

Dünyada Yaşanan 1980- 2008 Yılı Krizlerinde Para Politikası Uygulaması, Finansal Riskler ve Uluslararası Rezervlerin Durumu

Metin D. Akyüz, H. Mahir Fisunoğlu*

Öz

Özellikle 1980-2008 arasında ortaya çıkan krizlerin büyük ölçüde, gelişen ve gelişmekte ülkelerin para piyasalarında ortaya çıkması, bununla birlikte rezervlerdeki ani artışların bu dönemlere rastlaması, merkez bankalarının bu rezervleri krizlere karşı kalkan olarak kullanma isteklerinin bir sonucu olarak görülmesine neden olmuştur.

Merkez bankası yabancı para rezerv seviyesini kısa dönemli finans piyasasına giren yabancı sermayenin ani çıkışlarında ortaya çıkabilecek döviz kuru risklerinden kurtulmak amacıyla tutuyorsa, ihtiyaç duyabileceği rezerv ne seviyede olmalıdır?

Rezervlerin oluşması başka risklerin oluşmasına neden olabilir mi? Uygulamada her işlemin piyasaya ciddi etkileri olacağından ekonomide ortaya çıkan bu durum nasıl giderilecektir? Makroekonomik dengeler nasıl korunacak bu işlemler sırasındaki para politikası nasıl yönlendirilecektir?

Merkez bankalarının fiyat ve finansal istikrar hedeflerini sağlama faaliyetleri sonunda bilançolarında oluşan rezervlerin makroekonomik dengeler üzerinde nasıl etki oluşturduğu bilinmektedir. Bu doğrultuda merkez bankasının para politikası uygulaması tanımlarına açıklık getirilmelidir. Bu doğrultuda para politikası araçlarından, operasyonel hedeflere ve para politikası ara hedeflerine uygun tanımlar bulunmalıdır.

JEL Kodları: C23, E51, F30, F34

Anahtar kelimeler: Sermaye Girişleri, Döviz Kurları, Ödemeler Dengesi, Bulaşma, Cari Açık, Para Politikası, Finansal Riskler, Finansal Krizler

* M. D. Akyüz: <https://orcid.org/0000-0002-5551-3415> (metindiyapakyuz@gmail.com). H. M. Fisunoğlu: Çağ Üniversitesi, Mersin <https://orcid.org/0000-0001-5748-7583> (mahirfisunoglu@cag.edu.tr).

Monetary Policy Implementation for Crises Between 1980-2008 in The World, Financial Risks and Statement on International Reserves

Summary

Between 1980 and 2008, the crises which emerged in the financial market occurred among developed and emerging economy countries and sudden increases in their reserves coincided with these periods, subsequently causing the central banks to see the reserves as a shield against the crises and use them as such.

If a central bank uses the accumulated foreign currency reserve level in order to avoid the exchange rate risks that may arise in the sudden outflows of foreign capital entering the short-term financial market, what should be the optimal level of the reserve in that case? Could the creation of reserves cause other risks? Since every monetary policy implementation has serious effects on the market, how could this situation be avoided? How should macroeconomic balances be maintained, and the monetary policy be guided during these implementations?

Central banks as a result of trying to achieve price and financial stability create reserves in the balance sheets which in turn affects macroeconomic balances. Accordingly, the definition of the central bank's monetary policy implementation should be clarified, therefore, definitions of monetary policy tools, operational targets and monetary policy intermediate targets should be determined.

JEL Codes: C23, E51, F30, F34

Keywords: Capital Flows, Exchange Rate, Balance of Payment, Contagious, Current Account Deficit, Monetary Policy, Financial Risks, Financial Crises

1.Giriş

Literatürde ulusal ekonomiler yönünden küreselleşmeden bahsedilmesi ilk kez 1972 yılında ILO tarafından Güney Afrika’da düzenlenen ‘Social Justice and Global Economy” formunda rastlanmaktadır. Bu forumda küreselleşmenin tanımı olarak, ulusal ekonomilerin uluslararası ekonomiye entegre olması ve özellikle de dış ticarete ve yatırıma açık olmak anlamına geldiği vurgulanmaktadır (Bardhan, 2001). Tanım daha geniş açıdan ele alındığında, dünyanın bir bölgesinde meydana gelen sosyal, politik ve ekonomik faaliyetlerin bir parçası olan olayların, alınan kararların, dünyanın diğer tarafındaki bireyleri ve toplulukları etkilemesiyle ilişkili olduğu ve kavramın bunu ifade ettiğini söyleyen çalışma ise 2003 yılında Held, McGrew, Goldblatt & Perraton tarafından yapılmıştır. Ekonomide küreselleşmenin temel unsurları ise şu şekilde sıralanabilir;

- 1- Mal ve hizmet ticaretinin uluslararası serbestçe yapılabilmesi,
- 2- Sermaye ve işgücünün dolaşımında uluslararası serbestlik,
- 3- Teknoloji üretimi ve kullanımında, endüstri ilişkilerinde ve istihdamda yeni uygulamalar,
- 4- Uluslararası rekabeti arttırıcı yasal ve kurumsal düzenlemeler.

1960 -70 yıllarının hızlı büyümesi ve 1973- 74 petrol krizi sonrası düşük büyüme ve hızlı enflasyon süreci, yerini sonraki yıllarda, küreselleşmenin hız kazanması ve yaygınlaşmasına bırakmıştır. Bu dönemin en belirgin siyasal olgusu ise Berlin Duvarının yıkılması ve SSCB ve Doğu Bloğunun çökmesidir.

Burada dikkat edilecek birkaç önemli noktadan bahsetmek doğru olacaktır. Birincisi, uluslararası mal ve hizmet ticaretinin serbestçe yapılmasıdır. İkincisi, sermaye ve işgücünün dolaşımında serbestliğin tek yanlı olarak sadece sermayenin uluslararası serbest dolaşımı olarak gerçekleşmesidir. Üçüncü olarak teknolojik üstünlükler genelde birkaç gelişmiş ülkenin elinde bulunmakta, bu üstünlüklerin sağladığı yüksek katma değerli ürünlerin ticareti gelişmiş ülkelere daha az gelişmiş ülkelere doğru bir trafik izlemektedir. Bu bahsettiğimiz dezavantajlara rağmen bu dezavantajları bir fırsata dönüştürebilen ülkelere bahsetmek de gerekecektir. Bu ülkeler arasında Çin, Hindistan, G. Kore gibi ülkeler sayılabilir.

Küreselleşme bir yandan ekonomik büyüme ve gelişme yollarını açarken, diğer yandan krizlerinde bir ülkeden diğerine sıçramasına ya da başka bir deyimle bulaşması gerçeği ile karşılaşılmaya neden olmaktadır.

Bu çalışmanın amacı; 1980'li ve 1990'lı yıllarda yaşanan krizleri, bunların 2000'li yılların başındaki uzantı ve etkilerini ve 2008 Küresel Krizi'ni incelemektir. Aşağıda ayrıntılı olarak incelenecek krizler ve nedenleri içinde en çok sözü edilen makroekonomik değişkenler döviz kuru, sermaye hareketleri, enflasyon, faiz oranları, cari açık, mali açıklar gibi konulardır. Bu konuların birbirleriyle ilişkileri ayrıntılı olarak tartışılmaktadır.

2. Enflasyon ve Faiz Oranları

Enflasyon, döviz kurlarını etkileyebilecek faiz oranlarıyla yakından ilgilidir. Ülkeler faiz oranlarını ve enflasyonu dengelemeye çalışmaktadır; ancak ikisi arasındaki karşılıklı ilişki karmaşıktır ve genellikle yönetimi zordur. Düşük faiz oranları, tüketici harcamalarını, ekonomik büyümeyi ve genellikle para birimi değeri üzerindeki olumlu etkileri teşvik etmektedir. Tüketici harcamaları talebin arzı aştığı noktaya yükselirse, enflasyonun mutlaka kötü bir sonuç olmadığı ortaya çıkabilir. Ancak düşük faiz oranları genellikle yabancı yatırımları çekmez. Yüksek faiz oranları yabancı para yatırımını artırma eğilimindedir ve bu durum ülkenin para birimi talebini artırmaktadır. "Mundell- Fleming Trilemma" da bu konuyu işlemektedir.

Bir ulusun para biriminin değerinin ve döviz kurunun belirlenmesi, o ulusun para birimini tutmak için algılanan arzu edilebilirliğin yüksek olması gerekir. Bu algı, bir ülkenin hükümetinin ve ekonomisinin istikrarı gibi bir dizi ekonomik faktörden etkilenir. Yatırımcıların para ile ilgili ilk dikkate aldıkları parasal varlıklarını o para biriminde tutma güvenliğidir. Eğer bir ülke politik ya da ekonomik açıdan dengesiz olarak algılanıyorsa ya da ülke para biriminin değerinde ani bir devalüasyon veya başka bir değişiklik olasılığı varsa, yatırımcılar paradan uzak durmaya eğilimlidir ve önemli süreler için ya da büyük miktarlarda tutmaya isteksizdirler.

3. Döviz Kurunu Etkileyen Diğer Faktörler

Bir ülkenin para biriminin algılanan güvenliğinin ötesinde, enflasyonun yanı sıra diğer birçok faktör de döviz kurunu etkileyebilir. Bir ülkenin ekonomik büyüme hızı, dış ticaret dengesi, faiz oranları ve ülkenin borç seviyesi gibi faktörlerin tümü, belirli bir para biriminin değerini etkileyen faktörlerdir. Yatırımcılar, döviz kurlarını belirlemeye yardımcı olmak için bir ülkenin önde gelen ekonomik göstergelerini izlemektedir. Döviz kurları üzerindeki olası etkilerden hangisinin baskın olduğu değişkendir ve değişebilir. Belli bir zamanda, bir ülkenin faiz oranları para talebini belirlemede en önemli faktör olabilir. Zamanın başka bir noktasında, enflasyon veya ekonomik büyüme birincil faktör olabilir.

Özellikle hiçbir para biriminin değerinin bulunmadığı modern dünyanın fiat para birimlerinde, (para biriminin takas edilebileceği altın cinsinden tanımlandığı gibi) döviz kurlarının göreceli olarak takas edilebildiği görülebilir. Herhangi bir ülkenin para

biriminin sahip olduğu tek değer, diğer ülkelerin para birimlerine veya yerel satın alma gücüne göre algılanan değeridir. Bu durum, enflasyon gibi bir girdinin bir ülkenin döviz kuru üzerinde etkisini belirleyebilir. Örneğin, bir ülke iktisatçılar tarafından genellikle yüksek kabul edilen bir enflasyon oranına sahip olabilir, ancak yine de başka bir lkeninkinden düşükse, para biriminin nispi değeri diğer ülkenin para birimininkinden daha yüksek olabilir.

1965'ten bu yana istikrarsızlık, enflasyon ve kronik olarak yüksek işsizlik oranı 1930 krizinden sonra ama özellikle, savaş sonrası yıllarda politika reçetelerinin artık istenen sonuçları pek veremediğini göstermiştir. Ayrıca, ne yapmamız gerektiği konusunda bir fikir birliği de yoktur. Muhafazakrlar, piyasaların serbest bırakılmasını talep etmektedirler; iş adamları ve bankacılar, teknolojik değişimler ve kurumsal evrimin geleneksel iş türleri sınırlarını ortadan kaldırmasına rağmen, çeşitli etki alanlarına girişi kolaylaştırma ihtimaline karşı korku içindedirler. Liberaller, kapitalizmin keskin bir eleştirisini dile getirmek yerine ve nc yenilikçi deney ve değişim, geçmişe bağlı kalmaktadırlar. Enflasyonun politika amacı olduğu Büyük Buhran'dan bu yana bu yasaların herhangi bir gerçek amaca hizmet edip etmediğini sorgulamadan asgari ücret artışlarını desteklemekle yetinmektedirler. Liberaller geçmişten devralınan politikaların eksiklikleriyle yüzleşmek istemeyip temel olarak yeni yöntemlerle ortaya çıkma konusunda çekingen davranmaktadırlar (Kaminsky ve Reinhart, 2000)

Bu konuya en radikal tepki Minsky tarafından yapılmıştır. Muhafazakarların serbest piyasa çağrısı, liberallerin ekonomik büyümeye olan bağlılıkları ve radikallerin ulusal planlama ve sanayi politikası çağrısında ortak bir yan vardır: Politika yaklaşımlarının altında yatan ekonomik analizler Keynes ncesi politiklardır. Bugün ulaştığımız noktada Keynes'den ekonomik politikaya uygulama, derin bir okntde bir ekonominin analizi ve bir bütçe açığının politika aracı olarak kullanılmasıdır. Keynesyen iktisat, ekonomi mesleğinin aklında bile olsa, özellikle politikacılar ve halk açısından, para ve maliye politikası için bir dizi basit fikirleri içeren rehber haline geldi. Ekonominin kapitalist ve sofistike bir finansal yapıya sahip olduğunu ve bunun sonucunda böyle bir ekonominin içindeki süreçler nedeniyle kararsız olduğunu kabul eden bir ekonomik teoriye dayalı bir politika stratejisidir.

Keynes analizinden çıkarılan dersleri şöyle sıralamak mümkündür:

1. Piyasa mekanizması, sayısız önemsiz kararlar için etkili bir kontrol aracı olmasına rağmen, eşitlik, verimlilik ve istikrar gibi önemli testlerinde başarısız olmaktadır.
2. Sofistike, karmaşık ve dinamik bir finansal sistem, içsel olarak ciddi istikrarsızlaştırıcı g yaratır, böylece ciddi okntler müdahaleci olmayan kapitalizmin doğal sonuçlarıdır: Finansman serbest piyasalara bırakılamaz.

3. Ekonomisinin önemli bir bölümünde, özel ulusal çıktının ve yatırım mallarının üretiminin, pahalı olan sermaye yatırımlarıyla yapıldığı bir ekonomi için, merkezi olmayan piyasa mekanizması özellikle dengesiz ve verimsizdir.

4. Mevcut örgütlenme biçiminde, piyasa kaynaklarına karşı korunmadan büyük ölçekli, uzun ömürlü sermaye varlıkları üzerinde finansal kaynaklar riske girmeyecektir. Bu tür endüstrilerin özel olması için yasal ve kurumsal olarak yasallaştırılmış tekeller ve oligopoller gereklidir. Büyük ölçekli sermaye yoğun üretim birimleri kamu mülkiyetinde değilse, kamu kontrolü esastır.

5. Büyük devlet kapitalizmi, küçük devlet kapitalizminden daha istikrarlıdır: Bu, hem geçmiş yüzyılın deneyimi hem de finansal kurumlara olanak sağlayan bir ekonomik teori ile gösterilmiştir. Bu daha fazla istikrar, kamu açığının, karları istikrara kavuşturmada sözleşmeli bir fenomen olarak etkisinden kaynaklanmaktadır.

6. Büyük hükümetin bütçe yapısının, enflasyonist bir durum oluştuğunda bütçe fazlası üretecek bir kapasiteye sahip olması gerektiğinden, vergi gelirlerinin GSMH içindeki payının yüksek bir oranı olması gerekir. Bu nedenle, vergi sisteminin tasarımı hayatidir. Bu şekilde vergiler, verimsizlikleri gideren ve vergiden kaçırılmayı önlemek veya kaçınmak için tasarlanmış davranışlara göre düzenlenmelidir. (Minsky, 2008)

1973 - 74 petrol krizi sonrasında hızlı büyüme yerini düşük büyümeye ve hızlı enflasyon sürecine bırakmış daha önce de belirtildiği gibi küreselleşmenin hız kazanmasıyla yeni bir ekonomik döngüye girilmiştir. Ancak Latin Amerika ülkelerinin tamamını kapsayan 1982 borç krizi finansal dengesizlik ve krizlerin miladı olarak kabul edilebilir. Gelişmekte olan ülkelerin ekonomik altyapıları ve uyguladıkları parasal politikaların sonucu olarak görülen bu dalgalanmalar 1995 yılında Meksika'da, 1997 yılında Doğu Asya'da, 1998 yılında Rusya'da, 1994, 2001 ve 2018 yıllarında Türkiye'de, 1999, 2002 ve 2019 yıllarında Arjantin'de ciddi ekonomik çöküntülere neden olmuştur. Bu tarihlerde ortaya çıkan krizlerde dikkati çeken bir başka nokta, bazı ülke krizlerinin birbirini takip etmesidir. (Fisunoğlu ve Akyüz, 2018)

Aşağıdaki gruplamalar krizlerin bulaşıcılığına ilişkin literatürün farklı biçimlerini açıklamaktadır.

Birincisi, Glick ve Rose (1998) ticari ilişkiler üzerine çalışma yapmış olmasına rağmen, bulaşmanın küreselden daha çok bölgesel olduğuna dair kanıtlar sunmuştur. Ancak aktarım kanallarına dair kanıtlara tarihsel açıdan bakıldığında bu alanda tehlikeler olduğunu göstermektedir. Mal ve hizmetlerde bölgeler arası ticaret son birkaç yılda belirgin bir şekilde artmamış olsa da, varlıkların bölgelerarası ticarete ciddi bir şekilde arttığı görülmektedir. Bu, G.Kore'de varlık fiyatlarının düşmesi halinde, örneğin, Brezilya'nın varlık fiyatlarının da düşmesi olasılığını artırmaktadır.

İkinci olarak, iletim kanallarını anlamamanın önündeki en ciddi engelin gözlemlen kaynaklanıyor olmasıdır. Bazı çalışmaların öne sürdüğü gibi bölgesel bulaşma riski ticari bağlantılar nedeniyle mi vardır, yoksa finansal bağlantılar nedeniyle mi vardır? Özellikle bankaların bu bulaşmada oynadığı rol nedir? Sonuçlar, ikisini birbirinden ayırt etmenin zor olduğunu göstermektedir, çünkü ticaretle bağlantılı çoğu ülke aynı zamanda finansla da bağlantılıdır. Finansal sektör bağlantılarını kontrol etme performansının tahmininde elde edilen iyileşme, ticari bağlantıların kontrol edilmesiyle kazanılan iyileşmeden daha büyüktür.

Üçüncüsü, ülkenin fiili ekonomik sağlığına bağlı olmaksızın, başka gelişmekte olan ülke varlık sınıfındaki yabancı yatırımcıların küresel algılarındaki değişimin bir sonucu olarak başka bir ülkede bir kriz tetiklenebilir. Her durumda, krizin yayılması, mali kanal yoluyla olmaktadır. Tayland'daki zararlar nedeniyle, yatırımcılar menkul kıymet veya kredi portföylerini yeniden yapılandırdılar ve gelişmekte olan ülkelerdeki nakitlerini geri çektiler: uluslararası bir likidite krizi, daha sonra gelişmekte olan ülkelerdeki iç problemler ve bunlara yönelik yatırımcı davranışlarındaki değişiklik temelinde şekillenmektedir.

İki olası bulaşıcı kurbanının analizinde, Arjantin'den sonra Tayland ve Tayland'dan sonra Endonezya'da, virüslü ülke ile hem ikili hem de üçüncü taraf ticaret bağlantılarının zayıf olduğu göz önüne alındığında, finansal bağlantıların daha muhtemel katkısından bahsedilmektedir. Endonezya örneğinde, Tayland aynı Japon ticari banka borçlanma kümesinin bir parçasıdır.

Dördüncüsü, bulaşmanın çok ta doğrusal olmadığıdır. Tek bir ülkenin krize düşmesi, aynı bölgede veya dünyanın başka bir yerinde, başka bir yerde kriz göstergesi olarak değerlendirilmemelidir. Ancak, birkaç ülke bu tuzağa düşerse, o zaman hikaye farklılık gösterecektir. Diğer bir deyişle, bir çekirdek ülkeye zaten bulaştıysa, iç kriz olasılığı keskin bir şekilde artmaktadır (Kaminsky and Reinhart, 2000)

4. Kur Saldırıları ve Bulaşıcılık

Son ödemeler dengesi krizlerinin en şaşırtıcı özelliklerinden biri, menkul kıymetler piyasasının bölgesel ve küresel seviyelerde eşzamanlı çöküşü olmuştur. Meksika'nın 1994'teki kazasında bu fenomene "tekila etkisi" denildi: Meksika'daki kriz arttıkça, yatırımcılar hem Arjantin hem de Brezilya gibi savunmasız ülke pazarlarında ve Şili'de olduğu gibi daha istikrarlı olduğuna inanılan ülkelerde risklerini azalttı. Bu ülkelerin hepsini, Meksika ile ekonomik bağları çok azdı. Benzer şekilde, Rusya'nın temerrüdü ve Ekim 1988'deki ruble çöküşü, Rusya Federasyonu'nun dünya çıktısındaki payının az olmasına rağmen, ABD borsalarında büyük bir "kalite koşusu" da dahil olmak üzere, dünya genelinde hisse senedi piyasaları için büyük sıkıntılara yol açtı: Hisse senedi pozisyonları ve fiyatları piyasa "temelleri" ile ilgili olmayan önemli değişimler gösterdi.

Gözlemcileri ve bazı politika belirleyicileri, menkul kıymet piyasalarının edindiği daha önce görülmemiş bir küreselleşmeden kaynaklanan verimlilik kazanımlarının yanı sıra, özel sermaye akışlarında da yüksek derecede oynaklığa yol açtığı sonucuna vardılar. Artan bu dalgalanmaların ışığında, ülkeler bazı durumlarda tartışmalı sermaye kontrolleri, vergiler ve varlık ticaretine engeller getirilmesine başvurdular (Örneğin Şili'nin kısa vadeli sermaye akımları üzerindeki vergileri ve zamanlama kısıtlamaları ve Malezya'da 1997 yılında daha sert yapılan kontroller). Tüm bu engeller geleneksel olarak büyük politika kusurları olarak değerlendirildi, ancak son krizlerin ardından artan bir popülerite kazandılar. Bununla birlikte, kritik bir duruma hızlı bir şekilde cevap verilmesi ihtiyacı, bulaşıcılık yaratabilecek mekanizmaları, bu olgunun nicel önemini ve bunu önlemek için etkili olabilecek politika anlayışıyla çelişmektedir.

Eldeki acil soru şudur: Küreselleşme ilerledikçe daha büyük veya küreselleşmiş menkul kıymetler piyasalarının daha değişken veya bulaşmaya daha yatkın olma eğilimi var mı? Daha doğrusu, yatırımcıları küreselleşmeyle güçlenen bulaşıcılıktan etkilenmelerine yönlendiren mekanizmalar var mı? Bu sorunların, bulaşıcılığın menkul kıymetler piyasası büyüdükçe daha yaygın hale gelebilecek optimal portföy çeşitliliğinin bir sonucu olduğunu göstererek cevaplanması gerekmektedir. Bulaşmayı; yatırımcıların, bir ülkenin varlık getirisi özellikleriyle ilgili bir söylentiye tepki vermeyi veya belirli bir ülkeye bir "pazar" portföyü tarafından tahsis edilen optimal portföy payını taklit etmeyi en iyi tercih ettiği bir durum olarak tanımlanması uygun olacaktır.

Eichengreen, Rose ve Wyplosz'un 1997 tarihli çalışmasında, bulaşıcı döviz krizlerini test etmek amacı ile 1959-1993 dönemi için 20 sanayi ülkesi için üç aylık veri paneli kullanmışlardır. Siyasi ve ekonomik temellerin etkilerini kontrol ettikten sonra, bir ülkedeki bir kriz olasılığının, aynı zamanda diğer ülkelerdeki krizlerin görülme sıklığı ile ilişkili olup olmadığı sorulmuş olup ulaşılan kanıtlar dikkat çekicidir. Çeşitli testler ve bir duyarlılık analizi ile eşit bir şekilde dünyanın herhangi bir yerindeki bir krizin, ilgi kurulan ülkede ekonomik ve politik temellerin kontrolü ışığı altında, spekülasyon bir saldırı olasılığını ekonomik ve istatistikî olarak önemli bir miktarda artırdığı bulunmuştur. Bu, bulaşıcı döviz krizlerinin varlığına uygun ilk sistematik kanıt gibi görünmektedir. Döviz piyasalarındaki istikrarsızlığın ülkeler arasında bulaşabileceği bir dizi kanal düşünülmektedir. Birincisi, spekülasyon bir saldırının söz konusu ülkelerin mevcut ve gelecekteki uluslararası rekabet edebilirliği ve dolayısıyla cari hesapları üzerindeki etkisidir. Böylece, Eylül 1992'de İngiltere'ye yapılan saldırının ve sterling poundun müteakip değer kaybının İngiltere'nin en önemli ihracat pazarı olduğu İrlanda'nın uluslararası rekabetçiliğine zarar verdiği ve bu durumun kastedilen saldırıları tetiklediği tartışılmıştır. Finlandiya'nın Ağustos 1992'deki devalüasyonu, iki ülke arasındaki doğrudan ticaret yüzünden değil, ihracatçıların aynı üçüncü ülkeler için rekabet ettikleri, bunun İsveç'e olumsuz etkileri olduğu şeklinde yaygın olarak kabul edilmektedir. 1992-3'te İspanya'ya yapılan saldırıların ve Pesetanın değer kaybının, büyük ölçüde İspanya'nın ihracat pazarına dayanan Portekiz'in

uluslararası rekabet edebilirliğine zarar verdiği ve ulusal ekonomik temellerde dengesizliklerin olmamasına rağmen Escudo üzerine saldırı gibi görülmüştür.

Ticari bağlantılar elbette tek iletim kanalı olmayabilir. Örneğin, Meksika Pesosunun 1994'te çöküşünü takiben Latin Amerika ve Doğu Asya'daki para birimleri için uygulanan baskının Meksika pezosunun 1994'te güçlü ticaret bağlantılarından kaynaklandığını iddia etmek zordur. Arjantin ve Brezilya, Meksika ile yoğun bir şekilde işlem yapmış olabilir, ancak aynı durum Hong Kong, Malezya ve Tayland için geçerli değildir. Ticari bağlantılara odaklanmak yerine, yorumcular, ülkeler arasındaki makroekonomik politikalar ve koşullar arasındaki benzerlikleri işaret etmektedirler.

Para krizlerinin ülkeler arasında bulaşıcı bir şekilde yayılmasına yönelik kapsam, Meksika'daki krizin ardından sıcak bir şekilde tartışıldı. IMF, ABD ve diğer G-7 hükümetlerinin 1995 yılı başlarında sağladığı 50 milyar dolarlık yardım için sıkça belirtilen bir gerekçe, Meksika krizinin etkilerinin bu ülkeyle sınırlı kalmayacağı, bunun yerine, diğer gelişmekte olan piyasalarda ciddi sonuçlar doğuracağı yönünde olmuştur. Meksika yetkilileri bu dışsallıkları içselleştirmeye çok az teşvik ettikleri için çok taraflı müdahalede haklı çıktılar. Bu görüşe destek olarak, gözlemciler rezerv kayıplarını, faiz oranlarındaki artışı ve 1995'in ilk haftalarında Arjantin ve Tayland gibi ülkelerin yaşadığı zayıflayan döviz kurlarını gösterirler. Aksine, yatırımcıların saldırdıkları ülkelerde ayrımcı oldukları da görülmektedir. Meksika Pesosu dışındaki para birimleri göreceli olarak daha az baskıya maruz kalmışlardır. Cari işlemler açığı yüksek, aşırı değerli reel oranlar ve diğer zayıf temelleri olan ülkeler çok fazla etkilendiler. Bunun anlamı, Meksika'nın kurtarılmasında, bulaşıcılık korkusunun iddia edildiği ölçüde haklı olmamasıdır.

Avrupa Para Sistemi'nde 1992-3 krizleri zamanında benzer bir tartışma ortaya çıktı. 1992'de Fransız Fransı ve İrlanda Punt'unun İngiliz Sterlini ve İtalyan Lirasının yaşadığı krizlerin bir sonucu olarak saldırıya uğradığı iddia edildi. 1993 yılında, Fransa fransı saldırısının diğer Avrupa para birimlerine yayılma için tehdit olduğu iddia edildi. Sadece temelleri zayıf olan Avrupa ülkelerinin spekülasyon saldırılara maruz kaldığı; Hollanda gibi diğerleri, ekonomik politikalarını para birimlerinin tutturulmasına uygun şekilde uyarladıkları için bağışık kaldılar. Yalnızca belirli ekonomik ve politik koşullarda olan ülkeler duyarlıydı.

Bu nedenle, makroekonomik politikalar ve saldırıya uğramış ülkelerdeki koşullardaki ortak hareketlere odaklanan ikinci bir model hayal edilmeye başlandı. Bazı piyasa katılımcılarının bir para biriminin istikrarı konusunda şüpheli olduklarına dair kanıt, meslektaşlarının, benzer makroekonomik pozisyondaki diğer ülkelerin para birimleri için umutları konusunda şüphelenmelerine neden olabilir. Örneğin, bir döviz kuruna dayalı dengeleme programı izleyen bir ülkedeki zorluklar; döviz ticareti yapanların, bu makroekonomik stratejiyi izleyen diğer ülkelerin gerçekleştireceği ihtimalini değerlendirmelerini revize etmelerine neden olabilir. Bir para birimine yapılan bir saldırı

ve hükümetin baskıya tepkisi, benzer bir pozisyonda diğer hükümetlerin nasıl tepki vereceğine dair beklentilerle ilgili yeni bilgiler sağlayabilir. Bununla ilgili bir başka örnek, alışılmadık derecede yüksek işsizlik oranına sahip bir ülkenin, spekülasyon saldırıda, faiz oranlarını arttırma konusundaki isteksizliği nedeniyle, işsizliğin daha da ağırlaştırılması anlamına geldiğinde, yatırımcıların benzer pozisyonlardaki diğer ülkelerin buna hazırlıklı olma olasılığına ilişkin beklentilerini gözden geçirmelerine yol açabilir.

Farklı döviz krizlerinin uluslararası aktarım kanallarına vurgu yapan bu iki yorum farklı ampirik sonuçlara sahiptir. Ticaret bağlantılarını vurgulayan yorum, para krizlerinin birbiriyle orantısız şekilde ticaret yapan ülkeler arasında bulaşıcı bir şekilde yayılacağını göstermektedir. Ekonomik ve politik ortaklıkları vurgulayan yorum ise, istikrarsızlığın yerine ülkeleri geniş ölçüde ekonomik ve politik konumları nedeniyle bulaştıracağını göstermektedir. Bu farklı bulaşma kanallarını karşılaştırmak için, dünyanın herhangi bir yerindeki krizlerin, bulaşmanın belirli kanallardan ne ölçüde iletildiğini yakalamaya yönelik ülke özelliklerine göre ağırlıklandırılması gerekmektedir. İki farklı ağırlık şeması karşılaştırıldığında; birincisi, kriz kaynaklı kur değişimlerinin rekabet edebilirlik etkileriyle bulaşma eğilimi gösterdiği varsayımı üzerine, orantısız bir şekilde birbirleriyle ticaret yapan ülkeleri, komşu ülkelerdeki krizlerin bulaştığı bu ülkelerle yapılan ticaretin önemine göre ağırlıklandırılmasıdır. İkincisi, krizlerin ve hükümetlerin verdikleri tepkilerin, yatırımcıların, yetkililerin beklentilerini gözden geçirmelerine yol açtığı varsayımıyla, makroekonomik politikaların ve sonuçların benzerliğine göre, Eicengreen ve arkadaşları tarafından ağırlıklandırılmıştır. Elde edilen sonuçlar; döviz piyasalarındaki spekülasyon saldırılarının ülkeler arasında bulaşıcı bir şekilde yayıldığı hipotezini daha da desteklemektedir. Dünyanın herhangi bir yerindeki ticari ağırlıklı kriz ölçüsü, yüksek güven düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlı olmasının yanı sıra ekonomik olarak önemlidir; çeşitli hassasiyet testlerine karşı dayanıklı bulunmuştur. Makro ağırlıklı kriz ölçütü aynı düzeyde bir önem göstermemiştir.

Blackburn ve Sola (1993), Krugman (1979) modelinden başlayarak, birden fazla denge modeline doğru ilerleyen ve bulaşıcı döviz krizi modelleri ile sonuçlanan, döviz piyasalarındaki spekülasyon saldırılarıyla ilgili teorik literatürü kısaca gözden geçirmek yararlı olacaktır.

5. Ödemeler Dengesi Krizleri

Krugman, iç ekonomik koşullar ile döviz kuru taahhüdü arasındaki tutarsızlıkların döviz kurunun çökmesine neden olduğunu göstermeye çalışmıştır. Modelinde, iç piyasadaki aşırı genişlemeyi, üretim aşmasına kadar uzatmaktadır. Bu durum, merkez bankasının ödemeler dengesi açığını finanse etmek üzere rezervleri harcaması sonucunu doğurur. Sonunda rezervler, spekülasyon saldırısının başlatıldığı kritik bir eşige düşmektedir.

Bu model dört alt ana sınıfta incelenebilir.

Birinci grupta, toplam döviz kuru belirleme modellerinde ve ödemeler dengesine parasal yaklaşımla ilgili literatürde somutlaştırıldığı gibi, döviz kurundaki makroekonomik belirleyicileri ve ödemeler dengesini içermelidir. Bu modeller ilgili serinin gelecekteki beklenen değerlerini içermelidir.

İkincisi, Krugman modeli, zaman içinde azalan resmi rezervlerden önce krizlerin nasıl çıkabileceğini göstermektedir. Döviz spekülasyonu, döviz ticareti yapan “trader”ların”, varlıkların değişim oranlarını eşitlemek ve daha genel olarak portföylerini dengelemek amacıyla ve risk almak ve getiri elde etmek için kendi aralarında değişim yapmaları ile ortaya çıkmaktadır. Piyasadaki hiç kimse geçerli sabit döviz kuru fiyatından yerel para birimini almaya istekli olmadığına kriz tetiklenmektedir. Bu şartlar altında, piyasanın “kısa tarafında”ki tek kurum merkez bankasıdır: Merkez bankası satış hacmini absorbe etmek için yeterli rezervi elinde tutarken, spekülâtörler yerli para birimini ellerinde bulundurma teşvikine sahiptir. Saldırının zamanlaması, merkez bankasının tüm nakdi rezerv stoklarını ortadan kaldırmak için yeterli olacağı şekilde belirlenmektedir.

Temel modelin üçüncü bir ifadesi, merkez bankasının ancak yeterli döviz rezervine sahip olması durumunda döviz kurunu savunabilmesidir. Saldırıda rezerv tükendikten sonra, yetkililerin çıpadan vazgeçmekten başka seçeneği yoktur. Bu nedenle, model döviz kurunun yeniden düzenlenebilmesi için rezerv stoklarının yeniden yapılandırılması gerekmektedir. Standart model aynı zamanda "rezerv yeterliliği" nin anlamını düşünmemize yardımcı olur. Döviz kurunu savunmak için, merkez bankasının diğer finansal kuruluşlar tarafından satışa sunulan tüm yükümlülüklerini satın alabilmesi gerekir. Standart modelde, satışların hacmi düşüktür: Sabitlenmiş bir kurdan, kurda değer kaybına müteakip yüksek faiz oranları ile ilişkili para talebindeki düşüşü onaylamak için gereken parasal bazdaki düşüşe karşılık gelir. Normalde, gerçek kişiler, çıpanın çöküşünden sonra, parasal bazın önemli bir bölümünü işlem amacıyla ihtiyaç duydukları için tutmaya devam edeceklerdir. Ancak yüksek oranda dolar seviyesindeki ekonomilerde, yurt içi için talep edilen işlemler için para talebi çok küçük olabilir (Edwards, 1989). Bu durumda, parasal bazın krizde tasfiyeye konu payı oldukça yüksek olabilir. Daha da endişe verici olanı, parasal krizlerin bir bankacılık krizine yol açması halinde para otoritelerinin diğer yerel yükümlülükleri (yani M2) satın almaları gerekmesi ihtimalidir. (Finansal krizler ve döviz krizleri arasındaki bağlantı Goldfajn ve Valdés (1995) tarafından vurgulanmaktadır.)

Standart modelin dördüncü sonucu, yetkililerin bir saldırıyı engellemek için çok az şansları olduğu yönündedir. Yerel para biriminin spekülâtif satışlarının hacmi, para tabanından az olsa bile, baz hala merkez bankasının yurtdışı rezervlerinin net stokunu aştığı bilinmektedir (güçlü bir para kurulu gibi çok özel durumlar hariç). Prensip olarak, yetkililer, muhtemelen rezervlerin kritik seviyeyi aştığı noktaya kadar yurtdışından borç

olarak brüt rezervlerini arttırabilir. Ancak ödünç alınan rezervler sterilize müdahaleyi finanse etmek için kullanılırsa, parasal tabanı artırır ve bir saldırıyı savuşturmak için yeterli brüt rezerv seviyesi oluşmaz. Yetkililer sterilize etmezlerse, saldırı geri çekilebilir, ancak bu durum yalnızca tabanın küçülmesine ve faiz oranlarının yükselmesine izin verme pahasına gerçekleşir. Bazın önemli bir oranı söz konusuysa, ortaya çıkan faiz artışları o kadar büyük olabilir ki, döviz kuru krizi bankacılık krizini hızlandırır. İkincisini önlemek için, merkez bankası müdahalesini sterilize etmeye devam etmek zorunda kalabilir, bu da para birimini sabitleme yeteneğini tekrar zayıflatır.

Krugman modelinden sonra çoklu model çalışmalarına da değinmekte yarar vardır: Makroekonomik rasyonel beklentiler modellerin genel bir özelliği, bu tür modellerin tipik olarak çoklu çözümleri olmasıdır. Bu çözüm yollarının çoğu istikrarlı bir duruma yaklaşmadığından, yıllarca standart uygulama, çokluk koşullarını çağırarak farklı çözümleri ortadan kaldırmaktı. Ancak daha yakın zamanlarda, birden fazla dengeye izin veren ve farklı dengeler üzerine kurulan modeller literatürün temeli haline gelmiştir. Obstfeld (1986, 1995), Flood ve Garber (1984b) 'in önerisini takiben, döviz piyasalarında birden fazla denge ve saldırılara örnekler vermiştir. Bunlar, döviz krizlerinin nedenleri hakkında tamamen yeni bir bakış açısı sunmaktadır.

Piyasa katılımcılarının, mevcut politika döviz kurunun, belirsiz bir şekilde sürdürülmesiyle uyumlu olup olmadığını sorgulamaları durumunda, çoklu denge olasılığı, başarılı bir saldırının politikayı değiştireceğini öngörmektedir. Böylece iki denge var: Birincisinde saldırı yoktur, temel değişiklik yoktur ve çıpanın sınırsız etkisi vardır; İkincisi spekülasyon bir saldırı ve ardından spekülasyonların gerçekleşmesi beklenen döviz kuru değişimini doğrulayan temel değişiklikleri sırasıyla gelir.

Obstfeld (1986) 'de, bir saldırı meydana gelirse, modelin açık bir şekilde sınırlandırılması gerekmektedir. Bensaid ve Jeanne (1997), Ozkan ve Sutherland (1995) ve Obstfeld (1995, 1991), De Kock ve Grilli (1994), Drazen ve Masson (1994) modellerinde hükümetlerin davranışı hala özel fayda fonksiyonlarından kaynaklanmaktadır. Bu anlamda, döviz piyasalarındaki çoklu dengeler ve saldırılar hakkındaki literatür, sadece örneklerin ve özel durumların bir derlemesidir. Bu nokta, iki sonuç daha ortaya koyan Krugman (1996) tarafından vurgulanmaktadır. Birincisi, çoklu dengelerin temeller "yeterince iyi" olduğunda daha az olası olduğunu öne sürmektedir. Temeller açık olduğunda mevcut döviz kuruyla tutarsız olan yatırımcılar, bir krizin sonuçta ortaya çıkacağından şüphe duymazlar ve model hızla para biriminin saldırıya uğradığı ve değer kaybettiği dengeye yakınlaşır. Ancak, bu durumda soru, temeller "yeterince iyi" olsa bile, krizin sonuçlanıp sonuçlanmayacağına dair belirsizlik devam ederse, birden fazla denge var mıdır? İkincisi, Krugman, halkın, yetkililerin tercihlerini bilmemesi durumunda, piyasalar tarafından "testler" yapılabileceğini, yani başarısız olan, ancak yetkililerin tercihleri hakkında bilgi veren saldırıların gözlemlenebileceğini göstermektedir. "Kendini gerçekleştiren saldırı modelleri", "iyi"

temellerin döviz krizlerini önlemek için yeterli olmayabileceği anlamına gelir. Temelden haksız yere yapılan bir saldırıyı önlemek için merkez bankasının güvenilirliği, çıpa terk edildiğinde piyasaların politikanın gevşemesini engellediği şekilde olmalıdır. Obstfeld (1986) böyle bir örnek sunmaktadır: Burada, merkez bankasının krize tepki göstermesini öngören bir politika uygulama beklentisi, kendi kendini gerçekleştiren bir kriz riskini ortadan kaldırmaktadır.

Eichengreen, Rose ve Wyplosz (1994, 1995) çalışmalarında döviz krizlerini sistematik olarak analiz etmeye çalışmaktadır. Kriz ölçütü olarak döviz kurundaki değişimin ağırlıklı bir ortalaması, spekülâtif baskılara cevap olarak ödenebilecek uluslararası rezervlerdeki değişiklikler ve faiz bir saldırıyı önlemek için yükseltilebileceği için, faiz farkındaki değişimler ele alınmıştır. Devalüasyonların ve yeniden değerlendirmelerin nedenleri ve sonuçları hakkındaki bulgular, ana akım modellerin öngörülerıyla tutarlıdır. Devalüasyon yapan ülkeler, o zamana kadar olan dönemde dış dengenin sorunlarını yaşarlar. Ticaret açıkları ve rezerv kayıpları nispeten genişleyici para politikaları ile bağlantılıdır. Ek olarak, devalüasyonlara yol açan dönem, göreceli olarak yüksek işsizlik oranları ile birlikte görülebilir. Bu ülkelerdeki genişleyici parasal politikalar, bu iç kaygılara cevap olarak kısmen kabul edilebilir. Genel olarak, yeniden değerlendirmeler devalüasyonların ayna görüntüleridir. Bu kanıt, hem dış dengenin yerel belirleyicilerini vurgulayan modellerle ve hem de iç dengeyle ilgili hükümetlerin kararlarına odaklanan ve politika yanıtlarını seçmelerinde döviz kuruyla sınırlanan daha yeni modellerle tutarlıdır. Örneğin, döviz kuru rejimleri arasındaki geçişler, sabit oranlardan değişken oranlara geçişler gibi, büyük ölçüde öngörülemez.

Krizlere duyarlı hükümetlerin, genelde, işsizlik cephesindeki bozulma koşullarına cevaben yüksek enflasyon ve rezerv kayıplarına yol açan para politikalarını takip eden ülkeler olduğu görülmektedir. Başlangıçta, kriz yaklaştıkça cari işlemler açığı harekete geçmekte ve sermaye hesabı hızla kötüleşmektedir. Parasal büyüme oranını önemli ölçüde düşürerek para birimini korumak için son dakika adımlar atan ülkeler, bazen oranı korumayı başarırlar. Daha az dramatik biçimde geri çekilenler ise hala teslim olmaya zorlanabilir, ancak bunu büyük bir krize yol açmadan yapabilirler. Buna karşılık, daha temel politika düzenlemelerini yerine getirmeyen ve sterilize müdahaleye dayanan hükümetler, genel olarak para krizlerini önleyemezler.

Başka bir çalışma da bu yaklaşımı benimsemiştir. Örneğin, Moreno (1995), 1980'den 1994'e kadar Pasifik Havzası ekonomilerindeki krizleri analiz etmiş ve spekülâtif baskı dönemlerinin, büyük bütçe açıkları ve hızlı yerel kredi artış oranları ile ilişkili olduğunu tespit etmektedir. Yavaş büyüme ve göreceli olarak yüksek enflasyon hükümetin istikrarlı bir döviz kurunu sürdürmesini zorlaştırdığında, baskı bölümlerinin ortaya çıktığına dair bazı kanıtlar vardır. Buna karşılık, dış denge göstergelerinin krizler ve sakin dönemler arasında değiştiğine dair kanıt yoktur.

Kaminsky ve Reinhart (1996), döviz kuru ile rezerv değişimleri arasındaki bağlantıları analiz ederek, para birimleri ve bankacılık krizlerine spekülasyon saldırları değerlendirmektedir. Çalışmalarında, 1970-1995 döneminde bankacılık sorunları yaşayan Asya, Avrupa, Latin Amerika ve Orta Doğu'daki 20 ülkeye odaklanmışlardır. Döviz krizleri endeksi, döviz kuru ve rezerv değişimlerinin ağırlıklı bir ortalaması olarak oluşturulmuştur (çünkü bazı ülkeler için yeterli faiz oranı verileri yoktur). Bu örneklerde krizler, ekonomik faaliyetlerin azalması, ihracat sektörlerinin zayıflaması, borsaların düşmesi ve yüksek reel faiz oranları nedeniyle ortaya çıkma eğilimindedir. Ayrıca, parasal büyüme ve bankacılık sisteminin yükümlülüklerinin hızla büyümesi ile krizler yaşanmaktadır. Banka krizleri, döviz krizlerinin öncü göstergeleridir, ancak döviz krizlerinin bankacılık krizlerini öngördüğü birkaç durum vardır.

Karşılaştırma yapılırsa, ampirik bulaşıcılık analizleri azdır. Literatürün tipik bir örneği, küçük ülke gruplarının karşılaştırmalarını sağlayan çalışmalardır. Burki ve Edwards (1995), Meksika krizinin ardından Arjantin, Brezilya ve Venezüella'nın Şili ve Kolombiya'daki deneyimlerini karşılaştırmakta ve bu bulaşıcılığın seçici olduğunu öne sürmektedir. Calvo (1996), bazı ülkelerin neden tekila etkisine karşı daha duyarlı olduklarını anlamak için Meksika ile diğer ülkeler arasında bir dizi karşılaştırma sağlamaktadır.

Calvo ve Reinhart (1995), sermayenin dört küçük Latin Amerika ülkesine aktığı ekonometrik bir modeldeki bulaşma kanıtlarını rapor etmektedir.

Schmukler ve Frankel (1996) "kapalı uçlu ülke fonlarına" ilişkin verileri kullanarak bulaşmayı modellemektedir. Her ne kadar bağımlı değişkenler, hisse senedi fiyatları seviyesi, bizim ilgilendiklerimizden farklı olsa da, ikisi, para birimine yapılan bir saldırıyı engellemek için gereken yerel faiz oranlarındaki yükselişin, hisse senedi fiyatlarını düşürme eğiliminde olacağı ölçüde bağlantılıdır. Kanıtları, yatırımcıların 1994 Meksika krizinden sonra 1982'den öncekilerden çok daha fazla farklılaştığını göstermektedir. Kısa vadede, Meksika fiyatlarındaki bir düşüş, nakit artırma arzusunun motive ettiği diğer pazarlardaki satışları artırma eğilimindedir; Latin Amerika'da uzun vadede bulaşıcılık olduğuna dair bir kanıt olsa da, Meksika satışlarının Asya pazarlarındaki uzun vadeli etkisi pozitifdir. Benzer bir uygulamada Valdés (1996), borcun ikincil piyasa fiyatlarını analiz etmekte ve makroekonomik temelleri ve Brady Plan yeniden yapılandırılmalarının duyuruları gibi "büyük haber olaylarını" kontrol ettikten sonra bile bu fiyatların ülke çapında güçlü bir korelasyonunun bulunduğunu göstermektedir. Gelişmekte olan ülke borcu pazarlarındaki bu "bulaşıcılık" kanıtı, korelasyonun tamamını ve bir grup orta ölçekli OECD ülkesinden daha fazla açıklayan ABD kurumsal tahvil piyasası için olan benzer kanıtlardan çok daha güçlüdür.

Sachs, Tornell ve Velasco (1996), Meksika Pesosu'nun Aralık 1994'ten hemen sonra geçen dönemi ve "Tekila Etkisi"nden etkilenen ülkeler için yaptığı analiz ile bu

ülkelerin, borç verme patlaması, aşırı değerli döviz kurları ve düşük rezervler yaşadıklarını tespit etmişlerdir.

Nispeten daha az sayıda teorik çalışma, para biriminin krizlerin ülkeler arasında bulaşıcı bir şekilde yayılabileceği koşulları analiz etmiştir, ancak bazı uygunluk çalışmaları vardır. Örneğin, Willman (1988) ve Goldberg (1993) nispi fiyatları içselleştirerek yurtdışındaki olayların reel kur ve iç rekabet gücünü etkilemesini sağlamıştır. Sel ve Garber (1984a) ve Claessens (1991), iç politika süreci hakkındaki belirsizliği ortaya koymuştur. Obstfeld'in (1986) takip ettiği Flood and Garber, bir kerelik olayların yetkililerin bir politikayı başka bir politika ile değiştirmesine yol açabileceği ve böylece spekülasyon saldırıları savuşturulabileceği olasılığının olduğu koşullu bir politika süreci fikrini eklemiştir.

Belki de bu sorunun ilk sistematik teorik tedavisi Gerlach ve Smets (1995) idi. 1992'de Finlandiya Markka'sının çöküşü ile İsveç Kronu'na yapılan saldırının arasındaki bağlantılardan esinlenerek, ticari mallar ve finansal varlıklardaki ticaretle birbirine bağlı iki ülkeyi ele almışlardır. Modellerinde, bir döviz kuruna yapılan başarılı bir saldırı, ülkenin mal ihracatının rekabet gücünü artıran yerel para değerinde reel kayba yol açmaktadır. Bu, ikinci ülkede bir ticaret açığı, merkez bankasının uluslararası rezervlerinde kademeli bir düşüş ve nihayetinde para birimine bir saldırı üretmektedir. Bulaşıcı aktarım için ikinci bir kanal, ilk ülkedeki kriz ve yerel para değer kaybının ithalat fiyatları ve ikincil fiyattaki toplam fiyat üzerindeki etkisidir. İlk ülkedeki kriz sonrası reel değer kaybı, ikinci ülkenin ithalat fiyatlarını düşürür. Bu da, tüketici fiyat endeksini ve sakinleri tarafından para talebini azalttığını göstermektedir. İç para birimini döviz cinsinden takas etme çabaları daha sonra merkez bankasının döviz rezervlerini tüketmektedir.

6. Makroekonomik Dengesizlikler: Cari Açıklar ve Sermaye Hareketleri

Sermaye girişlerinde ani durma mekanizmasını tartışmak için kullanılacak ilk duraklama (sermaye çıkışıyla sonuçlanmasına gerek yok) ve bunun muhtemelen ekonomiye büyük zarar verici etkileri olabileceği üzerindeki çalışmalar Calvo (1998) ile başlamıştır. Calvo, 1998' de yayımlanan çalışmasında borç vade yapısı ve para birimi önemli olmasına rağmen, çoğu sermaye girişi doğrudan yabancı yatırım şeklini alsa bile sermaye piyasası krizlerinin yaşanabileceğini göstermeye çalışmıştır.

Aşağıda anlatılan kısım tamamıyla Calvo, 1998' den alınmıştır. Gelişmekte olan piyasalardaki kargaşa, ekonomi ile uğraşanlar arasında da büyük bir karışıklığa neden olmaktadır. Meksika'nın Tekila Krizi'nin ardından yaşanan sarsıntı, mali açıklar ve hepsinden öte, Meksika'da 1994'te GSYH'nın yüzde 8'ine ve 1995'te yüzde 9'a çıkan cari açıkların, yani CAD'lerin (cari açık) suçlanmasına neden olmuştur. Tekila Krizi, 1982 yılında Meksika'nın moratoryumu ve bunun sonucunda ortaya çıkan uluslararası

borç sorunlarının anılarını geri getirmişti. İkincisi cari açıktan önce geldiğinden, yüksek cari açık ve düşük tasarruf oranlarının Meksika'nın zorluklarının merkezinde ve 1994'te kaldığı sonucuna varmak cazip geldi.

Ancak, 1997/98 Asya Krizi, ulaşılan sonuçların alaka düzeyi konusunda ciddi şüpheler doğurdu. Meksika ve Latin Amerika'nın geri kalanının (Şili hariç) aksine, Asya ülkeleri çok yüksek tasarruf oranları ve bazı durumlarda düşük cari açık (Endonezya) veya büyük fazlalıklar (Tayvan) sergilediler. Dahası, iktisat mesleğinin kargaşasına katkıda bulunmak için, Asya Krizi, Tekila Krizi'nden daha derin ve daha uzun sürdü. Tabii ki karışıklık, iktisatçıların yeni varsayımlar geliştirmelerini ve eskileri düzeltmelerini asla engelleyememiştir. Örneğin, bir yandan, cari açıkların ana suçlu olduğunu iddia eden güçlü bir grup bulunmaktadır (“Sonuçta yüksek cari açık Tayland'da başladı”). IMF bu görüşü benimsemiştir. Öte yandan, “serbest dalgalı kur savunucuları”, temel hatanın döviz kuru esnekliğine daha fazla izin vermek olmadığını iddia etmektedirler. Krizden sonra döviz kurları büyük ölçüde değer kaybettiği için çekicilikleri artmıştır.

Ani durmaların ve ani durmaları rasyonelleştirmeye yardımcı olan mekanizmaların kendi kendine bir krizi tetikleyebileceği görülmektedir. Bununla birlikte, ani durma krizlerini tahmin etmek için kullanılabilecek bir çerçeveye ihtiyacı vardır. Bunun nedeni, açık ve örtülü modellerin çoklu dengeleri göstermesi ve bu dengelerin gerçekte nasıl seçildiğine dair hiçbir teori bulunmamasıdır.

KI ve CAD'i sırası ile sermaye girişi ve cari işlemler açığı anlamında kullanılırsa teorik olarak,

$$KI = CAD \quad [1]$$

Ayrıca hem parasal hem de parasal olmayan bir ekonomi ve ticarete konu olmayan mallar arasında ayırım yapılırsa,

$$CAD = Z - GNP = Z^* - GNP - NFTA \quad [2]$$

Z, Z *, GSMH, GSYH * ve NFTA sırasıyla; toplam talep, ticarete konu olan mallara talep, gayri safi milli hasıla, yurt içi gayri safi yurtiçi hasıla ve yurtdışından net faktör transferleridir.

Bir sermaye girişi, KI'nın denklem (1) ile aynı zamanda yüksek CAD'lerin olduğu keskin ve sürekli bir artış gösterdiği bir dönemdir. Bu nedenle, KI'deki ani bir duruş, CAD'de, denklem (2) ile, hiçbir işlem maliyeti olmayan ticari mallara olan talebin düşürülmesiyle karşılanabilecek ani bir daralma anlamına gelir.

Ancak, durum böyle değildir. Reel döviz kuru göz önüne alındığında, daha düşük Z* 'nın satılmayan mallar olan Z - Z* için daha düşük bir talebe eşlik etmesi olasıdır. Esnek

fiyat dünyasında, ikincisi, yani satılmayan malların görelî fiyatlarındaki düşüş, daha yüksek bir reel döviz kuru anlamına gelir. Ani durma, değişimin büyük oranda beklenmeyen olduğu ve bu nedenle, önceki nispi fiyatların genel olarak kalıcı olamayacağı beklentisiyle satış süresi uzatılan satılmayan sektör mallarına (örneğin, gayrimenkul) verilen krediler anlamına gelir. Bu da genel olarak iflaslara yol açabilir.

Bu nedenle, ani bir sermaye girişinin durmasıyla bağlantılı hasarın, cari açık düşüşünü ne kadar kolay karşılayacağına bağlıdır. Bu bakımdan aşağıdaki iki varsayımı geliştirelim:

Varsayım 1: Tüketicinin Z toplam harcaması içindeki payı daha büyüktür ve özellikle Z* 'de, cari açıktaki düşüşün reel ekonomiye zararı büyük olacaktır.

Birinci varsayım çok yeni gelmeyebilir, çünkü iktisatçıların bir ülkenin borç ödeme yeterliliği konusundaki endişesini, yatırımın bir ülkenin borcunu ödemeyi kolaylaştırdığı gözlemine dayanarak yapmak için kullandıkları uyarısını akla getirmektedir. Ticarete konu olan malların tüketiminin, ticarete konu olan malların yatırımından daha fazla emek yoğun olduğu tahminine dayanmaktadır. Bu tahmin, ticari mallar için toplam talebin aynı oranda azalmasının daha büyük bir kesinti ile sonuçlanacağı anlamına gelmektedir. Ticarete konu olmayan malların talebinde, ticarete konu olan mallara olan talebin tüketim içindeki payı daha büyüktür. Elbette ki, ticarete konu olmayan mal talebinin azalması ne kadar büyükse, gerçek devalüasyon da o kadar büyük olacaktır- ve bu nedenle, daha derin finansal kargaşa olacaktır.

Ani Durmalar ve Borç Vadesi. Yukarıdaki tartışma, son krizlerden sonra çok dikkat çeken bir konu olan ülke borçlarının vade yapısına değinmemiştir. Ani durma teorisi prensipte vade yapısından bağımsızdır. Örneğin, cari açığın tamamen yabancı yatırımlarla doğrudan finanse edildiği DYY'yi (doğrudan yabancı yatırım) düşünelim. Bir uçta, doğrudan yabancı yatırımların tümü yeni yatırım şeklini almaktadır ve önceki akıl yürütme nedeniyle, ani duraklamalar önemli bir sorun olmamalıdır. Diğer taraftan, doğrudan yabancı yatırım mevcut firmaların satın alımı şeklini alacaktır. Prensip olarak, bu ihtiyaç daha yüksek bir cari açık çevrilemeyecektir. Muhtemelen, bu işlem, yerli varlık satıcılarının eşit değerde yabancı varlıklar elde ettikleri ve sermaye girişinde değişiklik yapmadığı eşit değerde bir varlık birikimine yol açabilir. Bu nedenle, daha yüksek bir cari açık gerçekleşmesi demek, asıl sahiplerin (veya yerel zincirdeki bir başkasının) toplam harcamayı artırmak için geliri kullandığı anlamına gelecektir, cari açığın kökenlerinin doğrudan yabancı yatırımda olması gerçeği ile ilgili değildir.

Her ne kadar önceki tartışma sermaye girişindeki bir kesimin etkisinin, prensip olarak borç vade yapısından bağımsız olduğunu gösterse de kesimin gerçek büyüklüğü böyle değildir. Borç vade yapısı (daha özel olarak, kalan borcun vade yapısı, yani borcun zaman profili), sermaye akımlarının potansiyel ters çevrilmesinin değerlendirilmesi ile (gösterimlerimizde sermaye girişindeki olası en büyük kısa vadeli düşüş) ilgilidir.

İkincisi, ülkenin IMF ve kilit G7 ülkeleriyle borç geri çağırma, G. Kore ve Meksika örneklerinde olduğu gibi, ayakta durması ve yeni finansmanın gelmemesi durumunda misilleme yapabilmesi (örneğin, ticari kısıtlamalar) gibi hususlara bağlıdır.

Varsayım 2: Bir ülkenin borcunun kalan vadesi yakınlaştıkça, ani durma krizinin gerçekleşmesi daha güçlü olacaktır.

Yabancı alacaklıların yalnızca belirli ekonomik sektörlerin yetersizliğinden değil, aynı zamanda aşırı borçlanmayı da fark ettikleri andan itibaren, bankalarının bilançosunun kalitesinden şüphe etmeye, ortaya çıkan piyasa riski algılarını revize etmeye ve fonlarını borçlar tarafında, özellikle de bankalar tarafında (Asya krizinde olduğu gibi, önce Tayland 1997'den ayrılarak, ardından diğer Asya ülkeleri; Ağustos 1997'de Endonezya krizi, Aralık 1997'de G. Kore'de, Eylül 1998'de Malezya'da) veya daha az ayrımcılık yaparak diğer gelişmekte olan ülkelere (Ocak 1998'de Rusya, Ocak 1999'da Brezilya) geri çekmeye başlarlar. Krizden diğer ekonomilere geçiş birkaç faktörden kaynaklanmış olabilir (Brana ve Lahet, 2005). 1994 Meksika krizi Asya ülkeleri dışındaki finansmanı ciddi şekilde bozmadı. Asimetrik bilgi sonucunda yapışan ters seçim, ahlaki tehlike, miyopi felaketi sonunda yüksek riskli projelere yatırım yapmak için yurtdışından daha düşük faizli borç alan, Asyalı borçlularını kötü borçlular yaptı.

Sonuç olarak, sermaye girişlerinde eksojen (dışsal) bir ilk yavaşlama, üretimi tahrip edebilir ve yeniden inşa etmeye teşvik eder. Ayrıca, kredi kanallarını da tahrip edebilir. Sonuncusu, bu sürecin akla gelebilecek en yıkıcı özelliğidir, çünkü tüketimin düşmesini önler ve yeni geçici dengenin ticari olmayan mallarla ilgili nispi fiyatlarında keskin bir düşüş göstermesini sağlayacaktır.

Kendi kendini besleyen çıktı çöküşü daha da derinleştirilebilir. Bu nedenle, yakın zamanda etkilenen birçok ülke, sıkı mali ve para politikası gerektiren IMF destekli programları benimsemiştir. Bir yandan, sıkı maliye politikası, daha derin ve daha yaygın iflaslara neden olacak şekilde, ticari olmayan malların nispi fiyatını düşürecektir. Öte yandan, sıkı para politikası kredi geri ödeme sorununu ağırlaştırmaktadır. Bu, Doğu Asya'daki IMF politikasının iddiası olarak kabul edilmemeli, sıkı maliye / para politikasının politika yapıcıların kredibilitelerini artıracığı ve sermaye girişinin yavaşlamasının önlenmesine yardımcı olacağı varsayımına dayandırılması gerektiği iddiası olarak alınmamalıdır.

Yukarıdaki modele rezervleri de dahil ederek parasal bir ekonomi yaratılırsa;

$$KI = CAD + R \quad [3]$$

R, herhangi bir zamandaki uluslararası rezervleri göstermektedir.

Önceki modelin anahtar farklarından biri, sermaye girişlerindeki yavaşlamanın (yani, sermaye girişindeki bir düşüş) şimdi rezerv kaybıyla (yani uluslararası rezervlerde bir düşüş) karşılanabileceğidir. Bu nedenle, cari açığındaki bir azalma ile bağlantılı çıktı / kredi çöküşü uluslararası rezerv kaybıyla azaltılabilir. Bununla birlikte, pratikte bu büyük ölçüde aldatıcıdır.

Rezerv Kaybı. Ticarete konu olan mallar açısından merkez bankası bilançosunu göz önüne alalım:

$$R + NDA = H \quad [4]$$

R ve H sırasıyla uluslararası rezervleri ve yüksek güçlü parayı belirtirken, NDA net iç varlıkları ifade eder; yani, H ve RA arasındaki farkı ve dolayısıyla, negatif bir işaret ile merkez bankasının mevduat ve net değer bilgilerini içerir. Uygulamada, R'nin yüksek güçlü para H ve mevduat hesaplarındaki genişlemenin ve aynı zamanda kamu mevduatındaki artışın bir sonucu olması muhtemeldir. Sonuncusu, kitlesel özelleştirme çabalarında bulunan ülkelerde çok önemli olabilir.

Şimdi sermaye girişinde eksojen bir düşüş varsayalım. Merkez bankası rezervlerine sadık kalırsa, ekonomi, parasal olmayan durumda olduğu gibi benzer düzenlemeleri yapacaktır. Bu çözümü geliştirmek için merkez bankası uluslararası rezervi serbest bırakan mekanizmalar bulmak zorunda kalacak ve bunun sonucunda cari açığın, sermaye girişinden daha küçük bir miktarda düşmesine izin verecektir. Bunu başarmanın doğrudan bir yolu, uluslararası kredi kesintilerine aniden maruz kalan firmalara ve kişilere kredi vermek olacaktır. Ancak bu pratikte kolay değildir. Ülkenin kredilendirmeye karşı karşıya olduğu biliniyorsa, uluslararası kredi limitlerini kaybettiğini iddia etmek herkesin yararına olacaktır.

Sermaye girişindeki yavaşlama tipik olarak yurtiçi faiz oranlarındaki artışla ilişkilidir. Dolayısıyla, merkez bankasının faiz artışını engellemek için net iç varlıkları (örneğin bir indirim penceresinden) artırması ortak bir işlemdir. Daha yüksek bir net iç varlıklar (uluslararası rezervler sabit tutulduğunda) ise, yüksek güçlü paranın (H) ve devalüasyonun, yani nominal döviz kurundaki (yani iç para birimi cinsinden yabancıların fiyatı) artışıyla sonuçlanır. Bununla birlikte, bu ayarlama sorunu çözmez, çünkü o noktaya kadar uluslararası rezervler kaybolmayacaktır. Bu nedenle, mekanizmanın çalışması için merkez bankasının döviz piyasasına müdahale etmesi ve uluslararası rezervleri piyasaya sürmesi gerekecektir.

Ülke sabit (veya yarı sabit) bir döviz kuruna bağlıysa, bu mekanizma merkez bankasını spekülative bir saldırıya karşı savunmasız kılar. Bu, halk tarafından algılandığı an olacaktır:

1. İç para birimi cinsinden (en belirgin şekilde tahvil ve banka mevduatı) varlıklara olan taleplerini ve,

2. Dolar cinsinden borçları yerel para cinsinden borçlara dönüştürmeye çalışacaktır.

Meksika ve Endonezya'daki son deneyimler, ikinci maddenin çok güçlü olabileceğini gösteriyor; çünkü genellikle ortalamanın üzerinde bir kurum içi finansal uzmanlık ve bilgiye sahip olan ve uluslararası sermaye piyasasına erişimi olan (içeriden bilgi almak dahil) firmalar ve bankalar tarafından gerçekleştirilmekte idi. Tabii ki bu tepkinin kuvvetinin artması muhtemelen, dolar cinsinden borç stokunu daha büyütecektir.

Yukarıda 1 ve 2 numara ile gösterilen tepkiler geçmişe göre daha sıkı bir uluslararası kredi ile olacağından, ülke içindeki tüm faiz oranlarını daha da artıracakları muhtemeldir: Hem dolar hem de yerel para birimi faiz oranları. Ayrıca, yerli parasal varlıkların tükenmesi sermaye girişindeki düşüşü daha da kötüleştirebilir.

Yukarıda da belirtildiği gibi, ülke para birimini korumaya kararlı olmasa bile, reel ekonomiyi sermaye girişlerindeki yavaşlamadan korumak için rezerv içeren politikalar, en azından bir an için, dalgalanmadan kaynaklanan yeniden yapılamaya dikkat çekmektedir. Ancak, ülke belli miktarda rezervi serbest bırakıp tekrar yüzmeye devam edebilir. Muhtemelen “evet”, ancak düşük rezervler yerli varlıklardan bir uçuş başlatırsa, rezerv kaybı politikaları KI'nın daralmasını ve dolayısıyla reel ekonomi üzerindeki ilave aşağı yönlü baskıyı tetikleyebilir.

Özetle, uluslararası rezervleri serbest bırakma kabiliyeti sermaye girişlerinde ani bir düşüşün oluşmasını yumuşatabilse de temel ekonomik gerekçelerle desteklenen son deneyimler, bunu doğru yapmanın büyük bir başarı olabileceğini öne sürmektedir Calvo (1998). Calvo'nun bu çalışmadan elde ettiği sonuçlar son derece önemlidir.

- Sermaye girişlerinde yüksek negatif dalgalanmalar- yani ani duruşlar- tehlikelidir. İflaslara ve insan sermayesi ile yerel kredi kanallarının tahrip olmasına neden olabilirler.
- Büyük cari işlemler açığı, nasıl finanse edildiklerinden bağımsız olarak tehlikelidir. Çünkü aynı cari hesap açığını korumak için “yeni para” gereklidir ve ikincisine ulaşmak ani duruşlar sırasında zorlaşır.
- Sermaye girişindeki bir azalmanın olumsuz etkilerinin artması muhtemeldir, daha yüksek satışlar için harcanan marjinal eğilim yüksektir. Bu nedenle, tüketimin yatırımdan daha yoğun olduğunu varsayarsak, sermaye girişleri tarafından finanse edilen tüketimin payı arttıkça, gelecekteki ani bir duruşun olumsuz etkisi daha güçlü olacaktır.
- Kısa vadeli finansman, bu risklere, sermaye girişlerinde (ya da çıkışlarında) daha büyük yavaşlamalar yaratmaya katkıda buldukları ölçüde katkıda bulunabilir.

7. Politika Tartışması

Krizden çıkışın ya da krizden sakınmanın uzun dönemde ülkenin ekonomik ve sosyal dengelerini eşanlı ve sürekli olarak geliştirmek olduğu gerçeğini gözönünde tutulmalıdır. Bunun yanında kısa dönemde para politikası uygulamasında aşağıda belirtilen politika noktaları mutlaka dikkatlice uygulanmalıdır.

1. Finans sektörü faaliyetin merkezindedir ve doğrudan veya dolaylı olarak çözümün anahtarı olmalıdır.

2. Finansal işlemlerin hızlı bir şekilde yapabileceği farklı biçimler göz önüne alındığında, kısmi çözümler etkisiz ve son derece çarpıtıcı olabilir. Dolayısıyla, (uluslararası) sermaye akımları üzerindeki kontroller, yurt içi sermaye piyasasının uygun düzenlemelerine eşlik etmedikleri sürece etkisiz olabilir.

3. Finansal sektör politikaları, iç işlemleri de içeren, özellikle de merkez bankasının vesayetinde bulunan kurumlar aracılığıyla yapılanlar dahil olmak üzere, tüm finansal sistemi kapsamalıdır. Bunun nedeni, merkez bankasının genellikle mevduat sigortası sunması ve bu nedenle finansal krizin büyük bir mali yükü temsil edebileceğidir (Şili, Meksika ve Venezuela).

4. Finansal olarak kapatılmış ve az gelişmiş sistemler (örneğin, Hindistan'ın), finansal sektörü serbest bırakmaya teşvik edilmemelidir. Mali reform kademeli olarak yapılmalı ve öz sermaye finansmanını dışlamamalıdır. Politika yapıcılar firmaların kaldıraç oranlarına (yani tahvil / öz kaynak oranlarına) dikkat etmelidir.

5. Bununla birlikte, finansal olarak açık sistemler (örneğin, Arjantin ve Yeni Zelanda) bu şekilde tutulmalı ve ülkeyi istikrarlı bir ülkenin bölgesine benzetecek çok sıkı kurallara uymalıdır (Arjantin Para Kurulu iyi bir örnekti).

6. Yukarıdaki dördüncü ve beşinci tavsiyeler arasında çelişki yoktur. Mali serbestleşme, bilginin sınırlı olmasından dolayı kısa vadeli krediler alması muhtemel olan firmalardan tüketicilere büyük "sermaye akışı" yaratır. Böylece, bu akışlar kolayca geri dönüp ciddi finansal sorunlara neden olabilir. Dahası, finansal serbestleşme, benzer potansiyel olarak tehlikeli sonuçlarla, sermaye geri dönüşü yoluyla büyük (uluslararası) sermaye girişleri üretebilir. Buna karşılık, eğer finansal sistem zaten serbestleştirilmişse, yukarıda belirtilen risklerin çoğu daha önce gerçekleşmiş olabilir ve akışın vergilendirileceği veya sınırlanacağı beklentisi krize neden olacak bir çalışma yaratabilir.

7. Likidite krizlerinin nitelikli iş gücünde önemli bir tahribata yol açmasını önlemek için etkin iflas düzenlemeleri şarttır.

8. Kriz sonrası politika. Sermaye girişindeki ani bir duruş, genel bir kural olarak, ekonomiye ciddi bir darbe anlamına gelir. Standart para ve maliye politikalarının çok az

kullanımı muhtemeldir. Büyük devalüasyonlar ve kolay para, yukarıda tartışılan nedenlerden ötürü pek yaygın olarak kullanılamaz. Dolayısıyla, makul bir çözümün fiyat istikrarına yönelik bir para politikası ve kısa vadede toplam talebi daha da kısıtlamayan ve dengeli bir bütçeye doğru ilerleyen bir maliye politikası olacağı görülmektedir. Bu maliye politikası hedeflerine ulaşmak kolay olmayabilir. Bunu yapmak için, örneğin, vergileri ve hükümet harcamalarını, birincisini geçecek şekilde artırmak, ancak hükümet harcamalarının genişletici etkilerini geri döndürmemek gerekebilir.

8. Krizden Çıkış ve IMF

Asya Kriziyle birlikte IMF dikkatini bu ülkelere çekmek için mücadele etti. Ancak, önerilen mali kurtarma ilk önce döviz rezervlerini yenilemek ve dış ödemeleri sürdürmek ve ikincisi de tasarrufları yeniden yapılandırmak için gerekli görünüyordu. Daha önce benzeri görülmemiş miktarlarda borç verildi (Tayland'a 35 milyar dolar, G. Kore'ye 57 milyar dolar). Bu şartlar daha sonra eleştirildi ve dayandığı Washington Konsensusu'nun yanı sıra IMF, 1998'de ülkelere uygulanan ekonomik krizlerin durgunluğundan kaynaklanan ekonomik sorunlardan sorumlu tutuldu (IMF World Reports).

IMF, kendisini Asya'daki eylemiyle ilgili şiddetli eleştirilerin merkezinde buldu (Çok katı ve yetersiz reform planları, krizi öngörememe ve yönetememe, destek politikasına bağlı ahlaki tehlike, düzenleme biçimini yenilememe gibi). IMF, geçici ödemeler dengesi zorluğu çeken ülkelere temel finansal yardım misyonunda başarısız olmasından dolayı da eleştirildi ve nihayet, temsil edilmelerini baltalayarak (ülke borcunun hesaplanmasına bağlı olarak) sayıları çok az sayıda gelişmiş veya gelişmekte olan ülke denetiminde kaldı (Meltzer, 1998).

IMF politikalarını savunanlar; ülke için gereken dış finansmanın yalnızca bir kısmını sağladığını, geri kalanının özel borç verenler tarafından tahsis edildiğini belirterek savunmuştur. İkincisi, eleştirilere rağmen, kriz zamanlarında yatırımcıların paniklerini sakinleştirdiği, uluslararası kredi veren son kurum olduğu ve diğer finansman türleri için bir katalizör olarak ayrıcalıklı bir alacaklı gibi görüldüğü ifade edilmiştir.

Meltzer, finansal açıdan sağlam ülkelere geçici yardım için IMF misyonlarına yeniden odaklamayı teklif etmiş, zaman içinde teklifine bir miktar karşılık da bulmuştur. Eylül 1997'de, oybirliğiyle alınan karar IMF'e finansal işlemlerle yüzleşmek ve izlemek için bir yetki vermiş, ancak 1997 krizi ve panik geri dönünce, bu karar uygulanamamıştır, çünkü hükümetler için oldukça kısıtlayıcı bulunmuş ve önerisi ancak 2009'da tekrar gündeme getirilmiştir (Meltzer ve Sachs, 1998).

2002-2003'ten bu yana uygulanan reformlar yürürlüğe girmeye başlamıştır. Gelişmekte olan ülkeler, özellikle de Asya ülkeleri, 1980'lerin sonunda başlayan finansal serbestleşmeye rağmen yıllardır yapılmayan yerel finans piyasalarını

iyileştirmek için 1998'den itibaren; ekonomik ve yapısal reformları uygulamaya koymaya, bankacılık sistemlerini reforme etmeye, finansal sistemlerin denetimini iyileştirmeye ve ihtiyati düzenlemeler yapmaya başladılar. Ekonomik büyüme yatırımcı güveniyle geri dönüyordu. Gelişmekte olan ülkeler kendi içlerinde büyümeleri 2003-2007 döneminde ortalama %7 olurken, Çin Halk Cumhuriyeti'nde %10,5, Hindistan'da % 8.9, Tayland'da % 5, Güney Kore'de % 5.2, Brezilya ve Meksika'da % 3.4, Polonya'da % 4.8, Türkiye'de 7.5 % olarak gerçekleşirken, küresel büyümeye % 75 katkıda bulundular.

9. Uluslararası Rezervler ve Finansal Kriz Üzerindeki Etkisi

Martin Feldstein'in (1999) Asya finansal krizinin ardından ulaştığı sonuca göre, gelişmekte olan ülkeler kendilerini bu krizlerden korumak için Uluslararası Para Fonu'na (IMF), veya "uluslararası finansal mimaride" yapılan reformlara güvenemezler. Feldstein'nin neden olarak ileri sürdüğü gibi, başka yerlerde oluşan krizlerin iyi yönetilen ülkelere bile bulaşma tehlikesiyle karşı karşıya kalabileceğini bilerek, sağlam makroekonomik politikalara güvenmek yeterli midir? Feldstein'a göre anahtar, artan likidite sayesinde kendi kendini korumaktır. Yüksek (net) likit yabancı varlık seviyesine sahip ülkeler finansal piyasalarda paniğe ve sermaye akışındaki ani geri dönüşlere daha iyi dayanabilirler. Dolayısıyla, finansal krizlerin maliyetini azaltmakla kalmayıp, aynı zamanda bu krizleri daha az olası hale getirebilirler. Likidite üç stratejiyle sağlanabilir: kısa vadeli borçların azaltılması, teminatlandırılmış bir kredi sistemi oluşturulması ve merkez bankasının döviz rezervlerinin arttırılması (Feldstein, 1999).

Üç strateji arasında, yabancı rezervlerin artırılması, gelişmekte olan ülkelerin açıkça en beğendikleri seçenek olduğu görülmüştür. Gelişmekte olan ülkelerin elinde tutulan döviz rezervleri bugün tüm zamanların en yükseğidir ve gelişmişlerin elinde bulundurduğu seviyenin birkaç katı üst seviyesindedir. Ancak Feldstein ve diğerlerinin de belirttiği gibi, rezerv biriktirmek de maliyetlidir. Merkez bankaları döviz rezervlerini çoğunlukla düşük getirili kısa vadeli ABD Hazine (ve diğer) menkul kıymetler şeklinde tutmaktadır. Bir ülkenin bu varlıklara yatırım yaptığı her rezerv dolar, o ekonomi için dış borçlanma maliyetine veya alternatif olarak, yatırımın geri dönüşünün sosyal oranına eşit olan bir fırsat maliyeti getirir. Likit rezerv varlıklar üzerindeki getiri ile normal fonlardaki birkaç puanlık bir fark olan dış fon maliyeti arasındaki fark, kendi kendine sigortalamanın sosyal maliyetini temsil eder. Likit olmanın finansal kriz geçirme olasılığını azalttığına (ve belki de borçlanma maliyetini düşürdüğüne) inandırıcı kanıtlar vardır. Bu krizlerin yüksek çıktıları ve sosyal maliyetleri göz önüne alındığında, yüksek likidite seviyelerinin yüksek maliyetlerine rağmen rasyonel olduğu makul bir durum olabilir mi?

2008-9 küresel finansal kriz, gelişmekte olan pazarlara (EM) ciddi zorluklar dayatmıştır. Daha önceki ayrışmalar, gelişmekte olan piyasaların olumsuz ayarlamalarla ortaya çıkaracak darbelerden kaçınmasını sağlamış olacaktır. "Kaliteye uçuş," kaldıraçlı

azaltma ve uluslararası ticaretin hızla azalması, gelişmekte olan piyasaları etkilemeye 2008 yılının ortalarından itibaren başladı ve ayarlama yeteneklerini test etti. Daha önceki krizler sırasında, gelişmekte olan piyasalar çoğunlukla hızlı değer kaybetmeye zorlanmışlardır. Ancak, gecikmeli olarak uluslararası rezervlerin büyük miktarda biriktirilmesi uluslararası rezervlerin 1990'lar ve 2000'lerin başında, bu ülkelere nispeten daha zengin bir seçenekler menüsü sunmuş oldu.

Hatırlamak gerekirse, 1970-1999 yılları arasında döviz kurları, faiz oranları ve uluslararası rezerv modellerinin araştırılması, Calvo ve Reinhart (2002) “dalgalanma korkusu”nun yaygınlığını ortaya çıkardı. Döviz kurlarının dalgalanmalarına izin verdiklerini iddia eden ülkelerde gerçekte döviz dalgalanmasına izin verilmemektedir. Bunun yerine, yetkililer sık sık döviz piyasası ve açık piyasa operasyonlarına doğrudan müdahale yoluyla döviz kurunu dengelemeye çalışırlar. Dalgalanma korkusu, son on yıl içinde yükselen piyasalar ve diğer gelişmekte olan ülkeler tarafından yapılan büyük IR birikimi için bir yorum da sağlayabilir. Bununla birlikte, uluslararası rezerv birikiminin alternatif açıklamaları, ihtiyati tedbir ve / veya ticari tüccar motifleri içerir (Aizenman ve Lee (2007, 2008)) ve Dooley Folkerts-Landau, ve Garber (2003)]. Dooley ve Garber’in Bretton Woods II yorumunu yaptığı bu çalışma 2008-2009 krizi sırasında uluslararası rezervlerin tükenmesini belirleyen faktörleri incelemekte, yükselen piyasaların uluslararası rezervlerinin düşürülmesinin dinamiklerini araştırmakta ve korkunun kriz sırasında IR kullanımına ne derece egemen olduğunu tespit etmektedir. Aizenman ve Sun tarafından yapılan regresyon analizi, 2008-2009 küresel krizi sırasında büyük birincil emtia ihracatı, özellikle petrol ihracatı olan gelişmekte olan ekonomilerin büyük uluslararası rezerv kayıpları yaşadığını göstermektedir. Orta düzeyde bir finansal açıklığa ve kısa vadeli dış borç / GSYH oranına sahip olan ülkeler, ortalama olarak, başlangıçtaki uluslararası rezervleri çoğunu kaybetti. Büyük uluslararası rezerv kayıpları yaşayan ülkelerin çoğu, 2008 yılının ikinci yarısında uluslararası rezervlerini tüketmeye başladı (Aizenman ve Sun (2009)).

Aizenman ve Sun (2009) yaptığı çalışmada, büyük ölçüde uluslararası rezerv kaybı yaşayan ve uluslararası rezerv kaybı yaşamayan veya hızlı bir şekilde geri kazanan ülkeler olmak üzere iki grupta incelemiştir. İlk grupta, Temmuz 2008- Şubat 2009 döneminde en yüksek uluslararası rezerv seviyesine göre uluslararası rezervlerinin en az yüzde 10'unu kaybeden ülkeler yer almaktadır. 21 EM arasında, 9 ülke ilk gruba aittir. Daha fazla bilgi edinmek için, uluslararası rezervlerinin büyük ölçüde tükenmesine neden olan ülkelerin R / GSYH oranına yönelik kriz öncesi taleplerini kıyaslamayan ülkelerle karşılaştırılmış ve iki grup arasında farklı modeller bulunmuştur. Ticarete bağlı faktörler (ticaret açıklığı ve birincil mal ihracatı, özellikle büyük petrol ihracatı gibi), ilk aşamada önemli ölçüde uluslararası rezerv tükenmesi yaşayan ülkelerin kriz öncesi R / GSYH seviyelerinin muhasebeleştirilmesinde daha önemli görünmektedir. Bu bulgular, kriz öncesi ticaret şoklarına büyük oranda maruz kaldıklarını belirleyen ülkelerin, krizin ilk aşamasında uluslararası rezervleri tampon stok olarak kullandıklarını göstermektedir.

Bu ülkelerin uluslararası rezerv kayıpları ters bir logit eğri izledi. Uluslararası rezervlerin hızlı bir şekilde tükenmesinden sonra, bu ülkeler 7 ay içinde belirgin bir şekilde azalan uluslararası rezervler tükenme oranına ulaştı ve kriz öncesi üçte birinden fazlasını kaybetmemeyi başardılar.

Buna karşılık, ilk kriz aşamasında uluslararası rezervlerin büyük ölçüde tükenmesinden kaçınan ülkelerde, R / GSYH'nin başlangıç seviyesini açıklamada finansal faktörler ticaret faktörlerinden daha önemli görünmektedir. Bu ülkeler uluslararası rezervleri tamamen kullanmaktan kaçındılar ve para birimlerinin büyük ölçüde değer kaybetmesiyle dış düzenlemeye ulaştılar. Birinci ülke grubu tarafından IR kullanımının ve ikinci grup tarafından uluslararası rezervlerin kullanımından kaçınmanın kalıpları, "rezervleri kaybetme korkusu" ile tutarlıdır. Bu tür bir korku, bir ülkenin azalan uluslararası rezervlerinin para biriminde daha fazla kırılmalığa işaret edebileceği ve böylece kalan rezervlerinde böyle bir çalışmayı tetikleyebileceği yönündeki endişeyi yansıtabilir. Bu korku, bir ülkenin, krizdeki bilinmeyene göre, hızlı bir şekilde uluslararası rezervleri tüketmenin yetersiz olabileceğine dair bir endişeyle ilgili olabilir.

Sonuçlar; küresel likidite krizi sırasında gelişmekte olan ülkelerin davranışlarının uluslararası rezervleri kaybetme korkusunun, dalgalanma korkusundan daha fazla kısıtladığını göstermektedir. Daha önceki araştırmalar, 1990'lar ve 2000'li yılların ortalarında finansal entegrasyonlarını artıran gelişmekte olan ülkelerin; ani durmalara, sermaye uçuşlarına ve kaldıraç azaltma krizlerine karşı kendi kendine sigorta temin etmeleri için ihtiyati nedenlerle uluslararası rezerv biriktirmesini tavsiye etmektedir (Calvo (1998) ve Obstfeld, Shambaugh ve Taylor (2010)). Yine de 2008-9 küresel krizi, bu kendi kendine sigortanın çalışması için gereken uluslararası rezerv seviyelerinin, bir ülkenin brüt dış mali bozulmalara maruz kalmalarına benzer olduğunu göstermektedir (Park (2009), G. Kore'nin kriz sırasındaki zorluklarını analiz eder]. Bu şartlar altında, kısa vadeli dış borçlanma ile IR biriktirme arasındaki bağlantıyı sıkılaştırıcı ihtiyati denetim, kısa vadeli dış borçlanmanın neden olduğu aşırı riskler azaltacaktır.

Büyük oranda uluslararası rezerv kaybetmeyen gelişmekte olan ülkelerin 2008-9 krizinden önce büyük ticari şoklara maruz kalmayı içselleştirdiğini, krizin ilk aşaması sırasında ilk uluslararası rezervlerin nispeten daha büyük bir kısmını tüketmeyi seçtikleri ihtimal dahilindedir. Aksine, ticari faktörleri göz önünde bulundurmeyen gelişmekte olan ülkelerin krizden önce uluslararası rezervleri istiflemek ve kullanmaktan kaçınmışlardır. Bu, muhtemelen uluslararası rezervleri tüketmenin, daha büyük bir güvenlik açığını işaret edebileceği ve uluslararası rezervlerin üzerinde daha derin bir çalışmaya neden olabileceği korkusundan kaynaklanıyor olabilir. Bu nedenle, iki gelişmekte olan ülke grubu arasında kriz öncesi R / GSYH seviyelerindeki farklılıkların kaynakları açıklanamamıştır.

Büyük oranda uluslararası rezerv kaybeden gelişmekte olan ülkelerde döviz kurundaki değer düşüklüğünün (büyüme hızı) yine de uluslararası rezerv değişimlerini olumsuz yönde etkilediği görülmektedir. Ticarete bağlı faktörlerin, özellikle de petrol ihracatına ilişkin olanların, uluslararası rezerv tükenmesinin büyüklüğü üzerinde önemli bir etkisi vardır. Finansal piyasa ile ilgili faktörlerin uluslararası rezerv kayıpları üzerinde bir etkisi vardır, ancak ticaretle ilgili belirleyiciler kadar önemli değildir. Aizenman ve Sun (2009).

10. Son Söz

Ekonomik politika tartışmaları, son yıllarda bir maliye politikasının ne kadarının (veya daha azının) ve diğer para politikasının ne kadarının (veya daha azının) ekonomik istikrar ve büyüme için gerekli olduğuna odaklanmıştır. Gelecekte daha iyisi yapılacaksa, maliye ve para politikası tekniklerinin seviyesinin ve ötesine bakan ciddi bir tartışma başlatılmalıdır. Böyle bir tartışma ekonominin istikrarsızlığını kabul edecek ve bu doğal istikrarsızlığın kurumlar ve politika müdahaleleri tarafından güçlendirilip güçlendirilmediğini sorgulayacaktır.

Parasal bir ekonomi, yapışkan fiyat ve ücretlerin gerçekçi olabilme olasılığını ortaya koymaktadır. Bu, cari işlemler açığındaki bir kesimin, çalışmada vurgulanan kanallardan bağımsız olarak, çıktı üzerinde depresif bir etkiye sahip olabileceği Keynesyen bir kanal eklemektedir. Bununla birlikte, Keynesyen düşünceler tipik olarak, karşı konjonktürel para politikası veya daha spesifik olarak döviz devalüasyonu ile önemli çıktı kaybını önleme olasılığını artırmaktadır. Yine de bu politika kesinlikle düşük sermaye girişi ile ilişkili Neoklasik göreceli fiyatlara ulaşmayı hızlandırabilse de, finansal krizleri atlarmaya yardımcı olmamaktadır. Bu, açıkça borcun döviz cinsinden olması durumunda geçerlidir. Devalüasyon, nispi fiyatı artırmaya yardımcı olur, ancak sektör dolar cinsinden borç aldıysa, krizi daha da derinleştirecektir. Bankaları, şirketleri ve piyasanın diğer aktörleri ulusal düzeyde ağır borçlu olan piyasa ekonomisinde, dış finansman imkanları kesildiğinde, uluslararası düzeyde borçlanamayacak ve kendini bir krizin içinde bulacaktır.

İhracata konu olmayan mal ve hizmet üreten sektördeki borçların yerel para biriminde olması halinde durum daha iyi olur mu? Cevap muhtemelen “hayır” dır. Krizlerin yol açtığı devalüasyonlara genellikle daha yüksek nominal ve reel faiz oranları eşlik eder. Çünkü bu devalüasyonlar, hükümetin kilit makro değişkenleri kontrol etme kabiliyeti hakkında şüphe uyandırmaktadır ve büyük ölçüde istemsiz olduklarının kanıtıdır. Son ödemeler dengesi krizlerinin en şaşırtıcı özelliklerinden biri, menkul kıymetler piyasasının bölgesel ve küresel seviyelerde eşzamanlı çöküşü olmuştur. Bu nedenle, hem tahsil edilemeyen kredi ve borçlar, hem de ticari açıdan gerçek faiz oranları yükselir ve bu da borç yükünü artırır. Dolayısıyla, dolar ve iç para birimi cinsinden borç arasındaki temel fark zamanlamadır: Dolar borçları ile devalüasyonun yol açtığı finansal

sıkıntı anında gerçekleşirken, yerli para birimi cinsinden borçlanma ile birkaç ay hatta yıllar sonra ortaya çıkabilir.

Sonuç olarak bakıldığında bugünün ekonomik politikasının bir “yama işi” olduğu görülebilir. Bazı eksiklikleri gidermek için tasarlanan her değişikliğin, ekonomik ve sosyal yaşamın diğer bazı yönlerini olumsuz yönde etkileyen yan etkileri vardır. Her geçici müdahale daha fazla müdahaleyi doğurmaktadır. Şu an sahip olduklarımızı geliştirmek istiyorsak, istikrarsızlık ve enflasyon eğilimlerini kontrol edecek kurumsal ve yapısal reformlar çağına girilmelidir. Yeni bir reformun başlatılmasına gerek vardır, basitçe ve parça parça değişiklik yapılmamalıdır. Aksine, ekonomik sorunlarımıza kapsamlı ve entegre bir yaklaşım geliştirilmeli; politika, ekonomik alanın tamamına yayılmalı ve parçaları tutarlı ve uygulanabilir bir şekilde birbirine uymalıdır: Parça parça yaklaşımlar ve yama işi değişiklikleri sadece kötü bir durumu daha da kötüleştirecektir.

Politika hedefi olarak istihdama değil, yatırım ve “ekonomik büyümeye” vurgu yapılmalıdır. Tam istihdamlı bir ekonominin büyümesi zorunluysa, sermaye-yoğun özel yatırımın teşvik eden araçlarla büyümeyi hızlandırılması, sadece ekonominin büyümesinin hedeflenmesi, eşitsiz bir gelir dağılımını arttıran verimsiz teknik seçimlere ve yetersiz ve kararsız genel performansa neden olabilir. Sermaye yoğun üretime yapılan vurgunun bir teori ya da politikanın başarısızlığı olarak mı görülmesi gerektiğine karar vermek zordur. Kuşkusuz, tüm iyi şeylerin kaynağı olarak yatırım konusunda kayıtsız bir vurgu vardır: İstihdam, gelir, büyüme, fiyat istikrarı. Fakat gerçekte, beceriksiz ve uygunsuz yatırım ve yatırım finansmanı tam istihdam, tüketim, ekonomik büyüme ve fiyat istikrarını engellemektedir.

Kaynakça

- Aizenman J., M. Chinn ve H. Ito (2010-2011), “Surfing the Waves of Globalization, Asia and Financial Globalization in the Context of Trilemma,” National Bureau of Economic Research. Working Paper No. 15876 Issued in April 2010.
- Aizenman, J. (2009), “Hoarding International Reserves versus a Pigovian Tax scheme: Reflections on the Deleveraging Crisis of 2008-9, and a Cost Benefit Analysis,” NBER Working Paper # 15484.
- Aizenman, J. ve J. Lee (2007), “International Reserves: Precautionary versus Mercantilist Views, Theory and Evidence,” *Open Economies Review*, 18(2): 191-214.

- Aizenman, J. ve J. Lee (2008), "Financial Versus Monetary Mercantilism -- Long-Run View of Large International Reserves Hoarding," *The World Economy*, 31(5): 593-611.
- Aizenman, J ve Y. Sun (2009), "The Financial Crisis and Sizable International Reserves Depletion: From 'Fear of Floating' to the 'Fear of Losing International Reserves'?" National Bureau of Economic Research, Working Paper 15308. <http://www.nber.org/papers/w1530>
- Bardhan A. ve D. Jaffee (2007), "The Impact of Global Capital Flows and Foreign Financing on US Mortgage and Treasury Interest Rates," Special Report, Research Institute for Housing America.
- Bardhan, P. (2001), "The Impact of Globalization on the Poor," University of California at Berkeley.
- Bensaid B. ve O. Jeanne (1997), "The Instability of Fixed Exchange Rate Systems When Raising the Nominal Interest Rate is Costly", *European Economic Review*, 41(8): 1461-1478.
- Blackburn, K. ve M. Sola (1993), "Speculative Currency Attacks and Balance of Payments Crises," *Journal of Economic Surveys*, 7(2): 119-144.
- Blanchard, O. (2004), "Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil," (No. w10389). National Bureau of Economic Research.
- Burki, S. J. ve S. Edwards (1995), "Latin America After Mexico: Quickening the Pace," World Bank Latin American and Caribbean Studies; Viewpoints Washington, D.C. World Bank Group.
- Calvo, G. A. ve C. M. Reinhart (2002), "Fear of floating," *The Quarterly Journal of Economics*, 117(2): 379-408.
- Calvo, G. A., L. Leiderman, ve C. M. Reinhart (1993), "Capital Flows and the Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors," *FMI, Staff Papers*, 40(1): 108-151.
- Calvo, G. A. ve C.M. Reinhart (1996), "Capital Flows to Latin America: Is There Evidence of Contagion Effects?" G.A. Calvo, M. Goldstein, ve E. Hochreiter, eds. içinde, *Private Capital Flows to Emerging Markets*, (Washington DC: Institute for International Economics.).
- Calvo, G. A. (1996), "Capital Flows and Macroeconomic Management: Tequila Lessons," University of Maryland. Unpublished manuscript.

Calvo, G.A. (1998), "Capital Market Contagion and Recession: An Explanation of the Russian Virus," College Park, Maryland, University of Maryland.

Claessens, Stijn (1991), "Balance of Payments Crises in an Optimal Portfolio Model," *European Economic Review*, 35: 81-101.

De Kock, G. ve Grilli, V. (1993), "Fiscal Policies and the Choice of Exchange Rate Regime," *Economic Journal* 103: 347-356.

Dooley, M. P., D. Folkerts-Landau, ve P. Garber (2003), "An Essay on the Revived Bretton Woods System," NBER Working Paper No. 9971 September.

Drazen, A. ve P. R. Masson (1994), "Credibility of Policies versus Credibility of Policymakers," *Quarterly Journal of Economics*, 109(3): 735-754.

Eichengreen, B., A. K. Rose ve C. Wyplosz (1994), "Speculative Attacks on Pegged Exchange Rates: An Empirical Exploration with Special Reference to the European Monetary System," Matthew Canzoneri, Paul Masson ve Vittorio Grilli, eds. içinde, *The New Transatlantic Economy*, Cambridge: Cambridge University Press.

Eichengreen, B., A. K. Rose ve C. Wyplosz (1995) "Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks," *Economic Policy*, 21: 249-312.

Eichengreen, B., A. K. Rose ve C. Wyplosz (1996), "Contagious Currency Crises," National Bureau of Economic Research Working Paper No. 5681.

Feldstein, M. (1999), "Self-Help Guide for Emerging Markets," *Foreign Affairs*, 78(2): 93-109.

Fisunoğlu, H. M. ve D. M. Akyüz, (2018), "Finansal Krizler ve Rezerv Yönetimi," *İktisat ve Toplum*, 96: 75-86.

Flood, R. ve P. Garber, (1984a), "Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples," *Journal of International Economics*, 17(1-2): 1-13.

Flood, R. ve P. Garber (1984b), "Gold Monetization and Gold Discipline," *Journal of Political Economy* 92(1): 90-107.

Frankel, J. A. ve S. Schmukler (1998), "Crisis Contagion, and Country Funds," R. Glick, ed. içinde, *Managing Capital Flows and Exchange Rates*, Cambridge University Press.

- Gerlach, S. ve F. Smets (1995), "Contagious Speculative Attacks," *European Journal of Political Economy*, 11(1): 45-63.
- Ghosh, A. R., J. D. Ostry ve M. Chamon (2016), "Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rate Policies in Emerging Market Economies," *Journal of International Money and Finance*, 60(February): 172-196.
- Glick, R. ve A. Rose (1998), *Contagion and Trade: Why Are Currency Crises Regional?* Berkeley, University of California.
- Goldberg, L. (1993), "Predicting Exchange Rate Crises: Mexico Revisited," NBER Working Paper, No. 3320.
- Goldfajn, I. ve R. Valdés, (1995), "Balance of Payments Crises and Capital Flows: The Role of Liquidity," unpublished manuscript, MIT.
- Krugman, P. (1979), "A Model of Balance of Payments Crises." *Journal of Money, Credit and Banking*, 11(3): 311-325.
- Krugman, P. (1996), "Are Currency Crises Self-Fulfilling?" *NBER Macroeconomics Annual*, 11: 345-407.
- Kaminsky, G. L ve C. M. Reinhart (2000), "On Crises, Contagion and Confusion," *Journal of International Economics*, 51(1): 145-168.
- Kaminsky, G. L ve C. M. Reinhart (1996), "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems," *The American Economic Review*, 89(3): 473-500
- Meltzer, A. H. (1998), "Asian Problems and the IMF," *Cato Journal*, 17(3): 264-274.
- Meltzer, A. H. (2009), "Reflections on the Financial Crises," *Cato Journal*, 29(1): 2009.
- Meltzer, A. H. ve J. D. Sachs (2000), "Reforming The IMF and The World Bank," <http://www.cursos.vexternado.edu.co/aco2fin/Lectures...>, :1-3.
- Minsky, H. P. (2008), *Stabilizing an Unstable Economy*, New York, Macmillan.
- Moreno, R. (1995), "Macroeconomic Behavior During Periods of Speculative Pressure or Realignment: Evidence from Pacific Basin Economies," *Economic Review - Federal Reserve Bank of San Francisco*, 3: 3-16.
- Obstfeld, M. (1986), "Rational and Self-Fulfilling Balance of Payments Crises," *American Economic Review*, 76(1): 72-81.

- Obstfeld, M. (1991), "Destabilizing Effects of Exchange Rate Escape Clauses," NBER Working Paper No. 2603.
- Obstfeld, M. (1995), "International Currency Experience: New Lessons and Lessons Relearned," *Brookings Papers on Economic Activity*, 1995(1): 119-220.
- Obstfeld M., J. C. Shambaugh ve A. M. Taylor (2010), "Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008," National Bureau of Economic Research. Working Paper 14826. <http://www.nber.org/papers/w14826>
- Ozkan, G. ve A. Sutherland, (1995), "Policy Measures to Avoid a Currency Crisis," *Economic Journal*, 105 (429): 510-519.
- Sachs, J., A. Tornell ve A. Velasco (1996), "Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995," NBER Discussion Paper 5576.
- Valdés, R. O. (1996), "Emerging Markets Contagion: Evidence and Theory," SSRN: <https://ssrn.com/abstract=69093> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.69093>
- Willman A. (1988), "Balance of Payments Crises and Monetary Policy Reactions in a Model with Imperfect Substitutability Between Domestic and Foreign Bonds," *Economic Letters*, 26(1): 77-81.