasasındaki çöküşle karşı-karşıya kalan Malezya hükümeti 14 Temmuzda *ringgit*'i dalgalanmaya bıraktığını açıkladı. 14 Ağustosta Endonezya hükümeti *rupiah*'ın serbestçe dalgalanmasına izin verdi (IMF, 1998, Box 2.12).

Güney Kore parası (*won*) bu dönemde rekabetçi devalüasyonlar dizisine katılmasa da, ülkede sorunlar 1997 yılı başında kendini göstermişti. Bu yılın Ocak ayında, Kore'nin 14'üncü büyük şirketi (*chaebol*) olan Hanbo Steel, yerli bankalara olan 6 milyar dolarlık borcunu ödeyemeyerek iflas etti. Bu durumda yabancı bankalar paniğe kapılınca, Kore hükümeti ticari bankalara (*commercial banks*) likidite enjekte etmeye başladı. Mart ayında, Kore'nin 26'ncı büyük şirketi Sammi Steel de iflas etti. Bundan bir ay sonra, Jinro Group (ülkenin 19. büyük şirketi) bankalara olan bazı yükümlülüklerini karşılayamadı. Temmuzda sıra, Kore'nin 8'inci büyük şirketi olan Kia grubuna geldi ve 370 milyon dolarlık yükümlülüğünü karşılayamayan grup koruma altına alındı (Corsetti et al. 1998a).

Kore'de şirket iflasları, en çok, şirket finansmanında uzmanlaşan ve *offshore* piyasalardan borçlanıp yerli şirketlere kredi açan ticaret bankalarını (*merchant banks*) etkiledi. Temmuz ayında baskılar artınca, Kore hükümeti ticari bankaların yanı sıra, ticaret bankalarına da likidite desteği sağlayacağını açıkladı. Fakat ne bu adım, ne de Ağustosta açıklanan ve finans piyasalarında güven sağlamayı amaçlayan paket Kore bankalarının yabancı bankalardan uygun koşullarda (yani düşük faizle ve uzun-vadeli) borçlanabilmesini sağlamaya yetmedi (IMF, 1998).

1997 boyunca uygulanan para politikaları, yaz ayları boyunca yaşanan devalüasyonları anlamak açısından kritik önem taşımaktadır. Paraları spekülative baskılara maruz kalan hükümetlerin ilk tepkileri, parasal daralmaya ve yurtiçi faizlerin yükselmesine karşı direnmesi oldu. Örneğin, bahar aylarındaki spekülative baskılar karşısında, Tayland başta olmak üzere, bölge hükümetleri *spot* ve *forward* döviz piyasasında yaptıkları satışları sterilize etti. Bu politikanın etkisiz olduğu anlaşılınca, Tayland hükümeti 15 Mayıs'ta döviz piyasasına müdahale yapmayı bırakıp, bunun yerine, *onshore* ve *offshore* piyasalarını birbirinden ayırmayı amaçlayan sınırlı sermaye kontrolü uygulamaya başladı. Bölge ülkelerinin neredeyse hepsinde para politikasındaki gevşeklik yaz sonuna kadar sürdü. Malezya'da ise bu durum Aralık ayına kadar (ki o zamana kadar *ringgit* artık %40 değer kaybetmişti) sürdü (Corsetti et al. 1998a).

Spekülative saldırıların olduğu bir dönemde düşük faiz politikasına ısrarla devam edilmesi, sadece kırılgan finans koşulları çerçevesinde anlaşılabilir. Merkez bankalarını sıkı para politikası uygulamaktan alıkoyan en önemli faktör, bankaların, finans kurumlarının ve

şirketlerin finansal durumlarıydı. Faiz haddi yükselişi kredi daralmasına ve şirket ve banka iflaslarının artmasına yol açardı. Fakat ilginç olan nokta, gevşek para politikasının da aynı riski taşımasıydı. Gerçekten de, bu politika daha sonraki dönemlerde ulusal paraların değer kaybetmesi sürecini hızlandırdı. Bunun sonucunda da, bankaların ve şirketlerin yabancı parayla olan yükümlülükleri dramatik bir şekilde yükseldi (Corsetti et al. 1998a). Radelet ve Sachs (1998)'e göre, eğer, örneğin, Tayland 1997 yılı başında emlak fiyatlarındaki düşüşün ardından *baht*'ı dalgalanmaya bıraksaydı ve para ve maliye politikalarını kısmen daraltsaydı, finansal krizden büyük ölçüde kaçınılmış olurdu. "Tayland ve Kore, döviz rezervlerinin önemli kısmını tüketinceye kadar döviz kurunu korumaya çalışarak büyük hata yaptı" (Radelet ve Sachs, 1998, sayfa 35). Bölgedeki parasal otoriteler, ancak ulusal paralar önemli değer kayıplarına uğradıktan sonra sıkı para politikasına geçtiler. Ne var ki, bu türden bir geç parasal daralmanın etkileri negatif oldu. Parasal daralma, piyasada güveni sağlamak yerine, kredi kıtlığına yol açarak kötü kredilerde artışa neden oldu. Böylece, bankaların ve firmaların finansal problemlerini kötüleştirmekle kalmayıp, reel ekonomik aktivite üzerinde de deflasyonist etki yaptı (Corsetti et al. 1998a).

Yaz sonuna gelindiğinde, Tayland, Endonezya, Filipinler ve Malezya paralarında yaşanan yaklaşık %30'luk ortalama değer kaybı, bölgedeki diğer ulusal paraları olumsuz etkilemeye başladı. Örneğin, dalgalı kur rejimi altında bulunan Singapur parası, bu ülkenin yakın komşusu ve ticaret partneri Malezya'da *ringgit*'in çökmesiyle değer kaybetmeye başladı. Eylül sonunda Singapur parası 1997 yılı başına göre dolar karşısında %8 değer kaybetti. Ekim ayına gelindiğinde, spekülasyon baskılarından etkilenen ülkeler Tayvan ve Hong Kong oldu. Fakat Kore, yukarıda anlatılan sorunlarına rağmen, hala hedef ülkeler arasında değildi. Çünkü, kriz öncesinde Kore parası, bölgedeki diğer ulusal paralardan farklı olarak, eksik-değerliydi (*undervalued*). 1996 yılında *won*, 1990 yılına göre reel olarak %15 değer kaybetmişti. Ayrıca, 1997 yılı Ocak-Eylül sonu döneminde *won*, mevcut kur rejimine uygun olarak, %8 oranında değer kaybetti. Bu yüzden, Kore ilk başta, bölgedeki devalüasyonlardan daha az etkilendi (Corsetti et al. 1999a).

Ekim ayına kadar Tayvan da spekülasyon saldırılardan uzak kalmayı başardı. Bunun nedeni, Tayvan'ın daha sağlam makro temellere sahip olmasıydı. Bir kere, ülke ihracatı içinde yüksek katma değerli *high-tech* malların payı çok daha yüksekti. Ayrıca, bu ülke, büyük miktarda (100 milyar dolardan fazla) rezerv stokuna sahip olmanın yanı sıra, cari hesap fazlası vermekteydi. Son olarak, Tayvan doları 1990'lar boyunca sürekli değer kaybetmişti. Fakat Ekim ayında piyasa katılımcılarının beklentileri olumsuz yönde değişti. Bunun arkasında yatan kritik faktör, Singapur parasının değer kaybetmesiydi. İki ülkenin ihracat

kompozisyonu birbirine çok yakın olduğu için, Singapur hükümetinin adımı Tayvan'ın rekabet pozisyonu için bir tehlike olarak algılandı. Böylece, Ekim başlarında Tayvan parası şiddetli saldırılara maruz kaldı. Gerçekte, Tayvan, döviz kurunu korumak için yeterli rezerv stokuna sahipti. Fakat Ekim ayı ortasında Tayvan hükümeti ulusal parayı dalgalanmaya bırakma yolunu seçti. Çünkü, son aylarda ülke parası, bölgedeki rakip ülke paralarına göre, önemli ölçüde değerli hale gelmişti. Dalgalanmanın ardından Tayvan doları %5 değer kaybetti (Corsetti et al. 1998a).

Tayvan dolarının devalüasyonu, Hong Kong'un da aynı yolu izleyeceği beklentisine yol açtı. Ekim sonuna doğru Hong Kong dolarına yönelik spekülasyon saldırılar başladı. Corsetti et al. (1998a)'ya göre, bu saldırılar irrasyonel spekülasyon olarak algılanmamalıdır. Çünkü, i) 1990'lar boyunca Hong Kong doları reel olarak %30 değer kazanmıştı ve ticaret dengesi 1995'ten beri açık vermekteydi; ii) paraları Ekim sonunda %40 değer kaybetmiş olan Tayland, Endonezya, Malezya ve Filipinler Hong Kong'un önemli ihracat rakipleri arasında bulunmasalar da, nispi fiyatlardaki bu kadarlık bir değişim Hong Kong üzerindeki rekabetçi baskıları artırmaktaydı; iii) Hong Kong'unkine çok benzer ürünler ihraç eden Singapur ve Tayvan paralarını devalüe etmişti; ve iv) yaz aylarında gerçekleşen Çin'le birleşme bir politik risk unsuru olarak görülmekteydi. Bütün bu makro zaafılara rağmen, Hong Kong hükümeti döviz kurunu korumayı başardı. Yine Corsetti et al (1998a)'ya göre, bu başarıyı Hong Kong'da uygulanan para kuruluna bağlamak yanlış olur. Söz konusu başarının ardında yatan temel unsur, Hong Kong hükümetinin spekülasyon baskıları karşısında uyguladığı sıkı para politikasıdır. Bu politika sonucunda kısa-vadeli faiz hadleri yukarı fırladı. Bu, sermaye kaçışlarını azaltırken, uluslararası piyasalarda Hong Kong'a olan güveni yeniden sağladı.

Singapur ve Tayvan'la benzer ürünleri ihraç eden bir diğer ülke Kore'ydі. 1996 yılından beri ciddi bir ekonomik kriz yaşayan Kore, başta Singapur ve Tayvan olmak üzere, bölge ülkelerinde yaşanan devalüasyonlar sonucunda önemli rekabet gücü kaybına uğramıştı. Kasım ayında artan spekülasyon saldırıları Kore parası *won*'un bu ay boyunca %25 değer kaybetmesine neden oldu. Kore bölgenin en büyük ekonomisi olduğu için, bu ülkenin parasını devalüe etmesi bölgedeki diğer ülkeleri negatif yönde etkiledi. *Won*'un çökmesinin ardından Tayvan, Singapur, Tayland, Malezya, Endonezya ve Filipinler'in parası yeni bir değer kaybetme sürecine girdi. Normal zamanlarda Kore bankalarına açmış oldukları kredileri otomatik olarak yenileyecek olan yabancı bankalar, vadesi gelen kredileri yenilemeyi reddetmeye başladı. Yabancı bankaların, Kore bankalarıyla ilgili iflas beklentilerindeki artış karşısında yeni kredi vermeyi reddetmeleri, Kore finans sektöründe iflasları artırdı. Böylece, söz konusu beklentiler "kendini gerçekleştirir" hale geldi. Bu durumun yol açtığı finansal

panik *won*'un Aralık ayında bir haftada %40 değer kaybetmesine yol açtı. Ortalık ancak Aralık sonunda, Amerikan, Alman ve Japon bankalarının, kısa-vadeli kredilerin sırayla yenilenmesini müzakere etmeye razı olmalarından sonra sakinleşti (Corsetti et al. 1998a).

1.3.5 Krizle İlgili Farklı Görüşler

Daha önce belirtildiği gibi, Asya krizi iktisat literatüründe önemli tartışmalara neden oldu. Bu tartışmalar, Asya krizinin ortaya çıkmasıyla ilgili pek çok karşıt ve/veya tamamlayıcı görüşleri yansıtmaktaydı. Bu görüşler, vurguladıkları faktörler bakımından, üç ana grup halinde toplanabilir: i) krizi “piyasa aksaması”nın (*market failure*) sonucu olarak görenler; ii) krizi makro ve/veya finansal temellerdeki zaaflara bağlayanlar; ve iii) finansal paniğe karşı kırılğan hale gelmeyi, krizin arkasında yatan temel unsur olarak vurgulayanlar. Tabii ki, bu görüşleri birbiriyle bağdaştırmaya çalışan yorumlar da mevcuttur²².

Birinci görüşe göre, Asya krizi iki farklı “piyasa aksaması” türünün ortak sonucuydu. İlk olarak, serbest ve rekabetçi uluslararası sermaye piyasaları, sermayenin optimal dağılımını sağlamadı. Asya ülkelerine yönelik sermaye akışları, bu ülkelerde finansal istikrarsızlığın yaygın olduğu aşık hale geldikten sonra bile devam etti. İkinci tür piyasa aksaması, özel bankacılık sistemlerinin büyük sermaye girişlerini etkili bir şekilde massedip üretken alanlara yönlendirememesiydi (Kregel, 1998). Kriz, eksik-düzenlenmiş (*under-regulated*) ve aşırı-likit global finans piyasalarının bir sonucu olarak ortaya çıktı (Das, 1999). Bu anlamda, söz konusu kriz belirli bir bölgede patlak veren global bir krizdi (Akyüz, 1998). Asya ülkelerindeki hükümetler ise, piyasalara fazla güvenerek krize katkıda bulundular. Şöyle ki, örneğin, daha *laissez-faire* politikalar izleyen Tayland ve Endonezya krizden en çok etkilenen ülkeler arasındaydı. Diğer bölge ülkelerine göre daha müdahaleci politikalar uygulayan Singapur ve Tayvan ise krizden en az etkilenen ülkeler oldu (Akyüz, 1998).

İkinci görüşe göre, kriz, bölge ülkelerindeki yapısal ve ekonomik politikalarla ilgili bozuklukların sonucuydu. Bu görüşün bir versiyonu, makro temeldeki dengesizlikleri vurgulamaktadır. Şöyle ki, sabit döviz kuru rejimleri, sermaye girişleri ve *moral hazard*'la birlikte, ulusal paraların reel olarak değerlendirilmesine, yatırımların yanlış sektörlerde aşırı büyümesine, varlık fiyatlarının yapay bir şekilde yükselmesine ve büyük ölçüde kısa-vadeli sermaye girişleriyle finanse edilen cari hesap açıklarına yol açtı. Söz konusu cari hesap açıklarının finansmanında bankacılık sistemi bir aracı olarak önemli paya sahipti. Bankalar dışarıdan yabancı parayla ve çoğunlukla kısa-vadeli olarak borçlanmaktaydı. Bankaların bu pozisyonları büyük ölçüde (risklere karşı) korunmamış haldeydi. Çünkü, bankalar (ve

²² Bu konuda bak. Miller ve Zhang (1999).

firmalar) arasında, döviz kuru rejiminin sürdürüleceği ve/veya işler kötüye giderse, hükümetlerin kendilerini kurtaracağı beklentisi hakimdi. Firmaların yatırım projeleri beklenildiği kadar karlı çıkmayınca, firmalar ve bankalar ödeyemeyecekleri kadar büyük miktarlarda döviz borcuyla karşı karşıya kaldılar. Bunun ardından gerçekleşen döviz krizi, yabancı parayla olan borçların reel yükünü artırınca durum daha da kötüye gitti. Yapısal reformlara pek yanaşmayan hükümetlerin davranışları ise politika belirsizliğine yol açarak finansal paniği daha da artırdı. Böylece, kriz öncesi makro temeller krizin kaçınılmaz olduğunu (ya da, daha teknik bir deyimle, devalüasyonun tek denge olduğunu) işaret etmekteydi. Kriz gününe yaklaştıkça, krizin önlenmesi gittikçe daha imkansız hale geldi (Roubini 1998b; Corsetti et al. 1998a,b).

İkinci görüşün diğer bir versiyonunu temsil eden Krugman (1998a,b) ise, daha çok finansal temellerdeki zaafı vurgulamakta ve krizi bir *boom-bust cycle* olarak açıklamaktadır. Bu açıklamaya göre, finansal araçlar, yükümlülüklerinin hükümetler tarafından zımnen teminat altına alındığı sanısıyla işlem yapmaktaydı. Ayrıca, finans sistemi büyük ölçüde eksik düzenlenmişti ve böylece, ciddi bir *moral hazard* problemi söz konusuydu. Bu kurumların açtığı aşırı miktarlarda riskli krediler, varlık fiyatlarında enflasyona neden oldu. Varlık fiyatlarındaki yükselme, sirküler bir süreç tarafından sürdürülmekteydi: riskli krediler riskli varlıkların fiyatını yükselterek, bankaların finansal durumlarını olduğundan daha sağlam göstermekteydi. Varlık fiyatı “balonu patlayınca” (*bubble burst*) aynı sirküler süreç tersine döndü. Azalan varlık fiyatları finansal sistemdeki sorunları görünür hale getirdi. Bunun ardından, finansal araçlar kredileri kısınca varlık deflasyonu daha da arttı. Krugman’a göre bu sirküler süreç, krizin şiddetinin yanı sıra, Asya ekonomilerinin, kendi kendini gerçekleştiren kriz karşısındaki kırılma eğilimini de açıklamaktadır. Bu ise, çok az ekonomik bağları bulunan ekonomiler arasındaki “bulaşıcı etkiler” (*contagion*) kavramını anlaşılır hale getirmektedir²³.

IMF’in görüşünü dile getiren Fischer (1998)’e göre, Asya ülkelerindeki sorunların temelinde, daha önceki ekonomik başarı yatmaktaydı. Yüksek büyüme ve genelde ihtiyatlı (*prudent*) makro ekonomik yönetim, büyük bölümü kısa-vadeli olan sermaye girişlerini cezbettir. Söz konusu sermaye girişleri, bir tarafta büyümeyi teşvik ederken, diğer tarafta yerli bankaların ani kredi patlaması yapmasına olanak sağladı ki, bu da riskli yatırımlara ve varlık fiyatlarında gerçek-dışı yükselmelere neden oldu. Geçmiş yıllardaki başarılar hükümetlerin, IMF’den ve döviz piyasalarından gelen baskılara rağmen, önlem almakta direnmelerini de

²³ “Bulaşıcı etkiler” kavramıyla ilgili eleştirel görüş için Schwartz (1998)’e bakılabilir.

açıklamaktadır. Böylece, gerekli politika önlemlerinin alınmadığı bir ortamda, ulusal parayı çaresizce korumaya çalışan merkez bankaları krize engel olamadı. Bulaşıcı etkilere gelince, IMF'in görüşü, bunun kısmen rasyonel piyasa davranışını yansıttığıdır²⁴. Şöyle ki, Tayland'da patlak veren krizin ardından, yatırımcılar bölgedeki diğer bazı ülkelerin de benzer durumda olduğunu fark edince, spekülâtif saldırılar diğer ulusal paraları da hedef almaya başladı. Ne var ki, *ex post* olarak bakıldığında, ulusal paralarda görülen değer kayıpları herhangi bir anlamlı tahminin çok ötesindeydi. Bu anlamda, piyasalar aşırı tepki vermişti ki, bu da sürü davranışının söz konusu olduğunu işaret etmektedir (Fischer, 1998).

Corbett ve Vines (1999), parasal ve finansal krizle parasal ve finansal çöküşü (*collapse*) ayırmaktadır. Çalışmaya göre, parasal ve finansal kriz kaçınılmazken, bunların bir çöküşe dönüşmesi önlenebilirdi. Kriz öncesinde bölge ülkeleri hem parasal, hem de finansal krize karşı kırılgan konumdaydı. Parasal krize karşı kırılganlık, sabit döviz kuruna dayalı para politikası ortamında yapılan serbestleşmenin yarattığı *boom-bust* sürecinden kaynaklanmaktaydı. Finansal krize karşı kırılganlığın arkasında ise, zor durumlarda finansal sistemi kurtarmayı (zımni olarak) taahhüt eden banka-temelli (*bank-based*) finansal rejim ortamında yapılan serbestleşme yatmaktaydı. Bu kırılganlıklar arasında karşılıklı etkileşim söz konusuydu. Parasal krize karşı kırılganlık ortamında gerçekleşen negatif şoklar (örneğin, yatırımların getirilerinin azalması, dış pozisyonların kötüleşmesi v.s.) devalüasyona (yani parasal krize) neden oldu. Aynı şoklar, finansal sistemde de önemli kayıplara yol açtı. Üstelik, hükümetlerin finans sektörünü kurtarmasını gerekli kıldı (finansal kriz). Finansal çöküşe yol açan kritik faktör, devalüasyonun finansal krizi kötüleştirmesiydi. Bu durum, sabit döviz kuru rejimine has bir özellikten, yani yabancı parayla büyük miktarlarda (risklere karşı) korunmamış borçlanmadan kaynaklanmaktaydı. Finans sisteminden alacaklı olanlar, devalüasyonun çok büyük olduğunu ve hükümetlerin kurtarma taahhütlerini yerine getiremeyeceğini anlayınca finansal çöküş başladı. Hükümetlere olan güvenin sarsılması ise parasal çöküşe yol açtı. Böylece, çöküş, parasal ve finansal krizlerin karşılıklı etkileşimi sonucu ortaya çıktı²⁵.

Asya kriziyle ilgili üçüncü görüş, finansal paniğe karşı kırılganlık kavramını ön plana çıkarmaktadır. Örneğin, Radelet ve Sachs (1998)'e göre, Asya krizinin temelinde yatan bu kırılganlık, söz konusu ülkelerdeki belirli zaafaların (örneğin, kısa-vadeli dış yükümlülüklerdeki artışın) sonucuydu. Fakat bu zaafalar kriz için gerekli olsa da, yeterli

²⁴ Baig ve Goldfajn (1998) finans piyasalarında bulaşıcı etkilerin Asya krizindeki rolünü incelemektedir.

²⁵ Bakınız Corbett ve Vines (1999), Şekil 1.

değildi²⁶. Bu durum, söz konusu ülkelerde çoklu dengenin varlığını işaret etmektedir. Şöyle ki, kriz, uygun politika değişiklikleriyle büyük ölçüde önlenebilirdi. Ne var ki, bu önlemler alınmayınca, bazı negatif şoklar (örneğin, iflaslar) finansal paniğin başlamasına neden oldu. Bu görüşe göre, bazı iktisatçıların vurguladıkları yapısal bozukluklar (örneğin, Asya modeli kapitalizm ya da ilişki bankacılığı) Asya ekonomilerinde gerçekten mevcuttu. Bu bozukluklar Asya ekonomilerinin kırılganlığına katkıda bulundular. Fakat, bunlar Asya'daki çöküşü açıklamamaktadır. Asya ekonomileri “mucize” olmadıkları gibi, gerçekleşmeyi bekleyen “felaket” de değillerdi. Yatırımcılar, bu ülkelerde bulunan zaafların çoğundan haberdardı. Aynı zamanda, söz konusu ekonomilerin gücünü de biliyorlardı. Kimsenin hesaba katmadığı tek şey, yabancı kredilerin aniden kesilmesinin bu ekonomileri yıkacağıydı (Sachs ve Woo, 1999).

Benzer şekilde, Chang ve Velasco (2001), Asya krizini açıklamak için “uluslararası likit olmama” (*international illiquidity*)²⁷ kavramından yola çıkmaktadır. Yazarlara göre, bölge ülkelerinde yapılan finansal serbestleşme politikaları finans sistemlerinin uluslararası likidite pozisyonlarının kötüleşmesine neden oldu. Bu durum, geniş ölçekli ve çoğunlukla kısa-vadeli sermaye girişlerinin de etkisiyle, krizin koşullarının oluşmasına yol açtı. Başka bir deyişle, yerli bankalar döviz kuru riskine ve yabancı kreditorlerin “ruh hali”ne (*mood*) karşı kırılgan hale geldi. Böyle bir ortamda, yatırımcı güveninde ortaya çıkan küçük şoklar bile büyük paniğe neden olabilir. Asya ülkelerinde bu şok, finans sisteminde mevcut olan yabancı para miktarının, yabancı yatırımcıların döviz alacaklarını karşılamaya yetmeyeceğinin anlaşılmasıydı. Bunun ardından gerçekleşen finansal panik, güven ortamı devam etseydi yaşar kalacak olan bankaların çökmesine neden oldu. Yabancı kreditorlerin yanı sıra, mevduat sahiplerinin de bankalardan kaçması krizi daha da derinleştirdi.

İkinci ve üçüncü görüşleri birbiriyle bağdaştırmaya çalışan²⁸ Glick (1998)'e göre, yatırımcı güveninde meydana gelen şoklarla makro temellerden kaynaklanan şokları ayırt etmek oldukça güçtür. Çünkü, güven, belirli bir dereceye kadar içseldir ve makro temellerle ilgili sezgilere bağlıdır. Böylece, örneğin, bankadan kaçışın, diğer mevduat sahiplerinin kaçma olasılığının yol açtığı güven kaybından mı, yoksa makro temellerdeki kötüleşmeden ve bankanın, mevduatları geri ödeyemeyecek kadar kötü kredilere sahip olduğunun anlaşılmasından mı kaynaklandığını ayırt etmek bir hayli zordur.

²⁶ Örneğin, 1997 yılında Güney Afrika Cumhuriyeti de finansal paniğe karşı kırılgan konumdaydı. Fakat bu ülkede bir kriz meydana gelmedi (Radelet ve Sachs, 1998).

²⁷ Bu kavramın anlamı, bir ülkedeki finansal sistemin yabancı parayla olan potansiyel kısa-vadeli yükümlülüklerinin, bu sistemin kısa-vadede ulaşabileceği yabancı para miktarından fazla olmasıdır (Chang ve Velasco, 2001).

²⁸ Bustelo (1998) de benzer bir çaba içindedir. Bakınız Bustelo (1998), sayfa 15.

Glick (1998)'in açıklamasına göre, sermaye dağılımının ilişkilere dayandığı ve düzenlemenin eksik olduğu finansal sistemler, yatırım kararlarının kalitesiyle ilgili güvenin kaybolmasına karşı hassastı. Yerli ve yabancı kreditorler yatırım kararlarının kalitesiyle ilgili endişe duymaya başlayınca, söz konusu kararlarla ilgili şeffaf ve doğrudan bilginin var olmaması piyasadaki güveni ciddi bir biçimde sarstı. Finansal problemlerin tahmin edilenden çok daha fazla olduğu anlaşılınca, hangi firmaların ve bankaların ne ölçüde sorunlu olduğunun bilinmemesi ciddi belirsizliğe yol açtı. Böyle bir ortamda, kreditorler sermayelerini, ayırım yapmadan, bütün sistemden çekmeye başladı. Bunun ardından finansal sistemdeki problemler büyüyünce, hükümetlerin sistemi desteklemek için yeterli döviz kaynaklarına sahip olmadıklarının anlaşılması problemleri daha da artırdı.

Yazara göre bu açıklama, Asya krizini, bölge ülkelerinin hepsinde bulunan tek bir makro ekonomik faktöre indirgemenin neden mümkün olmadığını gözler önüne sermektedir. Örneğin, aşırı-değerli ulusal para sorunu bütün bölge ülkeleri için geçerli değildi. Yarı-iletkenlere yönelik talepteki düşüş, Endonezya ve Tayland üzerinde çok sınırlı bir etki yaptı. Cari hesap açığı Kore'de, diğer bazı ülkelere göre çok düşüktü. Fakat krizin temelinde, yatırımların sağlamlığıyla ilgili kreditor güvenindeki sarsılmanın yattığı kabul edilirse, her ülke için tek ve aynı makro ekonomik neden aramaya gerek kalmaz. Makro (ve/veya finansal) temeller, krizin büyüklüğünün ülkeler arasında neden farklılık gösterdiğini açıklamaya yaramaktadır. Şöyle ki, makro temelleri daha sağlam olan ülkeler (örneğin, Filipinler, Singapur, Tayvan ve Hong Kong) diğer bölge ülkelerine (örneğin, Endonezya, Kore ve Tayland) göre krizden daha az etkilendiler (Glick, 1998).

Sonuç olarak, Asya krizini açıklamaya çalışan bu iki görüşün birbiriyle tutarsız olmadığı söylenebilir. Bir tarafta, zayıf makro ve/veya finansal temeller, likidite krizine karşı kırılğan olmanın gerekli koşuludur. Diğer tarafta ise, makro temellerden kaynaklanan kriz, piyasanın aşırı tepki vermesine yol açarak, saf finansal paniğe benzer bir durumun ortaya çıkmasını sağlayabilir.

1.3.6 Kriz Yönetimi ve IMF Programları

Parasal ve finansal krize maruz kalan Güney-Doğu Asya ülkelerinin hepsi, krizin ekonomi üzerindeki etkilerini azaltmak için çeşitli önlemler aldılar. Bu önlemleri alırken, bazı ülkeler IMF'le işbirliği yaptı. Diğer bazı ülkeler ise bağımsız kriz yönetimi stratejisi oluşturma yolunu seçti.

IMF'le işbirliği yapmaya karar veren ülkeler Tayland, Endonezya ve Kore'ydi. 28 Temmuzda IMF'ten yardım isteyen Tayland hükümeti, 20 Ağustosta IMF'le 34 aylık ve 17.2 milyar dolarlık bir stand-by anlaşması yaptı. 31 Ekimde Endonezya hükümeti de 36 aylık ve

40 milyar dolarlık bir paket imzaladı. Kore hükümeti ise, 4 Aralıkta, 3 yıllık ve tarihin en büyük kurtarma paketi olan 57 milyar dolarlık stand-by anlaşması yaptı . Söz konusu IMF programları şu hedeflere yönelikti: i) dış yükümlülüklerin ödenebilmesini sağlamak; ii) ulusal paralardaki değer kayıplarını sınırlamak; iii) mali dengeyi korumak; iv) enflasyondaki yükselmeyi sınırlamak; v) döviz rezervlerini tekrar artırmak; vi) bankacılık sektörünü yeniden yapılandırarak reformları başlatmak; vii) monopollerini kaldırmak başta olmak üzere, reel sektörde reform yapmak; viii) piyasalardaki güveni ve hükümetlere olan itibarı korumak; ve xi) üretimdeki azalmayı sınırlamak (Radelet ve Sachs, 1998).

Yukarıdaki hedeflere ulaşmak için IMF programları, dış yükümlülükleri finanse etmek için gerekli fonları sağlamanın yanı sıra, makro ekonomik politika ve yapısal reform alanlarında bazı önemli değişiklikleri öngörmekteydi. İlk olarak, programlarda, IMF ve diğer uluslararası kuruluşlar ve hükümetler tarafından sağlanan fonların, dış yükümlülüklerin yerine getirilmesinde kullanılması içerilmekteydi. Amaç, cari hesaptaki intibak sürecini hafifletmenin yanı sıra, piyasada güveni artırarak sermaye çıkışlarını azaltmaktı (Boorman et al. 2000). Makro ekonomik politika alanında daralma öngörülmekteydi. Bir yanda, parasal taban hedefleri daraltılarak, faiz hadleri yükseltildi ve yurtiçi krediler kısıldı. Amaç, döviz kurunun daha fazla yükselmesini önlemektir. Öte yanda, programların en temel unsuru olarak görülen maliye politikasında da daralmaya gidildi. Mali daralmanın bir amacı, parasal daralmayı destekleyerek ulusal paraları güçlendirmek, diğer amacı ise finansal sisteme enjekte edilmek üzere fon sağlamaktı (Radelet ve Sachs, 1998).

Yapısal reform alanındaki uygulamalardan biri, sorunlu finans kurumlarının faaliyetlerine derhal son vermektir. Bu bağlamda, Tayland'daki 91 finans şirketinden 58'inin faaliyeti (geçici olarak) durduruldu (suspended). Daha sonra bunlardan 56'sı tasfiye edildi. Endonezya'da 16 ticari banka kapatıldı. Kore'de 30 ticaret bankasından 14'ünün faaliyeti durduruldu. Bu uygulamaların amacı, söz konusu kurumlarca biriktirilmiş kayıpları sınırlamak ve piyasalara, hükümetlerin reformları uygulamakta ciddi olduklarına dair sinyal göndermektir. İkinci yapısal reform uygulaması, finans sistemine sermaye yeterlilik standartlarının getirilmesiydi. Bankalar, açık döviz pozisyonlarından ve geri dönmeyen kredilerdeki artıştan dolayı sermaye kaybına uğradıkları için, program bunların yeniden-sermayelendirilmesini öngörmekteydi. Amaç, mümkün olduğunca kısa bir sürede bankaları sağlam hale getirmektir. Üçüncü olarak, reel sektöre yönelik yapısal değişiklikler söz konusuydu. Bunlar arasında, tarifelerin azaltılması, sektörlerin yabancı yatırımlara açılması ve monopolcü güçlerin azaltılması dikkat çekmekteydi (Radelet ve Sachs, 1998).

Tayland, Kore ve Endonezya’da uygulanan IMF programları ilk başta beklenen sonuçları vermedi. Özellikle piyasada güvenin sağlanması konusunda başarı elde edilemedi. Sermaye çıkışları ve ulusal paralardaki değer kaybı, programlar uygulamaya koyulduktan sonra da devam etti. Üstelik, bu ülkeler, ilk baştaki “hafif yavaşlama” beklentilerinin aksine, derin bir resesyona girdiler. Her üç ülkede de programlar, uygulamaya koyulduktan birkaç hafta sonra değiştirilmek zorunda kaldı. Tayland, Kore ve Endonezya’yla, sırasıyla, 25 Kasım’da, 24 Aralıkta ve 15 Ocakta yeni niyet mektupları imzalandı. IMF’e göre, söz konusu başarısızlıkların bir nedeni, özellikle sermaye çıkışlarının büyüklüğüyle ilgili eksik tahminler de, daha önemli bir neden hükümetlerin bu programları zamanında ve gerektiği gibi uygulamamasıydı. Daha sonraki dönemlerde yapılan revizyonlarda bu eksiklikler giderilmeye çalışıldı .

En başından beri, IMF politikalarına yönelik çeşitli eleştiriler ileri sürüldü. Bu politikaların, krizin daha fazla uzamasına neden olduğu iddia edilmekteydi. IMF bu eleştirilerden bazılarını kabul ederken, diğer bazılarını karşı kendini savunmaktadır. Eleştirilerin bir kısmı para politikasına yöneliktir. Radelet ve Sachs (1998) IMF programlarında içerilen para politikası stratejisini iki açıdan eleştirmektedir. Bunlardan birincisi, yurtiçi kredi hedefleriyle ilgilidir. IMF programlarının hepsinde yüksek-güçlü paraya ya da merkez bankası kredilerine bir sınır getirilmişti. Yazarlara göre, bu sınırlamalar, merkez bankasının “ödünç veren son merci” fonksiyonuyla çatışmaktaydı. Merkez bankası belli bir düzeyden sonra yurtiçi kredi sağlayamayacağı için, piyasa katılımcıları “ödünç veren son merci” mekanizmasının ortadan kalktığını anlayacaklardı. Söz konusu ülkelerde, kısa-vadeli kreditorlerin, merkez bankasının likidite sağlamayacağından (ya da sağlayamayacağından) kuşkulanan panığe kapılmasının bir nedeni buydu.

Para politikasına yönelik eleştirinin diğer yönü faiz politikasıyla ilgilidir. Radelet ve Sachs (1998)’e göre, büyük miktarda sermaye çıkışları karşısında faiz hadlerinin yükselmesi ve ekonominin daralması zaten kaçınılmazdı. Problem, IMF’in, faiz hadlerini daha fazla yükseltmekte ısrar etmesiydi. Bu durum, sonuçta, ağır ve gereksiz ekonomik daralmaya yol açtı. Ayrıca, yüksek faiz haddi politikasının, finansal paniğe maruz kalan Güney-Doğu Asya ülkelerinin paralarını desteklemekte başarısız olduğu ortadadır. Döviz kurları, IMF programları imzalandıktan sonra da yükselmeye devam etti. Bu süreçte faiz haddi politikasının rolü büyüktü. Çünkü kreditorler, yüksek faiz hadleri sonucunda borçlu kurumların “borcunu ödeyemez” duruma geleceğini anladı (Kregel, 1998, 13). Bütün bunların yanı sıra, faize-duyarlı aletlerin (örneğin, bonoların) alım-satımıyla uğraşan piyasa katılımcıları Asya’nın sınırlı finansal piyasalarında aktif değillerdi. Çoğunluk, kısa-vadeli

kredi veren yatırımcılardan oluşmaktaydı. Bu kredilerin faizleri, LIBOR üzerine sabit bir prim eklenerek hesaplandığı için, yüksek faiz hadlerinin bunlar üzerindeki doğrudan etkisi sınırlıydı.

IMF temsilcileri, Asya krizinde uygulanan faiz politikalarının doğru olduğunu savunmaktalar. Fischer (1998)'e göre, söz konusu ülkeler IMF'ten yardım istediklerinde, paraları hızla değer kaybetmekte ve (Tayland ve Kore'de) rezervleri neredeyse tükenmek üzereydi. Bu yüzden, yapılması gereken ilk iş, ulusal paralara olan güveni yeniden sağlamaktı. Bunu yapmanın tek yolu, ulusal para tutmayı cazip hale getirmek, yani, bankaların ve şirketlerin durumu ağırlaşsa bile, faiz hadlerini geçici olarak yükseltmekti. Yabancı parayla büyük miktarlarda borcu olan bankalar ve şirketler için, faiz hadlerinin geçici olarak yükseltilmesi ulusal paraların daha fazla değer kaybetmesinden daha iyiydi .

IMF programlarındaki para politikasının yanı sıra, maliye politikası da eleştiri konusudur. İlk başta IMF her ülkeden, GDP'nin %1'i oranında bir bütçe fazlası talep etmekteydi. Radelet ve Sachs (1998)'e göre, "Hükümet bütçelerinin neden programların merkezi [unsuru] haline getirildiği açık değildir. Çünkü, maliye politikası bölge boyunca bir hayli sağlandı, ve bütçe haylazlığı (profligacy), açıkça, krizin kaynağı değildi. Üstelik, IMF mali daralmanın, cari hesap açığının azaltılması için gerekli olduğunu iddia etse de, bölgede zaten otomatik olarak gerçekleşen büyük daralmanın üstüne yeni bir daralma eklemenin neden gerekli olduğuna dair açıklayıcı bir mantık sağlanamadı. Mali hedefler ancak krizin daraltıcı güçlerine katkıda bulundu. GDP'nin %1'i gibi kesin bir rakamın açık bir analitik temeli de bulunmamaktaydı (gerçekten de, bu rakamın büyük ölçüde keyfi olarak belirlendiği anlaşılmaktadır). Söz konusu koşullarda, programın sağladığı döviz girişleriyle finanse edilen küçük bir bütçe açığı daha uygun olurdu. IMF'nin ilk başta talep ettiği bütçe fazlasının uygun olmadığını anladığı görülmektedir..." (Radelet ve Sachs, 1998, s 51).

Bu görüşün karşısında yer alan Fischer (1998)'e göre, krizin başlangıcında ülkelerin, hem gelecekteki finansal yeniden-yapılanmanın maliyetini karşılamak, hem de cari hesap açığını azaltmak için, mali pozisyonlarını sağlamlaştırması gerekmektedir. Bunun ötesinde, ekonomik durum kötüleşirse, IMF genellikle otomatik dengeleyicilerin (automatic stabilizers) harekete geçmesine ve açığın bir şekilde genişlemesine müsaade etmek için ülkelerle anlaşmaktadır. "Bununla beraber, krizde olan bir ülke tipik olarak sınırlı miktarda borçlanabildiği ve söz konusu koşullarda para basma alternatifinin felaketle sonuçlanacağı için, biz bütçe açığının düzeyi karşısında kayıtsız kalamayız" (Fischer, 1998).

Yapısal reformlara gelince, bu konudaki eleştiriler de iki yönlüdür. Bunlardan birincisi, bankaların yeniden-sermayelendirilmesiyle ilgilidir. Krizin ardından, çoğu bankanın

yeniden-sermayelendirilmeye ihtiyacı olduğu genel kabul görmektedir. Daha önce belirtildiği gibi, krizin başlangıcında, geri-dönmeyen kredilerdeki artış ve ulusal paraların değer kaybetmesi, en güçlü bankaların bile sermaye tabanlarını eritmişti. Buradaki temel mesele, söz konusu kriz ortamında bankaların hangi hızla yeniden-sermayelenmeye zorlanacağıdır. Bankaları gerçek-dışı bir zaman diliminde yeniden-sermayelenmeye zorlamak, banka kredilerinin aniden azalmasına yol açabilir. Bu ise, piyasada ciddi kredi sıkıntısına, özel firmaların durumunun kötüleşmesine ve geri-dönmeyen kredilerin daha da artmasında neden olabilir. Radelet ve Sachs (1998)'e göre, bu süreç, 1997 yılı sonunda IMF programı uygulanan ülkelerde görülen sürecin aynısıydı.

Yapısal reformlarla ilgili ikinci eleştiri, bankaların kapatılmasıyla ilgilidir. Radelet ve Sachs (1998), bankaların ve finansal kurumların aniden kapatılmasının sadece paniği artırmaya yaradığı görüşündeler. Mevduat sigortası sisteminin olmadığı bir ortamda, bankaların kapatılması, her bankanın aynı riski taşıdığı beklentisine yol açarak, bankalardan kaçışı ateşledi. Bu durum, yaşanmakta olan likidite sıkıntısını daha da artırdı. Paniğe kapılan yabancı yatırımcıların yeni kredi vermeyi reddetmesi durumu daha da kötüleştirdi. Bütün bunların yanı sıra, Krugman (1999)'un belirttiği gibi, IMF'in, yapısal reformlar gibi geleneksel olmayan uygulamalara baş vurması, bir yanda, kriz ülkelerindeki problemlerin çok derin ve zor çözümler olduğu izleniminin uyanmasına; diğer yanda ise, uygulamadaki zorluklar nedeniyle, işlerin iyice çığırından çıktığı hissini oluşmasına yol açtı.

Karşı görüşe göre, Asya krizi geleneksel makro ekonomik dengesizliklerden çok yapısal problemlerden kaynaklandığı için, etkili bir kurtarma stratejisinin yapısal reformlara önemli bir yer vermesi gerekiyordu. Aşık bir şekilde iflas etmiş olan bankaların açık kalmaya devam etmesi hata olurdu. Çünkü, bu durum, bölgedeki finansal krizin çözümüne değil, devam etmesine katkıda bulunurdu. Yapılacak en iyi şey, iflas etmiş bankaları yeniden-sermayelenmeye zorlamak ya da kapatmak, küçük mevduat sahiplerini korumak ve hisse sahiplerinin zararlara katlanmasını sağlamaktı. Aynı zamanda, bankaların düzenlenmesi ve denetlenmesi de iyileştirilmeliydi. Bütün bunların hangi hızla yapılacağına karar verirken IMF her bir ülkenin koşullarını dikkate aldı (Fischer, 1998).

Son olarak, IMF politikaları, moral hazard riski taşıdığından dolayı da eleştirilmiştir . Bu görüşe göre, IMF tarafından kurtarıma beklentisi, yatırımcıları ve kreditorleri, kendi yatırım ve kredi stratejilerini etkili bir biçimde gözlemekten alıkoymaktadır. Aynı nedenle, borçlu ülke hükümetleri de riskli eylemlerde bulunarak ekonomiyi kırılgan hale getirmektedirler. Sonuçta, ülke sakinleri krizin getirdiği resesyondan zarar görürken, kurtarılan kreditorler hak ettikleri yükü üstlenmemektedirler (Meltzer, 1998).

Bu eleştiriyeye karşı bazı itirazlar ileri sürülmüştür. Bir kere, 1995'ten sonra Asya'ya yönelik sermaye akışlarındaki artışın, Meksika'nın kurtarılmasından sonraki beklentilerle bir ilişkisi olduğuna dair doğrudan bir delil bulunmamaktadır. İkinci olarak, IMF'in pek çok kez belirttiği gibi, bono ve hisse senedi yatırımcıları başta olmak üzere, özel kreditorlerin önemli bir kısmı krizden büyük ölçüde zararlı çıktı. Üçüncü olarak, ülkeler çoğu zaman IMF'ten yardım istemekten kaçınmaktalar. Ekonomileri krize giren siyasilerin politik yaşamları genelde sona ermektedir. Bu bağlamda, kurtarma paketlerinde bulunan koşullar, politika oluşturanları yanlış yapmaktan caydırmaktadır (Corsetti et al. 1998a). Fischer (1998)'e göre, "Aslında biz (yani IMF) bir trade-off'la karşı-karşıyayız. Krizle yüzleştığımızda biz, bunun derinleşmesine ve uluslararası kreditorlere ders vermesine izin verebiliriz; alternatif olarak, bazı istenmeyen yan etkilere rağmen, krizin bölge ve dünya ekonomisi üstündeki etkilerini hafifletmek amacıyla, yükün bir kısmını borç alanların ve verenlerin üstüne koyacak şekilde elimizden geleni yapmak için müdahale edebiliriz. Bu son yaklaşım... daha anlamlıdır... [Müdahale edilmeseydi] sonuç, daha yüksek refah, daha açık piyasalar ve daha hızlı intibak değil, daha büyük ticaret ve ödeme kısıtlamaları, dünya ticaretinde daha büyük bir düşüş ve daha yavaş bir dünya büyümesi olurdu. Bu ise, ne ABD'nin, ne de diğer IMF üyelerinin çıkarımadır".

Yukarıdaki eleştirilerden yola çıkarak, bazı iktisatçılar, IMF'ten yardım almadan kriz yönetimi politikası oluşturan Malezya'yı örnek olarak göstermektedirler. Örneğin, Krugman (1999), Malezya'da uygulanan sermaye kontrollerini bir hayli başarılı bulmaktadır. Bu konuyu anlamak için, Malezya'nın durumuna daha yakından bakmakta yarar vardır (Boorman et al. 2000).

Diğer bölge ülkelerinde olduğu gibi, 1997 yılı ortasında Malezya da yatırımcı güveninin kaybına ve büyük miktarda sermaye çıkışına maruz kaldı. Bu durum, temelde, ülkenin özel sektöre yönelik kredilerdeki çift-rakamlı büyüme hadlerini, büyük cari hesap açığını ve yüksek varlık fiyatlarını sürdürüp sürdüremeyeceğiyle ilgili kuşkulardan kaynaklanmaktaydı. Bunun sonucunda, 1998'in ortalarına doğru hisse senedi piyasası %60 düşerken ulusal para reel olarak %25 değer kaybetti. Rezervler ise %25 azaldı.

Bütün bunlara rağmen, Malezya ekonomisi, bazı özelliklerinden dolayı, diğer bölge ülkelerindeki aşırı finansal zorluklara maruz kalmadı. Bir kere, Malezya, diğer bölge ülkelerinde olduğu gibi, büyük bütçe fazlasına, düşük enflasyona ve yüksek tasarruf oranına sahip olmanın yanı sıra, diğerlerinden farklı olarak, sınırlı miktarda döviz açığıyla daha güçlü bir finansal pozisyon sergilemekteydi. Bunun yanı sıra, Malezya, daha iyi bir düzenleme ve muhasebe çerçevesine sahipti. Ayrıca, yoksulluğun nispeten daha az ve (yabancı işçilerin hızlı

bir şekilde ülkelerine gönderilmesinden dolayı) emek piyasası esnekliğinin daha yüksek olması, krizin sosyal etkilerini hafifletmekte yardımcı oldu.

Malezya hükümetinin krize tepkisi (IMF programı uygulanan ülkeler dahil) diğer bölge ülkelerindekine çok benzemekteydi. Para politikası alanında, faizler ilk önce aniden yükseltildi. Gecelik faizler Hazirandaki %6'lık düzeyinden Temmuzda %35'e çıktı. Birkaç hafta sonra ise faizler tekrar %10'un altına indirildi. Parasal daralma, finans kurumları için kredi planları ve emlak sektörüne yönelik yeni kredilere getirilen yasaklar gibi, doğrudan aletlerle sağlandı. Maliye politikası istikrar çabalarını desteklemeye yönelikti. 1997 yılında bütçe fazlası GDP'nin %2.5'ine yükseltildi. Sadece 1998 ortasında, talep koşulları ciddi bir resesyona işaret ederken, bütçenin kısmen genişlemeci olmasına izin verildi ve yıl sonunda bütçe GDP'nin %1.5'i oranında bir açık verdi. Dönüp geri bakıldığında, Malezya'da maliye politikasının çok daha daraltıcı olduğu ve mali gevşemenin, IMF-destekli ülkelere göre, çok daha geç yapıldığı görülmektedir.

Eylül 1998'de, Malezya hükümeti, off-shore ringgit piyasasını ortadan kaldırmak ve kısa-vadeli portföy girişlerini cezalandırmak amacıyla, geniş tabanlı sermaye kontrolü uygulamaya başladı. Bazı gerçekler, Malezya'da istikrarın sağlanmasında, söz konusu kontrollerin çok sınırlı role sahip olduğunu göstermektedir. Bir kere, sermaye kontrolleri krizden 14 ay sonra uygulamaya koyuldu. O zamana kadar kısa-vadeli spekülasyon sermayenin çoğu ülkeyi terk etmişti. Üstelik, döviz kuru, bölgedeki diğer ulusal paralara göre eksik-değerli olacak şekilde, sabitlenmişti. Bunun yanı sıra, kontrol, faiz ödemelerine değil, karlara uygulanmaktaydı. Bu yüzden, sabit-getirili sermaye akışları, diğerlerine göre, daha az sınırlandırılmaktaydı. Ayrıca, krizin başlangıcında Malezya hükümeti, finansal sektöre yönelik mevcut düzenleme ve denetleme çerçevesini genişletti. Bu uygulama, muhtemelen, piyasalarda güveni sağlamakta ve ringgit'i stabilize etmekte, sermaye kontrollerinden daha fazla rol oynadı.

Sonuç olarak, IMF politikalarının krizin çözümünde ne ölçüde yararlı olduğunu söylemek bir hayli zordur. Yaygın olan görüş, IMF'in yararlı olduğu, fakat uluslararası kreditorlerin, kendi riskli kararlarından dolayı daha fazla maliyete katlanmaları gerektiğidir (Roubini, 1998b). Asya ülkelerinin krizden V şeklinde değil, U şeklinde çıkmasının nedeni, krizin boyutunun herkes için sürpriz olmasında yatmaktadır. Corsetti et al. (1998a)'nın deyişiyle, "1998 yılı boyunca, krizin etkilerinin büyüklüğü ve derinliğiyle ilgili haberler, sadece Asya hükümetleri ve IMF için değil, ülke analizcilerinin büyük çoğunluğu için de şok edici sürpriz oldu".