

SERMAYE AKIMLARINDAKİ ANİ DURMALAR VE POLİTİKA SEÇENEKLERİ

SUDDEN STOPS IN CAPITAL FLOWS AND POLICY OPTIONS

Cemil VARLIK¹

ÖZET

Sermaye akımlarındaki ani durmalar, gelişmekte olan ülkelerde önemli çıktı kayıplarına sebep olmaktadır. Söz konusu ani durmaları önleyici politikalar ile bunlara karşı uygulanabilecek politika tepkileri, ulusal ve uluslararası düzeyde alınacak tedbirleri içerecektir. Bir ani durma sırasında para ve maliye politikalarının daraltıcı mı yoksa genişletici mi olması gerektiği konusunda bir tartışma sürmektedir. Bir çok ampirik çalışmada, ani durmalar sırasında uygulanan genişletici para ve maliye politikalarının, çıktı daralmalarını azaltabileceği gösterilmektedir. Fakat bir ani durma karşısında genişletici politikalar uygulamanın ön koşulu, nispeten güçlü bir makroekonomik yapıya sahip olmaktır. O halde genişleme dönemlerinde yurtiçi kırılganlıkları iyileştirmekten daha iyi bir seçenek olamaz. Bununla birlikte, yurtiçi kırılganlıklar mevcutken ani durmalarla karşılaşan ülkeler de, yerinde politika tedbirleri ve/veya uluslararası kurumlardan alacakları destekler sayesinde, ani durmaların olumsuz etkilerini hafifletebilirler.

Anahtar Sözcükler: Ani durmalar; sermaye akımları; politika tepkileri.

ABSTRACT

Sudden stops in capital flows have caused significant output losses in developing countries. Policies to prevent sudden stops and policy responses to them contain measures both at the national and the international level. A controversial debate has been maintained about the question of whether monetary and fiscal policy should be tightened or loosened during a sudden stop. Many empirical studies show that expansionary monetary and fiscal policies may reduce output losses at the time of a sudden stop. But the existence of a relatively strong macroeconomic fundamentals is a precondition to pursue an expansionary policy. Thus, there is no good substitute for improving domestic macroeconomic fundamentals during the boom periods. However, in the face of sudden stops, countries with weaker fundamentals may also alleviate negative effects of sudden stops by appropriate policy measures and/or international supports.

Key Words: Sudden stops; capital flows; policy responses

¹ Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat Bölümü, Yrd. Doç. Dr.

I. GİRİŞ

Gelişmekte olan ülkeler, son yıllarda uluslararası sermaye piyasalarından önemli miktarlarda yabancı fon elde etmektedirler. Bu fonlar bir taraftan hızlı ekonomik büyümeye yol açma potansiyeli taşıırken, diğer taraftan ekonomileri bazı risklerle karşı karşıya bırakmaktadır. Uluslararası yatırımcılar, söz konusu ekonomilere ilişkin değerlendirmelerine ya da uluslararası piyasalarda yaşanan gelişmelere bağlı olarak fonlarını geri çekmek istediklerinde, önceden görülen sermaye girişleri aniden sermaye çıkışına dönüşebilmekte, bir başka deyişle sermaye akımlarında bir geri dönüş yaşanmaktadır. Sermaye akımlarındaki bu keskin geri dönüş, ani durma diye tanımlanmaktadır.²

Sermaye akımlarındaki ani durmalar, yurtiçi ve yurtdışı faktörlerden kaynaklanabilir. Özellikle 1990'lı yılların ortalarından itibaren gelişmekte olan ülkelerde görülen ani durmaların bir çoğunun ortaya çıkışında uluslararası bulaşma etkisi önemli rol oynamıştır (Kaminsky vd. 2003). Diğer yandan her ülkenin kendi yurtiçi sorunları ile politika yanlışlıklarının, ülkeleri ani durmalara karşı kırılgan yaptığını da kabul etmek gerekir.

Ani durmalar genellikle, uluslararası yatırımcıların belirli bir ülkeden fonlarını geri çekmelerine yol açan aşırı piyasa tepkisinin bir sonucudur. Ülkeleri sermaye akımlarındaki bu geri dönüşlere karşı duyarlı yapan bazı yurtiçi kırılganlıklar vardır. İlk olarak, cari işlem açıkları ve bütçe açıkları gibi geniş ve sürekli makroekonomik dengesizlikler, ülkenin kamu borcunun ve dış borç stokunun artmasına yol açarak, yatırımcıların, ekonominin geri ödeme kapasitesine ilişkin şüphelerini artırabilir. İkinci olarak, bu açıkların kısa vadeli dış borçla finanse edilmesi, ekonomiyi likidite talebindeki artışlara karşı kırılgan yapar ve bilanço etkilerine bağlı olarak para, bankacılık ve borç krizi riskini de artırır. Örneğin ülkenin uluslararası rezerv düzeyi, kısa vadeli yükümlülüklerine oranla düşük olduğunda, uluslararası yatırımcıların fonlarını geri çekmeleri, para veya borç krizi ile sonuçlanabilir. Üçüncü olarak, bankacılık kesimindeki zayıf düzenleme, örtük ve açık hükümet garantileri ile diğer mikro ekonomik çarpıklıklar, aşırı yatırım ve aşırı borçlanmaya yol açabilir. Dördüncü olarak, sabit döviz kuru, borçluların para riskini düşük tahmin ederek yabancı para cinsinden aşırı borçlanmalarına yol açar. Bu durumda yerli paranın bir değer kaybı

² Calvo vd. (2004)'ne göre ani durma, çıktıda bir daralmaya eşlik eden geniş sermaye geri dönüşünün olduğu durumdur. Frankel ve Cavallo (2004)'ya göre ani durmalar, cari işlemler geri dönüşü ile birlikte sermaye girişlerinde ve milli gelirden daralmanın olduğu dönemlerde yaşanır. Guidotti vd. (2004) sermaye hesabındaki ortalama bir standart sapma aşan daralmaları, gayri safi yurtiçi hasılanın (GSYİH) %5'inden büyük olmak koşuluyla, ani durma olarak tanımlamaktadır. Edwards (2005)'a göre sermaye girişleri, çok kısa bir zaman dilimi içerisinde büyük miktarda düştüğü zaman ani durma gerçekleşmiş demektir. Hutchison ve Noy (2006) ise ani durmayı, sermaye akımlarında bir geri dönüş ile bir para krizinin eşanlı olarak ortaya çıkması biçiminde tanımlamaktadır.

karşısında, firmalar kredilerini geri ödeyemeyebilirler. Son olarak, hükümetin doğru politikalar uygulayacağına ilişkin şüpheler, yatırımcıların güvenini sarsarak ani bir sermaye çıkışı olasılığını artırır.

Bu tür kırılganlıklara sahip olan ülkeler, genellikle olumsuz şoklar karşısında uluslararası piyasalardan borçlanmakta güçlük çekerler. Bu koşullar altında bir ani durma, gerek yurtiçi gerekse yurtdışı bir şok tarafından tetiklenebilir. Söz konusu şok, kimi zaman yaklaşan seçimler, zayıflayan hükümetler, kimi zaman da kötüleşen dış ticaret hadleri, dünya faiz oranlarındaki değişme veya uluslararası yatırımcıların gelişmekte olan ülkelere yatırım yapma istekliliğindeki azalma olabilir.

Ani durmaların diğer kaynağı olan uluslararası bulaşma ise birkaç nedene dayanabilir. Birincisi, ülkeler arasındaki mal, hizmet ve finansal aktif ticareti ile birbirine bağlılıktır. Bir ülkenin parası değer kaybettiğinde, bu ülkenin ticaret ortakları ve dünya piyasalarındaki rakipleri rekabetçilik kaybına uğrar. Bir ülkenin devalüasyon sonrasında elde ettiği rekabetçilik avantajı, ticaret ortaklarının ve rakip ülkelerin dış ticaret ve çıktı açısından sıkıntı yaşamalarına ve söz konusu ülkelere sermaye çıkışlarına yol açabilir. İkincisi, özellikle gelişmiş ülkelerdeki ekonomik gelişmelerdir. Örneğin gelişmiş bir ülkenin daraltıcı para politikası uygulaması sonucunda parasının reel olarak değer kazanması, paralarının değerini söz konusu ülkenin parasına bağlamış bulunan ülkelerin paralarında aşırı değerlenmeye ve böylece rekabetçilik kayıplarına neden olabilir. Diğer yandan gelişmiş bir ülkenin parasına bağlanmış bulunan ülkeler, bu ülkede faiz oranlarını artıran ters bir şoktan da olumsuz yönde etkilenebilir ve sermaye çıkışına maruz kalabilirler. Üçüncüsü, bir ülkede olan bir krizin belirli bir finansal kırılganlığı ortaya çıkarmasıdır. Eğer yatırımcılar, başka ülkelerde de kriz yaşayan ülkedeki kırılganlıkları bulurlarsa, başka ülkelere de sermaye çıkışı hızlanabilir. Dördüncüsü ise, yatırımcıların sürü davranışlarıdır. Sürü davranışı, oldukça farklı makroekonomik temellere sahip olan ülkelerde benzer sonuçları ortaya çıkarabilir. Bu tür davranış, fon yöneticilerinin, asimetrik bilgi nedeniyle meslektaşlarının kararlarını takip etmesinden kaynaklanır. Böyle olunca bir ülkedeki kriz, başka ülkelere ilişkin beklentileri değiştirerek sermaye geri dönüşünü harekete geçirebilir.

Uluslararası bulaşma, sistemik ani durmalara yol açmaktadır. Sistemik ani durma, sistemik çöküşlerin olduğu dönemlerde olan geniş ve büyük ölçüde beklenmeyen sermaye hesabı daralmaları biçiminde tanımlanabilir (Calvo vd. 2008). Sistemik ani durmaların temel özelliği, bunların yurtiçi kırılganlıklardan çok, uluslararası sermaye piyasalarındaki gelişmelerden, yani uluslararası kredi arzı şoklarından kaynaklanmalarıdır. Bununla birlikte, ani durmalar ülke dışındaki sebeplerden kaynaklansa da, bunlara karşı uygulanacak politika tepkilerinin ülke içinde geliştirilmesi gerekir. Eğer ani durmalar iyi yönetilmezse, çıktı çöküşleri oldukça şiddetli olabilir.

Bu çalışmada, son yıllarda sebep oldukları krizler ve yarattıkları çıktı maliyetleri açısından gelişmekte olan ekonomileri olumsuz etkileyen ani durmalar karşısında uygulanabilecek politika seçenekleri incelenmektedir. İkinci bölümde, ani durmalara ilişkin literatürde yer alan teorik görüşler ve ampirik çalışmaların bulguları açıklanmaktadır. Üçüncü bölümde ise, ani durmaları önleyici politikalar ve ani durmalara karşı uygulanabilecek politika tepkileri tartışılmaktadır.

II. SERMAYE AKIMLARINDAKİ ANİ DURMALARA İLİŞKİN LİTERATÜR

II.1. Ani Durmalara İlişkin Teorik Görüşler

Gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan ani durmaları açıklayan teorik modeller, genellikle uluslararası sermaye piyasalarındaki aksaklıklarla ilgili iki varsayıma dayanmaktadır.³ Bu varsayımlardan birincisi, piyasalarda borçluların borçlanma kısıtlarına tabi olmalarıdır. İkincisi ise, piyasalarda eksik bilgidен kaynaklanan bilgi maliyetinin olması ve bu yüzden borçluların bir risk primi ile karşılaşmasıdır.

Uluslararası sermaye piyasalarındaki bu aksaklıkların yaratacağı etkiler, Mendoza (2010)'nın açık ekonomi borçlanma kısıtı modelinde ve Gertler vd. (2007)'nin açık ekonomi finansal hızlandırıcı modelinde ele alınmaktadır.⁴

Gelişmekte olan ülkelerdeki yerleşikler, uluslararası piyasalarda borçlanma kısıtlarıyla karşılaşır. Bir başka deyişle yerleşiklerin borcu, gelirlerinin ya da aktiflerinin belirli bir oranını aşamaz (Mendoza ve Smith 2006). Ayrıca, eksik bilgidен dolayı gelişmekte olan ülkelerin aktifleri üzerinde ilave bir maliyet (dış finansman primi) söz konusudur. Üstelik bu dış finansman primi (yerleşiklerin yurtdışından sağladıkları fonların maliyeti ile yerleşiklerin kendi fonlarının fırsat maliyeti arasındaki fark), borçlunun net değeri (yerleşik borçlunun likit ve likit olmayan aktiflerinin değeri eksi birikmiş yükümlülükleri) düştükçe artar. Bu koşullar altında olumsuz bir şokun tetikleyebileceği sermaye akımlarındaki ani bir durma, bir yandan borçlanma kısıtını daraltmak diğer yandan da dış finansman primini artırmak suretiyle yurtiçi harcamalarda ve çıktıda daralmaya neden olur.

Olumsuz bir şok, yurtiçi geliri ve/veya aktiflerin değerlerini düşüreceği için, yurtiçi yerleşiklerin borçlanma kısıtlarını daraltır. Yurtiçi yerleşiklerin borçlanma kısıtlarının daralması, artık yurt dışından daha az borçlanabilecekleri ve dolayısıyla mevcut borçlarının en azından bir kısmını

³ Ani durmalara ilişkin teorik literatürün gelişimi için Calvo (1998), Izquierdo (2000), Paasche (2001), Caballero ve Krishnamurthy (2001) ve Mendoza ve Smith (2006) çalışmalarına bakılabilir.

⁴ Gertler vd. (2007) modeli, Bernanke vd. (1999)'nin finansal hızlandırıcı modelini dışı bir açık ekonomiye uygulamaktadır. Mendoza (2010) modeli ise, Kiyokati ve Moore (1997)'nin borçlanma kısıtı modelini açık ekonomi kurgusu içerisinde ele almaktadır.

geri ödemek zorunda kalacakları anlamına gelir. Böyle olunca borçlanma kısıtı daralan yurtiçi yerleşikler, aktiflerini çok düşük fiyatlardan satmak zorunda kalırlar. Aktiflerin düşük fiyata satılması sonucunda daha da düşen aktif fiyatları, Fisheryen borç-durgunluk mekanizmasını harekete geçirir (Mendoza 2010). Buna göre, aktif fiyatları düştükçe borçlanma kısıtı daha da daralacak, daralan borçlanma kısıtı ise daha fazla aktifin düşük fiyata satılmasına neden olacaktır. Sonuçta yurtiçi harcamalardaki ve çıktıdaki daralma giderek genişleyecektir.

Diğer yandan olumsuz şok, yerleşik borçluların net değerini düşüreceği için, dış finansman priminin ve dolayısıyla yatırımların maliyetinin artmasına yol açar. Böyle olunca yatırımlar azalır. Azalan yatırım, ekonomik faaliyet hacmini daraltacağından, finansal hızlandırıcı mekanizmasını harekete geçirir (Gertler vd. 2007). Buna göre, ekonomik faaliyet hacmi daralınca, borçluların net değeri daha da düşer ve dış finansman primi daha da artar. Sonuçta yurtiçi harcamalardaki ve çıktıdaki daralma giderek genişler. Görüldüğü gibi bir ani durma sırasında hem borç-durgunluk mekanizması hem de finansal hızlandırıcı mekanizması nedeniyle, başlangıçtaki şokun reel etkileri giderek genişleyecek ve çıktıdaki daralmayı giderek artıran bir döngü ortaya çıkacaktır.

Yukarıda anlatılan süreçte borçlanma kısıtlarının daralmasıyla birlikte başlayan ani durma sırasında döviz talebi aniden artacaktır. Artan döviz talebi, bir spekülâtif saldırıya dönüştüğünde ise bir para krizi olasılığı yükselecektir. Spekülâtif saldırı karşısında merkez bankası yerli parayı savunmaya kalkıştığında, uluslararası rezervlerde önemli kayıplar ve faiz oranlarında artışlar olabilecektir. Spekülâtif saldırı sırasında yerli paranın değer kaybına uğraması sonucunda bir para krizi ortaya çıkabilecektir. Bu süreçte artan faiz oranları, vade uyumsuzluğu ve kredi riski yüksek olan bankaların bilançolarını olumsuz etkilerken; yerli paranın değer kaybı ise döviz cinsinden yükümlülükleri yüksek olan bankaların bilançolarında kötüleşmeye yol açacaktır. Ayrıca daralan yurtiçi talep, yüksek faiz oranları ve yerli paranın değer kaybı, reel kesimde faaliyet gösteren firmaların bankalardan aldıkları kredileri geri ödemelerini zorlaştıracak ve böylece bankaların geri dönmeyen krediler artacaktır. Bütün bu gelişmeler, bankacılık kesiminde bir krize sebep olabilecektir. Üstelik firma iflasları, negatif dışsalılıklara yol açarak, bankaların kredi verirken daha ihtiyatlı davranmalarına ve sonuçta kredilerin azalmasına sebep olur. Böyle olunca krediler daha da düşer ve çıktı düşüşü daha da hızlanır. Diğer yandan, ekonominin yabancı para cinsinden borcu yüksek olduğu durumda, ani durma bir borç krizi ile de sonuçlanabilecektir.

Bir ani durma, ülkeden hızlı bir sermaye çıkışına yol açacağı için, önceden açık veren cari işlemler hesabında tersine bir uyum sürecini zorunlu hale getirecektir. Bir başka deyişle cari işlemler hesabında önceden görülen açıklarda azalma olması gerekecektir. Cari işlem açıklarının azalması da,

Sermaye Akımlarındaki Ani Durmalar ve Politika Seçenekleri

ihracatın artması ve/veya ithalatın azalması sayesinde olabilir. Ani durmalar sırasında yerli paranın değer kaybetmesi, bir yandan ihracatı artırıcı bir yandan da ithalatı azaltıcı etki yaratacaktır. Ancak eğer ekonomide yükümlülük dolarizasyonu yüksekse, yerli paranın değer kaybı, bankaların, şirketlerin ve hükümetin bilançoları üzerinde olumsuz etkiler yaratacaktır. Bu da yatırımın ve üretimin hızla azalmasına yol açacaktır. Bu durumda yerli paranın değer kaybı ve/veya düşen yurtiçi gelir nedeniyle ithalat azalacaktır. Fakat bankaların ve şirketlerin bilançolarındaki kötüleşmeler yüzünden ihracatın artırılma olanağı kısıtlanmış olacaktır. Şirketlerin yatırım imkanlarındaki ve bankaların kredilerindeki daralmaların ihracat üzerinde yaratacağı bu olumsuz etki, yerli paranın değer kaybının yaratacağı olumlu etkinin bir kısmını ortadan kaldıracaktır. Öyleyse yüksek yükümlülük dolarizasyonunun, ani durma sonrasında ihracat artışını sınırlandırdığını söyleyebiliriz. Bu koşullar altında, cari işlemler hesabındaki tersine uyum sürecinin büyük oranda ithalattaki azalma sayesinde gerçekleşmesi gerekir. Bir başka deyişle, yükümlülük dolarizasyonunun yüksek olduğu bir ekonomide, ani durma sonrasında ithalat önemli oranda düşecektir. İthalatın önemli oranda düşmesi için de, yerli paranın büyük oranda değer kaybetmesi gerekir. Bu da şirketlerin ve bankaların bilançolarında yaratacağı olumsuz etkiler nedeniyle, banka kredilerinde önemli bir daralmaya yol açacak ve sonuçta toplam talepte ve çıktıda büyük daralmalara neden olacaktır. Diğer yandan ani durma sonrasında ihracatta artışının sağlanabilmesi için gerekli koşullardan biri de, ekonominin dışa açıklık derecesinin yüksek olmasıdır (Guidotti vd 2004). Dışa açıklık derecesi yüksek olan bir ekonomi, ani durma sonrasında geniş ticaret imkanlarını kullanarak ihracatını artırabilir.

Yukarıdaki açıklamalara göre, bir ekonomide yükümlülük dolarizasyonunun yüksek olması ve ekonominin dışa açıklık derecesinin düşük olması, ekonomiyi olumsuz şoklara karşı kırılgan hale getirmektedir. Bu koşullar altında yabancı yatırımcıların güven kaybından kaynaklanan bir ani durma olasılığının yükseldiği söylenebilir.

Standart küçük ve açık ekonomi modelleri, sabit ya da bağlanmış döviz kuru rejimi altında sermaye girişlerindeki artışların, yurtiçi talepte aşırı genişlemeye sebep olabileceğini ve bunun da yaratacağı enflasyonist baskılar nedeniyle yerli paranın reel olarak aşırı değer kazanmasına yol açacağını öngörmektedir (Calvo vd. 1996). Yerli paranın aşırı değer kazandığı bir ekonomide, ithalatın ihracattan daha hızlı artması nedeniyle cari işlem açıkları artacaktır. Artan cari işlem açıklarının büyük ölçüde kısa vadeli sermaye girişleri ile finanse edildiği bir ekonomide, bu açıkların sürdürülebilirliği sorgulanmaya başlanacaktır. Bu koşullar altında ekonomi, yabancı yatırımcıların güven kaybını tetikleyecek gelişmelere karşı kırılgan hale gelecektir. Bir başka deyişle, cari işlem açıkları arttıkça, bir ani durma olasılığının yükseleceği söylenebilir.

Sabit ya da bağlanmış bir döviz kuru rejimi altında, sermaye akımlarındaki bir ani durma sonucunda yerli paranın değer kaybı genellikle daha büyük oranlı olur (Mishkin 1999). Yerli paranın büyük oranlı değer kaybı, şirketler ve bankacılık kesiminin bilançolarında ortaya çıkan olumsuz etkilerin daha büyük olması demektir. Ayrıca sabit kur rejimi, yerli paranın değerine istikrar sağlamak yoluyla risk algısını düşürerek, bankacılık kesiminde aşırı kredi genişlemesini teşvik edebilir (McKinnon ve Pill 1998; Corsetti vd. 1998). Bu da bankacılık kesiminin kırılganlığının artması anlamına gelir. Öyleyse sabit kur rejiminin, yabancı yatırımcıların güven kaybından kaynaklanan bir ani durma olasılığını artırdığı düşünülebilir.

Borçlanma kısıtı modelinde, yerleşiklerin toplam borcunun aktiflerine ya da gelirlerine oranı belirli bir eşik düzeyi aştığında, yabancı kreditorler artık mevcut borcu yenilemek istemezler. Böylece yurtiçi yerleşiklerin borçlanma kısıtları daralır ve sermaye akımlarındaki ani durma tetiklenmiş olur. O halde bir ekonomide dış borcun GSYİH'ya oranının artması, o ekonomide bir ani durmanın gerçekleşme olasılığını artıracaktır.

II.2. Ani Durmalara İlişkin Ampirik Literatür

Gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan ani durmalara ilişkin ampirik çalışmaların bir kısmı, ani durmaların belirleyicilerini incelemektedir. Bu çalışmaların bulguları, yükümlülük dolarizasyonunun ve ekonominin dış ticarete açıklık derecesinin, gelişmekte olan ülkelerdeki ani durmaların önemli belirleyicileri olduğu görüşünü desteklemektedir. Calvo vd. (2004), 1990-2001 dönemine ait 32 ülkenin verilerini kullanarak, yurtiçi yükümlülük dolarizasyonu arttıkça, bir ani durma olasılığının arttığı sonucuna ulaşmaktadır. Ayrıca bu çalışmaya göre, ekonominin dışa açıklık derecesi arttıkça, ani durma olasılığı azalmaktadır. Frankel ve Cavallo (2004) da, 1970-2002 yılları arasında 141 ülkenin verileri ile, dış ticaretin GSYİH'ya oranı arttıkça, ani durma olasılığının azaldığı bulgusuna ulaşmaktadır.

Ampirik çalışmalar aynı zamanda ekonomideki cari işlem açıklarının da ani durmalar açısından önemli olduğu görüşünün lehine sonuçlar ortaya koymaktadır. Frankel ve Cavallo (2004)'ya göre, bir ekonomide başlangıçtaki cari işlemler açığı ne kadar büyükse, o ekonomide bir ani durma olasılığı o kadar yüksek olmaktadır. Eichengreen vd. (2006) ise, sabit döviz kuru rejiminin ve GSYİH'ya oranla yüksek dış borç stokunun, ani durma olasılığını artırdığını göstermektedir. Bu çalışmanın bir başka bulgusu da, nispeten güçlü ekonomik yapıya sahip olan ülkelerde, IMF anlaşmaları bulunduğu zaman, ani durma olasılığının daha düşük olduğu biçimindedir. Bu bulgu IMF programlarının, likidite krizlerini çözmede etkili olabileceğine işaret etmektedir.

Özet olarak, ani durmaların belirleyicilerini inceleyen ampirik çalışmalar, yüksek yükümlülük dolarizasyonu, geniş cari işlem açıkları ve yüksek dış borç düzeyi gibi faktörlerin, ani durmalara karşı ekonomilerin

Sermaye Akımlarındaki Ani Durmalar ve Politika Seçenekleri

kırılganlığını artırdığı sonucuna ulaşmaktadır. Aslında ani durmaya yol açan yatırımcıların güven kaybının veya aşırı piyasa tepkisinin, bu kırılganlıkları sergileyen ülkelerde daha olası olduğunu kabul etmek gerekir.

Gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan ani durmalara ilişkin ampirik çalışmaların bazıları da, ani durmaların sonuçlarını incelemektedir. Söz konusu çalışmalar, sermaye akımlarındaki ani durmaların para ve/veya bankacılık krizleri ile sonuçlanabileceğini ve önemli çıktı kayıplarına yol açacağını göstermektedir. Hutchison ve Noy (2006)' göre, 1975-1997 döneminde 24 ülkede ortaya çıkan ani durmaların yaklaşık dörtte biri bir para krizi ile sonuçlanmıştır. Diğer yandan Edwards (2005), 1970-2000 döneminde bir ani durmaya maruz kalan ülkelerin yaklaşık yarısının aynı zamanda cari işlemler hesabında bir tersine uyum süreci yaşadığı sonucuna varmaktadır. Ayrıca 1980-2000 yılları arasında 15 ülkenin verilerini kullanan IADB (2004)'e göre, gelişmekte olan ekonomilerdeki ani durmaların yaklaşık dörtte üçü bankacılık sistemindeki krizle birlikte olmaktadır.

Edwards (2005)'in bulgularına göre, ani durma sırasında ortaya çıkan cari işlemler hesabındaki tersine uyum süreci, çıktı üzerinde oldukça olumsuz etkilere sahiptir. Hutchison ve Noy (2006) ise, ani durmaların çıktı üzerinde olumsuz fakat kısa ömürlü etkiler yarattığı ve bu etkilerin tek başına ortaya çıkan para krizlerinden (üç kat) daha geniş olduğu sonucuna ulaşmaktadır.

1974-2002 dönemine ait verileri kullanan Guidotti vd. (2004)'e göre, yükümlülük dolarizasyonunun yüksek olduğu ekonomilerde, çıktıdaki düşüş daha fazla olmaktadır. Bu sonuç yükümlülük dolarizasyonunun yüksek olduğu bir ekonomide, ani durma sonrasında ihracat artışının sınırlı kalacağı, bu yüzden cari işlemler hesabındaki tersine uyum sürecinin büyük ölçüde ithalattaki azalma ile sağlanacağı ve çıktıda büyük daralmalar olacağı görüşünü desteklemektedir. Söz konusu çalışmanın bir başka bulgusu, görece dış ticarete açık olan ve esnek döviz kuru rejimi uygulayan ekonomilerde, ani durma sonrasında çıktı açısından hızlı bir iyileşme olduğu biçimindedir. Bu bulgu ise, yüksek dışa açıklık derecesinin ve esnek döviz kuru rejiminin, ani durma sonrasında ihracat büyümesini teşvik ettiği görüşünü doğrulamaktadır.

III. ANI DURMALAR VE POLİTİKA SEÇENEKLERİ

III.1. Ani Durmaları Önleyici Politikalar

Ani durmaların ve krizlerin ortaya çıkışında, ekonominin yurtiçi kırılganlıkları ile uluslararası bulaşma etkisinin rol oynayabileceği daha önce belirtilmişti. Öyleyse ani durmalara karşı uygulanabilecek önleyici politika seçenekleri, ekonomideki kırılganlıkları azaltılmayı amaçlayan yurtiçi politikalar ile bunları tamamlayacak uluslararası politikalardan oluşacaktır. Ekonominin yurtiçi kırılganlıkları, geniş ve sürekli makroekonomik dengesizlikler, yüksek kısa vadeli yükümlülük stoku, finans kesimindeki

sorunlar, sabit döviz kurları ve politika güvenilirliği ve şeffaflık biçiminde özetlenebilir.

III.1.A. Yurtiçi Politikalar

Yurtiçi kırılganlıkları azaltmayı amaçlayan politikaların birincisi, güçlü ve istikrarlı bir makroekonomik ortam hazırlamaktır. Bu anlamda, özellikle bütçe açıklarının ve cari işlem açıklarının sürdürülebilir bir patıkada seyretmelerini sağlayacak tedbirler gözetilmelidir. Bu sayede, yatırımcıların güven kaybından kaynaklanabilecek bir ani durma olasılığı azaltılabilir.

İkincisi, ekonomiyi likidite talebindeki artışlara ve bilanço etkilerine karşı kırılgan yapan aşırı miktardaki kısa vadeli sermayenin olumsuz etkilerinin önlenmesidir. Bunun için şirketlerin ve bankaların yabancı para cinsinden geniş çaplı borç edinmelerinin önlenmesi gerekir. Bu önlemlerin başında sermaye hareketlerinin kontrol edilmesine yönelik politikalar gelmektedir. Sermaye kontrollerine yönelik politika araçları, miktar kısıtlamaları ile açık vergiler (işlem vergileri gibi) ve vergi benzeri araçlar (dış borçlanma üzerine getirilen faizsiz rezerv zorunluluğu gibi) olmak üzere iki temel çerçeve kapsamında uygulanabilir.

Sermaye girişleri üzerindeki miktar kısıtlamaları, 1990'lı yıllarda farklı ülkelerde farklı biçimlerde uygulanmış ve başarı dereceleri de ülkeden ülkeye farklılık göstermiştir. Örneğin Meksika 1992 yılında, mevduat bankalarının döviz yükümlülüklerini, bunların toplam aktiflerinin % 10'u ile sınırlandırmıştır. Fakat konjonktürün genişleme döneminde bankaların toplam aktifleri içinde kredilerin payı yüksek oranda arttığı için, bu uygulama sermaye girişlerinin hacmini düşürmede başarılı olamamıştır. Buna karşın, 1994 yılında Malezya spekülasyon girişleri sınırlandırmak üzere, geçici olarak, yurtiçi yerleşiklerin yabancılara kısa vadeli para piyasası araçlarını satmalarını yasaklamıştır. Meksika deneyiminin tersine, bu tedbir sterilizasyondan vazgeçilmesiyle birleşince, yerli faiz oranlarını ve kısa vadeli sermaye girişlerini azaltmada başarılı olmuştur (Lopez-Mejia 1999).

Sermaye girişinin vadesiyle ters orantılı biçimde belirlenen bir vergi oranı, 1990'larda Şili ve Kolombiya tarafından uygulanmış ve bu ülkelerde sermaye girişlerinin ortalama vadesini uzatmada başarılı olmuştur. Eğer öyleyse, bu tür vergiler ani durmalara karşı kırılganlığı azaltmada etkili olabilir (Chang ve Velasco 1998). Vergi benzeri bir tedbir olarak, 1991 yılında Şili'de uygulandığı gibi, yeni dış borçlanma üzerine faizsiz rezerv zorunluluğu getirilerek de kısa vadeli sermaye girişleri caydırılabilir. Ülke deneyimleri, sermaye kontrollerinin, sermaye girişlerinin genel düzeyini azaltarak ve/veya vadesini değiştirerek etkili olabileceğini göstermiştir. Üstelik sermaye kontrollerinin, ani durmaların çıktı maliyetlerini azalttığı yönünde güçlü ampirik bulgular da mevcuttur (Edwards 2005). Öyleyse sermaye girişleri üzerindeki kontrollerin, özellikle geçici olarak planlandıklarında, kısa vadeli sermaye girişlerini önlemeyi amaçlayan diğer

Sermaye Akımlarındaki Ani Durmalar ve Politika Seçenekleri

politika tedbirlerine ilave olarak kullanılmaları faydalı olabilir. Fakat geniş dengesizliklerin bulunduğu durumlarda, bunlar makroekonomik politikalarda yapılması gereken temel değişikliklerin ikamesi olamazlar (Agenor 2000).

Buna karşın, sermaye kontrollerinin etkili olamayacağını aksine uzun vadede başka sorunlara yol açabileceğini savunun karşı görüş de vardır. Buna göre sermaye kontrolleri, fonların üretken yatırım fırsatları için kullanılacağı bir ülkeye giriş yapmaktan alıkonulması gibi arzulanmayan bir özelliğe sahiptir. Ticaretin açık olduğu ve kontrollerden kaçınma yolu olarak kullanılabilir çok çeşitli finansal araçların bulunduğu günümüzde, sermaye kontrollerinin etkili olup olmayacağı konusunda farklı görüşler vardır. Söz konusu görüşlerden biri, sermaye akımlarına yönelik kontrollerin zaman içinde önemli çarpıklıklara neden olabileceğini ve uzun vadede kaynakların yanlış dağıtımına yol açacağını savunur (Mishkin 1999).

Yurtiçi kırılganlıkları azaltmayı amaçlayan politikaların üçüncüsü, güçlü bir yurtiçi finansal sistemin kurulması olacaktır. İyi düzenlenmiş ve etkin gözetime sahip bir bankacılık sistemi, etkin bir iflas yasası ve güvenilir sözleşme uygulamaları gibi güçlü bir finansal sistemin unsurları mevcut olduğu sürece, önemli miktarlara ulaşan borçlar bile sürdürülebilir olacaktır. Fakat bu unsurlar yoksa, çok küçük miktardaki borçlar bile sorun yaratabilir (Summers 2000). Bu yüzden düzenleyici kurumlar, özel kesimin borçlanma kurallarını ve limitlerini belirlemeli ve bunun denetimini sıkı biçimde yapmalıdır. Bankaların sermaye gereksinimi, uluslararası standartlara uydurularak, finansal sistemin mevcut düzenleyici yapısı iyileştirilmelidir.

Dördüncü politika, doğru döviz kuru rejiminin seçimidir. Gelişmekte olan ülkeler için doğru döviz kuru rejiminin ne olduğu bir tartışma konusudur. Asya Krizinden itibaren bir çok yazar, sabit veya bağlanmış döviz kuru rejiminin, yabancı para borcunun yüksek olduğu gelişen piyasa ülkeleri için tehlikeli olabileceğini savunmaktadır. Buna göre, bağlanmış bir döviz kuru rejimi altında sermaye akımlarındaki bir ani durma sonucunda yerli paranın değer kaybı genellikle; esnek döviz kuru rejimi altında olan bir değer kaybindan çok daha büyük, daha hızlı ve daha beklenmedik olur (Mishkin 1999). Böyle olunca, devalüasyondan sonra şirketler kesiminin ve bankacılık kesiminin bilançoları ciddi hasar alır ki bu da keskin bir ekonomik daralma demektir. Bağlanmış döviz kuru rejiminin bir başka potansiyel tehlikesi de, paranın değerine istikrar sağlamak yoluyla, risk algısını düşürmesi ve sermaye girişini teşvik etmesidir. Bu sermaye girişi, üretken yatırımları finanse edip büyümeyi teşvik edebilmesine rağmen; girişlere aracılık eden bankacılık kesiminde aşırı kredi genişlemesini de teşvik edebilir. Öyleyse, bağlanmış bir döviz kuru rejimi, gelişen piyasa ülkelerinde finansal istikrarsızlığı artırabilir. Oysa döviz kurunun serbestçe dalgalanmasına izin verilirse, özellikle ticarete konu olmayan mal sektöründeki yurtiçi yatırımcılar, döviz cinsinden belirlenmiş kredilerden çekinir. Çünkü bu

yatırımcılar esnek kurda, sabit kurda olduklarından daha büyük bir risk ile karşı karşıyadır.

Esnek döviz kuru rejimi lehine ortaya atılan bu görüşlere rağmen, bazı koşullarda döviz kurunu sabitlemenin enflasyonu kontrol altına alabileceği göz ardı edilmemelidir. Geçmişte yüksek enflasyon oranları yaşamış olan ülkeler, para kurulu gibi güçlü bir taahhüt mekanizmasıyla enflasyonu kontrol altına alabilir. Fakat bu stratejinin enflasyonu kontrol etmede başarılı olması için, sağlıklı bir bankacılık sisteminin bulunması gerekir. Eğer ülkenin kırılğan bir bankacılık sistemi ve önemli ölçüde yabancı para cinsinden borcu varsa, bir döviz kuru bağlanmasının enflasyonun kontrolü amacıyla kullanılması, gerçekten çok tehlikeli bir strateji olabilir (Mishkin 1999).

Bu nedenle son yıllarda fiyat istikrarı amacına ulaşmak için merkez bankaları, kısa dönem faiz oranının temel para politikası aracı olduğu bir enflasyon hedeflemesi yapısını benimsemektedirler. Böyle olunca serbest sermaye hareketliliği altında döviz kurunda daha fazla esneklik ön plana çıkmaktadır (Calvo ve Reinhart 2000).⁵ Ancak ekonomi yüksek yükümlülük dolarizasyonuna maruz kaldığında, merkez bankaları dalgalanma korkusuyla hareket ederek, döviz kuru istikrarına bir ölçüde ağırlık verebilmektedir. Yükümlülük dolarizasyonu, döviz kuru oynaklığının maliyetini artırır; bu da merkez bankasının nominal döviz kurundaki dalgalanmaları önlemek için döviz piyasasına müdahale etmesine sebep olur. Filipinler ve Venezüella'da olduğu gibi bu dalgalanma korkusu o kadar şiddetli olabilir ki, döviz kuru, sabit kur sistemindeymiş gibi belirli bir düzeyde uzun süre kalabilir (Calvo ve Reinhart 2000). Böylece dalgalanma korkusu, daha fazla yükümlülük dolarizasyonuna yol açacak ve çıkılması çok zor olan bir kısır döngü yaratacaktır. Bu yüzden kimi zaman, Ekvador'da olduğu gibi, yerli para yerine yabancı bir para birimi kullanılmak suretiyle tam dolarizasyon tercih edilebilmektedir. Ekvador'daki gibi güçlü para bağlanmaları, özellikle dış şoklar sermaye hesabı aracılığıyla filtrelendiğinde, bu şokların etkisini azaltmaya yardım edebilir.

Kriz önleme politikalarının bir başka temel aracı da tarife ve rekabet politikalarıdır. Bu politikalar, ticarete açılmayı ve ticarete konu olan mal sektörlerini genişletmeyi amaçlayan tedbirleri içermelidir. Böyle olunca, ticarete konu olan mallar ihracata yönlendirilecek, ihracat da yabancı para kaynağı olarak kullanılabilir ve bu sayede bir kriz önenebilecektir (Calvo 2005).

⁵ Açık ekonomilerde hükümetler üç seçenektan ikisini seçmek zorundadır: i) bağımsız para politikası, ii) serbest sermaye hareketliliği, ve iii) sabit döviz kuru. Bu yüzden bir çok gelişen piyasa ekonomisi esnek döviz kuru altında (i) + (ii) bileşimini seçmektedir.

III.1.B. Uluslararası Politikalar

Ani durmalar sistemik bir bileşene sahip olduğunda, yurtiçi politikaların uluslararası sermaye piyasasını hedefleyen politikalarla desteklenmesi gerekir (Calvo 2005). Uluslararası politika önerilerinin başında bir uluslararası en son kredi mercii (LLR)⁶ oluşturulması gelmektedir. Calvo (2005), likidite krizlerinin çözümünde IMF gibi uluslararası kuruluşların çalışmalarını destekleyecek bir gelişen piyasa fonu oluşturulmasını önermektedir. Calvo (2005)'ya göre, bu fonun IMF gibi bireysel ülkeleri değil, beklenmeyen biçimde likidite sıkışıklığına düşen bireysel finansal araçları hedef alması gerekir. Böyle bir stratejide yapılacak olan, mevduat sahiplerinin bankalardan mevduatlarını geri çekmeleri durumunda, bir merkez bankası ne yapıyorsa ona benzer olmalıdır: Merkez bankası likiditeyi bankaya borç verenlere değil, doğrudan bankalara sağlar.

Benzer bir öneri Mishkin (1999) tarafından yapılmaktadır. Buna göre, ani durma ile birlikte bir kriz ortaya çıktığı zaman, finansal sistemin fonları üretken yatırım fırsatlarına kanalize etme görevini sürdürebilmesi için, piyasanın yeniden harekete geçirilmesi gerekir. Gelişmiş ülkelerde yerli merkez bankaları bu görevi, hem genişletici politikalar hem de LLR işlemleri aracılığıyla yapma kabiliyetine sahiptir. Bununla birlikte, gelişmekte olan ülkelerde merkez bankalarının bu kabiliyeti daha düşüktür. Zira bir çok gelişmekte olan ülkede borcun çoğu yabancı para cinsinden belirlenmiştir. Üstelik bu ülkelerin yüksek enflasyon geçmişleri nedeniyle, genişletici para politikası, beklenen enflasyon oranının artmasına sebep olur. Bu yüzden bu ülkelerde merkez bankası, genişletici para politikası uyguladığında veya LLR faaliyetleriyle kredi verdiğinde, beklenen enflasyon oranı artar ve yerli para değer kaybeder. Yerli paranın değer kaybı, yabancı para cinsinden borcu yüksek olan firmaların ve bankaların bilançolarında aktif/borç yapısının bozulmasına yol açar. Böyle olunca, firmaların ve bankaların borç yükü artar ve net değeri düşer. Buna ilave olarak beklenen enflasyonda ortaya çıkan yükselme, faiz oranlarında artışa neden olabilir. Artan faiz oranları ise, firmaların bilançolarını olumsuz etkileyecek ve bankaların kredi kayıpları daha da artacaktır.

Gelişmekte olan ülkelerde merkez bankaları ekonomiyi bir krizden çıkarmak için sadece sınırlı bir güce sahipse ve ani durmalar sırasında uluslararası bulaşma etkili oluyorsa, bu ülkelerde finansal krizler ile baş etmek için uluslararası bir LLR'ye ihtiyaç var demektir. Böyle bir uluslararası LLR, belirli koşullar altında etkin işleyebilir. İlk olarak, kriz yaşayan ülkedeki düzenleyici ve gözetici sistemlerin güçlendirilmesi, LLR kredilerinin ön şartı olmalıdır. İkinci olarak LLR, finansal sisteme yeterli likiditeyi sunmalı ve bu likidite mümkün olduğunca hızlı sağlanmalıdır. Likidite ne kadar hızlı

⁶ Bir LLR, ciddi kredi kısıtlaması ile karşılaşan kesimlere (özel ve kamu) düşük faiz oranından kredi verebilen bir kurumdur. Bu rolü yurtiçinde tipik olarak merkez bankaları üstlenir.

verilirse, gerçekte gereken likidite miktarı da o kadar düşük olacaktır. Üçüncü olarak, ahlaki riziko sınırlandırılmalıdır. Zira bir uluslararası LLR'nin varlığı, aşırı risk alıcı davranışı teşvik ederek ciddi bir ahlaki riziko problemi yaratabilir (Mishkin 1999).

Uluslararası bono piyasalarının ve finansal araçların geliştirilmesine de önem verilmelidir. Böylece daha etkin bir uluslararası risk paylaşımına olanak sağlandığı gibi, dolara endeksli borç araçlarına alternatif yeni araçlar da piyasada alım satımına konu olacaktır (Eichengreen vd. 2002).

Ayrıca, para politikasının uluslararası koordinasyonu, global ve sistemik şokların önlenmesine önemli katkı yapacaktır. Yaşanan tecrübeler göstermiştir ki, gelişmiş ekonomilerin merkez bankaları faiz oranlarını düşürdüğünde, gelişmekte olan ekonomilere yönelen bir global likidite sıkışıklığı zayıflamaktadır (Calvo ve Talvi 2005).

Ani durmaları ve dolayısıyla krizleri önleyici politikalar en iyi şekilde uygulansa bile, bunlar tamamen ortadan kalkmaz; sadece bunların ortaya çıkma olasılığı azaltılmış olur. Öyleyse bir ani durma ortaya çıktıktan sonra, uygun politika tepkilerinin neler olabileceği de irdelenmelidir.

III.2. Ani Durmaların İdaresi ve Politika Tepkileri

Sermaye akımlarında bir ani durma ortaya çıkınca, artık önemli olan bunların şiddetini ve sonuçlarını minimize edecek politika tepkilerini göstermek olacaktır. Bunun için de öncelikle piyasaları sakinleştirmek için alınacak tedbirler önem kazanacaktır. Tıpkı ani durmaları önleyici politikalar gibi, kriz ortaya çıktıktan sonra krizin idaresi ile ilgili tedbirler de uluslararası ve yurtdışı tepkilerden oluşacaktır.

III.2.A. Uluslararası Tepkiler

Ani durmalara yönelik uluslararası tepkilerin amacı, güven kaybını ortadan kaldırarak sermaye akımlarındaki geri dönüşü tersine çevirmek olmalıdır. Ani durmalar, yurtdışı kredilerde ve yatırımlarda bir kesilmeyi gösterdiğine göre, bu amaca ulaşmanın da iki yolu olabilir. Birinci yol, bir uluslararası finansal kurumdan veya büyük bir hükümetten, en azından ödenemeyen borcu karşılamaya yetecek büyüklükte kurtarma kredileri elde etmektir. Bu anlamda bir önceki bölümde tartışılan uluslararası en son kredi mercü, ani durma zamanlarında yönlendirici ve finansal yönden destekleyici bir rol üstlenebilir. İkinci yol ise, ülkenin kısa vadeli borçlarının çevrilmesi, mevcut borcun vadesinin artırılması veya kupon ödemelerinin azaltılması yönünde kreditorler ile müzakere edilerek, mevcut borcu yeniden yapılandırmaktır. Fakat ikinci yol, ülkenin sözleşmeden doğan geri ödemelerini tamamen ve zamanında yapacağı vaadinden döndüğü anlamına gelir ve daha da geniş çaplı bir güven kaybını da tetikleyebilir. Son yıllarda borçların yeniden yapılandırılmasını gerektirmiş olan gelişen piyasa krizleri arasında Kore, Endonezya, Rusya, Brezilya, Ekvador, Arjantin ve Uruguay

Krizleri sayılabilir. Rusya, Ekvador ve Arjantin Krizleri ise, aynı zamanda dış borç geri ödemelerinin ertelendiği krizler olmuştur (Roubini ve Setser 2004).

III.2.B. Ani Durmalara Yurtiçi Politika Tepkileri

Ani durma ortaya çıkınca, güveni yeniden sağlayacak ve olumsuz etkileri azaltmaya yarayacak doğru yurtiçi politika tepkisini bulmak oldukça zordur. 1997-98 Asya Krizinden bu yana, bir ani durma ve kriz sırasında para ve maliye politikalarının daraltıcı mı yoksa genişletici mi olması gerektiği konusu tartışılmaktadır. Söz konusu kriz sırasında Tayland, Kore ve Endonezya'da uygulanan IMF programları sonrasında, doğru politika tepkilerine ilişkin iki farklı görüş ortaya çıkmıştır. Birinci görüş, IMF'nin mali ve parasal daralmayı içeren politika önerilerini desteklemektedir (Fischer 1998). İkinci görüş ise, bir ani durma sırasında politikaların daraltıcı olmaması gerektiğini savunmaktadır (Stiglitz 2002, 2003).

Birinci görüşe göre, ani durma sırasında kredibilitiyi yeniden sağlamak için para ve maliye politikalarının daraltıcı olması gerekir. Bu politika önerisinin gerisindeki temel düşünce, 1995'teki Tekila Krizi sonrasında Latin Amerika'da olduğu gibi, ani durmadan etkilenen ekonominin güvenilirliği hakkında kreditorlerin yeniden değerlendirme yapacağı ve bundan sonra kredilerin tekrar geri döneceği biçimindedir. Buradaki görüş, ülkelerin ödeyebilirlik problemi değil de kısa vadeli likidite problemleri ile karşılaştığı ve kriz çözümü için, politika yapımcıların sağlam politikalar uygulayacağı taahhüdünü göstermesi gerektiği yönündedir. Fischer (1998)'e göre, Asya'da krize giren ülkelerde genellikle geniş bütçe açıklarının ve yüksek enflasyon oranlarının olması, daraltıcı politikaları haklı çıkarmaktadır. Tayland, Kore ve Endonezya'da uygulanan programların makroekonomik ayağı, parada güveni yeniden sağlamak için daraltıcı bir para politikası ile finansal yeniden yapılanmanın büyük maliyetini kısmen telafi etmek için ılımlı bir daraltıcı maliye politikası bileşiminden oluşmaktaydı. Bu ülkelerin, hem finansal yeniden yapılandırmanın maliyetini karşılamak hem de kısmen bütçe açığına bağlı olan cari işlem açıklarını azaltmak için, finansman imkanlarını sıkımsaları gerekiyordu. Bu yüzden ülkeler krize girdiklerinde yapılması gereken ilk iş, paraya duyulan güveni yeniden artırmaktı. Bunu sağlamak için de, ülkelerin yerli para tutmayı cazip hale getirmeleri gerekiyordu ki bunun yolu, -yüksek faiz oranları zayıf bankacılık ve şirketler kesimini olumsuz etkilese de- faiz oranlarını geçici olarak artırmaktan geçiyordu. Güven sağlandıktan sonra, faiz oranları normal seviyelerine düşürülebilirdi (Fischer 1998).

İkinci görüşe göre ise, mevcut kredi çöküşüne bağlı olarak ekonomik daralmanın hızlandığı bir ani durma sırasında, hem para hem de maliye politikasını genişletmenin tam zamanıdır. Bu politika önerisinin gerisindeki temel düşünce, dış kredi olanaklarının azaldığı bir ortamda genişletici politikaların uygulanması gerektiği biçimindedir. Stiglitz (2002, 2003), para politikası açısından temel sorunun, güvenin yeniden artırılması olduğunu

kabul etmektedir. Fakat güvenin, bir finansal krizin ortasında daraltıcı politikalar uygulayarak değil, iyi bir makroekonomik ortam hazırlanarak sağlanabileceğini savunmaktadır. Bu yüzden güveni artırmak için en iyi gösterge, sağlıklı bir büyüme oranı olacaktır. Oysa daraltıcı para politikası ve yüksek faiz oranları, ekonomik büyüme oranını düşüreceklerdir. Bu nedenle, daraltıcı politikalar durgunluğu daha da derinleştirerek, ekonomide güveni artırmak yerine azaltacaktır. Stiglitz (2002)'e göre, Asya Krizinde yanlış yönlendirilmiş finansal politikalarla birlikte uygulanan daraltıcı para ve maliye politikaları, ekonomik daralmalara sebep olmuş ve bu da ithalatın düşmesine ve ancak bu sayede ticaret fazlasının oluşmasına yol açmıştır. Ülkeler, yabancı kreditorlere geri ödeme yapmak için gerekli kaynakları bu yolla elde edebilmişlerdir.

Bir ekonomik daralma karşısında hükümet, genişletici para ve/veya maliye politikaları aracılığıyla toplam talebi ve üretimi artırabilir. Stiglitz (2002)'e göre, Asya'nın kriz ekonomileri de bir daralma tehdidi altında olmalarına rağmen, IMF bu ekonomilere daraltıcı politikalar önermiştir. Geçmişteki sorunlara –bütçe açığı ve enflasyon– neredeyse tek taraflı bakış açısıyla, ülkelerin harcamalarını azaltması ve vergileri artırması istenmiş ve bu konjonktürle aynı yönlü (pro-cyclical) maliye politikası, daralmayı daha da hızlandırmıştır. IMF, Asya ülkelerini, faiz oranlarını yükseltmeye zorlamış, yüksek faiz oranları da firmaların kredilerini geri ödemelerini zorlaştırmış ve böylece bankaların geri dönmeyen kredileri hızla artmıştır. Kısacası IMF, toplam talepte ve toplam arzda eşanlı bir daralmaya sebep olmuştur (Stiglitz 2002).

Birbiriyle ters düşen bu iki görüş, 1990'lı yıllarda yaşanan ani durmalar sırasında başlayan ve hala sonuçlanmayan bir tartışmayı başlatmıştır. Bugün de bir ani durma karşısında para ve maliye politikalarının daraltıcı mı yoksa genişletici mi olması gerektiği konusunda teorik ve ampirik çalışmalara dayanan bir fikir birliği sağlanmış değildir.

Bu konuda para politikası ile ilgili teorik çalışmalar, para miktarındaki değişmelerin toplam talep ve çıktı üzerinde yaratabileceği farklı aktarma mekanizmaları üzerinde durmakta ve farklı sonuçlar ortaya koymaktadır. Para politikasının yaratabileceği aktarma mekanizmalarından birincisi, geleneksel faiz oranı kanalıdır. Buna göre parasal genişleme, reel faiz oranında düşüşe neden olur. Faiz oranındaki düşüş ise, sermayenin maliyetini azaltarak yatırımlarda (ve tüketimde) artışa yol açar.

Para arzındaki artış sadece faiz oranını değil, döviz kuru ve hisse senedi fiyatları gibi başka varlıkların fiyatlarını da etkiler. Bu yüzden parasal bir genişlemenin yaratacağı bir başka aktarım mekanizması döviz kuru kanalı olabilir. Buna göre, para arzı artışının yol açtığı reel faiz oranındaki düşüş sonucunda, yerli para mevduatlar yabancı para mevduatlar karşısında değer kaybeder ve bu yüzden yerli para da değer kaybeder. Yerli paranın değer

Sermaye Akımlarındaki Ani Durmalar ve Politika Seçenekleri

kayı, yurtiçinde üretilen malları yabancı mallara göre daha ucuz hale getirdiği için, net ihracatta ve dolayısıyla çıktıda bir artışa neden olur.

Parasal bir genişlemenin hisse senedi fiyatları üzerinde yarattığı etki sonucunda bir başka aktarım mekanizması ortaya çıkar: Tobin'in q teorisi. Tobin'e göre q, firmaların piyasa değerinin sermaye yenileme maliyetine bölünmesi ile elde edilir. Bir firmanın q değeri ne kadar yüksekse, o firmanın piyasa değeri, sermaye yenileme maliyetine göre o kadar yüksek olur. Bu nedenle q değeri artan firmalar, daha az miktarda hisse senedi çıkararak daha fazla miktarda yeni sermaye malı satın alabilecekleri için, yatırım harcamalarını artırır. Para arzı artınca, hisse senetlerine olan talebin artması nedeniyle hisse senedi fiyatları yükselir ve dolayısıyla firmaların q değeri yükselir. Sonuçta q değeri yükselince, yatırım harcamaları artar ve çıktı düzeyi artar.

Diğer yandan finansal piyasalardaki eksik bilgi sorunlarının sonucunda, başka parasal aktarma mekanizmaları ortaya çıkar. Bu mekanizmalardan biri banka kredi kanalıdır. Buna göre banka rezervlerini ve mevduatlarını artıran genişletici bir para politikası, banka kredilerinin miktarını artırır. Böylece, faaliyetlerini finanse etmek için banka kredilerine bağımlı olan küçük firmaların yatırım harcamaları (ve tüketim harcamaları) artar.

Eksik bilgi sorunlarından kaynaklanan bir başka aktarma mekanizması da, bilanço kanalıdır. Buna göre, hisse senedi fiyatlarını yükselten genişletici bir para politikası, firmaların net değerlerini artırır.⁷ Net değer artması ise, ters seçim ve ahlaki riziko sorunlarını azaltacağı için, bankaların kredilerinde ve dolayısıyla yatırımlarda artışa yol açar. Bir diğer bilanço kanalı, para politikasının firmaların nakit akımı üzerinde yaratacağı etki aracılığıyla ortaya çıkar. Nominal faiz oranını düşüren genişletici bir para politikası, firmaya nakit akımını hızlandırır ve böylece kredi veren banka, firmanın borç ödeme kapasitesinin arttığını düşünür. Bunun sonucunda ters seçim ve ahlaki riziko sorunları azalır, banka kredileri ve çıktı düzeyi artar. Üçüncü bilanço kanalı ise, para politikasının genel fiyat düzeyi üzerindeki etkisi aracılığıyla ortaya çıkar. Borç ödemelerinin nominal olarak sabitlendiği durumlarda, fiyatlarda

⁷ Ters seçim sorunu, yüksek riskli yatırım projelerine girme isteyen şirketlerin, bankadan kredi almaya oldukça istekli olmaları sonucunda ortaya çıkar. Böyle olunca, eksik bilgi ortamında bankalar yüksek riskli projelere daha fazla kredi verecekleri için, düşük riskli projeler piyasa tarafından dışlanır ve yüksek riskli projeler tercih edilmiş olur. Ahlaki riziko ise, kredi işlemi gerçekleşikten sonra kredilerin geri tahsil edilmesi olasılığının düşük olması sonucunu yaratır. Bir şirketin net değeri ne kadar düşükse, bu şirkete kredi verilmesi sürecinde karşılaşılabilecek ters seçim ve ahlaki riziko sorunları o kadar yoğun olur. Net değer düşük olması, bankanın daha düşük değerinde bir teminat alabileceği, dolayısıyla ters seçimden kaynaklanan potansiyel zararların daha yüksek olacağı anlamına gelir. Ayrıca şirketin net değerinin düşmesi, şirket sahiplerinin şirketteki paylarının değerinin azalması ve bu nedenle riskli yatırım projelerine girme olasılığının artması anlamına gelir ki bu da şirkete kredi veren bankanın krediyi geri tahsil edebilme olasılığını düşürür. Sonuç olarak, şirketlerin net değerindeki bir düşüş, banka kredi hacminde ve yatırım harcamalarında bir düşüşe yol açar.

beklenmeyen bir artış firmanın yükümlülüklerinin reel değerini düşürürken, firmanın varlıklarının reel değerini azaltmaz. Bu nedenle, fiyatlarda beklenmeyen bir artış yaratan genişletici bir para politikası, firmaların net değerini artırır. Bu da ters seçim ve ahlaki riziko sorunlarının azalmasına, yatırım harcamalarının ve çıktının artmasına yol açar.

Bir ani durma karşısında para politikasının daraltıcı mı yoksa genişletici mi olması gerektiği konusunda yapılan **teorik** çalışmalarda farklı görüşler ortaya atılmaktadır. Örneğin Aghion vd. (2004) ile Lahiri ve Vegh (2007), para politikasının para krizleri üzerindeki etkisini incelemekte ve faiz savunması biçimindeki bir daraltıcı para politikasının, daha büyük bir çıktı daralması ile sonuçlanabileceğini göstermektedirler. Buna göre, yüksek faiz oranları, firmalara verilen kredileri daraltarak, istihdamın ve çıktının daralmasına yol açar.

Tersine Christiano vd. (2004) ise, ticarete konu olan mal sektöründeki uyumda bir kısıt olduğunda, bir ani durma ve finansal kriz sırasında genişletici para politikasının refah azaltıcı olabileceği sonucuna ulaşmaktadır. Buna göre, ani durma ile birlikte borçlanma kısıtı devreye girdiğinde, ekonomi cari işlem fazlası verir ve ülkenin borcu azalarak, durağan durum düzeyine ulaşır. Durağan duruma geçiş döneminde, borçlanma kısıtı nedeniyle firmaların borçlanabildikleri miktar sınırlandırıldığı için, çıktı ve istihdam düşer. Buna ilave olarak, ekonomik faaliyet hacmi daraldığından dolayı aktif değerleri düşer ve yerli para değer kaybına uğrar. Bir ani durma sırasında firmaların karşılaştıkları borçlanma kısıtı, bunların aktiflerinin değerinin, yükümlülüklerinin değerinden düşük olmaması gerektiğine işaret etmektedir. Modelde aktiflerin değeri, yurtiçi ekonomideki toprak ve sermaye gibi üretken aktiflerden ibarettir. Firmaların yükümlülükleri ise, büyük ölçüde dış borçtur. Öyleyse firmaların dış borçlanmalarına taahhüt olarak kullandıkları aktifleri yerli para cinsinden, yükümlülükleri ise yabancı para cinsinden belirlenmektedir. Bu durumda genişletici bir para politikası uygulanırsa, düşük faiz oranlarına eşlik eden yerli paranın değer kaybı, diğer şeyler sabitken, firmaların yurtiçi aktiflerinin değerini düşürürken, dış borcunun değerini değiştirmez. Böyle olunca firmaların borçlanma kısıtı daralır. Firmaların borçlanma kapasitelerindeki bu daralma ise, çıktıda düşüşe yol açar. Öyleyse firmaların aktifleri ile yükümlülükleri arasında para uyumsuzluğu olduğunda, genişletici para politikası refah azaltıcı etki yaratacaktır.

Benzer şekilde Hevia (2007), daraltıcı bir para politikasının refah artırıcı olduğunu savunmaktadır. Bu görüşe göre, yabancı finansal kaynaklarda bir daralma olduğunda, ülkenin cari işlem fazlası vermesi gerekecektir. Bu yüzden bir ani durma, para arzında daralmayı, nominal faiz oranında artışı ve yerli parada nominal değer kaybını gerektirir. Bu modelde bir ani durma sırasında nihai malların üretiminde, tüketimde ve yatırımda bir düşüş ve ticarete konu olan mal sektörünün kullandığı girdilerde yeniden dağıtım

Sermaye Akımlarındaki Ani Durmalar ve Politika Seçenekleri

olmaktadır. Tüketimdeki optimal düşüş ve fiyat yapışkanlığı, para arzının daraltılması gerektiği anlamına gelir. Aksi takdirde para arzındaki artış, tüketimde, istihdamda ve nihai malların üretiminde artışa neden olacaktır. Böyle olunca refah azalacaktır; çünkü bir ani durma, ekonominin ticarete konu olan mal üretimini artırması gereken bir dönemdir.

Caspedas vd. (2004), para krizleri sırasında uygulanan döviz kuru politikasını incelemekte ve esnek bir kur rejiminin Pareto üstün olduğunu savunmaktadır. Bu çalışma, bir dış şok durumunda reel değer kaybının etkisinin, esnek kur rejiminde daha geniş olduğunu göstermektedir. Bu değer kaybı, şokun çıktı üzerindeki etkisini hafifletir. Böyle olunca reel faiz oranları esnek kur rejiminde görece daha düşük olacak, bu yüzden yatırım ve çıktı görece daha yüksek olacaktır.

Curdia (2008)'ya göre, ekonomi için dışsal ve beklenmeyen bir ani durma, finansal hızlandırıcı modelinde olduğu gibi, risk priminde bir artışa yol açar. Ani durma karşısında sermaye akımlarındaki azalma, cari işlemler hesabında bir artışla karşılanmak zorundadır. Bu da iki yolla sağlanabilir: ihracatta artış ve/veya ithalatta azalış. Optimal politika ikisini de kullanmalıdır. Optimal para politikası, yerli paranın değer kaybını ve birlikte faiz oranında artışı gerektirir. Yüksek faiz oranı, borçlanmayı ve tüketimi (hem yurtiçi hem de yabancı mal) azaltarak, borçlanmanın artan maliyetinin etkisini hafifletir. Yerli paranın değer kaybı ise, ihracat gelirlerini artırarak yurtiçi durgunluğu hafifletir. Yerli paranın değer kaybı ithalatı da azalttığı için, cari işlemler intibakı, hem ihracattaki artış hem de ithalattaki azalma sayesinde sağlanmış olur.

Görüldüğü gibi bir ani durma sırasında optimal para politikasının ne olması gerektiğine ilişkin iki farklı görüş ortaya çıkmaktadır. Braggion vd. (2009), başlangıçta daraltıcı ve bunu takiben genişletici politika uygulanmasının optimal olduğunu gösteren bir model çerçevesinde, iki farklı görüşü uzlaştırmaya çalışmaktadır. Buna göre çok kısa dönemde firma bilançolarındaki para uyumsuzluğunun olumsuz etkilerini hafifletmek için faiz oranında keskin artışa yol açacak daraltıcı bir para politikası, orta dönemde ise geleneksel parasal aktarma mekanizmasını harekete geçirecek genişletici bir para politikası uygulanmalıdır. Bir ani durmanın hemen sonrasında faiz oranındaki artış, ticarete konu olmayan mal sektöründe üretimin marjinal maliyetini artırarak, bu sektörde çıktıyı olumsuz etkilese de; firmaların bilançolarındaki para uyumsuzluğundan kaynaklanan olumsuz etkileri

hafifletmek suretiyle yaratacağı olumlu etki daha baskın çıkacaktır.⁸ Genellikle gelişen piyasalardaki firmaların dış borçlanmalarına taahhüt olarak kullandıkları aktifleri yerli para cinsinden, yükümlülükleri ise yabancı para cinsinden belirlenmektedir. Bu durumda genişletici bir para politikası uygulanırsa, düşük faiz oranlarına eşlik eden yerli paranın değer kaybı, bu firmaların borçlanma kapasitesini düşürür. Oysa daraltıcı bir para politikası uygulanması durumunda artan faiz oranları, yerli paranın değer kaybını önleyecek (en azından yavaşlatacak) ve bu anlamda çıktı üzerinde olumlu bir etkiye sahip olacaktır. Sonuç olarak ani durmanın hemen ardından artan faiz oranı, çıktıda, istihdamda ve tüketimde ortaya çıkan düşüşü tersine çevirmese bile, bu düşüslere karşı koyacak; bu sayede ekonomik faaliyet hacmini ve refahı artırıcı etki yapacaktır. Böylece, ani durmanın hemen sonrasında çıktıdaki azalma nispeten düşük olacaktır. Zaman içerisinde genişletici para politikasıyla geleneksel parasal aktarma mekanizması hareket geçirilerek, düşük faiz oranları sayesinde çıktıda artış sağlanabilecektir.

Para politikasında olduğu gibi, bir ani durma sırasında maliye politikasının daraltıcı olup olmaması gerektiği konusu da tartışmalıdır. Razin ve Sadka (2004), bir borç krizi sırasında, bütçe fazlasını artırmanın yararlı olmayabileceği koşulların varlığından bahsetmektedir. Ekonomik temellerle bağlantılı olmayan bazı dışsal (örneğin politik belirsizlik) faktörlerin piyasa bekleşmelerini yönlendirdiği durumlarda, kreditorlerin ülkenin kredibilitesine ilişkin olumsuz bekleşmeleri kendi kendini besleyebilir. Bu durumda ülke iyi dengeden kötü dengeye kayacak ve gelecekteki politikaların belirsizliği, uluslararası yatırımcıları ürkütecektir. Böyle bir durumda sermaye akımlarındaki ani durma nedeniyle çıktıda düşüş olduğunda, yatırımcıların bekleşmelerini olumlu yöne çevirmeyi başaramayan maliye politikaları, çıktıdaki düşüşü hafifletemeyecektir. Örneğin hükümetin vergileri artırarak bütçe fazlasını artırması, yatırımcıların gelecekteki politikalara ilişkin bekleşmelerini olumlu yönde etkilemeyeceği için, yatırımda ve çıktıda artış yaratmayabilir. Maliye politikası ancak, örneğin hükümetin harcamaları kısarak bütçe fazlasını artırması karşısında, yatırımcıların gelecekteki politikalara ilişkin bekleşmelerini olumlu yönde etkilediğinde, yatırımda ve çıktıda artış yaratabilir.

⁸ Modelde şokun olduğu dönemde nominal faiz oranının artması optimaldir. Faiz oranındaki artış, ticarete konu olmayan mal sektöründe üretimin marjinal maliyetini artırır. Böyle olunca, diğer şeyler sabitken, ekonomik faaliyet hacmi daralır. Bununla birlikte, bir başka etki baskın çıkar: modelde şok döneminde ticarete konu olan mal sektöründeki üretimin marjinal maliyetinin artmadığı varsayıldığından, ticarete konu olmayan malların görelî fiyatı artar. Diğer şeyler sabitken, görelî fiyatlardaki bu artış, ticarete konu olmayan mal sektöründeki fiziksel sermaye stokunun -ticarete konu olan mallar cinsinden- değerini artırır. Bu sermayenin değeri arttığı için firmalar daha fazla kredi imkanına kavuşur ve bu kredilerle aramalı ithalatı finanse edilir. Böylece ticarete konu olan malların üretimi genişler. Ticarete konu olan ve olmayan mallar yurtiçi üretimde tamamlayıcı oldukları için, ticarete konu olmayan mallara yönelik talep de artar ve genel ekonomik faaliyet hacmi genişler. Yani yüksek faiz oranları sayesinde refah artar.

Sermaye Akımlarındaki Ani Durmalar ve Politika Seçenekleri

Mitra (2006) ise, maliye politikasının büyüme üzerindeki etkisinin, üretimin esnekliğine bağlı olduğunu göstermektedir. Hükümetin bütçe açıkları ve dolayısıyla hükümet borcunun sürdürülebilirliğine ilişkin şüpheler nedeniyle, yabancı yatırımcıların güven kaybı sonucunda bir ani durma yaşandığını düşünelim. Bu durumda yatırımcıların güvenini yeniden sağlamak için daraltıcı maliye politikası uygulanıyor olsun. Bu koşullar altında, sermaye çıkışlarının yarattığı daraltıcı etkiye, maliye politikasının geleneksel kanaldan yaratacağı daralma da katkıda bulunacaktır. Fakat eğer özel kesim esnek üretim kapasitesine sahipse, yani firmalar ithal girdilerin yerine yerli girdileri kolayca ikame edebiliyorlarsa, bu durumda firmaların durgunluk ortamına kolayca uyum sağlayacağını söyleyebiliriz. Firmalar faaliyetlerine devam ettikçe, hükümetin vergi gelirleri üzerinde olumlu etki ortaya çıkar. Böyle olunca, hükümet borcu üzerindeki risk primi azalır. Hükümet borcunun risk primi azaldıkça, yabancı kreditorlerin ülkeye güveni artar. Bu durumda daraltıcı maliye politikası, geleneksel kanalın yol açtığı olumsuz etkiye rağmen, hükümet kesimi ile özel kesim arasındaki pozitif döngüsel ilişkiyi genişleterek, ekonomik faaliyetlerdeki iyileşmeyi hızlandırabilir.

Görüldüğü gibi teorik modeller arasında, bir ani durma sırasında para ve maliye politikalarının daraltıcı mı yoksa genişletici mi olması gerektiği konusunda bir fikir birliği yoktur. Burada altının çizilmesi gereken noktalardan biri şudur: her ülke için geçerli olan standart bir politika önerisi yapmak oldukça güçtür. Çünkü doğru politika tepkisinin ne olacağını, o ülkenin içinde bulunduğu koşullar belirleyecektir.

Örneğin Calvo ve Talvi (2005)'e göre, daraltıcı para ve maliye politikalarının çıktı üzerindeki etkisi, ani durmanın sistemik mi yoksa yerel mi olduğuna bağlıdır. Eğer ani durma yerel ise, daraltıcı politikalar, ekonominin kredibilitelerini yeniden artırmaya ve ülkenin uluslararası sermaye piyasalarından yeniden kredi elde etmesine yardımcı olabilir. Bu durumda daraltıcı para ve maliye politikaları, gerçekte genişletici etki yapar. Bununla birlikte eğer ani durma sistemik ise, bireysel olarak bir ülkenin davranışlarının uluslararası sermaye piyasalarına yeniden girişi sağlaması mümkün değildir. Sistemik bir ani durma, yurtiçi ve uluslararası kredi piyasaları arasındaki bağlantıyı koparır ve ekonomi sanki finansal olarak kapalı bir ekonomi gibi işler. Bu durumda aşırı daraltıcı para ve maliye politikaları, toplam talepte gereksiz bir daralma yaratabilir ve kredibiliteleri azaltır. Bu yüzden sistemik ani durmalar sırasında para ve maliye politikalarının, kısa dönemde toplam talebi daha da daraltmaması gerekir. O halde bir ani durma karşısında doğru politika tepkisinin ne olacağı, ani durmanın sistemik mi yoksa yerel mi olduğuna bağlıdır.

Üstelik bir ani durma sırasında ülkeler para politikasında bir ikileme karşılaşırlar: Fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasında çatışma. Calvo (2006)'ya göre, bir ani durma sırasında fiyat istikrarının öncelikli amaç olması

gerektiği konusu tartışmalıdır. Buna göre bir ani durma sırasında, merkez bankası ile diğer kamu kurumları dahil ekonomi bir bütün olarak uluslararası kredilerde ani bir kesilme yaşar. Böyle bir durumda eğer varsa, uluslararası rezervler toplumun kullanımına verilebilir ve merkez bankası en son kredi merci (LLR) rolünü üstlenebilir. Bununla birlikte, eğer uluslararası rezervler sınırlı ise, merkez bankası kredilerinin senyoraj yoluyla finanse edilmesi gerekir ki senyoraj merkez bankasının fiyat istikrarı amacına ters düşer. Böyle olunca merkez bankasının LLR olarak faaliyet gösterme kabiliyeti kısıtlanmış olur. Bu riski azaltmak için merkez bankası, sermaye çıkışı zamanında kullanılacak kritik bir uluslararası rezerv düzeyini biriktirebilir.⁹ Son yıllarda bir çok gelişmekte olan ülkede merkez bankaları buna göre hareket etmekte ve geniş bir uluslararası rezerv stoku biriktirmektedirler. Calvo (2006)'ya göre bu noktada önemli olan, uluslararası rezervlerin hangi yolla kullanılacağıdır. Uluslararası rezervler, döviz müdahalesi biçiminde veya kritik kesimlere yönlendirilen krediler yoluyla kullanılabilir. Döviz müdahalesi yolunun önemli bir avantajı, merkez bankasının, kredi piyasası katılımcıları ile ilgili çok fazla bilgiye ihtiyaç duymamasıdır. Ancak döviz müdahalesinin önemli bir sakıncası, uluslararası rezervlerin sermaye kaçışına dönüşme olasılığıdır. Calvo (2006)'ya göre merkez bankasının piyasadan daha iyi bilgiye sahip olduğu durumda, uluslararası rezervlerin doğrudan, pozitif marjinal sosyal getiriye sahip olan sektörler için yönlendirilmesi gerekir. Bir ani durma sırasında uluslararası rezervlerin yönlendirilmiş biçimde dağıtımının başarılı bir örneği, ileride daha ayrıntılı bahsedileceği gibi, 2002 yılında Brezilya'nın uygulamasıdır. Brezilya'da merkez bankası, mevduat bankaları aracılığıyla uluslararası rezervleri ihracat kesimine kredi olarak kullanmıştır. Ancak bu uygulamada da ahlaki riziko önemli bir sorun oluşturmaktadır. Zira merkez bankasının bir ani durma sırasında kurtarma kredileri sağlayacağı beklentisi, özel kesimin aşırı risk almasına neden olabilir. Yine de etkin düzenlemeler altında bir LLR'nin, güveni yeniden artırmak ve sermaye kaçışını azaltmak suretiyle, kredilerdeki kesilmenin olumsuz etkilerine tampon görevi yapabileceğini unutmamak gerekir.

Bir ani durma karşısında optimal politika tepkisinin ne olması gerektiği konusunda az da olsa bazı ampirik çalışmalar mevcuttur. Hutchison vd. (2010), 1980-2003 yılları arasında 66 gelişen piyasa ekonomisinde yaşanan 83 ani durma sırasında, para ve maliye politikalarının çıktı büyümesi üzerindeki etkilerini incelemektedir. Bu çalışmada, ani durmalar sırasında uygulanan daraltıcı para ve maliye politikalarının, çıktı kayıplarını artırdığı sonucuna ulaşılmaktadır. Öyleyse, ödemeler bilançosuna istikrar kazandırmak için daraltıcı makroekonomik politikalar hayata geçirilirken, bu politikaların aynı zamanda çıktı maliyetlerini önemli ölçüde artırdıklarını unutmamak gerekir. Çalışmada ulaşılan bir başka bulguya göre, döviz kurunun uluslararası

⁹ Gelişen piyasalarda optimal uluslararası rezerv düzeyi ile ilgili bkz. Jeanne ve Ranciere (2006).

Sermaye Akımlarındaki Ani Durmalar ve Politika Seçenekleri

rezervlerin doğrudan satışı yoluyla savunulması, ani durmaların çıktı sonuçları üzerinde çok düşük olumsuz etki yaratmaktadır.

Ortiz vd. (2009), politika tepkilerinin etkinliğini, çıktıdaki düşüşün azaltılması cinsinden belirlemeyi amaçlamaktadır. Çalışmada 1990-2006 döneminde yaşanmış olan 22 sistemik ani durma sırasında, maliye ve para politikaları incelenmektedir. Para politikası, döviz kuru politikasını, döviz rezervlerinin idaresini ve sermaye kontrollerini de içine almakta; maliye politikası ise toplum parasının kullanımını gerektiren banka kriz çözümünü ve borç yeniden yapılandırmasını da kapsamaktadır. Önce politika tepkileri tanımlanmakta ve ani durmalar sırasında para ve maliye politikalarının daraltıcı mı yoksa genişletici mi olduğu belirlenmektedir. Daha sonra bu politikaların çıktı üzerindeki etkileri test edilmektedir.¹⁰

Çalışmanın temel bulgusu şöyledir: Tekila, Asya ve Rusya krizlerini içine alan ani durmalar sırasında, daraltıcı maliye ve para politikası tedbirleri, daha geniş çıktı daralmalarına eşlik etmektedir. O halde ampirik bulgular, ani durmalar sırasında genişletici para ve maliye politikaları lehine sonuçlar ortaya koymaktadır.

Ancak, bir ani durma sırasında her ülkenin genişletici politikalar uygulayabilmesi mümkün değildir. Ülkelerin içinde buldukları bazı koşullar, bunların genişletici politika uygulamaktan kaçınmalarına sebep olabilir. Bir başka deyişle, genişletici politika uygulayabilmek için, ekonominin içinde bulunduğu koşulların buna izin vermesi gerekir.

Örneğin geçmişte yüksek enflasyonun yaşandığı bir ekonomide, genişletici para politikası, enflasyon beklentilerini artıracığından, merkez bankası bu politikadan çekenebilir. Ya da yüksek yükümlülük dolarizasyonuna sahip olan bir ekonomide, otoritelerin genişletici para

¹⁰ Para politikasının bileşenlerini yakalamak amacıyla, genişletilmiş bir Taylor kuralı doğrudan tahmin edilir. Buna göre, merkez bankası nominal faiz oranını, enflasyondaki, çıktıdaki ve döviz kurundaki (dalgalanma korkusu) değişmelere tepki olarak uyumlandırır. Bir ani durmayla karşılaşıldığında, merkez bankası bir değiş-tokuşla karşı karşıya kalır: enflasyon ve dalgalanma korkusu güdüsü, para politikasının daraltılmasına yol açarken; çıktı güdüsü para politikasının gevşetilmesine neden olur. Genişletilmiş Taylor kuralındaki tahmin edilen katsayılar, para otoritesinin her bir güdüye verdiği ağırlıkların bir göstergesini sağlar. Bu ağırlıklar toplanarak hesaplanan para politikası indisi ne kadar yüksekse, ülke bir ani durmaya para politikasını o kadar fazla daraltarak tepki göstermeye meyilli demektir.

Maliye politikası durumunda ise, gözlemlenen bütçe verilerinden, konjonktürel dalgalanmaların bütçe üzerindeki etkisini çıkarmak gerekir. Çünkü ani durmalar görece geniş çıktı daralmalarına ve dolayısıyla düşük bütçe gelirlerine eşlik eder; bu durumda bütçe açıklarında gözlemlenen artışlar genişletici bir harcama politikasının göstergesi değil, büyük ölçüde çıktıdaki düşüşe bütçe gelirlerinin içsel bir tepkisidir. Bu yüzden çalışmada, bütçe gelirlerini düzleştirerek ve böylece yapısal bütçe dengesini hesaplamak için, Şili'nin mali kuralı örtük olarak kullanılmıştır. Her bir ülkenin maliye politikası, yapısal bütçe dengesindeki değişmelere göre tanımlanıyor; yani belirli bir dönemde mal fiyatlarındaki ve çıktıdaki konjonktürel dalgalanmaların etkileri ortadan kaldırıldığında, maliye politikasının daraltıcı mı yoksa genişletici mi olduğu belirlenmiş oluyor.

politikasından korkmak için haklı nedenleri vardır. Yüksek yükümlülük dolarizasyonuna sahip olan ekonomilerde otoriteler, bir ani durma karşısında olumsuz bilanço etkileri yüzünden yerli paranın değer kaybetmesine izin vermek istemezler. Bir başka deyişle, döviz kurunun dalgalanmasına izin veremezler, yani dalgalanma korkusu yaşarlar. Bu nedenle bu ülkeler, bir ani durma sonrasında yerli paranın nominal değer kaybına, yüksek faiz oranları yoluyla karşı koymak isterler. Böyle olunca da, genişletici para politikası uygulayamazlar ve dolayısıyla ani durma sonrasında çıktıdaki daralmaları önleyemezler. Ekonominin yüksek yükümlülük dolarizasyonu veri iken, genişletici para politikası uygulanması durumunda da, olumsuz bilanço etkileri nedeniyle çıktıda daha büyük daralmalar olacağı açıktır. Son örnekte yüksek yükümlülük dolarizasyonu, ülkeyi genişletici para politikası uygulamaktan alıkoyan ve ülkenin politika esnekliğini elinden alan bir kısıttır. Bu yüzden, yüksek enflasyon geçmişine veya yüksek yükümlülük dolarizasyonuna sahip olan bir ülke, genişletici para politikası uygulama esnekliğine sahip değildir. Oysa, geçmişte yüksek enflasyon yaşamamış ve düşük yükümlülük dolarizasyonuna sahip olan bir ülke, bir ani durma başladığında genişletici para politikası uygulama esnekliğine sahip olacaktır.

Maliye politikası durumunda da politika esnekliğini kısıtlayan koşullar olabilir. Örneğin ekonomik genişleme dönemlerinde verilen bütçe açıkları, ani durmalar sırasında genişletici maliye politikasının uygulanmasını zorlaştırabilir. Çünkü bir ani durma olduğunda, gelecekte çıktıda bir düşüş olacağı beklenir. Böyle olunca, bugün genişletici maliye politikası uygulandığında, gelecekte bunu karşılamaya yetecek vergilerin toplanabileceği konusunda şüpheler doğar. Gerçekte, sermaye akımları geri döndüğü zaman, bütçe harcamaları daralma eğilimi gösterir ve bu da ekonomik konjonktürü (daralmayı) büyütür (Kaminsky vd. 2004). Diğer yandan, yerli para reel değer kaybına uğrayınca, borç/GSYİH oranı değerlendirilme etkisine bağlı olarak artar. Bu iki etki, dönemlerarası bütçe kısıtını olumsuz etkilediği için, ödeyebilirlik sorunları ortaya çıkabilir. Böyle olunca kreditorlerin fonlarını geri çekmeleri de haklı çıkmış olur. Bu yüzden ani durma başladığında, halihazırda geniş bir bütçe açığına ve yüksek bir kamu borç düzeyine sahip olan bir ülkenin, genişletici maliye politikası uygulama esnekliğine sahip olmadığı açıktır. Tersine, bütçe fazlasına sahip olan ve düşük kamu borç düzeyine sahip olan bir ülkenin, ani durma başladığında genişletici maliye politikası uygulama esnekliğine sahip olduğunu söyleyebiliriz.

Yukarıdaki örnekler, başlangıç koşullarının belki de politika tepkileri kadar önemli olduğunu göstermektedir. Bir ani durma karşısında başarılı politika tepkisini oluşturmanın ön koşulu, ekonominin genişletici politikalar uygulama esnekliğini sağlayan güçlü bir makroekonomik yapıya sahip olmasıdır. Para politikası için bunun anlamı, genişletici bir politika uygulandığında, enflasyon beklentilerini artırmayan yüksek bir kredibiliteye

Sermaye Akımlarındaki Ani Durmalar ve Politika Seçenekleri

ve düşük bir yükümlülük dolarizasyon düzeyine sahip olmaktadır. Maliye politikası için ise bunun anlamı, sağlam bir dönemlerarası bütçe konumuna ve düşük bir kamu borç düzeyine sahip olmaktadır.

Öyleyse, ani durmalar sırasında ülkelerin konjonktürle ters yönlü (counter-cyclical) para ve maliye politikaları uygulayabilmeleri için, konjonktürün genişleme aşamasında güçlü bir makroekonomik yapıyı oluşturmuş olmaları gerekmektedir. Örneğin, ani durma sırasında genişletici maliye politikasının uygulanabilmesi için, hükümetin önceden tasarruf yapmış olması ya da harcamaları sürdürülebilir şekilde artırmış olması gerekir. Ya da ani durma sırasında enflasyonu beslemeyen veya bilanço problemlerine yol açmayan genişletici para politikası uygulanabilmesi için, genişleme döneminde yükümlülük dolarizasyonunun önlenmiş olması gerekir. Bu yüzden, dış kaynak bolluğunun yaşandığı dönemlerin avantajını, yurtiçinde makroekonomik koşulları iyileştirmek için kullanmanın yerine konabilecek daha iyi bir ikame olmadığını unutmamak gerekir.

Örneğin Şili ekonomisi, 1998 ani durmasına, geçmiş on yıl boyunca kurduğu sağlam makroekonomik yapısı sayesinde direnebilmiştir. Asya Krizini takiben sermaye akımlarında ortaya çıkan azalma ve bakır fiyatlarındaki düşmeye bağlı olarak ticaret hadlerindeki düşüş, Şili'nin 1998 yılında bir ani durma yaşamasına sebep olmuştur. Şili'nin net sermaye girişlerinin GSYİH'ya oranı 1998'de %7 iken, 1999'da %1'in altına düşmüştür. Fakat sermaye akımlarındaki bu keskin düşüş, bir ekonomik çöküşe yol açmamış; güçlü bir finansal sistem, sağlıklı kamu finansmanı ve esnek politika araçları sayesinde sadece hafif bir durgunluğa sebep olmuştur.

Şili, 1990'lı yıllar boyunca güçlü para ve maliye politikalarını uygulayabileceği bir zeminin temellerini atmıştır. Bu yıllarda Şili merkez bankası, fiyat istikrarı amacını sürdürmek için, enflasyon hedeflemesini kullanmıştır. Merkez bankası cari işlem açıklarını sürdürülebilir düzeylerde tutmak için, bir döviz kuru band sistemi uygulamış ve döviz piyasasına bandın içinde aktif olarak müdahale etmekten kaçınmamıştır. Daha sonra faiz oranının hedeflendiği bir para politikasına geçilmiştir. Söz konusu yıllarda maliye politikası da iyi yönetilmiş, hükümetin net kamu borcunun GSYİH'ya oranı, 1989'daki % 37 oranından 1997'de % 5'e düşmüştür. Bu dönemde Şili ekonomisi aynı zamanda, güçlü bir finansal yapı kurmayı da başarmıştır. 1980'lerdeki borç krizi ile birlikte bankacılık sisteminin çöküşünü takiben, Şili'de finansal sistemdeki düzenleme ve gözetimi iyileştirici tedbirler alınmış, bu sayede sağlıklı bir finansal sistem oluşturulmuştur.

Şili'nin on yıl boyunca oluşturduğu bu güçlü makroekonomik ve finansal yapı, ani durma karşısında ekonominin dirençli kalmasını sağlamıştır. İyi düzenlenmiş ve gözetilen bankacılık sisteminin varlığı, krizin ilk safhasında finansal sistemin sağlığını tehlikeye sokmadan, -belki de yanlış

bir biçimde- aşırı daraltıcı bir para politikası izlenmesini mümkün kılmış; kamu finansmanında likidite riskinin düşük olması, faiz oranlarının önemli oranda yükseltilmesine izin vermiştir. Bu sayede beklenmeyen şekilde geniş ve çabuk uyum sağlanmıştır. Daha sonra başlangıçtaki yanlış politika tepkisine rağmen, bu yanıştan hızlı şekilde dönülerek daha genişletici politikalar uygulanmaya başlanmıştır. Böylece, başlangıçta kazanılan kredibilite sayesinde çok geç olmadan genişletici politikalar devreye sokularak ekonominin derin bir durgunluğa girmesi önlenmiştir (Valdes 2009).

Şili örneğinde olduğu gibi, 1990'lardan itibaren ani durmalara başarılı politika tepkileriyle karşılık verebilen ülkeler, genellikle sermaye girişi dönemlerinde sağlam yurtiçi makroekonomik yapıyı kurabilen ülkeler olmuştur. Yaşanan ülke deneyimleri, makroekonomik yapı genişletici politikalar için elverişli olduğunda, bir ani durma karşısında daraltıcı politikalar uygulanmasının anlamsız olduğunu da gözler önüne sermiştir. Örneğin, Asya Krizi ortaya çıktığında Kore'de kamu borcunun GSYİH'ya oranı sadece yüzde 10 düzeyinde olmasına, yani genişletici maliye politikası için uygun bir ortam bulunmasına rağmen, konjonktürle-aynı yönlü (pro-cyclical) maliye politikası izlenmiş ve belki de dış kredi çöküşü ve durgunluk gereksiz yere uzatılmıştır (Stiglitz 2002).

Yaşanan ülke deneyimleri aynı zamanda, bir ani durma sırasında makroekonomik yapısı nispeten zayıf olan ülkelerin de ellerinde bazı imkanlar olabileceğini ortaya koymuştur. Örneğin, dış ticaret hadlerindeki keskin düşüşten ve Asya Krizinin yayılma etkisinden kaynaklanan 1998 ani durması sırasında, Peru ekonomisinin yüksek derecede yükümlülük dolarizasyonuna sahip olması, ekonomiyi oldukça kırılgan yapmıştır. Buna rağmen Peru, büyük miktardaki uluslararası rezervlerini iyi idare etmesi sayesinde bu ani durmadan önemli bir hasar almadan çıkmayı başarmıştır. Peru otoriteleri, 1990'lı yıllar boyunca, uluslararası rezerv biriktirerek, adeta beklenmeyen sermaye çıkışlarına karşı hazırlık yapmıştır. Peru ekonomisi, bankacılık kesiminde yüksek bir rezerv zorunluluğunun bulunması, enflasyonun tek haneli sayılara düşmesiyle birlikte yerli paraya güvenin sağlanmış olması ve özelleştirmelerden sağlanan kamu mevduatlarının rezervlere eklenmesi sayesinde, 1997 yılının sonunda Latin Amerika'daki en yüksek uluslararası rezerv stokuna (GSYİH'nın %18'i) sahip olan ekonomi konumuna gelmiştir.

Uluslararası rezerv stokunun miktarı kadar, bunların etkin kullanımı da önemlidir. Peru'da para otoritesi, yüksek dolarizasyon düzeyine rağmen, yabancı parada LLR politikası ve döviz piyasasında oynaklığı sınırlandıran döviz kuru politikası bileşimi sayesinde, ani durmanın bir finansal krize dönüşmesini önlemiştir. Yüksek döviz rezervleri sayesinde bankacılık kesimine döviz likiditesi sağlanarak, yüksek düzeyde borca sahip olan bankaların batması önlenmiş ve bu sayede banka kredilerinin kesilmesi

Sermaye Akımlarındaki Ani Durmalar ve Politika Seçenekleri

engellenmiştir. Para otoritesi, bankacılık kesiminin zorunlu rezerv oranını giderek azaltmak suretiyle, bankacılık sistemine döviz likiditesini doğrudan ve sürekli enjekte etmiştir. Bu sayede bankalar, yerli para likiditelerini azaltmadan döviz likiditelerini genişletme imkanına kavuşmuşlardır. Döviz rezervlerinin döviz piyasasında doğrudan satış yoluyla değil de, yukarıda anlatılan biçimde enjekte edilmesi, ani durmanın bankacılık kesimi üzerindeki olumsuz etkilerini ortadan kaldırma konusunda oldukça etkili olmuştur.

1998 yılında ani durma ortaya çıktığı zaman, Peru ekonomisinin hem güçlü hem de zayıf yönleri bulunduğunu belirtmek gerekir. 1990'lı yıllarda yapılan mali reformlar sayesinde bütçe açıkları başarılı şekilde azaltılmıştır. Gerçekte kamu maliyesindeki bu iyileşme, merkez bankasının uluslararası rezerv biriktirmesine de katkı yapmıştır. Ani durma ortaya çıktıktan sonra da, bu fonlar konjonktüre-ters yönlü maliye politikalarını finanse etmiş ve yerli paranın reel değer kaybını sınırlandırmıştır. 1990'larda aynı zamanda özelleştirme sürecine hız verilmiş ve özellikle ticarete konu olan mal sektöründeki yatırımlar artmıştır. Ticarete konu olan mal sektöründe başlangıçta yapılan bu yatırımlar, ani durma sırasında diğer ekonomik faaliyetlerin devamı için bir tampon görevi yapmıştır. Yine de ani durma ortaya çıktığı zaman, yüksek yurtiçi yükümlülük dolarizasyonunun bulunması, ekonomiyi ani durmaya karşı kırılgan yapan önemli bir faktördü (Bardalez vd. 2009). Buna rağmen, yüksek uluslararası rezerv stoku ve bunun etkin kullanımı sayesinde, ani durma iyi yönetilmiştir.

Brezilya'nın 2002 yılındaki deneyimi de, bir ani durmaya karşı başarılı politika tepkilerine bir örnek oluşturmaktadır. Brezilya'nın ani durması, uluslararası finansal piyasalardaki düşük likiditeden ve politik sebeplerden kaynaklanan bir güven kriziydi. Bu krizin hemen öncesinde, uluslararası yatırımcılar tarafından piyasa karşıtı olduğu düşünülen ve sonradan seçimi kazanacak olan başkan adayları Lula'nın seçilme olasılığı, yatırımcıları ürkütmüştür. Bunun sonucunda 2002 yılında sermaye akımları GSYİH'nin %6'sı kadar azalmış ve cari işlemler hesabında bir tersine uyum süreci başlamıştır. Fakat, hükümetin doğru politikaları sayesinde ani durma başarılı şekilde yönetilmiş ve ekonominin yaklaşık %4 oranında büyümesi sağlanmıştır. Bu başarının şekillenmesinde iki temel unsur etkili olmuştur. Birincisi, bankacılık kesiminin çabucak toparlanması; ikincisi ise merkez bankasının ihracat kesimine ticaret finansmanı sağlamasıdır. Bankacılık kesiminin çabuk toparlanmasında, bu kesimde sistemik risk yaratacak zayıf bilançolara sahip büyük bankaların bulunmaması ve kamu kesiminin, dolara endeksli borç ihracı ve türev ürünler aracılığıyla bankalara yerli paranın değer kaybına karşı sigorta sağlaması etkili olmuştur. Bununla birlikte kamu kesiminin, bütçe açıklarının sürdürülebilirliğini tehlikeye atmaksızın, bankaların bilançolarındaki döviz kuru riskini kendi üzerine alabilmesini sağlayan da, ekonomideki düşük dolarizasyon düzeyi olmuştur. Brezilya'nın

başarısında etkili olan ihracatçılara yönelik strateji, ülkenin birikmiş uluslararası rezervleri sayesinde uygulanabilmiştir. Yasal olarak uluslararası rezervleri doğrudan ihracatçılara satması mümkün olmayan merkez bankası, bankalara satılan rezervlerin en azından bir kısmının ihracatçılara yönlendirileceğini garanti eden bir program izlemiştir. Buna göre rezervler bankalara, bunların bir kısmının ihracat finansmanına yönlendirilmesi şartıyla satılmıştır (Garcia 2009). Kısacası, bankacılık kesimini desteklemek ve ihracatçılara kredi sağlamak üzere yapılan müdahaleler, Brezilya'nın ani durmadan olumsuz etkilenmesini önlemiştir. Şu halde Peru ve Brezilya deneyimleri ışığında, ekonomik temelleri nispeten zayıf olan ülkelerin de, doğru politika tedbirleri sayesinde ani durmalara karşı koyabileceklerini söyleyebiliriz.

IV. SONUÇ

Gelişmekte olan ülkelerin karşılaştıkları sermaye akımlarındaki ani durmalar, bu ülkelerin önemli çıktı kayıpları yaşamalarına sebep olmaktadır. Bu ani durmalar, bazen ülkelerin ekonomik kırılganlıklarından ve politika yanlışlıklarından, bazen de uluslararası sermaye piyasalarındaki gelişmelerden ve bulaşma etkisinden kaynaklanmaktadır. Bu yüzden ani durmaları önleyici politikalar, hem yurtiçi hem de global politikaları içerecektir. Ne yazık ki ani durmaları önleyici politikalar, ani durmaları tamamen ortadan kaldıramazlar. O halde bir ani durma ortaya çıktıktan sonra gösterilecek politika tepkileri, çıktı kayıplarını hafifletmek açısından son derece önemlidir. Ani durmalara karşı uygulanabilecek politika tepkileri de, ulusal ve uluslararası düzeyde alınacak tedbirlerden ibaret olacaktır. Bir ani durma ve bir kriz sırasında para ve maliye politikalarının daraltıcı mı yoksa genişletici mi olması gerektiği konusunda bir tartışma sürmektedir. Yaşanan ülke deneyimleri ve ampirik çalışmalar, ani durmalar sırasında uygulanan genişletici para ve maliye politikası tedbirlerinin, daha düşük çıktı daralmalarına eşlik ettiğini göstermektedir. Ancak, bir ülkenin ani durmalar karşısında genişletici politikalar uygulamasının ön koşulu, ekonominin nispeten güçlü bir makroekonomik ve finansal yapıya sahip olmasıdır. O halde genişleme dönemlerinde yurtiçi ekonomik koşulları iyileştirmekten daha iyi bir seçenek olamaz. Buna karşın, yurtiçi kırılganlıklar mevcutken ani durmalara yakalanan ülkeler de, yerinde politika tedbirleri veya uluslararası kurumlardan alacakları destekler sayesinde, ani durmaların olumsuz etkilerini hafifletebilirler.

KAYNAKLAR

- AGENOR, P. Richard (2000) *The Economics of Adjustment and Growth*, San Diego, Academic Press.
- BARDALEZ, P. Castillo ve D.B. Rondan (2009) “Peru: A Successful Story of Reserves Management”, *Dealing with an International Credit Crunch: Policy Responses to Sudden Stops in Latin America* içinde, New York: Inter-American Development Bank, 139-187.
- BERNANKE, B., Gertler, M. ve S. Gilchrist (1999) “The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework.” Taylor, J. ve M. Woodford içinde, *Handbook of Macroeconomics*, Amsterdam, Elsevier Science, 1341-1393.
- BRAGGION, F., Christiano, L., ve J. Roldos (2009) “Optimal Monetary Policy in a Sudden Stop”, *Journal of Monetary Economics*, 56 (2009), 582–595.
- CABALLERO, R. ve A. Krishnamurthy (2001) “International and Domestic Collateral Constraints in a Model of Emerging Market Crises.” *Journal of Monetary Economics*, 48(3), 513-548.
- CALVO, Guillermo (1998) “Capital Flows and Capital Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops.” *Journal of Applied Economics*, 1(1), 35-54.
- CALVO, Guillermo (2005) “Crises in Emerging Market Economies: A Global Perspective”, *NBER Working Paper*, No.11305.
- CALVO, Guillermo (2006) “Monetary Policy Challenges in Emerging Markets: Sudden Stop, Liability Dollarization, and Lender of Last Resort”, *NBER Working Paper*, No.12788.
- CALVO, G., L. Leiderman ve C. Reinhart (1996) “Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s” *Journal of Economic Perspectives*, 10 (2), 123-139.
- CALVO, G.A. ve C.M. Reinhart (2000) “When Capital Inflows Suddenly Stop: Consequences and Policy Options.” P.B. Kenen ve A.K. Swoboda içinde, *Reforming the International Monetary and Financial System*, Washington: International Monetary Fund, 175-201.
- CALVO, G.A. ve E. Talvi (2005) Sudden Stop, Financial Factors and Economic Collapse in Latin America: Learning from Argentina and Chile”, *NBER Working Paper*, No.11153.
- CALVO, G.A., A. Izquierdo ve L. Mejia (2004) “On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects,” *Inter-American Development Bank Research Department Working Paper*, No.509.

- CALVO, G.A., A. Izquierdo ve L. Mejia (2008) “Systemic Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects and Financial Integration”, *NBER Working Paper*, No.14026.
- CALVO, G.A., A. Izquierdo ve E. Talvi (2006) “Phoenix Miracles in Emerging Markets: Recovering without Credit from Systemic Financial Crises”, *NBER Working Paper*, No.12101.
- CAVALLO, E. ve A.Izquierdo (2009) “Policy Responses to Sudden Stops:A Comperative Analysis.”, *Dealing with an International Credit Crunch: Policy Responses to Sudden Stops in Latin America* içinde, New York: Inter-American Development Bank, 1-22.
- CHANG, R. ve A. Velasco (1998) “The Asian Liquidity Crisis.” *NBER Working Paper*, No:6796.
- CHRISTIANO, L., Gust, C. ve J. Roldos (2004) “Monetary Policy in a Financial Crisis.”, *Journal of Economic Theory*, 119 (1): 64–103.
- CORSETTI, G., P. Pesenti ve N. Roubini (1998) ”What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? Part I: A Macroeconomic Overview.” *NBER Working Paper*, December, No:6833.
- CURDIA, Vasco (2007) “Monetary Policy under Sudden Stops.” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No:278.
- CURDIA, Vasco (2008) “Optimal Monetary Policy under Sudden Stops.” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No:323.
- EDWARDS, Sebastian (2005) “Capital Controls, Sudden Stops and Current Account Reversals” *NBER Working Paper* No. 11170.
- EICHENGREEN, B., P. Gupta, ve A. Mody (2006) “Sudden Stops and IMF Programs” *Inter-American Seminar on Macroeconomics*, Rio de Janeiro.
- FISCHER, Stanley (1998) “In Defence of the IMF: Specialized Tools for a Specialized Task.” *Foreign Affairs*, 77(4), 103-107.
- FRANKEL, J.A. ve E.A. Cavallo (2004) “Does Openness to Trade Make Countries More Vulnerable to Sudden Stops, or Less? Using Gravity to Establish Causality,” *NBER Working Paper*, No.10957.
- GARCIA, Marcio G.P. (2009) “Brasil: Maintaining Solvency during the Credit Crunch”, *Dealing with an International Credit Crunch: Policy Responses to Sudden Stops in Latin America* içinde, New York: Inter-American Development Bank, 189-234.
- GUIDOTTI, P., F.Sturzenegger ve A. Villar (2004) “On the Consequences of Sudden Stops.” *Economia*, 4(2), 171-214.

Sermaye Akımlarındaki Ani Durmalar ve Politika Seçenekleri

- HEVIA, Constantino (2007) "Optimal Policy with Sudden Stps." *Job Market Paper*, Ph.D. Thesis, Department of Economics, University of Chicago.
- HUCHISON, M. ve I. Noy (2006) "Sudden Stops and the Mexican Wave: Currency Crises, Capital Flow Reversals and Output Loss in Emerging Markets," *Journal of Development Economics*, 79(2), 225-248.
- HUTCHISON, M., I. Noy ve L. Wang (2010) "Fiscal and Monetary Policies and the Cost of Sudden Stops.", *Journal of International Money and Finance*, 29(6), 973-987.
- INTER-AMERICAN DEVELOPMENT BANK (2004) *Unlocking Credit: The Quest for Deep and Stable Bank Lending*, Research Department of the IDB, Washington DC: 2004.
- KAMINSKY, G., C. Reinhart ve C: Vegh (2003) "The Unholy Trinity of Financial Contagion", *Journal of Economic Perspectives*, 17, 51-74.
- KIYOKATI, N. ve J. Moore (1997) "Credit Cycles." *Journal of Political Economy*, 105(2), 211-248.
- LAHIRI, A. ve C.A. Vegh (2007) "Output Costs, Currency Crises, and Interest Rate Defense of A Peg." *Economic Journal*, 117(516), 216-239.
- LOPEZ-MEJIA, Alejandro (1999) "Large Capital Flows: A Survey of the Causes, Consequences, and Policy Responses." *IMF Working Paper*, No:17.
- MCKINNON, R. ve H. Pill (1998) "The Overborrowing Syndrome: Are East Asian Economies Different?" *Managing Capital Flows and Exchange Rates* içinde, London: Cambridge University Press, 322-355.
- MENDOZA, Enrique G. (2010) "Sudden Stops, Financial Crises, and Leverage." *The American Economic Review*, 100(5), 1941-1966.
- MENDOZA, E.G. ve Katherine A. Smith (2006) "Quantitative Implications of a Debt-Deflation Theory of Sudden Stops and Asset Prices." *Journal of International Economics*, 70(1), 82-114.
- MISHKIN, Frederic S. (1999) "Lessons from the Asian Crisis", *Journal of International Money and Finance*, 18(4), 709-723.
- MITRA, Pritha (2006) "Post-Crisis Recovery: When Does Increased Fiscal Discipline Work?" *IMF Working Paper*, No:219.
- ORTIZ, A., Ottonello, P., Sturzenegger, F. ve E. Talvi (2009) "Monetary and Fiscal Policies in a Sudden Stop: Is Tighter Brighter?", *Dealing with an International Credit Crunch: Policy Responses to Sudden Stops in Latin America* içinde, New York: Inter-American Development Bank, 23-73.

- PAASCHE, Bernhard (2001) "Credit Constraints and International Financial Crises." *Journal of Monetary Economics*, 48(3), 623-650.
- RAZIN, A. ve E. Sadka (2004) "A Brazilian-Type Debt Crisis: Simple Analytics." *IMF Staff Papers*, 51(1), 148-153.
- STIGLITZ, Joseph (2002) "*Globalization and Its Discontents*." New York: Norton and Co.
- STIGLITZ, Joseph (2003) "Whither Reform? Toward a New Agenda for Latin America." *Cepal Review*, 80, 7-38.
- SUMMERS, Lawrence H. (2000) "Internatoianal Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures", *The American Economic Review*, 90(2), 1-16.
- VALDES, Rodrigo O. (2009) "Chile: Banking on Policy Credibility", *Dealing with an International Credit Crunch: Policy Responses to Sudden Stops in Latin America* içinde, New York: Inter-American Development Bank, 75-138.