

## **GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE SERMAYE AKIMLARINDAKİ ANİ DURMALAR VE MAKROEKONOMİK ETKİLERİ**

Cemil VARLIK

Gazi Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü,  
06500, Beşevler, ANKARA  
cvarlik@gazi.edu.tr

## **SUDDEN STOPS OF CAPITAL FLOWS AND THEIR MACROECONOMIC EFFECTS IN DEVELOPING COUNTRIES**

### **Abstract**

We examine the macroeconomic effects of the sudden stops in capital flows in five countries (Mexico, Argentina, Korea, Thailand, and Turkey). Some similar effects emerged during nine sudden stops of these countries. Firstly, the sudden stops led current account reversals. Secondly, all sudden stops created negative influences on real consumption, investment, and growth. Thirdly, all sudden stops resulted in significant drops in the stock exchange markets. Fourthly, seven sudden stops were accompanied by currency crises, while six sudden stops were accompanied by banking crises. Our findings justify the notion that lower liability dollarization encourages export growth during a current account adjustment. Current account adjustments occurred through export growths in the economies with lower liability dollarization, while through import contractions in the economies with higher liability dollarization, except the Korean 1997 experience. On the other hand, our findings do not support the notion that higher trade openness encourages export growth during a current account adjustment. The expected positive effects of trade openness on export growth depend on the growth rates of the trade partners of the sudden stop countries and the conditions in the export markets.

**Keywords:** Sudden stops; Current account; Currency crises; Banking crises

### **Özet**

Bu çalışmada beş ülkenin (Meksika, Arjantin, Tayland, Kore ve Türkiye) maruz kaldıkları sermaye akımlarındaki ani durmaların makroekonomik etkileri incelenmektedir. Söz konusu beş ülkenin yaşamış olduğu dokuz deneyim sırasında bazı benzer etkiler ortaya çıkmıştır. Birincisi, ani durmalar cari işlemler hesabında geri dönüşlere yol açmıştır. İkincisi, bütün ani durmalar reel tüketim, yatırım ve büyüme oranları üzerinde olumsuz etkiler yaratmıştır. Üçüncüsü,

sermaye akımlarındaki ani durmaların hepsi, menkul kıymet borsalarında önemli oranlarda düşüşlerle sonuçlanmıştır. Dördüncüsü, dokuz ani durmanın yedi tanesi para krizleri, altı tanesi ise bankacılık krizleri eşliğinde ortaya çıkmıştır. Bu çalışmanın bulguları, düşük yükümlülük dolarizasyonunun cari işlemler intibakı sırasında ihracat büyümesini teşvik edeceği görüşünü doğrulamaktadır. Cari işlem intibakları, Kore'nin 1997 deneyimi hariç, yükümlülük dolarizasyonunun düşük olduğu ekonomilerde ihracat artışları yoluyla, yüksek olduğu ekonomilerde ise ithalat daralmaları yoluyla sağlanmıştır. Diğer yandan bulgular, dış ticarete açıklığın cari işlemler intibakı sırasında ihracat büyümesini teşvik edeceği görüşünü desteklememektedir. Dış ticarete açıklığın ihracat üzerinde yaratması beklenen olumlu etki, ani durma yaşayan ülkenin ticaret ortağı olan ekonomilerdeki büyüme oranlarına ve ihracat piyasalarındaki koşullara bağlıdır.

**Anahtar Kelimeler:** Ani durmalar; Cari işlemler; Para krizleri; Bankacılık krizleri

## 1. Giriş

Gelişmekte olan ekonomiler, özellikle dış finansal serbestliğin yaygınlaştığı 1990'lı yılların başından itibaren sermaye girişleri yoluyla büyük miktarlarda yabancı fon elde etmektedirler. Ancak uluslararası yatırımcılar, söz konusu ekonomilere ilişkin değerlendirmelerine ya da uluslararası piyasalarda yaşanan gelişmelere bağlı olarak fonlarını geri çekmek isterlerse, önceden görülen sermaye girişleri aniden sermaye çıkışına dönüşebilmekte, bir başka deyişle sermaye akımlarında bir geri dönüş (reversal) yaşanabilmektedir. Genel olarak uluslararası sermaye akımlarındaki keskin bir geri dönüş, ani durma (sudden stop) olarak adlandırılmaktadır (Dornbusch vd. 1995; Calvo 1998).

Bir ekonomiye yönelik sermaye girişleri, ekonominin uluslararası rezervlerindeki artışları ve/veya cari işlemler hesabındaki açıkları finanse etmektedir. Gelişmekte olan bir ekonomide bir sermaye geri dönüşü sırasında ortaya çıkan spekülative saldırı, uluslararası rezerv kayıpları yanında genellikle cari işlemler hesabında da geri dönüşlere yol açmaktadır (Milessi-Ferretti ve Razin 1998:1). Söz konusu spekülative saldırı, faiz oranlarının yükselmesi ve yerli paranın değer kaybetmesiyle sonuçlanabilmektedir. Yükselen faiz oranları ve yerli paranın değer kaybı, bilânçolarında para ve vade uyumsuzlukları bulunan bankacılık kesimini de olumsuz etkileyebilmektedir. Böyle olunca bir para ve/veya bankacılık krizi eşliğinde, yurtiçi talepte ve gelirden önemli oranlarda düşüşler yaşanmaktadır.

Bu çalışmada iki Latin Amerika lkesinin (Meksika ve Arjantin), iki Asya lkesinin (Tayland ve Kore) ve Türkiye'nin 1990 ile 2005 yılları arasında kalan dönemde maruz kaldıkları ani durmaların makroekonomik etkileri incelemeye alınmıştır. Söz konusu beş ülkenin yaşamış olduğu dokuz deneyim sırasında bazı benzer etkiler ortaya kmıştır. Birincisi, cari işlemler hesabının açık verdiği durumda başlayan bütün ani durmalar cari işlemler hesabında geri dönüşlere yol açmıştır. İkincisi, bütün ani durmalar reel tüketim ve yatırım harcamaları ile reel büyüme oranları üzerinde olumsuz etkiler yaratmıştır. ncs, sermaye akımlarındaki ani durmaların hepsi, menkul kıymet borsalarının önemli oranlarda değer kaybetmesiyle sonuçlanmıştır. Dördüncüsü, dokuz ani durmanın yedi tanesi para krizleri, altı tanesi ise bankacılık krizleri eşliğinde ortaya kmıştır. Ani durmaların altı tanesi ise hem para hem de bankacılık krizleri ile sonuçlanmıştır.

Sermaye akımlarındaki ani durmaların yol atığı cari işlemler intibakı, ihracat artışları ve/veya ithalat daralmaları sayesinde sağlanabilir. Cari işlemler hesabındaki intibakın ihracat artışları yoluyla sağlanması, yurtici gelir üzerinde olumlu etki yaratacağından arzulanır bir durumdur. Fakat gelişmekte olan ülkelerin ani durmaları sırasında genellikle intibakın ithalat daralmaları aracılığıyla gerçekleştiği göze çarpmaktadır. Guidotti vd. (2004)'ne göre cari işlemler intibakının ihracat artışları yoluyla mı yoksa ithalat daralmaları yoluyla mı ortaya çıkacağı, ekonominin yükümlülük dolarizasyonunun derecesine ve dış ticarete açıklık derecesine bağlıdır. Buna göre cari işlem intibakları, yükümlülük dolarizasyonunun düşük olduğu dışa açık ekonomilerde esas olarak ihracat artışları yoluyla, yükümlülük dolarizasyonunun yüksek olduğu dışa kapalı ekonomilerde ise ithalat düşüşleri yoluyla sağlanacaktır. Yüksek yükümlülük dolarizasyonu, ekonomik kesimlerin bilânçoları üzerinde yarattığı olumsuz etkiler nedeniyle, ani durma sonrasında ihracatın artırılmasını güçleştirmektedir. Dış ticarete açık olan bir ekonomi ise, bir ani durma sonrasında geniş dış ticaret olanaklarını kullanarak ihracatını artırabilecektir.

Bu çalışmada ele aldığımız deneyimler düşük yükümlülük dolarizasyonunun, cari işlemler intibakı sırasında ihracat büyümesini teşvik edeceği görüşünü doğrulamakta, fakat dış ticarete açıklığın ihracat büyümesini zendireceği görüşünü desteklememektedir. Bulgulara göre, Kore'nin 1997 yılındaki deneyimi hariç, yükümlülük dolarizasyonunun yüksek olduğu ekonomilerde intibak ithalat daralmaları yoluyla, yükümlülük dolarizasyonunun düşük olduğu ekonomilerde ise intibak ihracat artışları yoluyla sağlanmıştır. Buna karşın, ele alınan

ekonomilerin dış ticarete açıklık derecesi ile ani durma sonrası ihracat performansları arasında bir ilişki bulunmamaktadır.

Bu çalışmanın amacı, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarındaki ani durmaların, bu ülkelerin makroekonomik değişkenleri üzerinde yarattıkları benzer ve farklı etkilerin belirlenmesidir. Birinci bölümde ani durmaların makroekonomik değişkenler üzerinde yaratması muhtemel etkiler, teorik modellerin ngrleri ve ampirik çalışmaların bulguları çerçevesinde özetlenecektir. İkinci bölümde beş gelişmekte olan ülkenin maruz kaldığı dokuz ani durma deneyimi sırasında on dört makroekonomik değişkenin davranışı incelenecektir. nc bölümde ise, ihracattaki ve ithalattaki değişmelerin, cari işlem intibaklarına yapmış oldukları görelili katkıları belirlenmeye çalışılacaktır.

## **2. Sermaye Akımlarındaki Ani Durmalar ve Makroekonomik Etkileri**

Gelişmekte olan ülkelerde sermaye akımlarındaki ani durmaları inceleyen teorik modeller<sup>1</sup>, genellikle uluslararası sermaye piyasalarındaki aksaklıklara ilişkin iki varsayım üzerine kurulmaktadır. Bu varsayımlardan birincisi, piyasada borçluların borçlanma kısıtlarına tabi olmalarıdır. İkincisi ise, piyasada eksik bilgiden kaynaklanan bilgi maliyetinin olması ve borçlunun bir risk primi ile karşılaşmasıdır.

Uluslararası borç piyasasındaki borçlanma kısıtı nedeniyle, yurtiçi yerleşiklerin borcu, gelirlerinin ya da aktiflerinin piyasa değerinin belirli bir oranını aşamaz (Arellano ve Mendoza 2002:5). Ayrıca eksik bilgiden dolayı gelişmekte olan ülkelerin aktifleri üzerinde ilave bir maliyet (dış finansman primi) söz konusudur. Üstelik bu dış finansman primi (yerleşiklerin dışarıdan sağladıkları fonların maliyeti ile bunların kendi fonlarının fırsat maliyeti arasındaki fark), borçlunun net değeri (yerleşik borçlunun likit aktiflerinin değeri artı likit olmayan aktiflerinin değeri eksi birikmiş yükümlülükleri) dştkce artacaktır. Bu koşullar altında ters bir şok, bir yandan borçlanma kısıtını tetiklemek diğer yandan da dış finansman primini artırmak suretiyle harcamalarda ve üretimde daralmaya neden olur. Ters şok, yurtiçi geliri ve/veya aktif fiyatlarını düşüreceği için, yurtiçi yerleşikler üzerindeki borçlanma kısıtını tetikler. Borçlanma kısıtı daralınca yurtiçi yerleşikler, aktiflerini yabancılara ok düşük fiyatlardan satmak zorunda kalırlar. Sonuçta düşen aktif fiyatları, Fisheryen borç-urgunluk mekanizmasını harekete geçirir: Aktif fiyatları dştkce, borçlanma kısıtı daha da daralacak, daralan borçlanma kısıtı ise daha fazla aktifin düşük fiyata satılmasına neden olacaktır. Sonuçta

yurtiçi harcamalardaki ve üretimdeki daralma giderek genişleyecektir (Mendoza ve Smith 2002:1).

Diğer yandan yerleşik borçluların net değerini düşüren ters şok, dış finansman primini ve dolayısıyla yatırımların maliyetini artıracığından, yatırımları azaltacaktır. Azalan yatırım, ekonomik faaliyet hacmini daraltacak, net değer daha da düşecek ve dış finansman primi daha da artacaktır. Böyle olunca yurtiçi harcamalar ve üretim daha da daralacaktır.

Yukarıda anlatılan süreçte borçlanma kısıtındaki daralma, sermaye hesabında geri dönüşü başlatacak ve döviz talebini artıracaktır. Artan döviz talebi ile birlikte ortaya çıkan yerli paraya yönelik spekülasyon saldırı sırasında, uluslararası rezerv kayıpları (Calvo 1998) ve faiz oranlarında artışlar olacaktır (Caballero ve Krishnamurthy 2001). Böyle olunca ve yurtiçi talep daralacak ve cari işlemler hesabında geri dönüş başlayacaktır (Mendoza 2001:1). Eğer spekülasyon saldırı yerli paranın değer kaybı ile sonuçlanırsa, bir para krizi ortaya çıkabilecektir. Yukarıda anlatılan süreçte artan faiz oranları, vade uyumsuzluğuna ve riskli kredilere sahip olan bankaların bilançolarını, yerli paranın değer kaybı ise, döviz cinsinden yükümlülükleri yüksek olan bankaların bilançolarını olumsuz etkileyecektir. Bir yandan daralan yurtiçi talep, diğer yandan yüksek faiz oranları ve yerli paranın değer kaybı, reel kesimde faaliyet gösteren firmaların kredilerini geri ödemelerini güçleştirecektir (Melecky 2005:58). Bütün bu gelişmeler, bir bankacılık krizine sebep olabilecektir. Bir anı durma sırasında menkul kıymet piyasalarından da yabancı sermaye çıkışı olacağından, hisse senedi fiyatları da düşecektir (Mendoza ve Smith 2005:3). Yüksek faiz oranları, yerli paranın değer kaybı ve hisse senedi fiyatlarındaki düşüşler sonucunda yurtiçi yatırım ve tüketim daralmaları iyice artacak ve yurtiçi gelir önemli oranda düşecektir.

Teorik modellerin öngördüğü bu sonuçlar genellikle ampirik çalışmalar tarafından da desteklenmektedir. Calvo vd. (2004), gelişmekte olan ekonomilerdeki yerli para reel değer kayıplarının %63'ünün bir anı durmaya eşlik ettiği bulgusuna ulaşmıştır (Calvo vd. 2004:19).<sup>ii</sup> Hutchison ve Noy (2006)'a göre, bu ekonomilerdeki ani durmaların yaklaşık dörtte biri bir para krizi ile sonuçlanmaktadır.<sup>iii</sup> Diğer yandan Edwards (2005), bir anı durmaya maruz kalan ülkelerin %47'sinin aynı zamanda bir cari işlemler geri dönüşü ile karşılaştığı sonucuna varmaktadır (Edwards 2005:15).<sup>iv</sup> Ampirik çalışmalar, ani durmaların bankacılık kesimi üzerinde olumsuz etkiler yaratacağı görüşünü doğrulamaktadır. IADB (2004)'e göre, gelişmekte olan ekonomilerdeki

ani durmaların yaklaşık dörtte üçü bir bankacılık kriziyle birlikte olmaktadır.<sup>v</sup>

Sermaye akımlarındaki ani durmaların, yurtiçi gelir üzerindeki olumsuz etkileri de ampirik bulgular ile kanıtlanmıştır. Edwards (2005)'a göre bir ani durma, cari işlemler geri dönüşü olasılığını artırmak suretiyle kişi başına düşen GSYİH büyüme oranını düşürmektedir. Hutchison ve Noy (2006), ani durmaların çıktığı üzerindeki olumsuz etkilerinin, tek başına ortaya çıkan para krizlerinden (üç kat) daha geniş olduğunu tespit etmektedir (Hutchison ve Noy 2006:225).

Guidotti vd. (2004), ani durmalar sonrasında ihracatın ve ithalatın, cari işlemler intibakına göreli katkılarını hangi faktörlerin belirlediği sorusuna cevap aramaktadır. Bulgulara göre, dış ticarete açıklık, ani durma sonrasında ihracat büyümesini teşvik ederken, yüksek yükümlülük dolarizasyonu ise ithalatta bir çöküş yaratmaktadır. Calvo vd. (2004) ise bankacılık kesiminin döviz cinsinden yükümlülüklerinin yüksek olduğu bir gelişmekte olan ekonominin, bir ani durma sırasında reel döviz kurunda büyük dalgalanmalar yaşayacağı ve ithalatında büyük düşüşler yaşayacağı sonucuna ulaşmaktadır.

## **2. Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülkelerde Ani Durmaların Makroekonomik Etkileri**

Bu bölümde, seçilmiş olan iki Latin Amerika ülkesinin (Meksika ve Arjantin), iki Asya ülkesinin (Tayland ve Kore) ve Türkiye'nin yaşamış olduğu dokuz ani durmanın makroekonomik değişkenler üzerinde yaratmış oldukları etkiler incelenecektir. Bu amaçla öncelikle literatürde yer alan tanımlamalar ışığında söz konusu ülkelerin karşılaştıkları ani durmaların tarihleri belirlenecektir.

### **2.1. Ani Durmaların Tarihlerinin Belirlenmesi**

İncelemeye aldığımız ekonomilerin maruz kaldıkları ani durmaların tarihleri belirlenirken, literatürde kullanılan tanımlamalardan yararlanılacaktır. Calvo vd. (2004)'ne göre bir ani durma, sermaye akımlarındaki yıllık değişme, ortalamanın bir standart sapma altına düştüğü zaman başlar ve ortalamanın bir standart sapma aşağı seviyesini aştığı zaman sona erer. Frankel ve Cavallo (2004)'ya göre bir ani durmanın olması için, sermaye akımlarındaki düşüş, cari işlemler hesabında geri dönüşe ve çıktıda daralmaya eşlik etmelidir. Guidotti vd.

(2004), sermaye hesabındaki ortalamanın bir standart sapma aşağı seviyesinden daha geniş olan daralmaları, GSYİH'nın %5'inden büyük olmak koşuluyla, ani durma olarak tanımlamaktadır. Edwards (2005)'a göre bir ani durmadan söz edebilmek için önceki iki yıl boyunca geniş sermaye girişleri olmalı ve net sermaye akımları bir yılda en az GSYİH'nın %5'i kadar azalmalıdır.

Ele aldığımız ekonomilerde yaşanan ani durmaların tarihlerini belirlemek için, 1990 ve 2005 yıllarının birinci çeyrekleri arasında kalan döneme ait üç aylık sermaye hesabı verileri kullanılacaktır. Bu amaçla her bir çeyrek dönemde yıllık birikimli sermaye akımlarını (KA) göstermek üzere, son dört çeyrek dönemlik sermaye akımları toplanacaktır. Birikimli sermaye akımları serisindeki dört çeyrek dönemlik değişmeler alınıp ( $\Delta KA = KA_t - KA_{t-4}$ ), elde edilen seriye ait ortalama ( $\mu_{\Delta KA}$ ) ve standart sapma ( $\sigma_{\Delta KA}$ ) değerleri, sözü edilen dönem için hesaplanacaktır. Bu sayede sermaye akımlarındaki değişmelerin ortalamanın bir standart sapma altına düştüğü dönemler bulunacaktır. Sonuçta ( $\Delta KA < \mu_{\Delta KA} - \sigma_{\Delta KA}$ ) koşulunun gerçekteştiği dönemlerde bir ani durmanın olduğu kabul edilecek ve Calvo vd. (2004) ile Guidotti vd. (2004)'nin tanımlamalarına uygun olarak, ani durmaların tarihleri belirlenmiş olacaktır.

Yapılan hesaplamalara göre, Türkiye ekonomisi 1990 ve 2005 yıllarının birinci çeyrekleri arasında kalan dönem boyunca üç kez ani durma deneyimi yaşamıştır. Adı geçen deneyimler, 1994'ün üçüncü çeyreği ile 1995'in birinci çeyreği, 1998'in üçüncü çeyreği ile 1999'un üçüncü çeyreği ve 2001'in ikinci çeyreği ile 2002'nin ikinci çeyreği arasında kalan dönemleri kapsamaktadır. Aynı dönem boyunca Arjantin ve Kore ekonomileri ise ikişer kez ani durma yaşamışlardır. Ani durmalar, Arjantin ekonomisinde 1995'in birinci çeyreği ile üçüncü çeyreği ve 2001'in birinci çeyreği ile 2002'nin üçüncü çeyreği arasında kalan, Kore ekonomisinde ise 1997'nin dördüncü çeyreği ile 1998'in üçüncü çeyreği ve 2001'in birinci çeyreği ile üçüncü çeyreği arasında kalan dönemleri içine almaktadır. Diğer yandan Meksika ekonomisi 1994'ün birinci çeyreği ile 1995'in dördüncü çeyreği arasında kalan, Tayland ekonomisi ise 1997'nin ikinci çeyreği ile 1998'in üçüncü çeyreği arasında kalan dönemlerde ani durmalara maruz kalmışlardır (Tablo 1).

**Tablo 1:** Ani Durmaların, Para Krizlerinin ve Bankacılık Krizlerinin Tarihleri

	<b>Ani Durmalar</b>	<b>Para Krizleri</b>	<b>Bankacılık Krizleri</b>
<b>Meksika</b>	1994:Q4-1995:Q4	Aralık 1994-Kasım 1995	Aralık 1995-Aralık 1996 Şubat 1999-Şubat 2000 Aralık 2001-Mart 2002
<b>Arjantin</b>	1995:Q1-1995:Q3 2001:Q1-2002:Q3	Mart 1995 Temmuz 2001-Ocak 2003	Eylül 2001-Ağustos 2004
<b>Tayland</b>	1997:Q2-1998:Q3	Mayıs 1997-Temmuz 1998	Temmuz 1998-Ocak 2002
<b>Kore</b>	1997:Q4-1998:Q3 2001:Q1-2001:Q3	Aralık 1997-Temmuz 1998	Temmuz 1998-Şubat 1999 Mart 2004-Eylül 2005
<b>Türkiye</b>	1994:Q3-1995:Q1 1998:Q3-1999:Q3 2001:Q2-2002:Q2	Şubat 1994-Aralık 1994 Şubat 2001-Ekim 2001	Mayıs 1994-Nisan 1995 Temmuz 2000-Şubat 2003

NOTLAR: Sermaye akımlarındaki ani durma tarihleri üç aylık, para krizi ve bankacılık krizi tarihleri ise aylık veriler kullanılarak belirlenmiştir.

KAYNAK: International Financial Statistics.

Ele almış olduğumuz beş ülkenin yaşamış olduğu dokuz ani durmanın yedi tanesi para krizlerine eşlik etmiştir. Sadece Kore'nin 2001 yılında ve Türkiye'nin 1998 yılında maruz kaldıkları ani durmalar sırasında bir para krizi ortaya çıkmamıştır. Diğer yandan dokuz ani durmanın altı tanesi bankacılık krizleri ile birlikte olmuştur. Arjantin'in 1995 yılında, Kore'nin 2001 yılında ve Türkiye'nin 1998 yılında karşılaştıkları ani durmalar sırasında bir bankacılık krizi görülmemiştir. Ayrıca dokuz ani durma deneyiminin altı tanesi ikiz krizlerle birlikte yaşanmıştır. Bir başka deyişle, bu ani durmalar sırasında hem para krizi hem de bankacılık krizi patlak vermiştir (Tablo 1).<sup>vi</sup>

## **2.2. Ani Durmaların Etkileri**

Bu bölümde seçilmiş beş ülkenin yaşamış olduğu dokuz ani durma deneyimi sırasında bazı makroekonomik değişkenlerin nasıl etkilendikleri incelenecektir. Bu amaçla her bir ani durma sırasında on dört makroekonomik göstergenin nasıl seyrettiklerini gösteren grafikler



oluşturulacaktır. Söz konusu grafikler üç ayrı grupta toplanacaktır. Birinci grupta Meksika'nın 1994, Arjantin'in 1995 ve 2001 ani durmaları yer alırken, ikinci grupta Tayland'ın 1997, Kore'nin 1997 ve 2001 ani durmaları ele alınacaktır. Son grupta ise Türkiye'nin 1994, 1998 ve 2001 ani durmaları yer alacaktır. İncelemeye alınan on dört makroekonomik göstergeden beş tanesi üç aylık, geri kalan dokuz tanesi ise aylık veriler kullanılarak oluşturulmuştur.

Latin Amerika ve Asya ülkelerine ait grafikler oluşturulurken Uluslararası Para Fonu'nun (IMF) International Financial Statistics (IFS) verileri, Türkiye ekonomisine ait grafikler oluşturulurken ise Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) verileri kullanılmıştır. Fakat Türkiye ekonomisine ait TCMB verileri ile IFS verileri karşılaştırıldığı zaman, ikisi arasında herhangi bir tutarsızlığın olmadığı anlaşılmıştır. Dolayısıyla çalışmada ele alınan beş ülkeye ait verilerin büyük ölçüde standart olduğunu söyleyebiliriz. Yine de Türkiye ekonomisinin verileri ile diğer ülkelerin verileri arasında bazı farklılıklar olduğunu belirtmek gerekir. Birincisi, reel döviz kuru endeksi için, Türkiye ekonomisine ait grafiklerde TCMB'nin TÜFE bazlı reel efektif döviz kuru endeksi, diğer ülkelere ait grafiklerde ise IFS verileri ile hesaplanan ABD Doları cinsinden reel döviz kuru endeksi kullanılmıştır. İkincisi, Türkiye ekonomisine ait grafiklerde (Şekil 4 hariç) gayri safi milli hasıla, diğer ülkelere ait grafiklerde ise gayri safi yurtiçi hasıla rakamları yer almaktadır. Ele alınan beş ülkeye ait tüm grafikler, çalışmanın sonundaki EK kısmında sunulmuştur. Bu grafiklerde (t) simgesi, ani durmanın başladığı dönemi temsil etmektedir.

Şekil (1) birinci grupta yer alan Latin Amerika ani durmaları sırasında makroekonomik değişkenlerin seyrini göstermektedir.<sup>vii</sup> Görüldüğü gibi sermaye akımlarındaki geri dönüşler, Meksika'nın 1994 ani durması ile Arjantin'in 1995 ve 2001 ani durmaları esnasında sırasıyla GSYİH'nin %14, %3,5 ve %28'i kadar olmuştur. Söz konusu üç ani durmadan iki tanesi (Meksika-1994 ve Arjantin-2001) makroekonomik değişkenler üzerinde oldukça benzer etkilere yol açmıştır. Her iki ani durma sırasında da reel tüketim ve yatırım harcamaları ile reel GSYİH'da önemli düşüşler olmuş, cari işlemler hesabında geri dönüşler yaşanmış ve menkul kıymet borsaları büyük oranlarda değer kaybetmiştir. Her iki ani durma da bir para krizi eşliğinde ortaya çıkmıştır. Zira sermaye geri dönüşü sırasında reel faiz oranları yükselmiş, önemli uluslararası rezerv kayıpları olmuş ve yerli paralar reel değer kayıplarına uğramışlardır. Ayrıca sermaye geri dönüşleri ve para krizleri bir bankacılık krizi eşliğinde olmuş, bankaların reel kredileri ve

reel dış yükümlülükleri oldukça daralmıştır. Cari işlemler hesabındaki geri dönüşler, her iki deneyim sırasında da ithalat daralmalarına eşlik etmiştir. Fakat ihracat, Meksika'nın 1994 ani durması sırasında artarken, Arjantin'in 2001 deneyimi sırasında azalmıştır.

Arjantin'in 1995 ani durması esnasında diğer iki deneyime göre daha düşük oranlı olsa da reel tüketim ve yatırım harcamaları ile reel GSYİH daralmalar sergilemiş ve menkul kıymetler borsası büyük oranda düşüş yaşamıştır. Reel döviz kuru endeksinde kayda değer bir düşüş yaşanmasa da uluslararası rezerv kayıpları ve reel faiz oranındaki artışlar, kısa süren bir para krizine neden olmuştur. Fakat yukarıda sözü edilen iki ani durmadan farklı olarak, bankaların reel kredilerindeki ve reel dış yükümlülüklerdeki daralmalar sınırlı kalmış, dolayısıyla bir bankacılık krizi patlak vermemiştir. Diğer yandan Arjantin'in 1995 ani durması sırasında cari işlemler hesabındaki açık fazlalığa dönmemiş, fakat cari işlemler açığındaki daralma GSYİH'nın yaklaşık %2,2'sine ulaşmıştır. Bu cari işlemler geri dönüşü sırasında tıpkı Meksika'nın 1994 deneyiminde olduğu gibi ihracat artmış, ithalat daralmıştır.

şekil (2)'de ikinci grupta yer alan Asya ani durmaları sırasında makroekonomik değişkenlerin seyri izlenmektedir. Grldğu gibi sermaye akımlarındaki geri dönüşler, Tayland'ın 1997 ani durması ile Kore'nin 1997 ve 2001 ani durmaları esnasında sırasıyla GSYİH'nin %30, %10 ve %5'i kadar olmuştur. Söz konusu üç ani durmadan iki tanesi (Tayland 1997 ve Kore 1997) makroekonomik değişkenler üzerinde oldukça benzer etkilere yol açmıştır. Her iki ani durma sırasında da reel tüketim ve reel yatırım harcamaları ile reel GSYİH'da önemli düşüşler olmuş, cari işlemler hesabında geri dönüşler yaşanmış ve menkul kıymet borsaları büyük oranlarda değer kaybetmiştir. Hem Tayland'ın hem de Kore'nin 1997 ani durmaları ikiz krizler eşliğinde ortaya çıkmıştır. Zira reel faiz oranlarındaki artışlar, uluslararası rezerv kayıpları ve yerli paraların reel değer kayıpları her iki ekonomide de bir para krizini tetiklemiştir. Ayrıca bankaların reel kredilerindeki ve reel dış yükümlülüklerdeki daralmalar sonucunda bankacılık krizleri ortaya çıkmıştır. Cari işlem geri dönüşleri, her iki deneyim sırasında da ithalat daralmaları eşliğinde olmuş, ihracattaki değişmeler ise sınırlı kalmıştır. Kore'nin 2001 ani durması ise diğer iki deneyimden daha farklı özellikler sergilemiştir. Bu deneyim sırasında reel tüketim ve reel yatırım harcamaları ile reel GSYİH büyüme oranları yavaşlamış olsa da negatif değerlere dönüşmemiştir. Ayrıca hem ihracatta ve hem de ithalatta %20'lere yaklaşan daralmalar olmuş, sonuçta cari işlemler hesabında bir geri dönüş yaşanmamıştır. Kaldı ki Kore ekonomisinde ani durma

başladığı zaman cari işlemler hesabı açık değil fazla vermekteydi. Kore'nin 2001 deneyimi ne bir para ne de bir bankacılık krizine yol açmamıştır. Sermaye geri dönüşü sırasında reel faiz oranlarında bir sıçrama görülmemiş, uluslararası rezervlerdeki artışlar ise yavaşlamış, fakat negatife dönmemiştir. Sonuçta yerli paranın reel değer kaybı %20'lere yaklaşmasına rağmen bir para krizi ortaya çıkmamıştır. Ayrıca bankaların reel kredilerindeki ve reel dış yükümlölüklerindeki yavaşlamalar bir bankacılık krizi yaratacak kadar etkili olmamıştır. 2001 yılındaki Kore ani durması esas olarak Kore'nin Menkul Kıymetler Borsasını vurmuş, borsa endeksinde %50'ye yaklaşan keskin bir düşüş yaratmıştır.

şekil (3), Türkiye'nin ani durmaları sırasında makroekonomik değişkenlerin seyrini göstermektedir. Görüldüğü gibi sermaye akımlarındaki geri dönüşler 1994, 1998 ve 2001 ani durmaları sırasında sırasıyla GSMH'nin %9,8, %10,1 ve %17,7'si kadar olmuştur. Adı geçen ani durmaların ikisi (1994 ve 2001) ekonomide oldukça benzer etkiler yaratmıştır. Söz konusu ani durmalar sırasında reel tüketimde, yatırımda ve milli gelirdede çöküşler olmuş ve İMKB endeksi büyük oranlı düşüşler sergilemiştir. Bunların yanı sıra cari işlemler hesabında keskin geri dönüşler ortaya çıkmış, bu geri dönüşlere ithalattaki daralmalar ve ihracattaki artışlar katkıda bulunmuştur. Her iki ani durma da bir para krizine eşlik etmiş, bu ani durma dönemlerinde uluslararası rezervler azalmış, reel faiz oranları yükselmiş ve Türk Lirası reel olarak değer kaybetmiştir. Ani durmalar ve para krizleri ile birlikte bankacılık krizleri de yaşanmış, bankaların kredilerinde ve dış yükümlölüklerinde büyük daralmalar olmuştur.

Türkiye ekonomisinde 1998 yılında görülen sermaye akımlarındaki ani durma, yukarıda sözü edilen özelliklerin bir kısmını sergilememiştir. Bu deneyim sırasında Türk Lirasının reel değer kaybı sınırlı kalmıştır. Ayrıca cari işlemler geri dönüşü sırasında ihracat artmamış, tersine azalmıştır. Türk Lirasının reel değer kaybı sınırlı kalmasına rağmen, diğer iki ani durmada olduğu gibi cari işlemler hesabındaki geri dönüş, keskin ithalat daralması eşliğinde gerçekleşmiştir. 1998 ani durması bir para ve/veya bankacılık krizine eşlik etmemiştir. Bu dönemde uluslararası rezervlerde önemli düşüşler yaşanmış, fakat reel faiz oranlarında büyük bir sıçrama olmamıştır. Bankaların kredilerindeki ve dış yükümlölüklerindeki daralmalar bir bankacılık krizine yol açacak düzeye ulaşmamıştır.

Latin Amerika'da, Asya'da ve Türkiye'de yaşanmış olan ani durmaları birlikte değerlendirdiğimiz zaman, ekonomide yarattıkları

etkiler açısından bazı ortak özellikleri belirlemek mümkündür. İlk olarak, cari işlemler hesabının açık verdiği durumda başlayan bütün ani durmalar cari işlemler hesabında bir geri dönüşe yol açmıştır. Bu geri dönüşler genellikle cari işlemler hesabındaki açıkların fazlalığa dönmesi biçiminde gerçekleşmiştir. Fakat Meksika'nın 1994 ve Arjantin'in 1995 deneyimleri sırasında cari işlem geri dönüşleri, açıkların azalması biçiminde olmuştur. Sadece cari işlemler hesabının fazla verdiği durumda başlayan Kore'nin 2001 ani durması, cari işlemler hesabında bir geri dönüş yaratmamıştır.

İkinci olarak, istisnasız bütün ani durmalar reel tüketim ve reel yatırım harcamaları ile reel büyüme oranları üzerinde olumsuz etkiler yaratmıştır. Söz konusu olumsuz etkiler Kore'nin 2001 ani durmasında büyüme oranlarında yavaşlama, diğer tüm deneyimlerde eksi büyüme oranları biçiminde gerçekleşmiştir.

nc olarak, sermaye akımlarındaki ani durmaların hepsi, menkul kıymet borsalarının önemli oranlarda değer kaybetmesiyle sonuçlanmıştır. Menkul kıymet piyasasındaki değer kaybının en düşük olduğu 2001 Kore deneyiminde bile borsa endeksi, bir önceki yılın aynı dönemine göre %40 oranında düşüş yaşamıştır.

Dördüncü olarak, sermaye akımlarındaki ani durmalar, para ve/veya bankacılık krizlerine yol açabilmektedir. Daha önce belirtildiği gibi, dokuz ani durmanın yedi tanesi para krizleri, altı tanesi ise bankacılık krizleri eşliğinde ortaya çıkmıştır. Öyleyse ani durmaların, hem para ve döviz piyasaları üzerinde baskı oluşturduğunu hem de bankacılık kesimi üzerinde olumsuz etkiler yarattıklarını söyleyebiliriz.

Dokuz ani durma deneyimi birlikte değerlendirildiği zaman, bunların bazı farklı etkilere sahip olduklarını da gözden kaçırmamak gerekir. Söz konusu farklılıklardan en önemlisi, cari işlemler hesabında yaşanan intibak sırasında ihracatın sergilediği davranıştır. Dokuz ani durma deneyimi de, değerlik oranlarda olmakla birlikte, ithalat değerlerinde düşüşlere neden olmuştur. Buna karşın ihracat değerleri bazı durumlarda artış gösterirken, diğer bazı durumlarda ise düşüş sergilemiştir. Buna göre, bütün ani durmalar sırasında ithalattaki daralmaların cari işlemler intibakına olumlu katkılar yaptığını söyleyebiliriz. Fakat ihracat değerimleri, cari işlemler intibakına bazı durumlarda olumlu katkı yaparken, diğer bazı durumlarda olumsuz etkide bulunmuştur.

Ani durmaları takiben cari işlemler hesabında ortaya çıkan intibaka olumlu katkı, ihracat artışları ve/veya ithalat düşüşleri aracılığıyla sağlanabilir. Buna karşın cari işlemler intibakı sırasında ihracattaki

düşüşler veya ithalattaki artışlar, cari işlemler intibakına olumsuz katkı yapacaktır.

### **3. Cari İşlemler İntibakına İhracatın ve İthalatın Görelî Katkıları**

Her bir ani durma sırasında ihracattaki ve ithalattaki değişmelerin, cari işlemler intibakına görelî katkılarını belirlemek amacıyla iki tür hesaplama yapılacaktır. İlk olarak, ihracattaki ve ithalattaki değişmelerin GSYİH'ya oranları elde edilecektir. İkinci olarak, ihracattaki ve ithalattaki değişmelerin cari işlemler hesabındaki değişmelere oranları bulunacaktır. Birinci hesaplama iki oran içermektedir:  $\Delta X/GSYİH_t$  ve  $\Delta M/GSYİH_t$ . Bu oranlardan birincisi, cari işlemler intibakı sırasında ihracattaki değişmelerin, ikincisi ise, ithalattaki değişmelerin ani durmanın olduğu döneme ait GSYİH'ya oranını göstermektedir. Söz konusu iki oran hesaplanırken üç aylık veriler kullanılmaktadır. ( $\Delta X$ ) ve ( $\Delta M$ ) ifadeleri, sırasıyla dolar cinsinden ihracattaki ve ithalattaki bir önceki yılın aynı dönemine göre değişmeleri ifade etmektedir.

Şekil (4) her bir ani durma sırasında ihracattaki ve ithalattaki değişmelerin, ani durmanın olduğu döneme ait GSYİH'ya oranlarını birlikte göstermektedir. Görüldüğü gibi bütün deneyimler sırasında, değişik oranlarda olsa da, dolar cinsinden ithalat değerleri azalmıştır. Diğer yandan Arjantin'in 2001 ve Türkiye'nin 1998 ani durmaları sırasında ihracatın da azaldığı görülmektedir.<sup>viii</sup> O halde sözü edilen iki deneyim esnasında, cari işlemler intibakının ithalat daralmaları aracılığıyla gerçekteştiğine şüphe yoktur. Tayland'ın ve Kore'nin 1997 ani durmaları sırasında ihracat önce artmış, daha sonra başlangıçtaki artış oranına yaklaşan oranlarda azalmıştır. Öyleyse bu iki deneyimde de cari işlemler intibakının esas olarak ithalat daralmaları sayesinde gerçekteştiğini söyleyebiliriz.

Arjantin'in 1995, Meksika'nın 1994 ve Türkiye'nin 1994 ve 2001 ani durmaları sırasında ihracat artışları yaşanmıştır. Dolayısıyla adı geçen deneyimler sırasında, hem ithalat düşüşleri hem de ihracat artışları cari işlemler intibakına olumlu katkı sağlamıştır. Bu deneyimler esnasında ihracatın ve ithalatın cari işlemler intibakına görelî katkılarını değerlendirebilmek için, ihracattaki ve ithalattaki değişmelerin GSYİH'ya oranlarını karşılaştırmamız gerekir. Arjantin'in 1995 deneyiminde ihracattaki artışın GSYİH'ya oranı %2'yi aşarken, ithalattaki daralma GSYİH'nın sadece %1'i kadar olmuştur. Benzer şekilde Meksika'nın 1994 deneyiminde ihracattaki artışın GSYİH'ya

oranı %4,5'a ulaşmış iken, ithalattaki daralmanın GSYİH'ya oranı %1,8'de kalmıştır. Öyleyse sözünü ettiğimiz son iki deneyimde, ihracat artışlarının cari işlemler intibakına olumlu katkısının görece daha büyük olduğunu kabul etmek gerekir.

Türkiye'nin 1994 deneyiminde ihracattaki artışın GSYİH'ya oranı %3 iken, ithalattaki daralmanın GSYİH'ya oranı %5'ten fazladır. 2001 ani durmasında ise ihracattaki artışın GSYİH'ya oranı %2 iken, ithalattaki daralmanın GSYİH'ya oranı %8'in üzerindedir. Buna göre, Türkiye'nin 1994 ve 2001 ani durmaları sırasında ithalat daralmalarının cari işlemler intibakına katkılarının görece daha büyük olduğunu söyleyebiliriz.

Ani durmalar sırasında cari işlemler hesabında ortaya çıkan intibaka ihracatın ve ithalatın görelî katkılarını belirlemek amacıyla kullanılacak ikinci hesaplama da iki oran içermektedir:  $(\Delta X/\Delta CA)$  ve  $(-\Delta M/\Delta CA)$ . Bu iki oran aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$\Delta X/\Delta CA = (\text{İHRACAT}_{tca+4} - \text{İHRACAT}_{tca}) / (CA_{tca+4} - CA_{tca}), \quad (1)$$

$$-\Delta M/\Delta CA = -(\text{İTHALAT}_{tca+4} - \text{İTHALAT}_{tca}) / (CA_{tca+4} - CA_{tca}). \quad (2)$$

Yukarıdaki iki formülde (tca) alt simgeleri, cari işlemler hesabında geri dönüşlerin başladığı dönemi ifade etmektedir. Birinci formül ihracattaki artışların, ikinci formül ise ithalattaki düşüşlerin cari işlem geri dönüşlerine katkılarını göstermektedir. Bir başka deyişle, ele alınan dönemde ihracattaki ve ithalattaki değişmeler, cari işlemler hesabındaki değişmeye oranlanmaktadır. Bu yüzden iki formülden elde edilen oranların toplamları, yaklaşık olarak bire eşit olacaktır.<sup>ix</sup> Bu şekilde yapılan bir hesaplamanın anlamlı olabilmesi için ele alınan dönemin kısıtlanması gerekir (Guidotti vd. 2004:196).<sup>x</sup> Bu çalışmada sadece cari işlemler hesabında geri dönüşün yaşandığı dönemler ele alınmıştır. Zira esas amaç, cari işlemler hesabındaki intibak sırasında bu intibaka ihracatın ve ithalatın görelî katkılarını ortaya koymaktır. Bu yüzden cari işlemler hesabında geri dönüşün başladığı çeyrek dönem ile bunu izleyen dört çeyrek dönem arasında ortaya çıkan ihracattaki ve ithalattaki değişmelerin, cari işlemler hesabındaki değişmelere oranları hesaplanmaktadır.

Cari işlemler hesabında geri dönüşün yaşandığı dönemler ele alındığı için,  $\Delta CA$  terimi daima pozitif değer olacaktır. Cari işlemler intibakına olumlu katkılar, ihracat artışları ve/veya ithalat düşüşleri

yoluyla olabilir. İkinci formülde  $\Delta M$  ifadesinin başında (-) işareti olduğuna göre, her iki formülden elde edilen değerlerin işareti pozitif ise olumlu, negatif ise olumsuz katkıdan söz etmek gerekir.

Yukarıdaki formüllerden elde edilen oranların ikisi de sıfırdan büyükse, hem ihracat artışının hem de ithalat daralmasının cari işlemler hesabına olumlu katkıda bulunduğunu söyleyebiliriz. Bu oranlar sıfırdan küçük ya da birden büyük de olabilir. Örneğin ithalat daralması aracılığıyla gerçekleşen cari işlemler geri dönüşünün payı birden büyükse, ithalattaki daralma cari işlemler geri dönüşünden daha büyüktür ve dolayısıyla ihracat artmış demektir. Eğer bu oran negatifse, bunun anlamı ihracattaki artışın cari işlemler hesabındaki geri dönüşten daha büyük olduğu, dolayısıyla ithalatın artmış olduğudur. Diğer yandan ihracat artışı aracılığıyla gerçekleşen cari işlemler geri dönüşünün payı birden büyükse, intibak sürecinde ihracattaki artış cari işlemler geri dönüşünden daha büyüktür ve ithalat artmıştır. Eğer oran negatifse, intibak sürecinde ithalattaki daralma cari işlemler geri dönüşünden büyüktür ve ihracat düşmüştür.<sup>xi</sup>

**Tablo 2:** İhracat Artışlarının ve İthalat Düşüşlerinin Cari İşlemler İntibakına Göreli Katkıları

	<b>Cari İşlemler Geri Dönüşü Başlangıç Tarihleri</b>	<b><math>\Delta X/\Delta CA</math></b>	<b><math>-\Delta M/\Delta CA</math></b>
<b>ARJANTİN-1995</b>	1995:Q1	<b>0,722</b>	0,369
<b>MEKSİKA-1994</b>	1994:Q4	<b>0,664</b>	0,245
<b>ARJANTİN-2001</b>	2001:Q1	-0,015	<b>0,900</b>
<b>TAYLAND-1997</b>	1997:Q2	0,009	<b>0,971</b>
<b>KORE-1997</b>	1997:Q4	-0,079	<b>1,053</b>
<b>TÜRKİYE-1994</b>	1994:Q1	0,327	<b>0,477</b>
<b>TÜRKİYE-1998</b>	1998:Q1	-0,029	<b>1,004</b>
<b>TÜRKİYE-2001</b>	2000:Q4	0,269	<b>0,992</b>

NOTLAR: ( $\Delta X$ ) ve ( $\Delta M$ ) ifadeleri sırasıyla, dolar cinsinden ihracat ve ithalat değerlerindeki bir önceki yılın aynı dönemine göre değişimleri göstermektedir. ( $\Delta CA$ ) ise, cari işlemler hesabındaki bir önceki yılın aynı dönemine göre değişimleri ifade etmektedir. Dolayısıyla ( $\Delta X/\Delta CA$ ) ve ( $-\Delta M/\Delta CA$ ) oranları sırasıyla, ihracattaki ve ithalattaki değişimlerin, cari işlemler intibakına göreli katkılarına işaret etmektedir.

KAYNAK: International Financial Statistics.

Ele aldığımız ani durma deneyimleri sırasında ihracattaki ve ithalattaki değişmelerin, cari işlemler hesabındaki intibaka göreli katkıları Tablo (2)'de gösterilmektedir. Görüldüğü gibi, Arjantin'in 2001, Tayland'ın ve Kore'nin 1997 ve Türkiye'nin 1998 ve 2001 yıllarında yaşamış oldukları ani durmalar sırasında cari işlemler intibakı esas olarak ithalat daralmaları aracılığıyla gerçekleşmiştir. Türkiye ve Meksika'nın 1994 ve Arjantin'in 1995 yıllarında maruz kaldıkları ani durmalar sırasında ise hem ithalat daralmaları hem de ihracat artışları cari işlemler hesabındaki geri dönüşlere olumlu katkıda bulunmuştur. Türkiye'nin 1994 yılındaki cari işlemler intibakı sırasında ithalat daralmaları, Arjantin'in 1995 ve Meksika'nın 1994 yıllarındaki cari işlemler intibakları sırasında ise ihracat artışları görece daha büyük olumlu katkı sağlamıştır.

Bir ekonomide ani durmalar sonrasında cari işlemler intibakına ihracattaki değişmelerin göreli olarak daha büyük olumlu katkı sağlaması, ekonomik büyüme üzerinde olumlu etki yapacağından arzulanır bir durumdur. Guidotti vd. (2004)'ne göre, bir ekonomi dış ticarete ne kadar açıksa ve bu ekonomide yükümlülük dolarizasyonu ne kadar düşüğe, ani durma sonrasında ihracat büyümesi o ölçüde yüksek, ithalat daralması da o ölçüde düşük olacaktır. Dolayısıyla cari işlemler intibakı da büyük oranda ihracat artışı aracılığıyla sağlanacaktır.

Tablo (3), yukarıda sözü edilen yazarların görüşlerinin, bu çalışmada ele alınan deneyimler için ne ölçüde geçerli olduğunu sınamak amacıyla hazırlanmıştır. Tablonun birinci sütununda yer alan gösterge, ele aldığımız ekonomilerin ani durmalar öncesinde ne ölçüde dış ticarete açık olduklarını göstermektedir. Daha önce belirtildiği gibi, ihracatın cari işlemler intibakına en yüksek olumlu katkı yaptığı deneyim, Arjantin'in 1995 ani durmasıdır. Oysa Arjantin ekonomisi 1995 ani durması öncesinde, incelediğimiz deneyimler arasında dış ticarete en kapalı ekonomidir. Diğer yandan cari işlemler hesabındaki intibakın büyük ölçüde ithalat aralığıyla gerçekleştiği deneyimler, Kore'nin ve Tayland'ın 1997 ve Türkiye'nin 1998 ve 2001 ani durmalarıdır. Fakat Tablo (3)'e göre adı geçen bu ekonomiler, ani durmalar öncesinde dış ticarete en açık olanlardır. Dolayısıyla bu çalışmada ele alınan ülkelerin deneyimleri, dış ticarete açıklık ile ani durmalar sonrası ihracat performansı arasında beklenen aynı yönlü ilişkiyi doğrulamamaktadır.

Tablonun ikinci ve üçüncü sütunlarında ekonomilerin yükümlülük dolarizasyon derecelerine ilişkin göstergelere yer verilmiştir.<sup>xii</sup> İkinci sütunda ani durmalar öncesinde ekonomilerin toplam dış borçlarının GSYİH'ya oranları, üçüncü sütunda ise bankacılık kesimlerinin dış



yükümlülükleri ile yabancı para mevduatları toplamının GSYİH'ya oranları gösterilmektedir. Görüldüğü gibi cari işlemler intibakına ihracatın görece en büyük olumlu katkısı yaptığı Arjantin'in 1995 ve Meksika'nın 1994 deneyimleri öncesinde, bu ekonomiler yükümlülük dolarizasyonunun en düşük olduğu ekonomilerdir. Ayrıca Kore'nin 1997 deneyimi hariç, cari işlemler intibakının esas olarak ithalat daralmaları aracılığıyla gerçekleştiği deneyimler öncesinde, bu ekonomiler yükümlülük dolarizasyonunun en yüksek olduğu ekonomilerdir. Dolayısıyla bu çalışmada ele alınan ülkelerin deneyimleri, yükümlülük dolarizasyonu arttıkça, ithalatın cari işlemler intibakına olumlu katkısının artacağı yönündeki görüşü büyük ölçüde doğrulamaktadır. Burada tek istisna, Kore'nin 1997 ani durmasıdır. Kore ekonomisinde ani durma öncesinde yükümlülük dolarizasyonu düşük olmasına rağmen, cari işlemler intibakı tamamen ithalat daralması sayesinde gerçekleşmiştir.

**Tablo 3: Dış Ticarete Açıklık ve Yükümlülük Dolarizasyonu Göstergeleri**

	<b>Dış Ticarete Açıklık (İhracat+İthalat /GSYİH) (%)</b>	<b>DIŞBORÇ/ GSYİH (%)</b>	<b>(DY+YPM)/ GSYİH (%)</b>
<b>ARJANTİN-1995</b>	13,8	27,6	12,8
<b>MEKSİKA-1994</b>	27,5	30,5	11,5
<b>ARJANTİN-2001</b>	17,9	51,3	26,0
<b>TAYLAND-1997</b>	70,4	62,0	35,1
<b>KORE-1997</b>	50,3	30,2	11,4
<b>TÜRKİYE-1994</b>	25,1	38,7	16,3
<b>TÜRKİYE-1998</b>	40,4	45,7	25,1
<b>TÜRKİYE-2001</b>	41,7	59,5	32,7

NOTLAR: Tabloda yer alan veriler, ani durma tarihlerinden bir dönem öncesine ait verilerdir. Tablonun son sütununda yer alan (DY+YPM)/GSYİH oranı, bankaların dış yükümlülükleri ile yabancı para mevduatları toplamının gayri safi yurtiçi hâsılaya oranını göstermektedir.

KAYNAKLAR: World Economic Outlook, International Financial Statistics, TCMB.

Bir ani durma sırasında, sermaye çıkışları sonucunda yerli para değer kaybedebilir. Eğer ekonomide yükümlülük dolarizasyonu yüksekse, yerli paranın reel değer kaybı, bankaların, şirketlerin ve hükümetin bilançoları üzerinde olumsuz etkiler yaratacaktır (Yeyati 2006:66). Üstelik bir ekonomik kesimde hüküm süren olumsuz bilanço etkileri, ekonomideki diğer bütün kesimlere yayılabilecektir. Bu da

yatırımın ve üretimin hızla düşmesine sebep olacaktır. Böyle olunca bir taraftan yerli paranın değer kaybı ve/veya düşen yurtiçi gelir nedeniyle ithalat azalacak, diğer taraftan bankaların ve şirketlerin bilançolarındaki kötüleşmeler nedeniyle şirketlerin ihracatlarını artırma olanakları sınırlanmış olacaktır. Şirketlerin harcama imkânlarındaki ve banka kredilerindeki daralmanın ihracat üzerinde yaratacağı bu olumsuz etki, yerli paranın değer kaybının yaratacağı olumlu etkiyi aşabilecektir.

Bu koşullar altında ekonomi dış ticarete ne kadar açıksa, ihracat artışlarının o ölçüde yüksek olacağı düşünülebilir. Fakat dış ticarete açıklığın ihracat üzerinde yaratması beklenen olumlu etki, ani durma yaşayan ülkenin ticaret ortağı olan ekonomilerdeki büyüme oranlarına bağlıdır. Eğer ticaret ortağı olan ülkelerin büyüme oranlarında bir düşüş varsa, ihracatın artırılması pek mümkün olmayacaktır.

Tayland'ın ve Kore'nin 1997 ani durmaları sonrasında, ticaret yaptıkları ülkelerdeki düşük büyüme oranları, bu ülkelerin ihracat performanslarını olumsuz etkilemiştir. Buna karşın Arjantin'in 1995 ve Meksika ile Türkiye'nin 1994 ani durmaları sonrasında, ticaret ortağı olan ülkelere büyüme oranlarının görece olarak daha yüksek olması, bu ülkelerin ihracatlarını artırmalarına imkân sağlamıştır. Arjantin'in 1995 ve Meksika ile Türkiye'nin 1994 ani durmaları sonrasında, ticaret ortağı olan ülkelerdeki ticaret ağırlıklı ortalama büyüme oranları sırasıyla, %4,2, %2,7 ve %1,5 olmuştur. Oysa Tayland ve Kore'nin 1997 ani durmaları sonrasında ticaret ortağı olan ülkelerdeki ticaret ağırlıklı ortalama büyüme oranları sırasıyla, %0,8 ve %0,6 gibi çok düşük oranlarda kalmıştır (Ghosh vd. 2002:24). Diğer taraftan, Asya ekonomilerinin 1997 yılında yaşadıkları deneyimin bölgesel bir krize dönüşmesi ve sonuçta bu ekonomilerin ihracat piyasalarında birbirleriyle rekabet etmek durumunda kalmaları, ihracat artışlarını sınırlayan bir başka faktör olmuştur. Sonuçta Kore ekonomisi, ele aldığımız ülkeler arasında dış ticarete en açık olan ve yükümlülük dolarizasyonu en düşük olan ekonomilerden biri olmasına rağmen, cari işlemler hesabında ithalat daralması yoluyla gerçekleşen bir intibak yaşamıştır.

#### **4. Sonuç**

Gelişmekte olan ülkeler, özellikle dış finansal serbestliğin yaygınlaştığı 1990'lı yılların başından itibaren sıkça sermaye akımlarında ani durmalar yaşamaktadır. Bu çalışmada iki Latin Amerika ülkesinin (Meksika ve Arjantin), iki Asya ülkesinin (Tayland ve Kore) ve Türkiye'nin maruz kaldıkları ani durmaların makroekonomik etkileri

incelemeye alınmıştır. Söz konusu beş ülkenin yaşamış olduğu dokuz deneyim sırasında bazı benzer etkiler ortaya çıkmıştır. Birincisi, cari işlemler hesabının açık verdiği durumda başlayan bütün ani durmalar cari işlemler hesabında geri dönüşlere yol açmıştır. Sadece cari işlemler hesabının fazla verdiği durumda başlayan Kore'nin 2001 ani durması, cari işlemler hesabında bir geri dönüş yaratmamıştır. İkincisi, bütün ani durmalar reel tüketim ve yatırım harcamaları ile reel büyüme oranları üzerinde olumsuz etkiler yaratmıştır. Söz konusu olumsuz etkiler Kore'nin 2001 ani durmasında büyüme oranlarında yavaşlama, diğer tüm deneyimlerde eksi büyüme oranları biçiminde gerçekleşmiştir. Üçüncüsü, sermaye akımlarındaki ani durmaların hepsi, menkul kıymet borsalarının önemli oranlarda değer kaybetmesiyle sonuçlanmıştır. Menkul kıymet piyasasındaki değer kaybının en düşük olduğu 2001 Kore deneyiminde bile borsa endeksi, bir önceki yılın aynı dönemine göre %40 oranında düşüş yaşamıştır. Dördüncüsü, dokuz ani durmanın yedi tanesi para krizleri, altı tanesi ise bankacılık krizleri eşliğinde ortaya çıkmıştır. Ani durmaların altı tanesi ise hem bir para hem de bir bankacılık krizi ile sonuçlanmıştır.

Diğer taraftan ihracattaki ve ithalattaki değişmelerin cari işlemler intibakına göreli katkıları açısından, ani durmalar farklı etkiler ortaya koymuştur. Cari işlemler intibakı, ihracat artışları ve/veya ithalat düşüşleri aracılığıyla sağlanabilir. Bir başka deyişle, ihracat artışları ve/veya ithalat düşüşleri, cari işlem intibakına olumlu katkı yapacaktır. Cari işlemler hesabında ortaya çıkan intibakın ihracat artışı yoluyla sağlanması, ekonomik büyüme üzerinde olumlu etki yapacağından arzulanır bir durumdur. Fakat Arjantin'in 2001, Tayland'ın ve Kore'nin 1997 ve Türkiye'nin 1998 ve 2001 yıllarında yaşamış oldukları ani durmalar sırasında cari işlemler intibakı esas olarak ithalat daralmaları aracılığıyla gerçekleşmiştir. Türkiye'nin ve Meksika'nın 1994 ve Arjantin'in 1995 yıllarında maruz kaldıkları ani durmalar sırasında ise, hem ithalat daralmaları hem de ihracat artışları cari işlem intibakına olumlu katkıda bulunmuştur. Türkiye'nin 1994 yılındaki cari işlemler intibakına ithalat daralmaları, Arjantin'in 1995 ve Meksika'nın 1994 yıllarındaki cari işlemler intibaklarına ise ihracat artışları görece daha büyük olumlu katkı sağlamıştır.

Bir ani durma sonrasında cari işlemler intibakının ihracat artışları yoluyla mı yoksa ithalat daralmaları yoluyla mı sağlanacağını belirleyen faktörlerden birisi, ekonomideki yükümlülük dolarizasyonunun derecesidir. Bu çalışmada ele aldığımız deneyimlerden elde edilen bulgulara göre, Kore'nin 1997 yılındaki deneyimi hariç, yükümlülük

dolarizasyonunun yüksek olduğu ekonomilerde intibak ithalat daralmaları yoluyla, yükümlülük dolarizasyonunun düşük olduğu ekonomilerde ise intibak ihracat artışları yoluyla sağlanmıştır. Yüksek yükümlülük dolarizasyonu, ekonomik kesimlerin bilânçoları üzerinde yarattığı olumsuz etkiler nedeniyle, ani durma sonrasında ihracatın artırılmasını güçleştirmektedir. Buna karşın ani durma öncesinde yükümlülük dolarizasyonunun görece düşük olduğu Kore ekonomisi, 1997 ani durması sonrasında ihracatını artıramamış ve tamamen ithalat daralması aracılığıyla gerçekleşen bir cari işlem intibakı yaşamıştır. Oysa dış ticarete oldukça açık olan bu ekonominin, ihracatını artırması beklenebilirdi. Kore'nin 1997 ani durması sonrasında ihracatını artıramamasının sebeplerinden biri, bu dönemde ülkenin ticaret ortağı olan ekonomilerdeki düşük büyüme oranlarıdır. Kore ekonomisinde ani durma sonrasında ihracatın büyümesini engelleyen bir başka faktör de, bölgesel bir kriz içinde olan Asya ekonomilerinin ihracat piyasalarında birbirleriyle rekabet etmek durumunda kalmalarıdır. Bu sebeplerden dolayı, düşük yükümlülük dolarizasyonu derecesine ve yüksek açıklık derecesine sahip olmasına rağmen Kore ekonomisi, cari işlemler intibakı sırasında ihracatını artıramamıştır. Öyleyse dış ticarete açıklığın ihracat üzerinde yaratması beklenen olumlu etkinin, ani durma yaşayan ülkenin ticaret ortağı olan ekonomilerdeki büyüme oranlarına ve ihracat piyasalarındaki koşullara bağılı olduğunu kabul etmek gerekir.

### **Kaynakça**

- Arellano, C. ve E. Mendoza (2002), "Credit Frictions and Sudden Stops in Small Open Economies: An Equilibrium Business Cycle Framework for Emerging Markets Crises." *NBER Working Paper*, No.8880.
- 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, 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.

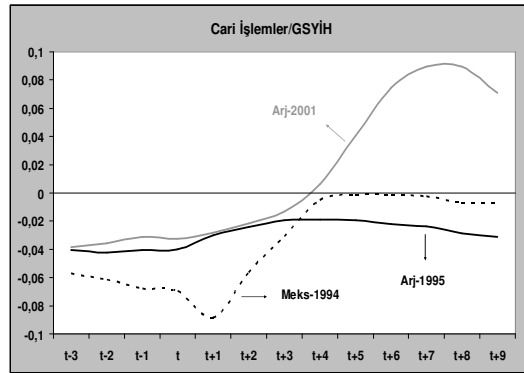
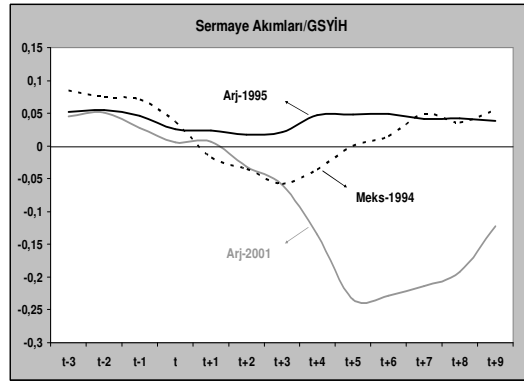
- Dornbusch, R., I.Goldfajn ve R. Valdes (1995), "Currency Crises and Collapses." *Brookings Papers on Economic Activity*, 24 (2), 219-293.
- Edwards, Sebastian (2005), "Capital Controls, Sudden Stops and Current Account Reversals" *NBER Working Paper* No. 11170.
- Frankel, J.A. ve E.A. Cavallo (2004), "Does Openness to Trade Make Countries More Vulnerable to Sudden Stops, or Less? Using Gravity to Establish Causality," *NBER Working Paper*, No.10957.
- Ghosh, A., T. Lane ve M.S. Ghattas (2002), "IMF-Supported Programs in Capital Account Crises." *IMF Occasional Paper*, No.210.
- Guidotti, P., F.Sturzenegger ve A. Villar (2004), "On the Consequences of Sudden Stops." *Economia*, 4 (2), 171-214.
- Honohan, P. ve A. Shi (2001), "Deposit Dollarization and the Financial Sector in Emerging Economies." *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 2748.
- 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.
- Inter-American Development Bank (2004). *Unlocking Credit: The Quest for Deep and Stable Bank Lending*. Research Department of the IDB, Washington DC: IADB.
- Melecky, Martin (2005), "The Impact of Current Account Reversals on Growth in Central and Eastern Europe." *Eastern European Economics*, 43 (2), 57-72.
- Mendoza, Enrique (2001), "Credit, Prices, and Crashes: Business Cycles with a Sudden Stop." *NBER Working Paper*, No.8338.
- Mendoza, Enrique (2006), "Lessons from the Debt-Deflation Theory of Sudden Stops." *NBER Working Paper*, No.11966.
- Mendoza, E. ve K.A. Smith (2002), "Margin Calls, Trading Costs, and Asset Prices in Emerging Markets: The Financial Mechanics of the Sudden Stop Phenomenon." *NBER Working Paper*, No.9286.
- Mendoza, E. ve K.A. Smith (2005), "Quantitative Implications of a Debt-Deflation Theory of Sudden Stops and Asset Prices." *Journal of International Economics*, gelecek sayı.
- Milesi-Ferretti, G. ve A. Razin (1998), "Current Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities." *NBER Working Paper*, No.6620.
- Paasche, Bernhard (2001), "Credit Constraints and International Financial Crises." *Journal of Monetary Economics*, 48 (3), 623-650.

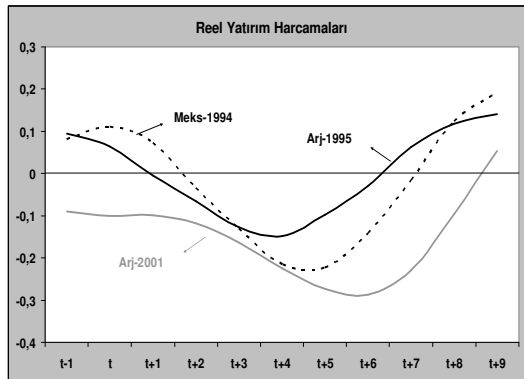
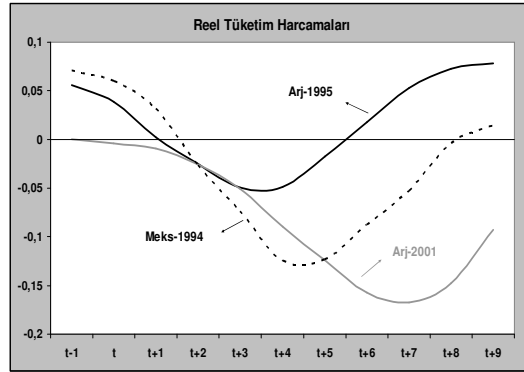
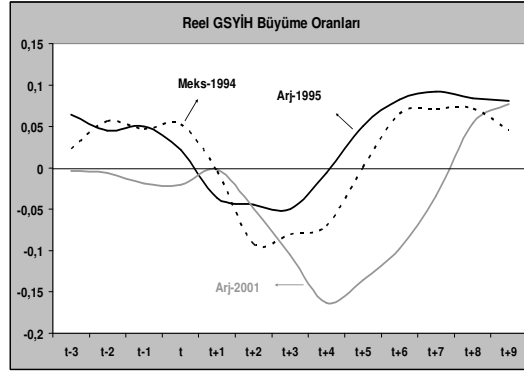
Reinhart, C., Rogoff, K. ve M.A. Savastano (2003), "Addicted to Dollars." *NBER Working Paper*, No.10015.

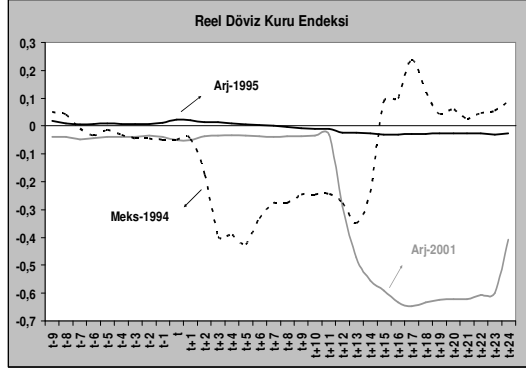
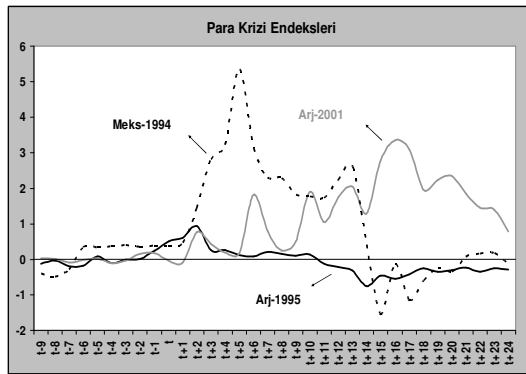
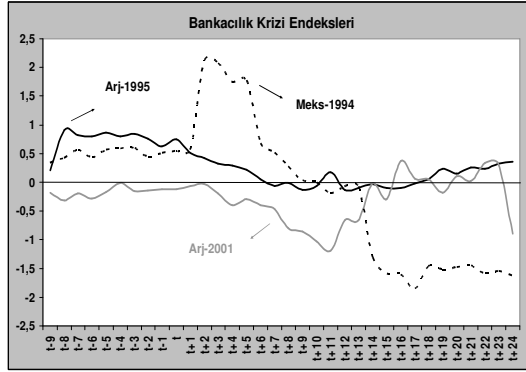
Yevati, Eduardo Levy (2006), "Financial Dollarization: Evaluating the Consequences." *Economic Policy*, 21 (45), 61-118.

## **EK: Gelişmekte Olan Ülkelerde Ani Durmaların Etkileri**

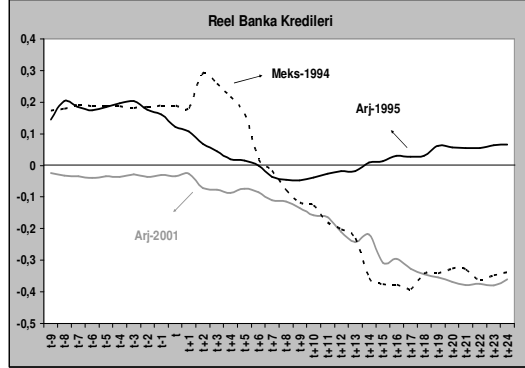
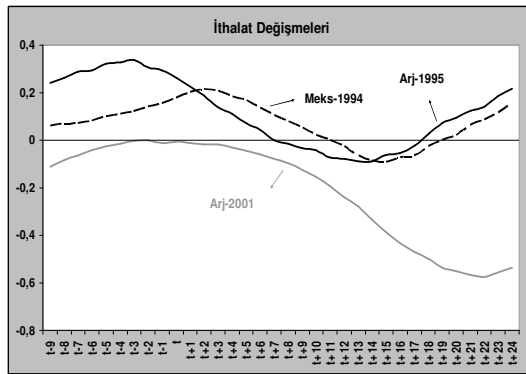
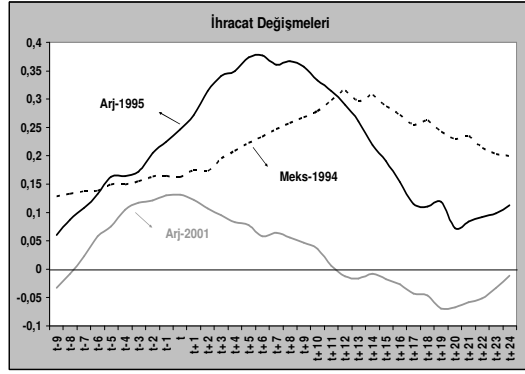
**Şekil 1: Meksika ve Arjantin Ekonomilerinde Ani Durmaların Etkileri**

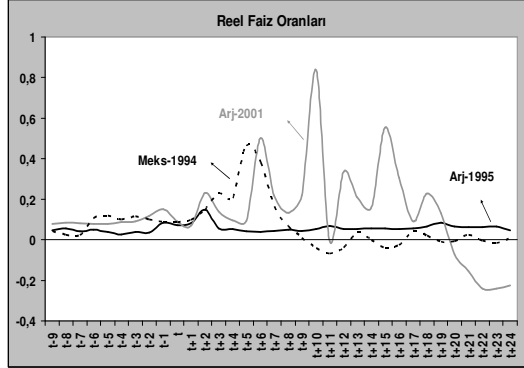
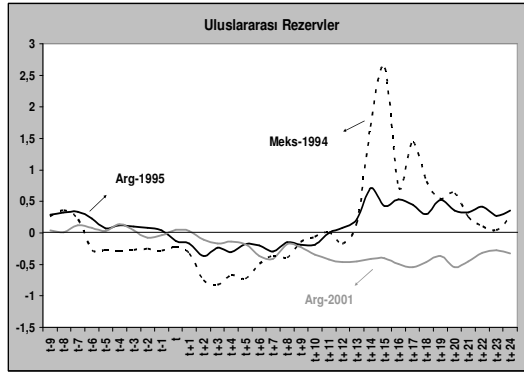
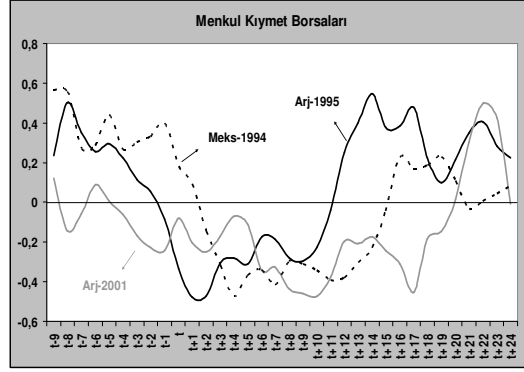










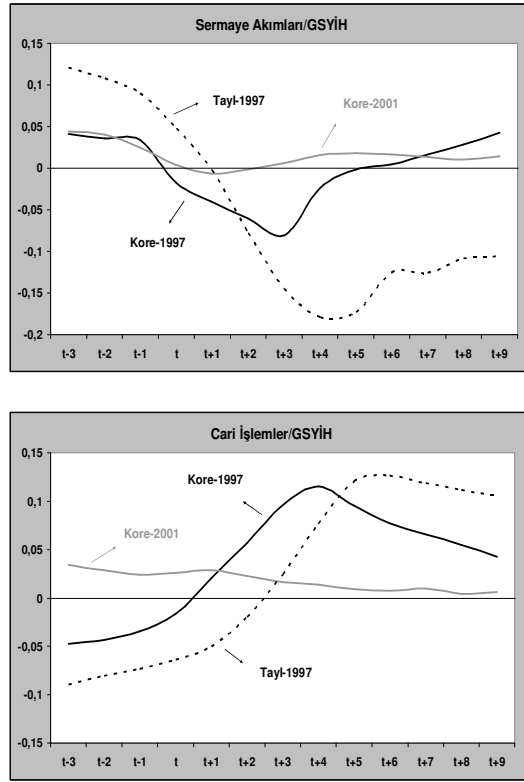


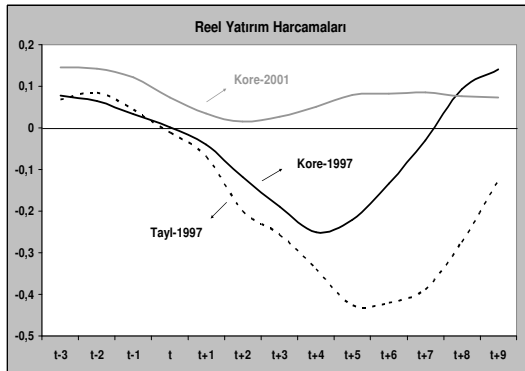
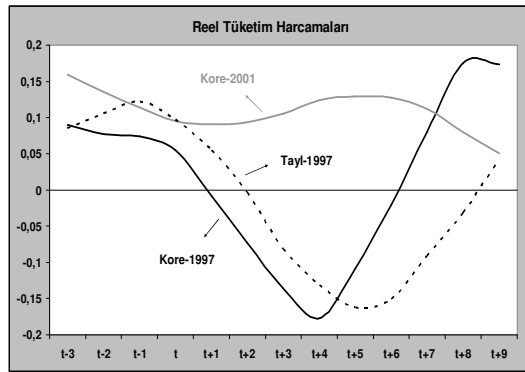
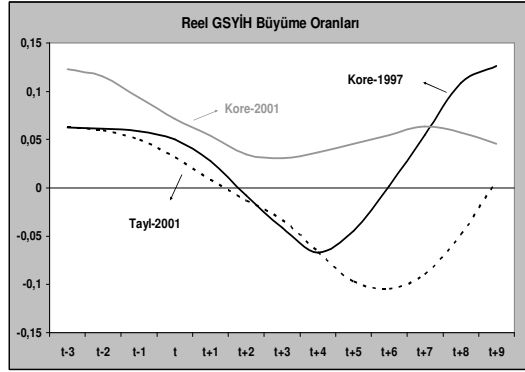
NOTLAR: Sermaye akımları, cari işlemler hesabı, GSYİH, tüketim ve yatırım verileri son dört üç aylık, ihracat ve ithalat verileri ise son on iki aylık birikimli toplamları göstermektedir. GSYİH büyüme oranı, yatırım, tüketim, ihracat, ithalat, reel döviz kuru, banka kredileri, borsa endeksi ve uluslararası rezervlere ilişkin grafikler, bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde değişimleri ifade etmektedir. Para krizi endeksi, nominal döviz kuru, yurtiçi faiz oranı ve

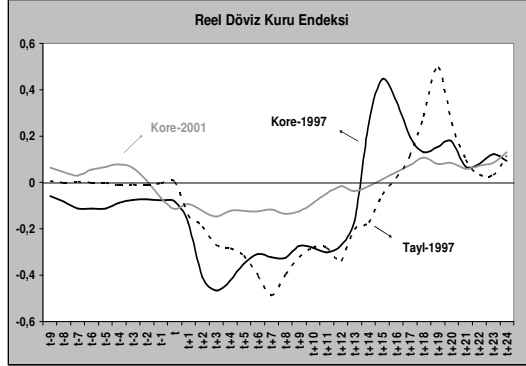
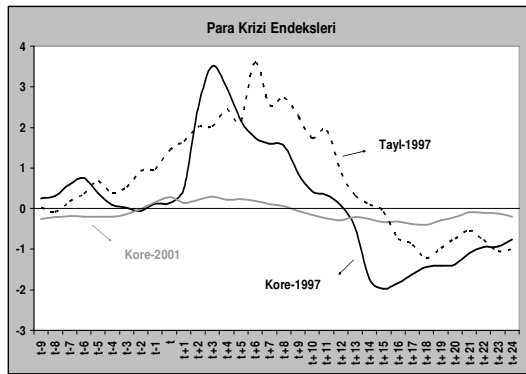
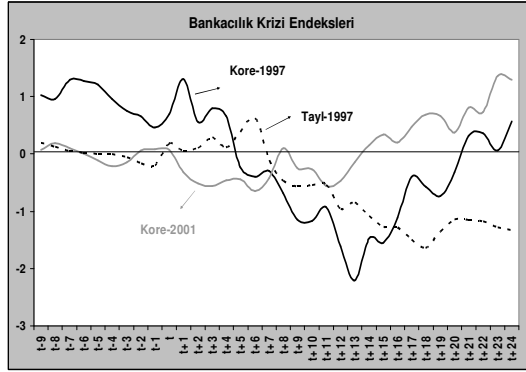
uluslararası rezervlerdeki değişmelerin standardize edilmiş değerlerinin ortalaması biçiminde hesaplanmıştır. Bankacılık krizi endeksi, özel kesime verilen reel banka kredilerindeki ve bankaların reel dış yükümlülüklerindeki değişmelerin standardize edilmiş değerlerinin ortalaması biçiminde hesaplanmıştır. Reel döviz kuru endeksindeki düşüşler yerli paranın reel değer kaybına işaret etmektedir. Reel faiz oranı, [(bir gecelik İnterbank nominal faiz oranı – beklenen enflasyon oranı) / (1 + beklenen enflasyon oranı)] biçiminde hesaplanmıştır.

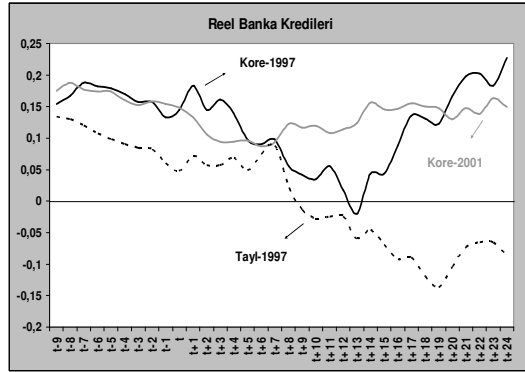
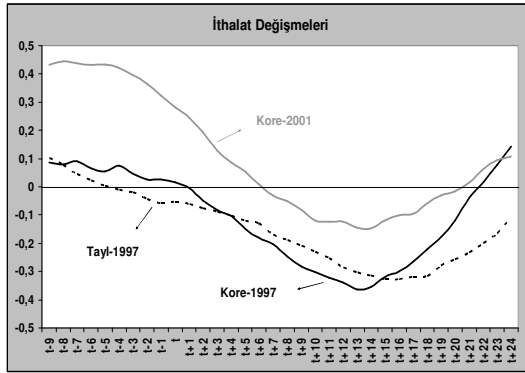
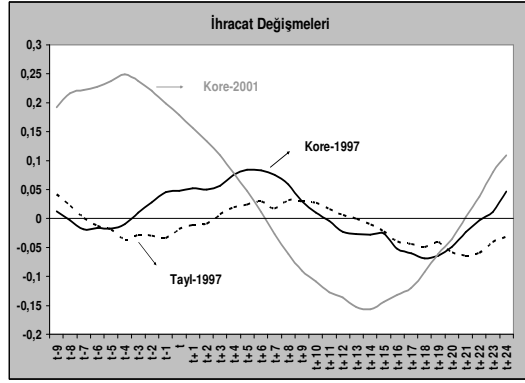
KAYNAK: International Financial Statistics.

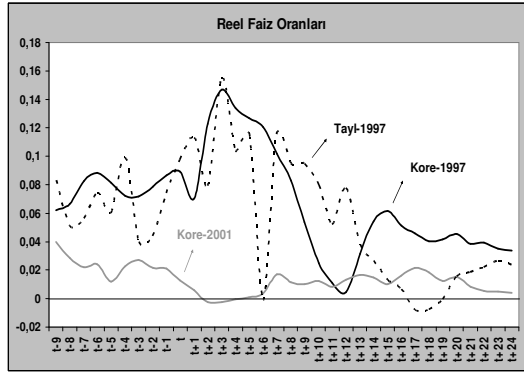
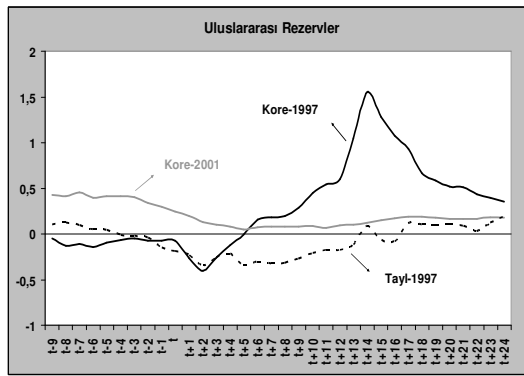
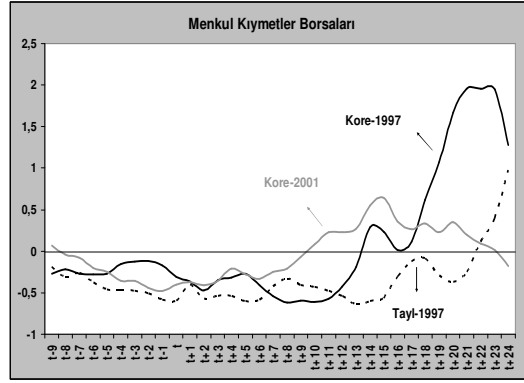
## Şekil 2: Tayland ve Kore Ekonomilerinde Ani Durmaların Etkileri









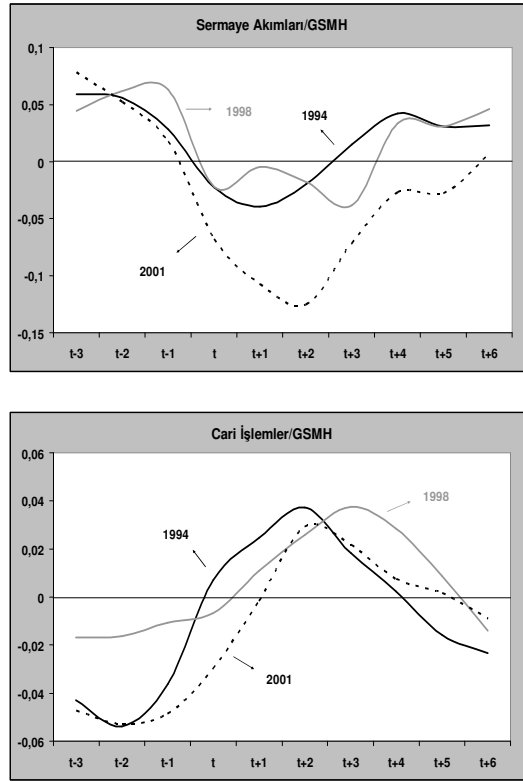


NOTLAR: Sermaye akımları, cari işlemler hesabı, GSYİH, tüketim ve yatırım verileri son dört üç aylık, ihracat ve ithalat verileri ise son on iki aylık birikimli toplamları göstermektedir. GSYİH büyüme oranı, yatırım, tüketim, ihracat, ithalat, reel döviz kuru, banka kredileri, borsa endeksi ve uluslararası rezervlere ilişkin grafikler, bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde değişimleri ifade etmektedir. Para krizi endeksi, nominal döviz kuru, yurtiçi faiz oranı ve

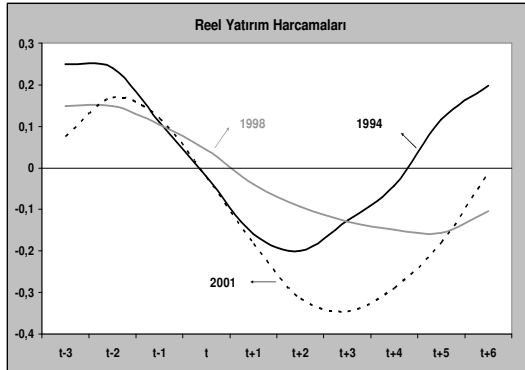
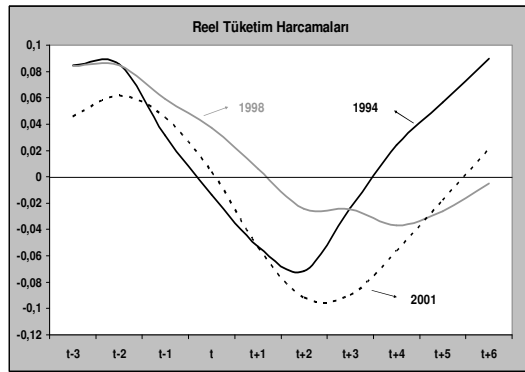
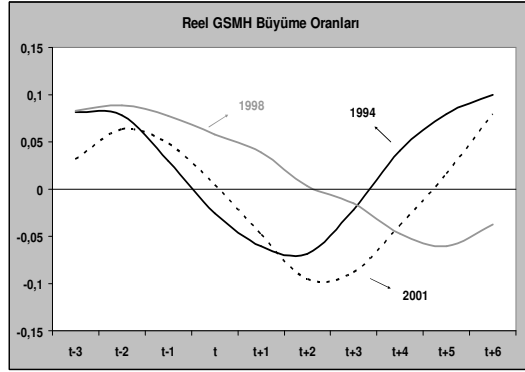
uluslararası rezervlerdeki değişmelerin standardize edilmiş değerlerinin ortalaması biçiminde hesaplanmıştır. Bankacılık krizi endeksi, özel kesime verilen reel banka kredilerindeki ve bankaların reel dış yükümlülüklerindeki değişmelerin standardize edilmiş değerlerinin ortalaması biçiminde hesaplanmıştır. Reel döviz kuru endeksindeki düşüşler yerli paranın reel değer kaybına işaret etmektedir. Reel faiz oranı ise, [(bir gecelik Interbank nominal faiz oranı – beklenen enflasyon oranı) / (1 + beklenen enflasyon oranı)] biçiminde hesaplanmıştır.

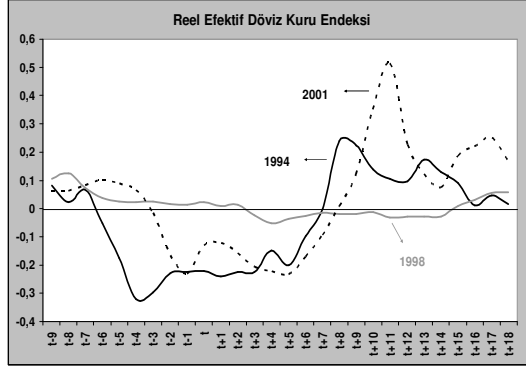
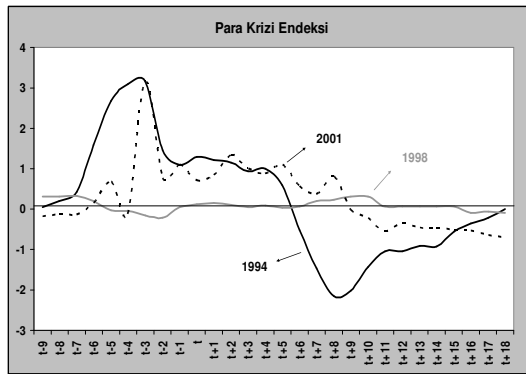
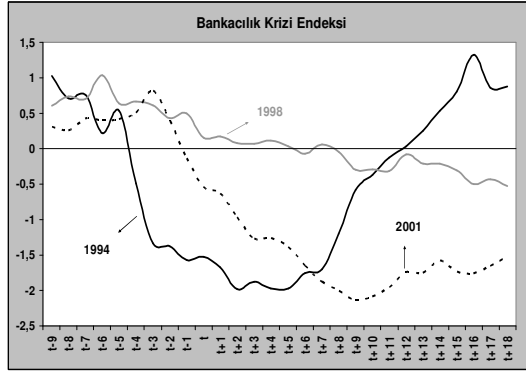
KAYNAK: International Financial Statistics.

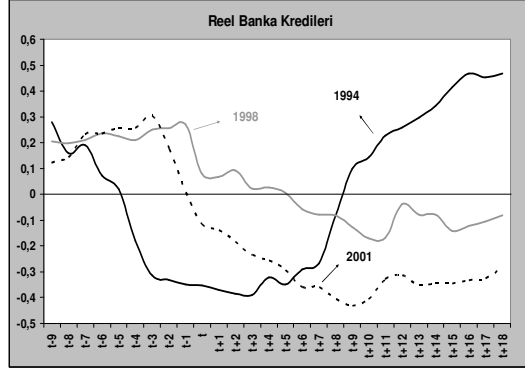
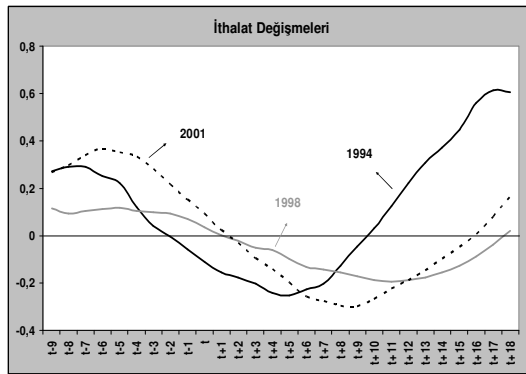
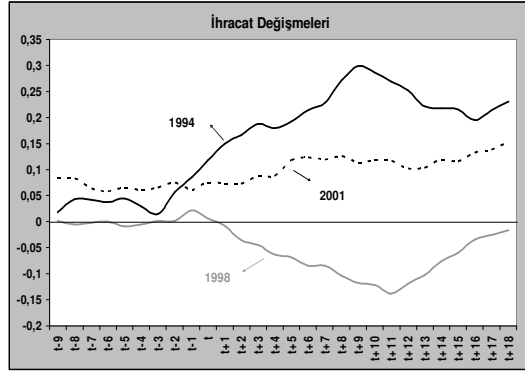
### Şekil 3: Türkiye Ekonomisinde Ani Durmaların Etkileri

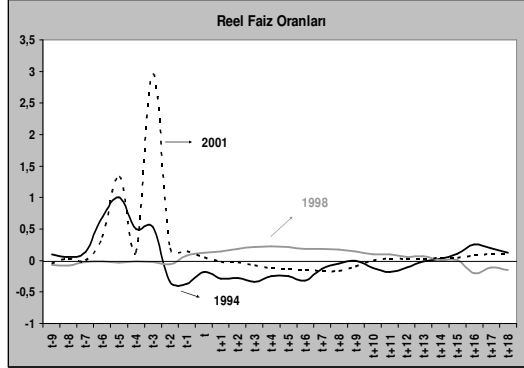
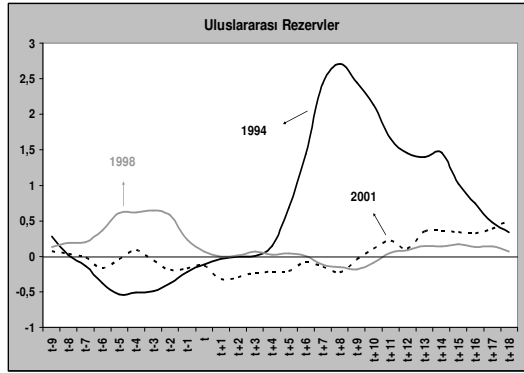
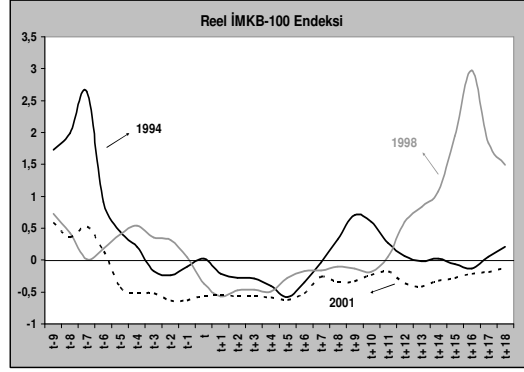










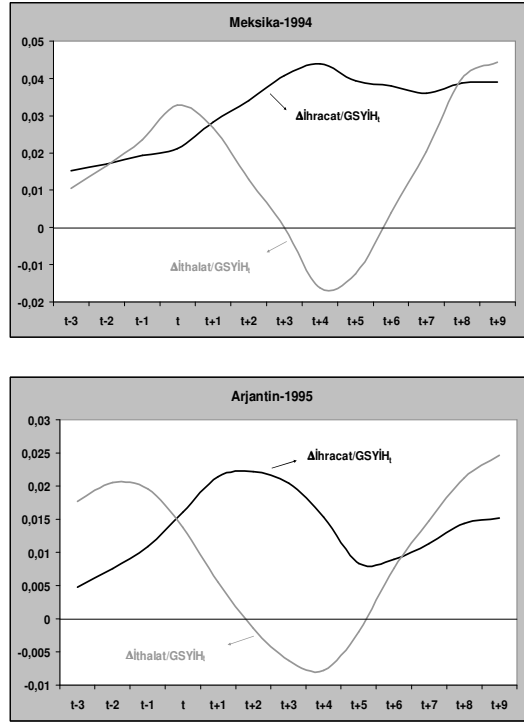


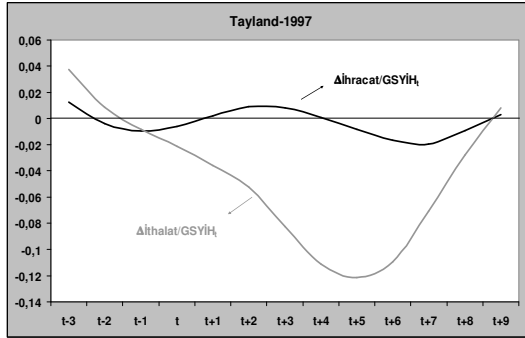
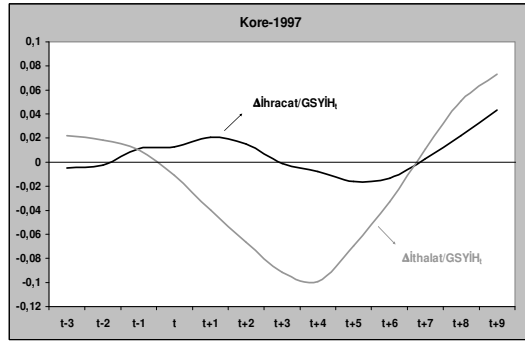
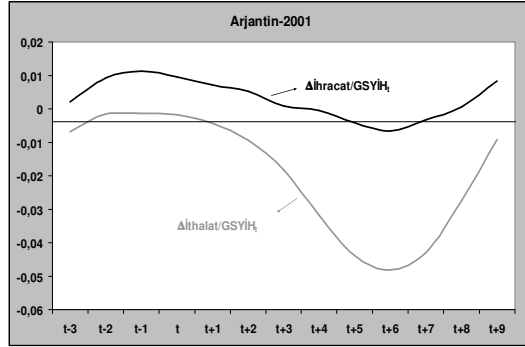
NOTLAR: Sermaye akımları, cari işlemler hesabı, GSMH, tüketim ve yatırım verileri son dört üç aylık, ihracat ve ithalat verileri ise son on iki aylık birikimli toplamları göstermektedir. GSMH büyüme oranı, yatırım, tüketim, ihracat, ithalat, reel döviz kuru, banka kredileri, İMKB endeksi ve uluslararası rezervlere ilişkin grafikler, bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde değişimleri ifade etmektedir. Para krizi endeksi, nominal döviz kuru, yurtiçi faiz oranı ve

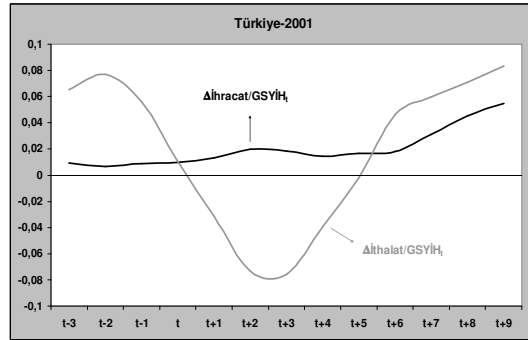
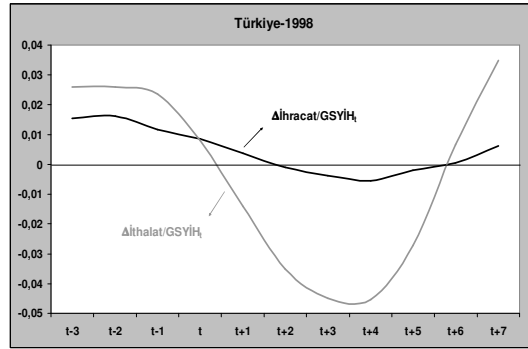
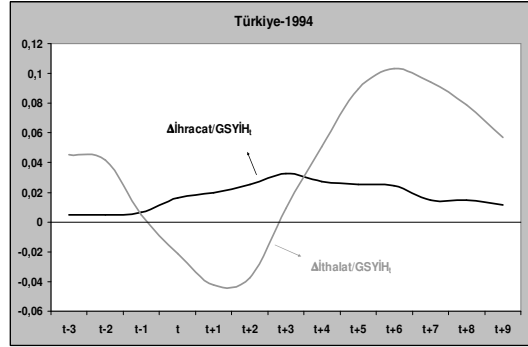
uluslararası rezervlerdeki değişmelerin standardize edilmiş değerlerinin ortalaması biçiminde hesaplanmıştır. Bankacılık krizi endeksi, özel kesime verilen reel banka kredilerindeki ve bankaların reel dış yükümlülüklerindeki değişmelerin standardize edilmiş değerlerinin ortalaması biçiminde hesaplanmıştır. Reel efektif döviz kuru endeksindeki düşüşler yerli paranın reel değer kaybına işaret etmektedir. Reel faiz oranı, [(bir gecelik Interbank nominal faiz oranı – beklenen enflasyon oranı) / (1 + beklenen enflasyon oranı)] biçiminde hesaplanmıştır.

KAYNAK: TCMB.

#### Şekil 4: İhracat ve İthalat Değişmelerinin Cari İşlemler İntibakına Katkıları







NOTLAR: İhracat, ithalat ve GSYİH verileri, son dört üç aylık verilerin toplamından ibarettir. ( $\Delta$ İhracat) ve ( $\Delta$ İthalat), sırasıyla dolar cinsinden ihracattaki ve ithalattaki bir önceki yılın aynı dönemine göre değişmeleri göstermektedir.  $GSYİH_t$ , sermaye akımlarındaki ani durmanın başladığı döneme (t) ait dolar cinsinden gayri safi yurtiçi hâsıla rakamını temsil etmektedir.

KAYNAK: International Financial Statistics.

## **Sonnotlar**

<sup>i</sup> Örneğın bakınız; Calvo (1998), Paasche (2001), Caballero ve Krishnamurthy (2001) ve Mendoza ve Smith (2005).

<sup>ii</sup> Calvo vd. (2004), 32 ekonominin 1990-2001 dönemine ait verilerini kullanmaktadır.

<sup>iii</sup> Hutchison ve Noy (2006), 24 gelişmekte olan ekonominin 1975-1997 dönemine ait verilerini kullanmaktadır.

<sup>iv</sup> Edwards (2005), 157 ülkenin 1970-2000 dönemine ait verilerini kullanmaktadır.

<sup>v</sup> IADB (2004), 15 gelişmekte olan ekonominin 1980-2002 dönemine ait verilerini kullanmaktadır.

<sup>vi</sup> Ele alınan ülkelerde para ve bankacılık krizlerinin tarihlerinin belirlenmesi amacıyla, her bir ülke için 1990:01- 2005:12 dönemine ait aylık veriler kullanılarak para krizi ve bankacılık krizi endeksleri hesaplanmıştır. Para krizi endeksi, nominal döviz kuru (ER), yurtiçi faiz oranı (INTR) ve uluslararası rezervlerdeki (IR) değişmelerin standardize edilmiş değerlerinin ortalaması biçiminde hesaplanmıştır:

$$CCI_t = \{ (DER_t - \mu_{ER}) / (\sigma_{ER}) + (DINTR_t - \mu_{INTR}) / (\sigma_{INTR}) - (DIR_t - \mu_{IR}) / (\sigma_{IR}) \} / 3.$$

Burada ( $\mu$ ) ve ( $\sigma$ ) sırasıyla DER, DINTR, ve DIR serilerinin ortalamalarını ve standart sapmalarını göstermektedir.

$$DER_t = (ER_t - ER_{t-12}) / (ER_{t-12}),$$

$$DINTR_t = (INTR_t - INTR_{t-12}) / (INTR_{t-12}),$$

$$DIR_t = (IR_t - IR_{t-12}) / (IR_{t-12}).$$

Para krizi endeksindeki artışlar, artan yerli para değer kaybı baskısına işaret etmektedir ve endeks değeri, ortalamayı bir standart sapma kadar aştığı zaman bir para krizi olduğu kabul edilmektedir.

Bankacılık krizi endeksi ise, özel kesime verilen reel banka kredilerindeki (PC) ve bankaların reel dış yükümlülüklerindeki (FL) değişmelerin standardize edilmiş değerlerinin ortalaması biçiminde hesaplanmıştır:

$$BSF_t = \{ (DPC_t - \mu_{dpc}) / (\sigma_{dpc}) + (DFL_t - \mu_{dfn}) / (\sigma_{dfn}) \} / 2.$$

Burada ( $\mu$ ) ve ( $\sigma$ ) sırasıyla DPC ve DFL serilerinin ortalamalarını ve standart sapmalarını göstermektedir.

$$DPC_t = (PC_t - PC_{t-12}) / (PC_{t-12}),$$

$$DFL_t = (FL_t - FL_{t-12}) / (FL_{t-12}).$$

Bankacılık krizi endeksindeki düşüşler, bankacılık kesiminin kırılganlığındaki artışlara işaret etmektedir ve endeks değeri, ortalamanın bir standart sapma kadar altına düştüğü zaman bir bankacılık krizi olduğu kabul edilmektedir.

<sup>vii</sup> Grafikte ani durma dönemlerinden (t) önceki 9 ay (üç aylık grafikler için üç çeyrek dönem) ve izleyen 24 ay (üç aylık grafikler için 9 çeyrek dönem) boyunca makroekonomik değişkenlerin seyri çizilmiştir.

<sup>viii</sup> Kore'nin 2001 ani durması da hem ithalatta hem de ihracatta düşüşler ile sonuçlanmıştır. Ancak daha önce belirtildiği gibi, bu deneyim sırasında cari işlemler hesabında bir geri dönüş ve intibak yaşanmamıştır. Bu yüzden Kore'nin



2001 deneyimi, ihracatın ve ithalatın cari işlemler intibakına görelî katkıları belirlenirken analiz dışı bırakılmıştır.

<sup>ix</sup> Belirtmek gerekir ki, paydada yer alan ifade ticaret hesabındaki değîl, cari işlemler hesabındaki değîşme olduğundan, ihracatın ve ithalatın katkılarının toplamı tam olarak bire eşit olmayabilir.

<sup>x</sup> Guidotti vd. (2004) ele alınan dönemi, kriz öncesi ve sonrası toplam iki yıl biçiminde sınırlamışlardır. Ayrıca sadece cari işlemler hesabında geri dönüş yaşayan ülkeler hesaplamaya katılmıştır.

<sup>xi</sup> Burada sözünü edilen durumlar aşağıda özetlenmiştir:

- a) Eğer  $\Delta X/\Delta CA > 1$  ise  $\Delta X > \Delta CA$  ve  $\Delta M > 0$ ,
- b) eğer  $\Delta X/\Delta CA < 0$  ise  $-\Delta M > \Delta CA$  ve  $\Delta X < 0$ ,
- c) eğer  $-\Delta M/\Delta CA > 1$  ise  $-\Delta M > \Delta CA$  ve  $\Delta X < 0$ ,
- d) eğer  $-\Delta M/\Delta CA < 0$  ise  $\Delta X > \Delta CA$  ve  $\Delta M > 0$  olacaktır.

<sup>xii</sup> Dış borç stokunun GSYİH'ya oranı, ekonominin tüm kesimlerindeki yükümlülük dolarizasyonunun (Reinhart vd. 2003), bankacılık kesiminin dış yükümlülükleri ile yabancı para mevduatları toplamının GSYİH'ya oranını ise, bankacılık kesimindeki yükümlülük dolarizasyonunun (Calvo vd. 2004; Honohan ve Shi 2001) bir ölçüsü olarak kullanılabilir.