



**T.C.
GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**DOKTORA
TEZİ**

**ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNDE
ANİ DURUŞ (SUDDEN STOPS) ETKİSİ
VE ÖRNEK ÜLKE GRUBUNDA ARAŞTIRMA**

EMINE EBRU ER

**İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE FİNANSMAN BİLİM DALI**

AĞUSTOS 2022



**ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNDE ANİ DURUŞ (SUDDEN
STOPS) ETKİSİ VE ÖRNEK ÜLKE GRUBUNDA ARAŞTIRMA**

Emine Ebru ER

**DOKTORA TEZİ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE FİNANSMAN BİLİM DALI**

**GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

AĞUSTOS 2022

ETİK BEYAN

Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Yazım Kurallarına uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmada tez içinde sunduğum verileri, bilgileri ve dokümanları akademik ve etik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi; tüm bilgi, belge, değerlendirme ve sonuçları bilimsel etik ve ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu; tez çalışmada yararlandığım eserlerin tümüne uygun atıfta bulunarak kaynak gösterdiğimi; kullanılan verilerde herhangi bir değişiklik yapmadığımı; bu tezde sunduğum çalışmanın özgün olduğunu bildirir, aksi bir durumda aleyhime doğabilecek tüm hak kayıplarını kabullendiğimi beyan ederim.

Emine Ebru ER

...../...../2022

ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNDE ANİ DURUŞ (SUDDEN STOPS)
ETKİSİ VE ÖRNEK ÜLKE GRUBUNDA ARAŞTIRMA

(Doktora Tezi)

Emine Ebru ER

GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

2022

ÖZET

Çalışma 2010:01-2021:12 dönem aralığında gelişmekte olan 16 ülke grubu ve Türkiye özelinde çalışılmıştır. Ekonometrik model altı yaklaşım başlığı altında çalışılmıştır. 1.yaklaşım ve 3.yaklaşım karşılaştırıldığında; 16 gelişmekte olan ülke grubu ve Türkiye'nin için öz kaynak ve borç portföy akımlarında Ani Duruş'u belirleyen faktörler açısından küresel değişkenler arasında küresel faiz oranından en fazla etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. 16 gelişmekte olan ülke grubu için yerel değişkenlerde öz kaynak portföy akımlarında en etkili değişken kısa vadeli faiz oranı ve finansal açıklık iken; Türkiye için öz kaynak portföy akımlarında yerel değişken olarak rezervler(%GSYİH) en fazla anlamlı çıkan değişkendir. 16 gelişmekte olan ülke grubu yerel değişkenlerde borç portföy akımlarında ise kısa vadeli faiz oranı anlamlı çıkarken Türkiye için borç portföy akımlarında ise kısa vadeli faiz oranı, rezervler ve finansal açıklık en fazla anlamlı çıkan değişkendir. 2.yaklaşım ve 4.yaklaşım karşılaştırıldığında; Türkiye için dinamik panel analizi ile yapılan ani duruş etkisinin sonucu Türkiye'nin içinde bulunduğu 16 ülke grubunun ortalamasının altında bir tutar öz kaynak ve borç portföy akımları olarak ülke dışına çıkış yapmıştır 6.Yaklaşım mali ve cari hesap dengesinin Ani Duruş üzerindeki etkisi analizi: Türkiye örneği; Türkiye ekonomisi tek başına analiz edildiğinde uluslararası yabancı rezervler, mali ve cari dengeye ait etkinin sınırlı olduğu sonucuna varılmıştır. Ayrıca 144 dönem içerisinde ayrı ayrı ülkelerin Ani Duruş dönemlerinin uzunlukları incelenmiştir.

Bilim Kodu
Anahtar Kelimeler

: 115303, 115305, 115307
: Uluslararası Sermaye Akımları, Portföy Yatırımları, Ani Duruş (Sudden Stops), Öz Sermaye Akımları; Borç Akımları, Panel Probit Model, Dinamik Panel Model

Sayfa Adedi
Tez Danışmanı

: 321
: Prof. Dr. Ahmet AKSOY

THE EFFECT OF SUDDEN STOPS IN INTERNATIONAL CAPITAL MOVEMENTS
AND RESEARCH IN A SAMPLE COUNTRY GROUP

(Ph. D. Thesis)

Emine Ebru ER

GAZİ UNIVERSITY
GRADUATE SCHOOL OF SOCIAL SCIENCES
2022

ABSTRACT

The study was carried out in the period of 2010:01-2021:12 in 16 developing country groups and Turkey. The econometric model has been studied under six approaches. Comparing the 1st approach and the 3rd approach; It has been concluded that among the global variables, the global interest rate is the most affected by the factors that determine the Sudden Stop in equity and debt portfolio flows for 16 developing country groups and Turkey. For 16 developing country groups, the most effective variable in equity portfolio flows in local variables is short-term interest rate and financial openness; Reserves (% of GDP) is the most significant variable as a local variable in equity portfolio flows for Turkey. While short-term interest rate is significant in debt portfolio flows in 16 developing country group local variables, short-term interest rate, reserves and financial openness are the most significant variables in debt portfolio flows for Turkey. Comparing the 2nd approach and the 4th approach; As a result of the sudden stop effect made with dynamic panel analysis for Turkey, an amount below the average of the 16 country groups Turkey is in, outflows as equity and debt portfolio flows 6. Analysis of the effect of the financial and current account balance on the Sudden Stop: The case of Turkey; When the Turkish economy is analyzed alone, it is concluded that the effect of international foreign reserves, financial and current balance is limited. In addition, the lengths of Sudden Stop periods of individual countries within 144 periods were examined.

Science Code	:115303, 115305, 115307
Key Words	: International Capital Flows, Portfolio Investments Sudden Stops, Equity Flows; Debt Flows, Panel Probit Model, Panel Dynamic Model
Page Number	: 321
Supervisor	: Prof. Dr. Ahmet AKSOY

TEŞEKKÜR

Lisans eğitim sürecimde işletme sermayesi yönetimi dersinde anlatım diline hayran kaldığım, finans bilimini sevmeme ve lisans eğitimim sürecinde yüksek lisans finans bilim dalında yapma kararını vermeme neden olan, yüksek lisans ve doktora tezimi de beraber çalıştığımız; doktora tez konusunun seçimi aşamasında ve tezin hazırlanmasında, akademik bilgi ve deneyimi ile tez çalışmalarına ışık tutan, ilgi, anlayışı ve sabrı ile her zaman yanımda olduğunu bildiğim ve yol gösteren değerli ve kıymetli tez danışmanım Prof.Dr.Ahmet AKSOY'a öncelikle teşekkür ederim.

Tez İzleme Komitemde bulunup, yönlendirmelerinden faydalandığım Prof. Dr. Hasan KAVAT ve Prof. Dr. Metin Kamil ERCAN'a, tez jürimde yer alan Prof. Dr. Nevzat AYPEK ve Doç.Dr.Burcu DİNÇERGÖK'e, beni cesaretlendiren, özellikle demoralize olduğum zamanlarda sabırlı kişiliği ile yönlendiren, akademik bilgi ve deneyimini benimle paylaşan Prof.Dr. Cihan TANRIÖVEN'e, tez çalışmamın şekillenmesini sağlayan ve her türlü desteği için Doç.Dr.Çiğdem KURT CİHANGİR'e, tezimin ekonometrik analiz kısmında bana yardımını ve desteğini, aynı zamanda savunma öncesi ve sonrası moral motivasyon desteğini esirgemeyen ve Arş.Gör.Dr. Halil İbrahim GÜNDÜZ'e teşekkür ederim.

Doktora sürecimde her yorulduğumda ve çıkmaza girdiğimde beni kendime getiren ve tezi sonuçlandırmamda büyük emeği olan ve bana olan inancını hiç kaybetmeyen Gülay ÖZBUDAK'a, doktora eğitimiyle hayat yolculuğumda yer alan doktora tezimi teslim ettiğim son güne kadar yardımını esirgemeyen ve her koşulda yanımda olan Öğr.Gör.Dr.Pınar AVCI'ya, işyerinde her daim yanımda olan Asuman ÜNLÜ'ye, Olgay TÜRKERİ'ye, İlknur SARI'ya, Başak ÜLKÜ AKARCA'ya, Sema YETİŞEN'e ve Tuğçe AYAR'a, ilkokul sınıf arkadaşım, Ebru Hocam ve enerji koçum Nazife BALCI'ya, doktora tezimi bitiremiyorum diye tanıma fırsatı yakaladığım Spritüel Yaşam Koçu Taner AKÇAKANAT'a, doktora eğitimim sonucunda hayatımda yer almaya başlayan ve yardımlarını esirgemeyen Dr.Öğr.Üyesi Işıl GÜRBÜZER YILDIRIM ve Dr.Burcu SOYLU'ya teşekkür ederim.

Tüm hayatım boyunca her zaman yanımda olan, beni destekleyen ve benimle birlikte yorulan annem Ayşe ER'e, babam Hasan ER'e ve kardeşim Esra ER'e, tez yazım sürecinde destekleri için tüm kalbimle teşekkür ederim. Ve son olarak KENDİME (EEER'e) teşekkür ederim. Bu tezi, tez yazım sürecinde ebediyete uğurladığımız babam Hasan ER'e ithaf ediyorum.

İÇİNDEKİLER

	Sayfa
ÖZET	iv
ABSTRACT.....	v
TEŞEKKÜR.....	vi
İÇİNDEKİLER	vii
ÇİZELGELERİN LİSTESİ.....	xiii
ŞEKİLLERİN LİSTESİ.....	xiv
KISALTMALAR.....	xv
1.GİRİŞ	1
2. FİNANSAL KRİZLER VE ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ İLE ETKİLEŞİMİ	5
2.1.Krizin Tanımı.....	5
2.2.Kriz Türleri.....	11
2.2.1. Likidite Krizleri	12
2.2.2.Bankacılık Krizleri	15
2.2.3.Dış Borç Krizleri	17
2.2.4.Sistemik Finansal Krizler	17
2.2.5.Ani Duruş (Sudden Stops) Krizleri	18
2.3.Dünyada Ani Duruş Krizleri	24
2.3.1.Meksika (Tekila) Krizi (1994).....	25
2.3.2.Türkiye Krizi (1994).....	30
2.3.3.Güney Doğu Asya Krizi (1997).....	31
2.3.4.Rusya Krizi (1998)	33
2.3.5 Türkiye Krizi (2000/1).....	35
2.3.6.Arjantin Krizi (2001/2).....	36
2.3.7.Küresel Finans Krizi (KFK) (2008).....	36

Sayfa

2.3.8.Covid-19 Sağlık ve Ekonomik Krizi (2020).....	40
2.4.Kriz Yayılma (Bulaşma) Mekanizmaları	42
2.5.Uluslararası Sermaye Hareketleri.....	54
2.5.1.Uluslararası Sermaye Yatırım Türleri	57
2.5.1.1.Doğrudan sermaye yatırımları	57
2.5.1.2.Portföy yatırımları.....	58
2.5.1.3.Diğer yatırımlar.....	59
2.5.2.İtici-Çekici Faktörler ve Pipes	60
2.5.3.Sermaye Piyasasının Gelişmişliği	69
2.5.4.Finansal Entegrasyon.....	70
2.5.4.1.Kavramsal açıdan finansal entegrasyon.....	71
2.5.4.2.Kurumsal açıdan finansal entegrasyon	72
2.5.4.2.1.Uluslararası para fonu (International Money Fund) (IMF).....	73
2.5.4.2.2.Dünya bankası (DB) (World Bank) (WB)	75
2.5.4.2.3.Dünya ticaret örgütü (DTÖ)(World Trade Organization) (WTO)	76
2.5.4.2.4.Uluslararası ödemeler bankası (Bank for International Settlements) (BIS).....	77
2.6.Küreselleşmenin Getirdiği Riskler	78
2.6.1.Kur Riski (Currency Risk).....	78
2.6.2.Kaçış Riski (Flight Risk)	79
2.6.3.Finansal Kırılganlık Riski (Financial Fragility Risk)	80
2.6.4.Bulaşma Riski (Contagion Risk)	80
2.6.5.Egemenlik Riski (Sovereignty Risk)	81
2.7.Ödemeler Bilançosu Analizi	83
2.7.1.Vade Uyumsuzluğu (Maturity Mismatches)	85
2.7.2.Para Birimi Uyumsuzluğu (Currency Mismatches)	85
2.7.3.Sermaye Yapısı Uyumsuzluğu (Capital Structure Mismatches)	87

Sayfa

2.7.4.Ödememe Gücü Riski (Solvency Risk).....	87
2.7.5. Bağımlılık Riskleri (Dependency Risks).....	90
3.ANİ DURUŞ VE FİNANSAL SİSTEM ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ	93
3.1. Ani Duruşu Etkileyen Faktörler	95
3.1.1.Döviz Kuru Politikaları	95
3.1.1.1.Sabit döviz kuru politikası	97
3.1.1.1.1.İmkânsız üçleme hipotezi (Impossible trinity / Trilemma).....	102
3.1.1.2.Dalgalı kur politikası.....	102
3.1.1.2.1.Dalgalanma korkusu.....	104
3.1.1.2.1.1.Dalgalanma korkusunun nedenleri	105
3.1.1.2.1.1.1.Para politikasının güvenilirlik sorunu	105
3.1.1.2.1.1.2.Döviz kurunun fiyat geçiş etkisi	105
3.1.1.2.1.1.3.Dolarizasyon ve ilk günah meselesi.....	106
3.1.1.2.1.1.4.Sermaye hareketlerinde ani duruş (sudden stops) ve/veya sermayenin tersine dönmesi (capital outflows)	106
3.1.1.2.2.Dalgalanma korkusu ve ani duruş literatür	107
3.1.1.3.Dolarizasyon	108
3.1.1.3.1.Dolarizasyonun nedenleri.....	110
3.1.1.3.1.1.Ekonomik güvensizlik	110
3.1.1.3.1.2.Yüksek enflasyon ve fiyat oynaklığı	110
3.1.1.3.1.3.Kur rejimi	110
3.1.1.3.1.4.Dolarizasyon histerisi	111
3.1.1.3.1.5.İlk günah	111
3.1.1.3.1.6.Risk yönetimi ve portföy çeşitliliği	112
3.1.1.3.1.7.Finansal gelişmişlik düzeyi	113
3.1.1.3.1.8.Ekonomiklik açıklık seviyesi.....	113
3.1.1.3.1.9.Finansal okuryazarlık seviyesi.....	113

Sayfa

3.1.1.3.2.Dolarizasyon türleri.....	114
3.1.1.3.2.1.Tam dolarizasyon	114
3.1.1.3.2.2.Kısmi dolarizasyon	114
3.1.1.3.2.2.1.Varlık ikamesi	114
3.1.1.3.2.2.2.Para ikamesi	115
3.1.1.3.2.2.3.Yükümlülük dolarizasyonu	115
3.1.1.3.2.2.4.Finansal dolarizasyon.....	115
3.1.1.3.2.2.5.Reel dolarizasyon.....	116
3.1.1.3.3.Ters dolarizasyon.....	116
3.1.1.3.4.Dolarizasyon ve ani duruş literatür	117
3.1.2.Uluslararası Rezervler	119
3.1.2.1.Uluslararası rezervlerin kompozisyonu	122
3.1.2.1.1.Uluslararası Standartta Altın	123
3.1.2.1.2.Özel çekme hakları (SDR)	123
3.1.2.1.3.Uluslararası para fonu (IMF) rezerv pozisyonu	123
3.1.2.2.Uluslararası rezerv talebi optimum rezerv miktarının belirlenmesi	124
3.1.2.2.1.Kriz zamanlarında ülke ekonomisine yansıyan şokların olumsuz etkilerini en aza indirmek.....	124
3.1.2.2.2.Ödemeler bilançosu dengesizlikleri nedeniyle rezerv talebi.....	124
3.1.2.2.3.Dış borç ödemeleri nedeniyle rezerv talebi.....	125
3.1.2.2.4.Döviz piyasalarına müdahale nedeniyle rezerv talebi.....	125
3.1.2.2.5.Ülkeye duyulan güveni artırmak nedeniyle rezerv talebi.....	126
3.1.2.2.6.Olağan dışı durumlar nedeniyle rezerv talebi	126
3.1.3.Faiz Politikaları.....	126
3.1.4.Açıklık (Finansal ve Ticari Açıklık).....	129
3.1.5.Cari İşlemler Hesabı	132
3.2.Ani Duruş Krizini Önleme Politikaları	135

4.ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNDE ANİ DURUŞ ETKİSİ VE ÖRNEK ÜLKE GRUBUNDA ARAŞTIRMA	143
4.1.Literatür	143
4.1.1. Ani Duruşlarla ilgili Literatür	143
4.1.1.1.Ani duruşların belirlenmesi.....	144
4.1.1.2.Ani duruşların belirleyicileri ve sonuçları	145
4.1.2. Uluslararası Sermaye Hareketlerine İlişkin Literatür	158
4.1.3. Türkiye’deki ve Türkiye ile ilgili Ani Duruş Literatürü.....	162
4.2.Sermaye Akımlarında Ani Duruşlarının Tanımı ve Özellikleri	167
4.2.1.Sermaye Akımlarına İlişkin Veriler	167
4.3.Metodoloji	169
4.3.1. Panel Probit Model	169
4.3.2. Panel Dinamik Model	173
4.3.3. Veri Seti ve Ekonometrik Yöntem	176
4.4. Ampirik Bulgular	193
4.4.1.Öz Kaynak ve Borç Portföy Akımlarında Ani Duruşu Belirleyen Faktörler: Gelişmekte Olan Ülkeler Örneği	193
4.4.2. Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Ani Duruş Etkisi: Gelişmekte Olan Ülkeler Örneği	197
4.4.3. Öz Kaynak ve Borç Portföy Akımlarında Ani Duruşu Belirleyen Faktörler: Türkiye Örneği	199
4.4.4.Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Ani Duruş Etkisi: Türkiye Örneği	201
4.4.5. Mali ve Cari Hesap Dengesinin Ani Duruş üzerindeki Etkisinin Analizi: Gelişmekte Olan Ülkelerine ait Bulgular	206
4.4.6. Mali ve Cari Hesap Dengesinin Ani Duruş üzerindeki Etkisinin Analizi: Türkiye’ye ait Bulgular	207
5.SONUÇ	209
KAYNAKLAR	215
EKLER.....	255

Sayfa

EK-1. Ani Duruş (SS) Literatür Tablosu	256
EK-2. Uluslararası Sermaye Hareketleri Literatür Tablosu	295
ÖZGEÇMİŞ	321



ÇİZELGELERİN LİSTESİ

Çizelge	Sayfa
Çizelge 2.1. Finansal Entegrasyon Riskleri	82
Çizelge 2.2. Merkezi Hükümet borçlanmasının vade kompozisyonu, OECD bölgesi	88
Çizelge 4.1. Ülkeler Listesi.....	169
Çizelge 4.2. Değişkenlerin Tanımlanması	177
Çizelge 4.3. Değişkenlere Ait Açıklayıcı Bilgiler	180
Çizelge 4.4. Türkiye’de Ani Duruş (SS) Dönemleri.....	183
Çizelge 4.5. 2010-2021 Yılları Arasında Öz Kaynak ve Borç Portföy Akımlarında Ani Duruş Dönemleri.....	187
Çizelge 4.6. Değişkenlere Ait Açıklayıcı Bilgiler.....	193
Çizelge 4.7. Ani Duruş (SS) Dönemlerinin Meydana Gelmesine Ait Temel Modeller	194
Çizelge 4.8. Öz Kaynaklar Portföy Akımları için Panel Dinamik Model Sonucu	197
Çizelge 4.9. Borç Portföy Akımları için Panel Dinamik Model Sonucu	198
Çizelge 4.10. Türkiye için Ani Duruş (SS) Dönemlerinin Meydana Gelmesine Ait Temel Modeller	200
Çizelge 4.11. Türkiye’de Öz Kaynaklar Portföy Akımları için Dinamik Model Sonucu..	202
Çizelge 4. 12. Türkiye’de Borç Portföy Akımları için Dinamik Model Sonucu	203
Çizelge 4.13. Ani Duruş (SS) Dönemlerinin Meydana Gelmesine Ait Alternatif Modeller: Mali ve Cari Hesap Dengesi Açısından.....	206
Çizelge 4.14. Türkiye için Ani Duruş (SS) Dönemlerinin Meydana Gelmesine Ait Alternatif Modeller: Mali ve Cari Hesap Dengesi Açısından	207

ŞEKİLLERİN LİSTESİ

Şekil	Sayfa
Şekil 4.1. Türkiye’de Öz Kaynak Portföy Akımlarında Ani Duruşların Belirlenmesi.....	182
Şekil 4.2. Türkiye’de Borç Portföy Akımlarında Ani Duruşların Belirlenmesi	182
Şekil 4.3. Öz kaynak Akışları	185
Şekil 4.4. Borç Akışları.....	186
Şekil 4.5. Gelişmekte Olan Ülkelerde Öz Kaynak Portföy Akımlarında Ani Duruş Dönemlerinin Yüzde Oranı	188
Şekil 4.6. Gelişmekte Olan Ülkelerde Borç Portföy Akımlarında Ani Duruş Dönemlerinin Yüzde Oranı	189
Şekil 4.7. Gelişmekte Olan Ülkelerin Öz Kaynak Portföy Akımlarındaki Sermaye Hareketleri	204
Şekil 4.8. Gelişmekte Olan Ülkelerin Borç Portföy Akımlarındaki Sermaye Hareketleri	204

KISALTMALAR

Bu çalışmada kullanılmış kısaltmalar, açıklamaları ile aşağıda sunulmuştur.

Kısaltmalar	Açıklamalar
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AE	Gelişmiş Ülkeler
BIS	Uluslararası Ödeme Bankası (Bank for International Settlements) (BIS)
CAD	Current Account Deficit (Cari Hesap Açığı)
CDS	Kredi Temerrüt Takası (Credit Default Swap) (CDS)
DB	Dünya Bankası (World Bank)
DTÖ	Dünya Ticaret Örgütü (World Trade Organization) (WTO)
DYY	Doğrudan Yabancı Yatırımlar
EME	Emerging Market Economy (Yükselen Piyasa Ekonomisi)
GFC	Küresel Finansal Döngü
GOÜ	Gelişmekte Olan Ülkeler
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IMF	Uluslararası Para Fonu (International Money Fund) (IMF)
KFK	Küresel Finans Krizi
KP	Koepke ve Paetzold Veri Seti
VIX	Volatilite Endeksi

1.GİRİŞ

18. yüzyılın ikinci yarısından sonra sanayi devrimi sürecini tamamlayan ülkelerin uluslararası ekonomik etkinliklere başlaması ve bu ülkelerin az gelişmiş dış kaynak ihtiyacı da sermayenin küresel ölçekte hareket etme döngüsünü başlatmıştır. Uluslararası sermayenin hareket yönünü belirleyen hem küresel hem de yerel faktörler bulunmaktadır. Küresel faktörler arasında en etkin olanı ABD faiz oranı iken, yerel faktörler arasında ise en etkin faktör yurtiçi faiz oranıdır. Uluslararası sermaye hareketleri doğrudan sermaye yatırımları ve portföy yatırımları olarak sınıflandırılmaktadır. Portföy yatırımları hem küresel hem de yerel faktörlere karşı oldukça hassas bir yatırım türüdür ve bu yatırımların hareket kabiliyeti yani oynaklıkları çok yüksek olduğundan yatırım yapılan ülke için riskli bir yatırım türü olarak görülmektedir. Portföy yatırımcıları da dünya ve ülke ekonomisinde herhangi bir tehdit algıladığında bulunduğu ülkeden çıkış yapabilecek kabiliyete sahiptirler.

Portföy yatırımlarının herhangi bir tehdit algıladığında yatırım yapılan ülkeden çıkış yapması son zamanlarda görülen Ani Duruş Kriz'lerini artırmaktadır. Ani Duruş Krizleri, finansal ve ekonomik krizler etrafında toplanma olarak kendini göstermektedir. Bu krizlere örnek olarak Güney Asya Krizi (1997) ve 2020 yılında patlak veren Covid-19 pandemisinin ekonomik yansımaları gösterilebilir.

Güney Asya Krizi'nde, 1990'lı yılların başlarından ortalarına kadar Endonezya, Malezya, Filipinler, Singapur ve Tayland ekonomileri büyük cari hesap açıkları vermiştir. Yatırımın yönlendirdiği hızlı ekonomik büyümeye bağlı olarak, yabancı kreditorler ülkelere sermaye akımını sürdürmeye devam etmiştir. Buna ek olarak, sabitlenen döviz kurları (dolar), yerel para cinsinden kredi arzının hızla artması ve ülke hükümetleri ve merkez bankaları tarafından varlıklara (ABD para birimi cinsinden) yapılan ağır borçlanma ciddi finansal dengesizliklerin ortaya çıkmasının altyapısını oluşturmuştur. Cecchetti ve Schoenholtz (2018) çalışmasına göre, yatırımcılar bölgesel ekonominin sürdürülebilirliğine olan güvenlerini kaybettikçe, bu ülkelerde sermaye akımlarının aniden tersine dönmesine veya Ani Duruş'a yol açan bir dizi para krizi ortaya çıkmıştır.

2019 yılının sonunda ortaya çıkan Covid-19 pandemi neticesinde; 2020 yılında dünyadaki tüm ülkeler, Covid-19'un pandemisinin ortaya çıkması sonucunda ticaret, sanayi ve seyahati kapatarak pandeminin yarattığı sorunlara çözüm bulmaya çalışmışlardır.

Yatırımcılar gelişmiş ülkelerdeki güvenli liman varlıklarına yatırım yapmaya yöneldikçe, buna bağlı olarak birçok gelişmekte olan ülke hızlı bir şekilde sermaye çıkışları yaşamaya başlamıştır. Benigno ve diğerleri (2020)'nin çalışmasına göre, gelişmekte olan birçok bu dönemde sermaye akımlarında yaşanan Ani Duruş nedeniyle, ekonomideki finansal ve ekonomik daralma, yeni hastalığın ortaya çıkardığı etkiler doğrudan yerel etkilerinden önce gelmiştir.

Çalışma 2010:01-2021:12 dönem aralığında 16 gelişmekte olan ülke ve Türkiye özelinde incelenmiştir. Çalışmanın birinci amacı 16 gelişmekte olan ülke ve Türkiye özelinde Ani Duruş dönemlerini tespit etmek, ikinci amacı 16 gelişmekte olan ülke ve Türkiye özelinde Ani Duruşu etkileyen faktörleri yani küresel, yerel ve bulaşıcılık faktörlerini tespit etmek, üçüncü amacı 16 gelişmekte olan ülke Ani Duruş'ta kaldıkları dönem sayısını tespit etmek, dördüncü amacı 16 gelişmekte olan ülke ve Türkiye özelinde uluslararası sermaye hareketlerinde Ani Duruş etkisini analiz etmek, beşinci amacı ise 16 gelişmekte olan ülke ve Türkiye özelinde mali ve cari hesap dengesinin Ani Duruşu ne kadar etkilediği araştırılmış ve sonuçları yorumlanmıştır.

Çalışmanın literatüre katkıları ise; Ani Duruş Krizleri dünya ekonomik sisteminde sürekli kendini tekrarlayan süreçlerdir. Literatüre birinci katkı dünya literatüründe tezin analizlerinin yapıldığı tarihten itibaren 2010:01-2021:12 tarihleri arasında 16 gelişmekte olan ülke ve Türkiye özelinde ve aylık verilerle inceleyen ilk Ani Duruş çalışmasıdır. Literatüre ikinci katkı dünya literatüründe “uluslararası sermaye hareketlerinde Ani Duruş Etkisi” başlığı adı altında bir çalışma, yapılan literatür taraması sonucunda bulunamamıştır. Literatüre üçüncüsü katkı ise Türkiye’de Ani Duruş konusu ile ilgili çalışmalara pek yer verilmediği görülmektedir. Bu çalışma, Türkiye’de Ani Duruş konusunda kantitatif teknikler ile incelenen ilk çalışma olduğu saptanmaktadır. Çalışma hem dünya literatüründe hem de Türkiye literatüründe eksikliğin giderilmesine katkıda bulunmak için yapılmıştır.

Bu çalışmanın ilerleyen bölümleri şöyle tasarlanmaktadır. İkinci bölümde finansal krizler ve uluslararası sermaye hareketleri ile etkileşimi anlatılmaktadır. Bu bölümde kriz, krizin türleri, dünyada yaşanmış olan Ani Duruş Krizleri, bulaşıcılık, uluslararası sermaye hareketleri, finansal entegrasyon, küreselleşmenin getirdiği riskler ve ödemeler bilançosu analizi açıklanmaktadır.

Üçüncü bölümde Ani Duruş ve finansal sistem üzerindeki etkileri temel alınarak Ani Duruşu etkileyen faktörlere değinilmektedir. Ayrıca döviz kuru politikaları (dalgalanma korkusu, dolarizasyon ve bağlantılı literatür), uluslararası rezervler, faiz politikaları, açıklık (finansal ve ticari açıklık) ve cari işlemler hesabı konularından bahsedilerek Ani Duruş Krizini önleme politikaları anlatılmaktadır.

Dördüncü bölümde ise uluslararası sermaye hareketlerinde Ani Duruş etkisi örnek ülke grubunda incelenmektedir. Bu bölümde öncelikle, dünya literatüründe yer alan Ani Duruş çalışmaları, uluslararası sermaye hareketleri konusunda yapılan çalışmalar ve Türkiye’de çalışılmış Ani Duruş çalışmalarından bahsedilmektedir. Sonrasında, sermaye akımları (öz kaynak ve borç portföy akımları) ile çalışma yapılan ülkeler ile ilgili bilgi verilmektedir. Daha sonraki aşamada panel probit ve panel dinamik modeller hakkında bilgi verilmektedir. Çalışmanın başlangıcında 2010:01-2021:12 dönem aralığında 16 gelişmekte olan ülke grubu ve Türkiye özelinde meydana gelen Ani Duruş dönemleri tespit edilmektedir. Daha sonra ekonometrik çalışma altı konu başlığı altında incelenmektedir. Birinci ve üçüncü çalışma konu başlığı altında 2010:01-2021:12 dönem aralığında 16 gelişmekte olan ülke grubu ve Türkiye özelinde öz kaynak ve borç portföy akımlarında meydana gelen küresel, yerel ve bulaşıcılık (sadece birinci konu başlığı altında incelenmiştir) değişkenlerine ait aylık veriler kullanılarak probit model ile açıklanmaktadır. İkinci ve dördüncü çalışma konu başlığı altında 2010:01-2021:12 dönem aralığında 16 gelişmekte olan ülke grubu ve Türkiye özelinde ise uluslararası sermaye hareketlerinde Ani Duruş etkisi panel dinamik modelle açıklanmaktadır. Beşinci ve altıncı çalışma konu başlığı altında 2010:01-2021:12 dönem aralığında 16 gelişmekte olan ülke grubu ve Türkiye özelinde mali ve cari dengenin Ani Duruş üzerindeki etkisi panel probit modelle açıklanmaktadır. Bu altı konu başlığı altındaki analizler yorumlanmaktadır. Son olarak sonuç ve gelecek çalışmalar için öneriler sunulmaktadır.



2. FİNANSAL KRİZLER VE ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ İLE ETKİLEŞİMİ

“Bir ülkenin sermaye gelişimi, bir kumarhanenin faaliyetlerinin bir yan ürünü haline geldiğinde, işin kötü yapılması muhtemeldir...Genelde kumarhanelerin kamu yararına erişilemez ve pahalı olması gerektiği kabul edilir.”

John Maynard Keynes, 1936

Uluslararası finansal entegrasyonun iki büyük potansiyel faydası olduğuna inanılıyor, sermayenin küresel dağılımını iyileştirmek ve tüketim oynaklığını azaltarak ülkelerin riski daha iyi paylaşmasına yardımcı olmaktır (Kose ve diğerleri, 2003: 119). Finansal entegrasyon sürecinde özellikle gelişmekte olan ülkelerin düşük seviyeli fiziksel sermayeleri ve ülkelerin ekonomik yapılarından kaynaklanan oynaklık seviyesinin yüksek olması göz önüne alındığında, finansal entegrasyon sürecinden en fazla kazanacak olan taraf gelişmekte olan ülkeler olarak görülmektedir. Ama diğer taraftan küresel finansal şartları yönlendirme konusunda gelişmekte olan ülkelerin çok fazla aktif bir rolü yoktur. Gelişmekte olan ülkelerin aktif rolü olmamasından dolayı küresel piyasa koşullarında ortaya çıkan değişikliklere bağlı olarak bu ülkelerde, sermaye akımlarında artış (inflow) ve çıkış (outflow) döngüleri yaşanması oldukça mümkündür.

2.1.Krizin Tanımı

Finans esas olarak belirsizlik temellidir, birbirlerine bağlı hem uluslararası hem de yerel kurumlar ve piyasalardan oluşan, kendini sürekli yenileyen birçok parçadan oluşan aynı zamanda hem zamanlar arası hem de yenilikçi anlamda dinamik bir kavramdır (Uzunoğlu, 2009: 33). Küreselleşme, liberalleşmeden kaynaklanan tüm dünya ülkelerinin daha yakın ekonomik entegrasyonu ve uluslararası mal ve hizmet ticaretinin hacminde ve çeşitliliğinde artışı sağlamıştır. Buna ek olarak küreselleşme ulaşımın düşen maliyeti, sermayenin uluslararası nüfuzunun artan yoğunluğu, küresel işgücündeki muazzam büyüme, özellikle iletişim alanında dünya çapında hızlandırılmış teknoloji yayılımıdır (<https://www.coe.int/en/web/compass/globalisation>). Ekonomik küreselleşme, ülkeler arasındaki ekonomik mesafelerin azalması olarak tanımlanmakta, daha doğru bir ifadeyle üretim/ticaret küreselleşmesi ve finans/sermaye akımlarının küreselleşmesini kapsamına

alan bir süreç olarak değerlendirilmektedir (Rajan, 2001: 1). Ticari küreselleşme, dünya ekonomisinin ithalat ve ihracatla bir bütün olması olarak tanımlanabilir. Finansal küreselleşme ise dünyanın çeşitli ülkelerinin finansal piyasalarının bir bütün olarak entegre edildiği süreci ifade etmektedir (Arestis ve Basu, 2004: 129). Küreselleşme ile bu parçalar iç içe geçmekte ve bir bütünü oluşturmaktadır. Bu bütünün sonucunda, bir ülkede meydana gelen ekonomik koşullardaki değişiklik, tüm ülkeleri olumlu ya da olumsuz etkileyebilmektedir. Etkinin olumsuz olarak kendini göstermesi kriz ile sonuçlanmaktadır. Kriz hem günlük yaşantımızda hem de değişen dünya düzeni içinde en çok tartışılan ekonomik olgulardan biri haline gelmiştir (Fırat, 2013: 298).

Kriz ani, beklenmedik, şaşırtıcı ve öngörülemez olarak tanımlanır (Roux ve Dufort, 2007: 107). Kriz kavramı, ülkelerin, finansal kurumların ya da finansal varlıkların değerlerinin aniden düşmesi olarak ifade edilmektedir. Finansal krizlerin yüzlerce yıl öncesine dayanan klasik açıklaması, aşırılıklardan (genellikle parasal aşırılıklardan) kaynaklandığı ve bunun da bir patlamaya ve kaçınılmaz bir çöküşe yol açtığıdır (Taylor, 2009: 1). Finansal krizler kesinlikle dışsal değildir; çoğu durumda ülke ekonomisinin yavaşlamanın kendisi ya da buna neden olan faktörler bir finansal krize neden olmuştur (Furman ve diğerleri, 1998: 1). Finansal krizler, finansal piyasa katılımcıları arasında önemli likidite eksikliği ve ödeme güçlüğü sorunları ve / veya bu tür sonuçları kontrol altına almak için resmi müdahale ile işaretlenmiş finansal piyasa oynaklığı bölümleri olarak tanımlamaktadırlar (Bordo ve diğerleri, 2001: 55). Kindleberger (1978)'e göre krizler, kitle psikolojisi veya panik sonucu kendiliğinden ortaya çıkmaktadır. Mishkin (1990) çalışmada finansal krizi, ters seçim ve ahlaki tehlike problemlerinin çok daha kötü hale geldiği finansal piyasaların rahatsızlığı olarak tanımlamaktadır. Finansal kriz, bir grup finansal ve ekonomik göstergenin keskin bir şekilde bozulmasını, para arzı ve talebi arasındaki dengesizliği, varlık fiyatlarının düşmesini ve bankalar gibi finansal kurumların başarısızlıklarını temsil etmektedir (Raluca ve Witowski, 2010: 33). Finansal kriz asimetrik bilgi açısından, ters seçim ve ahlaki tehlikenin asimetrik problemlerinin daha da kötüleşmesi nedeniyle oldukça verimli yatırım fırsatlarına vesile olacak fonların etkili olarak aktarılamaması nedeniyle finansal piyasalarda doğrusal olmayan bozulmalar olarak tanımlanmaktadır (Mishkin, 1999c: 710). Finansal kriz; finans sektöründe bir sıkıntı yaşanması sonucunda, bazı finans kurumlarının batması ve bazılarının da sermayelerinin önemli ölçüde erimesi şeklinde gerçekleşmektedir (Özatay, 2009: 17). Friedman ve Schwartz (1963) çalışmasına göre finansal krizleri bankacılık panikleriyle ilişkilendirmiştir. Üretim ile tüketim arasındaki

denge'nin dönemsel olarak bozulması ekonomik kriz olarak nitelendirilmektedir (Siverekli Demircan, 2004: 39). Krizler, belli bir düzeyde, finans sektörü ile reel ekonomi arasındaki etkileşimlerin sonucudur (Claessens ve Kose, 2013: 3). Finansal kriz, ancak gerçek bir şok, ekonominin hızını yavaşlattıktan sonra başlamakta; bu nedenle kriz, bir tetikten çok derinleştirici bir mekanizma işlevi görmektedir (Reinhart ve Rogoff, 2010: 280). Hiçbir ülke bu durumdan kaçamaz, çünkü bir kriz, sistem içinde yer alan herkesin yanıt vermesi gereken bir uyarıcıdır (Gourevitch, 1986: 19).

Bir finansal kriz genellikle aşağıdaki olaylardan biri veya daha fazlasıyla ilişkilendirilmektedir. Bunlar kredi hacmi ve varlık fiyatlarında önemli değişiklikler, finansal aracılık ve ekonomideki çeşitli aktörlere dış finansman arzında ciddi kesintiler, büyük ölçekli bilanço sorunları (işletmelerin, hane halklarının, finansal araçların ve egemenlerin) ve büyük ölçekli hükümet desteği (likidite desteği ve yeniden sermayelendirme şeklinde) dir (Claessens ve Kose, 2013: 4-5). Finansal krizler çoklu parametreler sonucunda ortaya çıktığı için, finansal krizler tipik olarak çok boyutlu olaylardır ve tek bir gösterge kullanılarak ayırt edilmesi zor olabilir. Krizlerin altında yatan temel faktörler, makroekonomik dengesizlikler, iç veya dış şoklardır. Finansal krizler bazen de irrasyonel faktörlerden; bankaların ani hareketleri, finansal piyasalarda bulaşma ve yayılma etkisi, stres zamanlarında arbitraj sınırları, varlık düşüşlerinin ortaya çıkması, kredi sıkışıklıkları ve acil satışları ve finansal kargaşayla ilgili diğer hususlardan kaynaklanıyor gibi görünmektedir (Claessens ve Kose, 2013: 5). Calvo (1999)'da tartışıldığı gibi, son krizlerin çoğunun uluslararası piyasalardaki kredi şoklarından kaynaklandığıdır. Dünyada kendini gösteren son finansal krizler hem gelişmekte olan hem de gelişmiş ekonomilerdeki finansal piyasaların ve kurumların artan kırılganlığını göstermektedir. Kırılganlık, kısmen bir finansal kuralsızlaştırma ve düzenleme arbitrajı dalgasıyla kısmen açıklanabilir; ikincisi, finansal araçların maliyetli düzenleyici gerekliliklerden kaçınmak için tasarlandığı bir “dibe doğru yarışa” yol açar. (Calvo ve diğerleri, 2012: 1).

Her finansal kriz kendi içinde benzersiz özelliklere sahip olmasından dolayı (her bir krizin biçimleri, nedenleri ve sonuçları birbirinden farklıdır) modern ekonomik teoriler, ekonomik ve finansal krizlerin genel bir teori fikrini, evrensel bir modele dahil etmeyi reddetmektedirler (Raluca ve Witowski, 2010: 33). Makro iktisatçılar, her zaman işleri düzeltmekle veya kendi aralarında anlaşmakla büyük bir üne sahip olan ülkeler bile, krizlerin sınıflandırmasına ve açıklamalarına eklemekle meşgul olmamışlardır ve bu yüzden krizlerin

de kediler gibi pek çok canı vardır (Bhagwati, 1998: 10). Modern kapitalizmin tarihinde, krizler istisna değil standarttır (Roubini, 2017: 23). Bu kendini gösteren krizlerin aynı olduğu anlamına gelmemektedir. Krizlerin ortaya çıkış şekli, ülkeler ve dönemler itibarıyla farklılık göstermektedir. Uygulanan maliye ve para politikaları, merkez bankalarının bağımsızlığı gibi pek çok faktör bu konu ile ilgilidir. Aynı zamanda kriz, ülkenin özel veya kamu sektörü kaynaklı da olabilmektedir. Krizler ülkenin kendinden kaynaklanabileceği gibi dış kaynaklı olarak da ortaya çıkmaktadır. Krizler, değişik biçim ve boyutlarda ortaya çıkmakta, zaman içinde farklı biçimlere evrilmekte ve hızla ülke dışına yayılmaktadır. Finansal krizler uzun soluklu süreçlerdir. Genellikle ülkeleri aşırı etkileyen finansal krizlerde varlık piyasası çöküşleri uzun süreli ve derin olmakta, kamu borcunda aşırı çoğalma ve bankacılık krizleri neticesinde de üretimde aşırı azalışlar ve işsizlikte artışlar şeklinde kendini göstermektedir. Dolayısıyla finansal kriz finansal piyasaların verimsiz çalışmasına sebep olarak, keskin bir ekonomik daralma ile sonuçlanmaktadır (Mishkin, 1996: 39). Genellikle krizler, acil ve kapsamlı politika müdahalelerine ihtiyaç duyar, finans sektöründe ve maliye politikalarında büyük değişiklikler ve politikaların küresel koordinasyonunu gerektirir (Claessens ve Kose, 2013: 3). Kapitalizm bünyesinde barındırdığı dengesizlik kriz potansiyeline köklü bir çözüm bulamamakta, fakat krizlerin ortaya çıkmasını geciktirecek veya daha hafif atlatılmasını sağlayacak bazı pansuman yöntemleri geliştirebilmektedir (Somçağ, 2007: 17-18).

Güvenilir ve güçlü bir ülke ekonomisinde, fonların en verimli yatırım fırsatlarına sahip ekonomik aktörlere aktaran bir finansal sistemi zorunlu kılmaktadır. Ama finansal krizler bu sürece müdahale eder, çünkü ekonomiyi, finansal piyasaların iyi performans gösterdiği yüksek çıktıyı bir dengeden çıkarmakta ve finansal sistemin fonları en iyi yatırım fırsatlarına kanallı edememesi sonucunda çıktının keskin bir şekilde düştüğü dengeye sürükleyebilmektedir (Mishkin, 1991: 1).

Davis (1992)'ye göre 1970'lerin başından itibaren yaşanan başlıca finansal krizleri açıklamaya yönelik teoriler esas olarak sekiz başlık altında toplanabilmektedir.

-Parasalıcı Yaklaşım (Banking Panics): Friedman ve Schwartz (1963) ve Cagan (1965) tarafından yapılan çalışmalarda ileri sürülen bu teoriye göre, yüksek enflasyon bankacılık sektöründe paniğe neden olmaktadır. Bu durumda uygulanan sıkı para politikasının ekonomik etkinlik üzerindeki tesiri azalmaktadır. Bu politikalar ekonomik sistem içindeki sektörleri olumsuz etkileyerek krizlere neden olmaktadır.

-Aşırı Borç Birikimi Yaklaşım (Excessive Debt Accumulation Arising During Business Cycle Expansion): Fisher (1933), Kindleberger (1978) ve Minsky (1977) gibi ekonomistlerin yaptıkları çalışmalarda belirttiği üzere şirketlerin ve ülkelerin hızlı büyüme dönemlerindeki borç seviyesinin aşırı artması finansal krizin meydana gelmesinde önemli rol oynamaktadır. Bu kalıplar, iş döngüsünün normal bir özelliği olan borç ve finansal kırılganlık, finansal krizlerin, yükselen borcu kışkırtan bir pozitif şok ile bir kredi döngüsünü izlediğini, borç verenler tarafından riskin yanlış fiyatlandırılmasını ve negatif bir şokla delinerek bankacılık krizi ile sonuçlanmasına neden olmaktadır.

-Rasyonel Bekleyişler Yaklaşım (Rational Expectations Theories): Flood ve Garber (1982), Blanchard ve Watson (1982) ve Krugman (1979) yaptıkları çalışmalarda; kriz ortamını hazırlayan en önemli etkenin, fiyat değişimlerine bağlı olarak ortaya çıkan beklentiler olduğu belirtilmektedir. Fiyatı belirleyen unsur, ana etkenlerden bağımsız olmasına rağmen, fiyatlardaki değişim beklentisi geçmiş dönemdeki fiyat değişimlerine tabi ise paniğe sebep olabilmektedir.

-Belirsizlik Yaklaşımı (Uncertainty Theories): Bu teoride finansal krizlerin temelinde belirsizliklerin olduğu savunulmaktadır. Geleceğe ilişkin beklentilerin açıklanamadığı durumlarda karar verme üzerine yoğunlaşan bu teori Knight (1921), Keynes (1932), Schumpeter (1939) ve daha sonra Meltzer (1982), Guttentag ve Herring (1984) tarafından tartışılmıştır. Teoride gelecekteki getirilerin, olasılık dağılımları ile modellenemediği şartlarda karar almanın önemi üzerinde durulmuştur. Bu ekonomistler, finansal krizlerin tatmin edici bir şekilde açıklanmasında, belirsizliği tek etken olarak ele almamakta aynı zamanda zorunlu bir öge olarak görmektedirler. Belirsizlikle yakından bağlantılı ve neredeyse tüm finansal işlemlerde merkezi bir unsur güvendir ve güven kaybı, krizin özüdür (Shafer, 1986: 58).

-Kredi Tayinlaması Yaklaşımı (Credit Rationing Theories): Kredi tayinlaması bankacılık sisteminin istenilen krediden daha azını kullandırması veya kredi taleplerinin tamamen reddedilmesi nedeniyle kredi kısıtlamasına gitmesi durumunda ortaya çıkan durumdur. Guttentag ve Herring (1984) tarafından yapılan çalışmada finansal krizlerin nedeni olarak, kredi tayinlamasının sıkı kurallarına bağlı olduğu bir dönemin ardından, bu sınırlamaların çabuk bir şekilde kaldırılması sonucunda kredi talebinde ani ve çabuk artış görülmektedir. Bu yaklaşımda finansal krizlerin nasıl oluştuğunu açıklarken, belirsizlikten

kaynaklanan yanlış risk fiyatlandırması üzerinde de durmaktadır. Çeşitli kurumsal ve psikolojik kaynaklardan ve rekabetten kaynaklanan belirsizlikler altında ortaya çıkan bu çarpıtmalar, büyük bir şok olmadan uzun dönemler (felaket miyobu) ve ardından bir şok gerçekleştikten sonra aşırı risk ve ciddi risk tahminleri ile sonuçlanabilmektedir.

-Asimetrik Bilgi ve Acenta Giderleri (Agency-Cost) Yaklaşımı (Asymmetric Information and Agency Cost Theories): Stiglitz ve Weiss (1981), Mankiw (1986) ve Mishkin (2004) tarafından geliştirilen bu teori, kredi tayinlamasındaki çabuk ve şiddetli genişleme üzerine odaklanmakta fakat bir önceki teoriye göre değişik bir açıklama getirmektedir. Kredi tayinlamasındaki çabuk artış, faiz oranlarında veya piyasa belirsizliğindeki artışa karşı doğal bir reaksiyon olarak görülmektedir. Asimetrik bilgi olayı küresel kriz deneyimleri açısından üç başlık altında incelenebilir. Birincisi ekonomik ajanların tüm dünyayı etkisi altına alacak krizin başladığını asimetrik bilgi nedeniyle anlayamamaları; ikincisi asimetrik bilginin küresel krize yol açan bütün faktörlerde gözlemlenmesi; üçüncüsü ise küresel krizle mücadele için uygulanan politikaların gelecekte ahlaki tehlike yaratabileceği ve finansal istikrarsızlığa neden olabileceği şeklindedir (Vardareri ve Dursun, 2010: 141). Asimetrik bilgi ile oluşan ters seçim ve ahlaki tehlike problemleri krizin derinleşmesine neden olan evreleri besleyen en önemli faktördür. Özellikle, asimetrik bilginin sınırlanması, finansal krizlerin hafifletilmesi için gerekmektedir (Toprak, 2001: 101).

-Dealer Piyasası Çöküş Yaklaşımı (Vulnerabilities Of Dealer Market Theories): Bu teori, Davis ve Glosten /Milgrom tarafından yapılan çalışmaya göre asimetrik bilginin artmasına bağlı olarak, finans piyasası aracılarının piyasa yapıcılığındaki isteksizliklerinin olumsuz etkileri üzerine odaklanılmıştır. Daha çok finansal krizlerin bir yönü olan piyasa çöküşünü açıklamışlardır.

-Davis'in Kendi Finansal Piyasa Yapısı Yaklaşımı (Davis' Own Financial Market Structure Theory): Davis tarafından geliştirilen bu teori, deregülasyondan kaynaklanan piyasaya giriş engellerinin azalması, yeni piyasaların gelişmesi, yeni ürünlerin geliştirilmesi ve diğer etkenler üzerinde durmaktadır. Piyasa giriş engellerinin azaltılması nedeniyle rekabetin artması sonucunda kredi talebinde ortaya çıkan artış ve kredi standartlarının hafifletilmesine izin vererek krize zemin hazırlanmaktadır. Bu model, rekabetin öneminin vurgulandığı Guttentag / Herring (1984) çalışma modelinde olduğu gibi, Kredi Tayinlama

Teorisi'ni desteklemektedir.

2.2.Kriz Türleri

Finans ve para piyasalarının geliştiği 15. yüzyıl ortalarından itibaren finansal krizler vardır ve yeni bir kavram değildir. Krizlerin birçoğu kralların başlattığı savaşların neden olduğu bütçe açıklarını finanse etmek amacıyla, kraliyet sikkesinin altın ya da gümüş içeriğini azaltarak para ayarını düşürmesi sonucunda meydana gelmiştir (Reinhart ve Rogoff, 2010: 28). Yaşanan teknolojik gelişmeler neticesinde paranın ayarını düşürme yöntemi sistemdeki yerini kaybetmiştir. Fakat finansal krizler yüzyıllar boyunca hakimiyetini sürdürmüş ve halen günümüzde ülkelerde kendini göstermeye ve yayılmaya devam etmektedir. Finansal krizlerin standart özellikleri; döviz kurlarının aşılması, yabancı sermayenin çekilmesi, kısa vadeli borçların çevrilememesi, iç kredi sıkışıklıkları ve aracısızlaştırma sürecidir (Furman ve diğerleri, 1998: 1). Krizler, insanların sandığından çok daha sık gerçekleşmekte üstelik belirli tarihsel dönemlere ya da gelişmekte olan piyasa ekonomilerine özgü değildir (Gorton, 2017: 45). Sonuç olarak finansal krizler yeniden doğma, kendini gerçekleştirme ve bunalım süreci dönemleri itibariyle ortaya çıkmaya devam etmektedir.

Finansal kriz sürecindeki etkileri görmemiz gerekmektedir. Bu etkiler aşağıdaki dört başlık altında toplanmaktadır (Mishkin, 2001: 3).

- Faiz oranlarındaki artışlar,
- Belirsizliklerdeki artışlar,
- Bankacılık sektöründeki sıkıntılar,
- Varlık piyasasının bilanço üzerindeki etkileridir.

Yukarıda sayılan unsurlardan birinin ortaya çıkması, finansal krizleri harekete geçirebilirken, birden fazla unsurun bir arada olması krizi daha da derinleştirmekte ve süresini uzatabilmektedir. Tarih boyunca bütün finansal krizlerin ortaya çıkışı, son tahlilde hep açgözlülük ve aşırı güvene dayanmaktadır (Kansas, 2009: 7).

Gelişmekte olan ülkelerin deneyimlerine baktığımızda, uluslararası sermaye hareketliliğindeki artışın karışık bir nimet olabileceğini göstermektedir (Kim, 2000: 235). Uluslararası sermayenin gelişmekte olan ülkelere yönelmesi sonucunda ülkeler arasında borç verme ve borç alma, ülkelerin kendi sınırları içerisinde tüketimleri yumuşatmasına ve üretim alanındaki yatırım imkanlarının finanse edilmesine katkıda bulunmak gibi olumlu etkileri vardır. Ama aynı zamanda sermaye girişindeki artış, enflasyonu ve cari açığı artırma eğilimindedir. Sermaye girişi olan ülkede reel döviz kuru değer kazanırken, ekonominin ticarete konu olan malları uluslararası ticaret alanında rekabet gücünü kaybetmektedir. Hem cari açığın artması hem de reel döviz kurunun değerlendirilmesi ekonomiyi dış şoklara karşı daha hassas hale getirmektedir. Ülkeye uluslararası sermaye girişinde Ani Duruş olduğunda ise ekonomi cari işlemlerde ve reel döviz kurunda ters ayarlamalara geçilme zorunluluğu kendini göstermektedir.

Finansal kriz kavramının neyi ifade ettiği tartışmalı bir konudur. Bir finansal kriz, genellikle, kredi hacmi ve varlık fiyatlarında önemli değişiklikler, finansal aracılıktaki ciddi kesintiler, özellikle dış finansman arzı, büyük ölçekli bilanço sorunları ve büyük ölçekli hükümet desteğine duyulan ihtiyaç gibi olayların bir karışımıdır (Claessens ve Kose, 2013: 3). IMF tarafından finansal kriz türleri para krizi, bankacılık krizi, sistemik finansal kriz ve dış borç krizi olarak sınıflandırılmıştır (IMF, 1998: 74-75). Ekonomi literatüründe finansal kriz üçe ayrılır. Bunlar döviz, bankacılık ve dış borç krizleridir. Ancak pratikte bu tür krizlerin saf biçimleri yoktur ve teoride ekonomik ikiz krizler (para ve bankacılık sektörü krizleri) benzersiz bir kavramdır (Raluca ve Witowski, 2010: 33). Claessens ve Köse (2013)'ye göre, finansal krizler türleri likidite krizleri, borç krizleri, bankacılık krizleri ve Ani Duruş krizleri olarak ele alınmaktadır. Bu çalışmada finansal krizler; likidite krizleri, bankacılık krizleri, dış borç krizleri, sistematik finansal krizler ve Ani Duruş krizleri olarak ele alınmaktadır.

2.2.1. Likidite Krizleri

Likidite krizi, özellikle sabit döviz kuru sisteminde piyasa katılımcılarının taleplerini aniden ulusal para ile şekillendirilmiş aktiflerden yabancı paralı aktiflere kaydırılmaları sonucu, Merkez Bankasının döviz rezervlerinin tükenmesi şeklinde ortaya çıkan krizlerdir (Turgut, 2006/2007: 36). Likidite krizleri, bir ülkenin ulusal parasına olan güvenin kaybolması nedeniyle spekülasyon fonların ağırlıklı bir biçimde ülkeyi terk etmesiyle

başlamaktadır. Bir likidite krizi, para birimine yapılan spekülâtif bir saldırının sonucunda devalüasyona (veya ani değêr kaybına) yol açmakta veya yetkilileri büyük miktarda uluslararası rezerv harcayarak veya faiz oranlarını keskin bir şekilde yükselterek veya sermaye kontrolleri uygulayarak para birimini savunmaya zorlamaktadır (Claessens ve Kose, 2013: 12).

Likidite krizleri, kendi içerisinde döviz krizleri ve ödemeler dengesi krizleri olarak ikiye ayrılmaktadır. Döviz krizi aynı zamanda nominal değêr kaybı oranında %10'luk artış anlamına gelen en az %25'lik nominal döviz birimi değêr kaybı olarak tanımlanmaktadır (Frankel ve Rose, 1996: 2). Bu durumun döviz krizi olarak nitelendirilebilmesi için, paritede zorunlu bir değışim, sabit döviz kurunun terk edilmesi veya uluslararası bir kurtarma olması gerekmektedir (Bordo ve diğêrleri, 2001: 55). Döviz krizi sermaye akımı olmadan gerçêkleşmemektedir (Dorbusch ve diğêrleri, 1995: 255). Sermaye hareketliliğinin derecesi ve sermaye akımlarının ölçêğı keskin bir şekilde artmasına bağli olarak döviz krizlerinin görölme sıklığı ve şiddeti de artmaktadır (Berg ve Borensztein, 2000a: 3).

Döviz krizlerinin belirleyicileri şu şekilde sıralanabilir (Uzunoğlu, 2009: 26).

- Finansal alt yapının yeterli olmaması,
- Zayıf makroekonomik göstergeler ve hatalı iktisat politikaları,
- Ahlaki tehlike ve asimetric enformasyon olgusu,
- Piyasada yer alan kredi verenlerin ve uluslararası finansal kurumların hatalı his ve önsezileri,
- Beklenmedik olaylar ve tesadüflerdir.

Meksika (1994)'dan Güneydoğru Asya (1997) krizlerine kadar çeşitli döviz krizlerinde görüldüğü gibi, zayıf bankacılık sistemleri bağlamında devalüasyonlar ve özel sektördeki büyük döviz riskine maruz kalma, bankaların ve işletmelerin finansal sağlığına zarar vermekte ve gerçêk faaliyeti keskin bir şekilde bozmuştur (Berg ve Borensztein, 2000a: 20).

Ödemeler dengesi krizi yabancı para oranının artması ve yerli para miktarının azalması, yatırımcıların portföylerindeki kompozisyonunun değişmesi süreciyle ülkenin rezervlerinde spekülâtif saldırı görülmesi sonucunda hükümetin para biriminin değer kaybetmeye başlaması ve döviz kurunu savunamaması olarak tanımlanmaktadır (Krugman, 1979: 312). Portföy yatırımlarındaki bu aşırı dalgalanmalar, döviz kurları ve faiz oranlarında istikrarsızlıklara, döviz rezervleri düzeyine bağlı olarak da ödemeler dengesi krizlerine yol açacaktır (Esen, 1998: 63). Ödemeler dengesi krizinin eşlik ettiği Ani Duruş evreleri genel kuraldır. Sonuç olarak ödemeler dengesi krizinde sermaye hareketlerinde meydana gelen Ani Duruş (tersine dönüş) sonucunda ödemeler bilançosu açıkları artar, merkez bankasındaki rezervler azalır ve bu durum döviz kurunda hızlı bir artışa neden olmaktadır. Rezerv kayıpları bir an için ortaya çıkan olumsuz ekonomik durumu hafifletmektedir. Ancak Ani Duruş olgusu devam ettikçe uluslararası rezervler tükenmeye devam etmektedir. Ödemeler dengesi krizi sırasında merkez bankası piyasanın döviz talebini karşılamak için bir yandan piyasaya döviz sunarken, diğer yandan fon çıkışını caydırmak amacı ile faiz oranlarında artışa gidebilmektedir (Seyidoğlu, 1999: 583).

Bankacılık sistemi ne zaman bir likidite krizi ile karşılaşılrsa, şirketler ve kamu maliyesi üzerindeki etkisi son derece zararlıdır (Fischer, 2001: 10). Üstelik likidite krizleri ekonomide birçok problemleri de beraberinde getirmektedir (Demiray Erol, 2013: 100). Bu problemlerden birincisi aşırı değerli döviz kuru zamanla büyüme oranlarında düşmeye, istihdam ve gelir dağılımında aksaklıklara neden olabilmektedir. İkinci problem uzun vadeli finans ve döviz piyasalarında güven kaybı ortaya çıkmaktadır. Buna bağlı olarak ekonomideki kötümser beklentiler artmakta ve piyasalar krize karşı duyarlı hale gelmektedir. Üçüncü problem ise uluslararası mal ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi karşılığı beklentiler artmakta ve kurumsal düzenleme mekanizmaların devreye girmesi istenmektedir. Bu istekte serbest ticaret mantığına ters düşmektedir.

Para birimindeki çöküşe bir bankacılık krizi eşlik etmediği sürece, bir likidite krizinden bankacılık krizinden daha hızlı bir şekilde çıktığı görülmektedir (Calvo ve Reinhart, 1999: 15). Döviz krizlerinin büyük bir kısmını karakterize eden devalüasyonları takiben, ihracat nispeten hızlı bir şekilde ve ekonominin geri kalan bileşenlerinden daha önce toparlanma eğilimi göstermektedir (Reinhart ve Calvo, 1999: 13). Milesi-Ferretti ve Razin (2000) yaptıkları çalışmada, ticari açıklığı daha fazla olan ülkelerin, döviz kuru krizi yaşama olasılığını azalttığı sonucuna ulaşmışlardır. Gelişmekte olan piyasalardaki ekonomik

faaliyetin ve büyümenin çöküşünün arkasındaki temel faktörlerin işlevsiz iç politikalarından ve ciddi finansal kırılganlıklardan kaynaklanabileceği ve likidite krizlerinin sadece bir yan gösteri olabileceğini belirtmiştir (Calvo, 2003: 22). Catão (2005)'e göre tek tek ülkelerin uluslararası sermaye hareketlerinin faydalarından yararlanması ve sermaye hareketliliğinin yıkıcı para çöküşlerine ve rekabetçi devalüasyonlara dönüşme riskini en aza indirme kapasitesi, kritik olarak ülkelerin finansal ve parasal yönetimine ve yerel bankacılık sistemlerinin dayanıklılığına bağlıdır. Noy (2006)'a göre bir döviz krizi genellikle üretimi yaklaşık %2-3 oranında azaltırken, Ani Duruş Krizi'nin yaşandığı yılda üretimi %6-8 oranında azaltmaktadır. Diğer bir ifadeyle, Ani Duruş Krizleri döviz krizlerine kıyasla ekonomide çıktının büyümesi üzerinde ciddi olumsuz etkiye sahiptir. Hutchison ve Noy (2006) yaptıkları çalışmada, Ani Duruşların yaklaşık dörtte birinin bir likidite krizine, likidite krizlerinin ise yaklaşık yarısının bir Ani Duruşa eşlik ettiği bulgusuna ulaşmaktadır. Gelişmekte olan piyasalarda son dönemde yaşanan likidite krizlerinde hem portföy akımlarında hem de özel kredilerdeki yüksek geri dönüşler olduğunu göstermiştir (Sula, 2006: 10). Ticari açıklık, bir döviz krizi olasılığını azaltmaktadır (Cavallo ve Frankel, 2008: 1443). Glick ve Hutchison (2011)'in çalışmasının sonucunda daha fazla ticari entegrasyonunun bir ülkenin döviz krizi yaşama olasılığını azalttığını göstermiştir.

2.2.2. Bankacılık Krizleri

Bankalar likit yükümlülüklerle ilgili mevduat sözleşmelerini, ancak likit olmayan varlıklara kredi şeklinde yatırım yaptığında, kapanmaya ve tasfiyeye yol açabilecek işlemlere karşı savunmasızdırlar (Allen ve Gale, 1998: 1245). Mevduat sahiplerinin bankaların birçoğunun veya tamamının fonlarını aynı anda çekmeye çalışması durumunda bir finansal kriz veya bankacılık paniği ortaya çıkmaktadır. Bordo (2007) çalışmasında bankacılık krizini, bankacılık sisteminde sermayenin kısmen veya tamamen erozyona uğramasına neden olacak kadar şiddetli bir finansal sıkıntı zamanı olarak tanımlamaktadır. Bankacılık krizleri genellikle sermaye girişlerinde ve ekonomik faaliyette sürdürülemez bir patlamanın ardından ortaya çıkmaktadır (Reinhart ve Calvo, 1999: 15). Bankacılık krizi, bankacılık sisteminin, yükümlülüklerini yerine getirme konusunda başarısızlığa düşerek çökmesi durumudur. Bir krizden söz edilebilmesi için banka başarısızlıklarının münferit kalmayıp tüm bankacılık sektöründe veya hiç değilse onun büyük bir kısmında meydana gelmesidir. Bir diğer ifadeyle banka başarısızlıkları dalgasının tüm bankacılık sistemine duyulan genel güveni yok edebilecek kadar kuvvetli olması gerekmektedir. Bankacılık

krizlerinin gerçekleşme sıklığı, yüksek ve orta gelir düzeyinden düşük gelir düzeyine kadar uzanan ülkelerin tümünde dikkat çekecek derecede aynıdır (Reinhart ve Rogoff, 2010: 34). Küreselleşme ile bankacılık krizleri, likidite ve bankacılık krizlerinin birlikte görüldüğü “ikiz krizler” biçimine dönüşme eğilimdedir (Tuncel, 2012: 16). Birçok bankacılık krizi, Ani Duruş dönemleri ve likidite krizleriyle de ilişkilidir.

Finansal sistemin çoğunlukla yeniden yapılanmasına zemin hazırlayan süreç bankacılık krizleridir. Bankacılık krizleri, resesyonun tetikleyicisi olmak yerine, genelde bir derinleştirme mekanizmasıdır. Bu mekanizma üretimin büyümesinde servetlerin ters yüz edilmesi sonucunda banka kredilerinde bir dizi borç ödeyememe durumuna, üretimde düşüşlere ve geri ödeme sorunlarına yol açacak olan öteki banka kredilerinde sözlerin tutulmamasına neden olmaktadır (Reinhart ve Rogoff, 2010: 204). Bankacılık krizleri, hükümet harcamalarında dikkate değer artışlara ve vergi gelirlerinde ani azalmalara sebep olmaktadır.

Hemen hemen incelenen tüm bankacılık krizleri sermaye akımlarında olumsuz bir ters dönüşle ilişkilidir (Calvo ve Reinhart, 1999: 2). Bu ilişkiyi açıklamak gerekirse, banka krizlerinin ekonomik göstergeler üzerindeki etkileri yani çıktı, ithalat ve banka mevduatları üzerindeki etkileri daha kalıcı olumsuz sonuçlar doğurmaktadır. Bankacılık krizlerinin ardından ihracat, krizin başlangıcını takiben yaklaşık iki yıl düşmeye devam etmektedir (Reinhart ve Calvo, 1999: 13). Calvo ve Reinhart (1999)’e göre çalışmadan elde ettikleri sonuçlar, bankacılık krizlerinin ekonomik faaliyet üzerinde likidite krizlerinden daha kalıcı zararlı etkilere sahip olduğudur. Bankacılık krizlerinde zirveye ulaşmak genellikle bir buçuk yıldan biraz fazla sürer ve bazı durumlarda dört yıldan fazla da sürebilir (Calvo ve Reinhart, 1999: 3). Bu uzun süreli profil, kısmen, finans sektörü sorunlarının çoğu kez büyük bankalardan ziyade, daha riskli finans şirketlerinde başlamasından kaynaklanmaktadır (Calvo ve Reinhart, 1999: 14). Finansal sistemde kaldıraç kullanımının alanı arttıkça hem hane halkları hem de şirketler, daha düşük değerli varlıklara ve daha yüksek faiz oranlarına neden olan kötü ekonomik ya da politik şoklara karşı savunmasız duruma gelmektedir. Buna bağlı olarak temerrütler artmakta ve problemler çığ gibi diğer kurumlara yayılmaktadır. Bankacılık krizleri genellikle ödemeler dengesi sorunları (Kaminsky ve Reinhart, 1999) ve dış borç krizleriyle bağlantılıdır. Reinhart ve Rogoff (2010) yaptıkları çalışmada 1800-2007 yılları arasında uzun yılları kapsayan çalışmalarında sermaye hareketlerinde değişim ve ülke deneyimlerine göre yaşanan krizler sınıflandırılmış ve çalışma sonunda sermaye

hareketlerinin yoğun olduğu dönemlerde bankacılık krizlerinin arttığını tespit etmişlerdir. Genellikle bankacılık sektörü sorunları Ani Duruştan önce başlarken, ani sermaye akımının tersine dönmesi finans sektörü sorunları derinleştirmektedir. OECD (2011) tarafından yapılan çalışmada gelişmiş ve gelişmekte olan piyasa ekonomilerinden oluşan geniş bir örneklemin ampirik sonucu büyük sermaye girişlerinden sonra bir bankacılık krizi veya ani duruş olasılığının dört kat arttığını göstermiştir.

2.2.3.Dış Borç Krizleri

Ülkenin uluslararası borcu yoksa uluslararası bir borç krizi yaşama ihtimali yoktur. Dış borç krizleri hükümetin dış borç yükümlülüklerini kesin olarak yerine getirememesini içerir yani, bir başka ülkenin yasama onayı altında çıkarılmış, tipik olarak yabancı para birimi cinsinden ve çoğunlukla yabancı kredi kurumlarının verdiği bir kredi ödemesinin yerine getirilememesi anlamına gelmektedir (Reinhart ve Rogoff, 2010: 60). Detragiache ve Spilimbergo (2001)’e göre borç krizleri ya belirli bir gecikme düzeyi ya da temerrüt olayları ya da borç yeniden yapılandırma anlaşmaları olarak tanımlanmaktadır. Özellikle, bir ülke, yerel para birimi borcu (iç borç krizleri) veya ülke döviz borcu veya egemen döviz banka kredileri (dış borç krizleri) için temerrüt seviyelerine düşüşlerin meydana geldiği yıllarda borç krizleri yaşamaktadır (Broner ve diğerleri, 2013: 115). Genel olarak baktığımızda dış borç krizleri öncesinde genellikle ülkelere sermaye girişlerinde artışlar görülmektedir. Alınan dış borçların verimli alanlara aktarılamayarak tüketimde ya da yüksek riskli yatırımlara aktarılması borçlanma krizlerinin nedenlerindendir.

2.2.4.Sistemik Finansal Krizler

Kapitalist sistem içerisinde sebeplerine bağlı olarak farklı kriz çeşitleri zaman zaman ortaya çıkmaktadır. Bu krizler, talep yetersizliği nedeniyle oluşan krizler ya da sermaye birikiminin artışı sonucunda kar oranlarının düşmesine bağlı olarak oluşan krizler veya gereğinden fazla üretim artması ile ortaya çıkan krizler olarak sınıflandırılabilir. Küreselleşme ile krizlerin sebepleri değişmekte ve daha fazla finansal sistem krizlerine dönüşmektedir.

Claessens ve diğerleri (2004)’nin çalışmasına göre sistemik bir kriz, bir ekonominin kısa sürede büyük ölçekli bankacılık ve kurumsal sıkıntılarla karşı karşıya olduğu bir

durumdur. Sistemik finansal krizler, para ve banka krizlerini kapsamakta olup, finansal sistemin temel görevlerini etkin olarak yerine getirme yeteneğinde ortaya çıkan keskin ve önemli potansiyel bozukluklar olarak tanımlanmaktadır (Sevim, 2012: 9). Marshall (1998)'a göre sistemik finansal kriz, finansal sistemin tümünün ya da büyük bir kısmının çökmesidir. Ayrıca, sistemik krizler; kredi dağıtımı, ödemeler ve varlık değerlendirmesi gibi finansal sistemin önemli işlevlerini kesintiye uğratan ve reel ekonomi üzerinde olumsuz etkilere neden olan şoklar olarak da tanımlanabilmektedir (Yücel ve Kalyoncu, 2010: 56). Sistemik krizin sonucunda büyük ölçekli temerrütler, problemlili kredilerde keskin artışlar ve genellikle genel bir ekonomik yavaşlama kendini göstermektedir.

Sonuç olarak sistematik finansal krizde, istikrarsız piyasa hareketleri, ani bir likidite kaybı, korelasyonda ve piyasalardaki etkileşimde sert artışlar, yüksek volatilitte ve sistematik istikrarsızlıklar ortaya çıkmaktadır.

2.2.5. Ani Duruş (Sudden Stops) Krizleri

Akademik yazında sermaye girişlerinin tersine dönmesi “Ani Duruş - Sudden Stop” olarak adlandırılmıştır. Dornbusch ve diğerleri (1995)'nin çalışmasında Latin Amerika ve Meksika krizlerinde ülkeden sermaye girişleri üzerine yaptıkları değerlendirmeleri sırasında Ani Duruş kavramını ilk kez ifade etmişler ve böylece literatürde Ani Duruş kavramı yerini almıştır. Ani duruş kavramı, Calvo ve diğerleri, (2004) ve Edwards (2004a, b) tarafından popüler hale getirilmiştir. Rodrik ve Velasco (1999) çalışmasında Ani Duruş kavramını aynı zamanda “sermaye hesabının tersine çevrilmesi” olarak da adlandırmaktadır. Ani Duruş olgusu finansal krizi belirlemede bir yöntem olarak kullanılmıştır (Radelet ve Sachs, 1998: 43). Calvo (1998) çalışmasında, 1990'ların ikinci yarısında bu tür krizlerin artmasıyla birlikte, genellikle “sermaye hesabının tersine çevrilmesi” teriminin yerine “Ani Duruş” ifadesini kullanmaktadır. Ani Duruş Krizlerine örnek olarak 1994 Meksika Krizi, 1994 Türkiye Krizi, 1997 Güneydoğu Asya Krizi, 1998 Rusya Krizi, 2000/01 Arjantin krizi, 2000/01 Türkiye ve Küresel Finans Krizi (KFK) ve Covid-19 Sağlık ve Ekonomi Krizi'dir.

Uluslararası sermaye hareketleri bazen bir ülkenin finansal dengesini olumsuz etkileyen unsurlar arasında yer almaktadır. Sermayenin ekonomik sistem içinde serbest dolaşımı sonucunda sermaye, en çok kazanç sağlayacağı ülkeye giderek o ülkenin ekonomik büyümesinin desteklenmesine olanak sağlamaktadır. Fakat uluslararası sermaye

hareketlerinin istikrarlı olmadığı süreçlerde sermayenin giriş yaptığı ülke ekonomisi ciddi olarak olumsuz etkilenebilmektedir. Özellikle portföy yatırımları hem krediye ulaşımı kolaylaştırarak tüketimi artırmakta hem de yerel para biriminin aşırı değerlenmesi sonucunda iç ve dış talep arasında ayrışmaya yol açabilmektedir. Ülke ekonomisinin bu durumu, makroekonomik dengenin bozulmasına neden olabilmekte ve küresel risk iştahındaki ani değişikliklere karşı ekonominin kırılganlığının artması sonucunu doğurmaktadır. Buna bağlı olarak hem makroekonomik hem de finansal denge konusunda olumsuzluklar yaşanabilmektedir. Ülke ekonomisinde meydana gelen bu gelişmelere bağlı olarak ani sermaye çıkışları meydana gelmektedir.

Genel olarak yaşanan Ani Duruş Krizleri'ne bakıldığında ülkelerin ekonomik yapısındaki kırılganlığı artıran faktörler bulunmaktadır. Birincisi hem cari işlem açıkları hem de bütçe açıkları gibi makroekonomik dengesizliklerin devamlılık arz etmesi, ülkenin hem kamu borcunu hem de dış borç stokunun artmasına yol açmaktadır. Bu durum yatırımcıların ülke ekonomisinin borçlarını geri ödeme gücü konusunda tereddütlerini artırabilmektedir. İkincisi, ülke ekonomisinin mevcut açıkları kısa vadeli borçla finans edildiğinde ekonominin likidite ihtiyacında artışlara neden olmakta ve bunun sonucu olarak ülkenin kırılganlığı artmaktadır. Kırılganlığın artması ödemeler bilançosunun durumuna göre para, bankacılık ve borç krizi riskini artırmaktadır. Üçüncüsü, finans kesiminin temel taşı olan bankacılık sektöründe eksik düzenlemeler, örtük ve açık hükümet garantileri ile bankacılık sistemindeki diğer mikro ekonomik olumsuzluklar aşırı yatırım ve borçlanmaya neden olabilmektedir. Dördüncü, döviz kuru rejimlerinden sabit döviz kuru uygulanması durumunda, borç sahiplerinin para riskini düşük değerlendirmelerine bağlı olarak yabancı para cinsinden borçlanmada artışa neden olabilmektedir. Bu durumda yerel para biriminin değer kaybetmesine bağlı olarak borçları ödenemeyecek duruma getirebilmektedir. Beşinci, ülkedeki siyasi iktidarın doğru politikaları uygulayacağına ilişkin tereddütler, yatırımcının güvenini sarsarak sermayenin aniden ülkeden çıkma olasılığını artırabilmektedir.

Sula (2006) çalışmasında sermaye girişlerindeki büyük artışın neden tersine dönüş olasılığını artırsın sorusunu yöneltilmiş ve sermaye girişlerindeki artışlar ve ani bir duruş olasılığını iki kanal üzerinden sorunun cevabını teorik olarak açıklamıştır. Birincisi, yüksek sermaye girişlerinin para krizi olasılığı üzerindeki dolaylı etkisidir. Bu sermaye girişlerinin alıcı ülkenin ekonomik temellerinin kötüleşmesine neden olma etkisidir. İkincisi ise doğrudan etkidir. Sermaye girişlerinde hızlı ve büyük bir artış, ülkedeki ekonomik temeller

tarafından garanti edilmezse, girişlerin eninde sonunda aşağıya doğru ayarlanması gerekebilmektedir.

Uluslararası sermaye akımlarındaki dönemsel keskin ters dönüşler yani Ani Duruş yeni bir olgu değildir. 1930'ların Buhranı ile Bretton-Woods sisteminin 1971'deki çöküşü arasındaki dönemi bir kenara bırakırsak (sınır ötesi sermaye akımları üzerindeki sıkı kontrollerin dünya çapında hüküm sürdüğü), tarihsel literatürün büyük bir kısmında, uluslararası sermaye akımları pürüzsüz olmaktan çok uzaktır (Catão, 2005: 243-24). Gelişmekte olan ekonomilerde 1880 ile 1913 arasındaki Ani Duruş belirleyicileri ve çıktı etkileri üzerine yaptıkları analizde, olayların örüntüsünün 1990'ların deneyimine ve 21. yüzyılın ilk yıllarına önemli ölçüde benzediğini göstermektedir (Bordo ve diğerleri, 2010: 238). Finansal küreselleşme ile günümüzde birçok ülkenin sermaye girişleri yoluyla dış şoklara karşı oldukça savunmasız olması, yüzyıl önce de aynıydı.

Dornbusch ve diğerleri (1995)'nde genel olarak Ani Duruş kavramı uluslararası sermaye akımlarında keskin bir geri dönüş olarak ifade edilmektedir. Calvo (1998)' e göre Ani Duruşlar, bir para birimi/ödemeler dengesi krizinin sermaye akımlarında tersine dönme ile eşzamanlı olarak ortaya çıkması olarak ifade edilmiştir. Ani Duruş büyük miktarda yabancı sermaye girişi gerçekleşmekte olan bir ülkede sermaye girişindeki ani ve büyük azalma olarak tanımlanmaktadır. Ani Duruş sermaye girişlerinde ve cari işlemler dengesinde ani ve keskin dönüşler, büyük resesyon ve varlık fiyatlarında ve ticari mallara göre ticari olmayan malların fiyatlarında çöküş olarak tanımlanmaktadır (Mendoza ve Smith, 2004: 1).

Ani Duruş'un farklı kökenleri vardır (Guidotti ve diğerleri, 2004: 173-174). Bunlar bazen savaşlar, siyasi kargaşa ve bankacılık veya likidite krizleri gibi büyük iç şoklardan kaynaklanmaktadır. Diğer taraftan uluslararası faiz oranlarındaki değişiklikler, finansal piyasaların risk iştahındaki şiddetli dalgalanmalar veya bulaşma gibi dış koşullardan da kaynaklanmaktadır. Diğer durumlarda, sermaye akımlarındaki büyük değişiklikler, sadece birkaç eşit derecede uygulanabilir çoklu denge arasındaki hareketten kaynaklanan gerek yurt içi gerekse yurt dışı temellerden tamamen ilgisiz olabilmektedir.

Calvo ve diğerleri (2004) yılında yaptıkları çalışma da Ani Duruş'un oluşmasına sebep olan sürecin gelişmekte olan piyasaların dış kaynaklı finansman arzındaki büyük dalgalanmalarla karşı karşıya kalması ve bu duruma uluslararası finans piyasalarındaki eksik

yapının zemin oluşturduğunu belirtmişlerdir. Yani Ani Duruş uluslararası finans piyasalarındaki bir bozulmanın sonucudur. Ani Duruş (literatürde tanımlandığı gibi) gelişmekte olan ekonomilerden gelişmiş ülkelere göre dış finansman şoklarında daha iyi bir temsilcidir (Cowan ve diğerleri, 2008: 166-167). Guidotti ve diğerleri (2004) çalışmalarında Calvo ve diğerleri (2004)'te yaptığı çalışma ile aynı sonuca ulaşmaktadırlar. Edwards (2004)'e göre Ani Duruş'ların büyük cari hesap açıkları, kredi patlaması veya düşük döviz rezervleri olan ülkeler için daha olası olduğunu tespit etmektedir. Sula (2010) ve Agosin ve Huatia (2012) tarafından yapılan çalışmalarında büyük sermaye girişleri yani dalgalanmalar (surges) yatırım yapılan ülke ekonomisinin temellerini bozma ve dolayısıyla ani bir duruş olasılığını artırdığını belirtmişlerdir. İlk şok ekonomiye dışsal olsa da Ani Duruş'a dönüşüp dönüşmeyeceği yurtiçi finansal kırılganlıklara bağlıdır (Calvo ve diğerleri, 2006: 405).

Mendoza (2010)'e göre Ani Duruş'lardan önce genişleme dönemleri ve dış açıklar gelmekte ardından Ani Duruş'lar gerçekleştiğinde dış hesaplarda büyük resesyonlar ve tersine dönüşler ve ardından zayıf bir toparlanma izlemektedir. Calvo ve diğerleri (2004), Calvo ve diğerleri (2006) ve Mendoza (2006) çalışmalarına göre göre hem Ani Duruş'un boyutu hem de ekonomik etkileri bir ekonominin ticari açıklığı, bilançosunun yapısı ve iç politikaya duyulan güven gibi faktörlere bağlıdır.

Cavallo ve Frankel (2008)'e göre çalışmasında sermaye girişlerinde ani bir kesinti olan Ani Duruş, borçlu ülkeden alacaklılara bir kaynak transferini gerektirmektedir. Calvo ve diğerleri (2004)'e göre Ani Duruş, büyük düşüşler ve büyük finansal kesintilerle ilişkilendirilir ve önemli ölçüde daha düşük getiri, yatırım ve büyüme oranlarına yol açar. Ekonomiyi kritik borç seviyesinin ötesine iten herhangi bir şok, Ani Duruşu tetiklemektedir (Calvo, 2003: 23).

Ani Duruş, büyüme ve yatırımlar, önemli ölçüde düşük getiri oranları, büyük depresyonlar ve finansal aksamalarla ilgilidir (Calvo ve diğerleri, 2004:2). Calvo ve diğerleri (2002) çalışmasına göre, ekonomi dışı ne kadar açık ise, Ani Duruş olgusunun yarattığı ulusal para devalüasyonu bir o kadar düşük olacaktır. Literatür aynı zamanda, tüm ülkelerin Ani Duruş'lara benzer şekilde tepki vermediğini de belirtmekte, ortaya çıkan devalüasyonlar ve üretim daralmaları genellikle gelişmekte olan piyasalar arasında dramatikken, finansal olarak gelişmiş ülkeler bu yıkıcı etkilere çok daha dayanıklı olma eğilimindedir (Catão, 2005: 243-244).

Kaminsky (2008)'deki çalışmasında iç sorunların yokluğunda bile finansal entegrasyon sürecinin daha yüksek seviyede olması Ani Duruş riskini artırdığını savunmaktadır. Finansal entegrasyon ilke olarak Ani Duruş olasılığını artırmaktadır (Calvo ve diğerleri, 2008: 8). Ani Duruş Krizi, etkilenen ülkenin dışında, daha spesifik olarak, etkilenen ülkelerin yerel koşullarıyla ilgisi olmayan nedenlerle beklenmedik ve aniden duruş noktasına gelen dış finansman arzından kaynaklandığı anlamına gelmektedir (Cavallo, 2019: 11). Calvo ve diğerleri (2008) yaptıkları çalışmada Ani Duruş Krizinin nedenleri olarak, doğrudan yabancı yatırımdan daha çok portföy yatırımına ve bankalardan kısa vadeli fonlara daha fazla güvenerek rota belirleyen ülkeler için daha olası olduğu, yükümlülüklerin yabancı para cinsinden yüksek olmasının bir risk faktörü olduğu, entegrasyonun büyüklüğünün monoton olmayan bir etkiye sahip olduğu (orta düzeyde entegre olan ülkeler, dünyanın geri kalanıyla yalnızca sığ finansal bağları olan veya kapsamlı bir şekilde entegre olan ülkeler açısından daha büyük risk altında), daha büyük kamu açıklarına sahip ülkeler de Ani Duruş riski altında olduğunu göstermektedir. Borç vade yapısı ve para birimi önemli olmasına rağmen, sermaye girişlerinin çoğu doğrudan yabancı yatırım şeklini alsa bile sermaye piyasası krizleri yaşanabilmektedir (Calvo, 1998: 37). Ani Duruş Krizi'nde sermaye akımının durması ve geriye dönüşü krizin nedeni olarak kabul edilirken, diğer kriz türlerinde uluslararası sermaye akımının durması, krizin sonucu olarak kabul edilmektedir (Yiğit, 2015: 131).

Ani Duruş Krizi durumunda hem uluslararası net özel sermaye girişinde ani büyük bir düşüş hem de cari açıkta dikkat çeken bir düşme meydana gelmektedir. Ani Duruş Krizlerinin belirleyici özelliği, bir ülkenin en geniş net dış finansman ölçüsü olan cari hesapta büyük ve ani bir tersine dönmesi olayının gerçekleşmesidir. Sonuç olarak, uluslararası sermaye piyasalarına erişimin aniden kaybedilmesi sonucu ile karşı karşıya kalınmaktadır. Genellikle ülkede Ani Duruş olgusu gerçekleştikten sonraki süreç çıktıda keskin bir düşüşün eşlik ettiği, sonrasında finansal veya kur krizini de beraberinde getirmesidir. Yüksek faiz düşük kur politikası, portföy yatırımlarının bu ülkelere yönelmesini sağlamış; fakat hedeflenen kazancın mevcut durumla devam edemeyeceği ortaya çıktığında, büyük miktartlı, ani sermaye çıkışları krizlere neden olmaktadır (Çağlar, 2003: 56). Calvo (1998), Radelet ve Sachs (1998), Rodrik ve Velasco (1999), Hutchison ve Noy (2002), Calvo ve diğerleri (2004), Edwards (2005) çalışmalarında Ani Duruşu, bir kriz çeşidi olarak kabul edilmektedir.

Calvo (1998)'e göre yatırımcılar yaklaşan bir kriz riskini algıladıklarında, yerel para cinsinden varlıklara olan taleplerini düşürürler ve yabancı parayı yerel para cinsinden yükümlülöklere dönüştürmeye çalışırlar. Dünyada meydana gelmiş olan birçok Ani Duruş, uluslararası yatırımcıların fonlarını yatırım yaptıkları ölkede ekonomisinden çekmek için acele etmeleri sonucunda piyasa tepkimesidir.

1990'ların para ve bankacılık krizleri, sermaye hesabının serbestleştirilmesinin finansal istikrarsızlık riskini artırdığı inancını teşvik etmek için çok şey yapmaktadır (Eichengreen, 2003: 65). Birkaç istisna dışında, Ani Duruş'lar istemsiz ve bir döviz krizi ve çoğu zamanda bir bankacılık krizi ile ilişkilidir (Calvo ve Reinhart, 1999: 2). Birçok sistemik bankacılık krizi, geçmişte ve şu anda (2008 ABD küresel krizi istisnadır) Ani Duruş'larla ilişkilendirilmektedir (Reinhart ve Rogoff, 2010: 311). Ani Duruş süreci para birimi ve bankacılık krizlerinden önce gelme eğilimindedir. Örneğin Furceri ve diğerleri (2012) ve Zhao ve diğerleri (2014) çalışmalarında Ani Duruş sürecinin para birimi ve bankacılık krizlerinden önce geldiğini göstermişlerdir. Literatürde yapılan çalışmaların kanıtları, Ani Duruş'ların muhtemelen döviz kriziyle ve daha az ölçüde de bankacılık krizleriyle ilişkili olduğunu göstermektedir. Joyce ve Nabor (2009)'e göre Ani Duruş'ların 1/3'ünün bankacılık krizleriyle ilişkili olduğunu, tüm bankacılık krizlerinin ise sadece %10'unun Ani Duruş'larla ilişkili olduğunu bulmuştur. Kaminsky ve Reinhart (1999) çalışmasında bankacılık krizleri ve para birimi krizlerinin genellikle birincisiyle yakından bağlantılı olduğunu, ortalama olarak ikincisinden önce geldiğini göstermiştir.

Ani Duruş Krizi çoğunlukla para ve bankacılık krizleriyle aynı anda kendini göstermekle birlikte Ani Duruş Krizi diğer kriz türlerinden farklı olup ayrı bir finansal kriz türüdür (Samur, 2010: 90). Üstelik Ani Duruş'lar hem döviz krizleri ile beraber meydana gelmekte hem de döviz krizlerinin nedeni olmaktadır. Bu süreç hem içsel faktörlere (yapısal zayıflık vs.) hem de dış faktörlere (yatırım yapanların davranışı) bağlı olduğu vurgulanmaktadır. Ani Duruş Krizi hem para krizine hem de bankacılık krizine evrilmek zorunda değildir. Para ya da bankacılık krizi yokken de teorik olarak Ani Duruş Krizi meydana gelebilir. Hutchison ve Noy (2004)'e göre Ani Duruş Kriz'lerinin ekonomi üzerindeki olumsuz etkisi, normal bir para krizine göre kısa ömürlü fakat çok daha şiddetli ve serttir. Ani Duruş Krizi'nden normal ekonomik döngüye geçme süresi, 1970 sonrası krizleri konu alan deneysel çalışmaların sonuçlarına göre, karakteristik likidite krizlerinden çıkış süresine göre ortalama olarak daha kısa olmaktadır (Samur, 2010: 95). Dooley (2000)

alışmasında krizler durgunluğa yol atığında, ülkelerin bunlardan kaçınmaya daha fazla zen gösterdiklerini ve bu nedenle Ani Duruş'ların daha az olası olduğunu öne sürmüştür.

Ani Duruşlar Kriz'leri aynı zamanda karakteristik özellik olarak kümeler halinde gelmektedir. Örneğin; 1994 Meksika'da ortaya çıkan kriz, 1995'te Arjantin'de Ani Duruş Krizi'ni tetiklemiştir. Bu yayılma etkisine genellikle Tekila Etkisi denir (Korinek ve Mendoza, 2013: 2). 1997-98'de Güneydoğu Asya Krizi Kore, Malezya, Endonezya, Tayland, Singapur, Hong Kong ve Filipinler'i sarmıştır. 1990'lar sona ermeden önce dünya çapında Bulgaristan, şili, Kolombiya, Ukrayna'da Ekvador, Fas, Venezuela, Rusya ve Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomilerde Ani Duruşlar yaşanmıştır.

2.3.Dünyada Ani Duruş Krizleri

Kapitalizmin tarihi süresince, bilhassa da 1929 Dünya Ekonomik Krizi ve sonrasında sürekli yaşanan deneyimler göstermiştir ki; ekonomiyi ayakta tutmak adına aşırı parasal genişlemeye başvurulması, spekülatif davranışlara göz yumulması, gelişigüzel işlerin sonuçlarını başkalarına ödetme manasına gelen banka kurtarmaları, sonsuz garantilerin sunulması, ucuz kredilerle devlet destekli işletmelere yapılan iltimaslar sonucunda krizler kendini göstermiş ve toplum ağır sonuçlarla yüzleşmek zorunda kalmıştır (Acar, 2009: 20).

Finansal serbestleşme, gelişmekte olan ülkelerde, gelişmiş ülkelerden çok daha fazla dengesiz bir sürece sokmaktadır (Wyplosz, 2001: 3-4). Böylece hemen hemen tüm gelişmekte olan ülkeler, ciddi Ani Duruş'lara ve ülke risk primlerinde bir artışa maruz kalmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler, özellikle finansal serbestleşme sonucunda bir patlama ve çöküş döngüsünden geçme eğilimindedir. Gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ekonomilerden çok daha fazla şoklar karşısında savunmasız duruma düşmesinin nedeni ülkenin kendi yapısal zayıflıklardan kaynaklanmaktadır.

Finansal krizlerin tarihinde defalarca görülen şey eğer bir kaza olması bekleniyorsa o kazanın en sonunda gerçekleşmesidir (Reinhart ve Rogoff, 2010: 45). Dünyada yüksek sermaye hareketliliği ile gelişmekte olan ekonomilere uluslararası portföy yatırım paylarındaki küçük ayarlamalar bile sermaye akımlarında büyük dalgalanmalara neden olmaktadır (Edwards ve diğerleri, 2003: 32).

Uluslararası ekonomik düzende uluslararası sermaye akımlarında, varlık fiyatlarında ve kredi büyümesinde küresel bir finansal döngü vardır. Küresel finansal döngü (KFD), gelişmiş ülke merkez bankalarının küresel finansal kriz sonrası izlediği anlaşıma ile ilgili olmayan para politikalarına dayanarak gerçekleşen sermaye akımlarını, kredi büyümesinin ve varlık fiyatları ile beraber hareketini kapsamaktadır (Özdemir, 2019: 213). Barrot ve Serven (2018) çalışmasına göre, daha fazla finansal açıklık, daha derin finansal sistemler ve daha katı döviz kuru rejimleri, ülkelerin küresel finansal döngüye maruz kalmasını güçlendirir. Küresel finansal döngü, riskten kaçınma ölçüsü olan Volatilite Endeksi (VIX) ve piyasaların belirsizliği ile paralel hareket eder. Daha yoğun kredi girişi olan ülkelerin varlık piyasaları küresel sürecin getirdiği sonuçlara daha hassastır. Çünkü sermaye girişinin olduğu ülkelerin kendi makroekonomik şartları küresel finans döngüsü ile paralellik göstermemektedir.

Küreselleşme sonucunda uluslararası sermaye hareketlerinin artması sonucunda finansal krizlerin sayısı, sıklığı ve yıkıcı etkileri artmıştır. Hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler, Meksika Krizi (1994), Türkiye Krizi (1994), Asya Krizi (1997), Rusya Krizi (1998), Brezilya Krizi (1999), Türkiye Krizi (2001), Arjantin Krizi (2002), Küresel Finansal Kriz (2008) ve Covid-19 Ekonomi ve Sağlık Krizi gibi arka arkaya çok sayıda finansal krizle karşı karşıya kalmıştır. Bu krizlerin göze çarpan özelliklerinden biri, finansal sistemi bozan ve büyük ve çoğunlukla kalıcı çıktı kayıplarına neden olan sermaye akımlarının Ani Duruş'udur.

2.3.1.Meksika (Tekila) Krizi (1994)

Meksika, 1970' den itibaren 1976, 1982 ve 1994'te üç büyük ekonomik kriz geçirmiştir (Karabulut, 2002: 111). 1994 krizine giden yıllarda Meksika'ya önemli miktarda sermaye girişi olmuştur (Martinez,1998:6). Meksika'ya yönelen sermaye akımları, hisse senedi ve gayrimenkul fiyatlarında önemli bir artışa, toplam talebin çok belirgin bir şekilde genişlemesine, büyük bir dış cari işlemler açığına ve banka varlıklarının ve yükümlülüklerinin hızlanmasına katkıda bulunmuştur. Yıllarca süren makroekonomik istikrar ve yoğun yapısal reformlara bağlı olarak ülkeye akan sermaye akımları ekonominin bu olumlu vizyonundan etkilenmiştir. Bu sürece giden yol 1980'li yılların ortalarında ülkede özelleştirme ve finansal konsolidasyon programına girişilmesidir. Aynı zamanda büyük finansal reformlar gerçekleştirilmiş, dış borcunu yeniden müzakere etmiş ve Kuzey Amerika

Serbest Ticaret Anlaşması'nın (NAFTA) imzalanması da dahil olmak üzere ticareti açmak için ciddi çabalar sarf edilmiştir (Martinez, 1998: 7). Bu bağlamda, 1990 ile 1994 yılları arasında ülkeye eşi görülmemiş miktarlarda sermaye akması sonucunda toplam tutar 104 milyar dolara ulaşmış ve bu dönemde ülkeye akan sermaye tutarı gelişmekte olan ekonomilere yönelik toplam sermaye akımının %20'sidir (Martinez, 1998: 7).

Genel olarak Meksika ekonomisine bakıldığında 1994 yılında başlayan ekonomik çöküşü ülkenin aşına olduğu bir olay gibi görünmektedir. Gelişmekte olan dünyanın yıllıklarında döviz kuru rejimlerine bağlı başarısız istikrar planlarının bölümleri bol miktarda bulunur ve özellikle Meksika'da bu durum 1976'dan beri her başkanlık seçimiyle aynı zamana denk gelen tekrarlayan bir olaydır (Korinek ve Mendoza, 2013: 2). Meksika (Tekila) Krizi yine de ekonomik yapısında tekrar eden döngüden farklıydı. Çünkü küresel finansal sistemin yeniden oluşturulması yeni bir finansal istikrarsızlık sürecinin çıkış noktasıydı. 1990'larda dünya çapında gelişen piyasaları kasıp kavuran ve şu anda Ani Duruş'lar olarak adlandırdığımız benzer olayların ilk örneğiydi (Korinek ve Mendoza, 2013: 2). Meksika (Tekila) Krizi, 1982 Meksika'nın moratoryumu ve uluslararası borç sorunlarını tekrar gündeme gelmesine neden olmuştur. Yükselen piyasa ekonomilerine sermaye akımının dramatik olarak geri dönüşlere maruz kalma deneyimi 1994 yılı sonundaki Meksika para krizidir ve bu durumdan birçok Latin Amerika ülkesi etkilenmiştir. Meksika Krizi (1994) hem gelişmekte olan hem de gelişmiş ekonomileri etkileyen bir dizi finansal krizin öncü ayağı olmuştur.

1990'ların başından itibaren gelişmekte olan piyasalara yönelik sermaye girişine ilk darbeyi vuran Meksika (Tekila) Krizidir. Özellikle 1994 yılında Meksika Arjantin ve Brezilya problemleri karşı karşıya kalmış, bu süreçten en çok Meksika etkilenmiştir. Deprem ve yüksek enflasyon, başkan adayının katledilmesi, köylü isyanları, büyük miktarda sermayenin yurtdışına kaçmasına ve pezonun değer kaybetmesine sebep olmuştur. 1994 yılında pezonun değer kaybetmesine neden olan iki sebep daha vardır. Bu sebepler bir tanesi yerel sermayenin kaçıışı diğeri ise Amerikalı yatırımcıların ülkede yatırım yapma inancını kaybedip paralarını çekmeleridir. Ülke içerisindeki politik problemler ve suç olaylarının artması ekonomiye yönelik beklentileri olumsuz etkilemiştir. Dünya faiz oranlarındaki yükseliş ve gelişmiş ülkelerdeki ekonomik iyileşme Meksika'ya yönelik yabancı sermaye girişlerinde sert bir düşüşe sebep olmuştur. Sachs ve diğerleri (1995)'ne göre Meksika Krizi üzerine araştırmalarında sermaye akımları hareketliliğinin krizde önemli rol oynadığı

sonucunu bulmuşlardır. Kriz sonucunda ülkeye yönelen portföy yatırımları azalmış ve 1994 yılında 8.544,70 milyon ABD doları ve 1995 yılında 4.150,20 milyon ABD doları portföy yatırımı ülkeden çıkış yapmıştır (Balance of Payments-BPM5basis (startdate:1980)(CE139)(<https://www.banxico.org.mx/SieInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?accion=consultarCuadro&idCuadro=CE139&locale=en>. 20.02.2020) Ani Duruş Meksika’da para krizine neden olmuştur. Meksika krizi hem sermaye akımının makroekonomik yönetimi hem de sermaye hesabı ve finans sektörünün serbestleşme tarzı ve hızı ile ilgilidir (Griffith-Jones, 1997: 31). Ülkeye yabancı sermaye girişleri durmuş, cari işlemler açığı büyümüş ve rezervler azalmıştır. Reel faizler ve nominal faizler dikkat çekecek ölçüde yükselmiştir. Eş zamanlı olarak birkaç ülkede varlık fiyatlarında ve döviz değerlerinde keskin düşüşler ile kendini göstermiştir. Sonuçta büyüme negatif (Ülkenin GSYİH’si 1995 yılı boyunca %6,2 azalmış) finansal sistemi ciddi bir baskı altında almış, işletmelerin ve hane halklarının çoğalan borç sebebi ile reel gelirleri düşmüş ve belli bir süre sonra bankacılık sektöründeki kriz kaçınılmaz bir sonuç olmuştur (Seyidoğlu ve Yıldız, 2006: 217-218). Meksika krizinde, TÜFE birimlerinde reel sermaye fiyatları %29, cari işlemler hesabı GSYH’nin %5,2 puan artmış, sanayi üretimi yaklaşık %10 düşmüş ve tüketim %6,5 azalmıştır (Mendoza ve Smith, 2004: 1). 1995’te Meksika GSYİH’sinin %7, tüketimin %17’nin üzerinde ve yatırımın %30 düştüğünü vurgulamak önem arz etmektedir (Griffith-Jones, 1997: 31). Tüm bu olumsuz sonuçlara rağmen Mendoza (2004) ve Mendoza (2002)’ya göre 1995 Meksika Ani Duruş’unun bir resesyona, cari açığın tersine dönmesine ve Meksika ekonomisindeki tipik bir döngüsel gerileme dönemini büyük ölçüde aşan fiyat düşüşlerine neden olduğunu göstermektedir. Mendoza ve Smith (2002a)’e göre Meksika krizinde hisse senedi fiyatları %50’den fazla düşmüştür. Calvo ve diğerleri (2003)’teki çalışma sonucuna göre Meksika Krizi, Latin Amerika’ya sermaye akımlarında yalnızca geçici bir tersine dönüş yaratmış ve etkileri kapsamlı olarak sınırlı kalmış ve esas olarak Arjantin’i etkilemiştir. Meksika, ABD’nin kararlı önderliğindeki uluslararası destek sayesinde durumu tersine döndürmeyi ve istikrar ve ekonomik büyüme için sağlam bir zemin oluşturmayı başarmıştır (Henderson, 2000: 74). Meksika Krizi, sermaye piyasalarında finansal kargaşa ve diğer gelişmekte olan piyasalara finansal bulaşma yaratsa da kısa ömürlü olduğu ve uluslararası yardımla kontrol altına alındığı kanıtlamaktadır (Cavallo, 2019: 2).

Calvo ve Reinhart (1996)’e göre Meksika krizinin ardından, Asya ve Latin Amerika’daki birçok ülke para birimlerine yönelik spekülasyon saldırılar, hisse senedi piyasalarında keskin düşüşler ve uluslararası sermaye piyasalarından borçlanma

koşullarında bir bozulma yaşanmıştır. Calvo ve Reinhart (1996) çalışmasında Meksika krizinden en çok etkilenen üç ülke olan Arjantin, Brezilya ve Filipinler arasındaki tek ortak bağın, sağlam makroekonomik yönetimde yerleşik bir geçmişe sahip olmama ve başarısız istikrar planlarının zengin bir geçmişi gibi görünmektedir. Calvo ve Mendoza (1996b)'e göre Meksika Krizi, çoğu durumda (Arjantin ve Hong Kong istisnalarıdır) uluslararası rezervlerin kaybı neredeyse tamamen yerel krediden kaynaklanmaktadır.

Bu krizden çıkarılacak dersler şöyle sıralanabilir:

- Calvo ve diğerleri (2002)'e göre Meksika deneyiminden çıkarılan önemli bir ders, ülkelerin finansal olarak daha önce düşünüldüğünden daha kırılgan olmasıdır. Geleneksel kırılganlık göstergeleri (cari işlemler açığının büyüklüğü ve rezerv stoku gibi) tarafından verilen uyarı sinyallerinin, parasal ve borç dengesizlikleri gibi finansal kırılganlık göstergeleriyle tamamlanması gerektiği sonucu çıkmaktadır (Calvo ve Mendoza, 1996a: 174).
- Meksika Krizi, çok açık ekonomilerde, sermaye akımlarının oynaklığı nedeniyle geçmişe göre çok daha yüksek döviz rezervlerine sahip olmanın gerekli kılmaktadır (Griffith-Jones, 1997: 33). Oynaklığın, risk çeşitlendirmesi, teknoloji transferleri ve kaynak tahsisinde artırılmış verimlilik avantajlarıyla birlikte gelen küresel ekonominin kaçınılmaz bir özelliği olduğunu göstermekte ve artıları ve eksileri dengelemek zor olmakta, ancak iç politika ve uluslararası kurumlar risklerin azaltılmasında kilit rol oynayabilmektedir (Calvo ve Mendoza, 1996a: 174). Portföy sermaye akımları oldukça değişken olabilmektedir. Özellikle, kısa vadeli sermaye akımları son derece istikrarsızlaştırıcı olabilmektedir (Edwards, 1999: 3).
- Sürdürülebilir olmayan cari açıklardan özellikle daha uzun süreler için (bir veya iki yıldan fazla) kaçınılmalıdır (Griffith-Jones, 1997: 32). Özel fonlarla finanse edilse ve kamu maliyesi kontrol altında olsa bile çok büyük cari açıklar önem arz etmektedir (Edwards, 1999: 3).
- Döviz kuru esnekliğinin bir miktar enflasyonist etkisi olsa da daha fazla döviz kuru esnekliği üretim ve istihdamdaki düşüş riskini de azaltmaktadır (Griffith-

Jones, 1997: 32). Sabit döviz kurları çok yüksek enflasyonların sona erdirilmesinde sıklıkla yardımcı olmakta (1988'de Meksika'da olduğu gibi), ancak istikrar sağlandıktan çok sonra muhafaza edilirlerse tehlikeli hale gelmektedirler. Yüksek enflasyon sona erdikten sonra, sabit döviz kuru rejiminden dalgalı, hareketli sabit veya sürünen bant gibi daha esnek döviz kuru rejimine geçmek akıllıca bir karardır (Sachs ve diğerleri, 1995: 3-4).

- Borçların ağırlıklı olarak hangi döviz cinsinden olduğu ve vade yapısı önemli olmaktadır (Griffith-Jones, 1997: 33). Para birimini savunmak için yabancı para cinsinden borç vermek, döviz kuru sabitinin terk edilmesi durumunda son derece maliyetlidir (Edwards, 1999: 3).
- Sabit (veya çok katı) döviz kurları tehlikelidir; reel döviz kurunun aşırı değerlendirilmesi ölümcül olabilmektedir (Edwards, 1999: 3). Ayrıca, merkez bankaları, katı döviz kurları bağlamında uluslararası rezerv kayıplarını sterilize etmekten kaçınmalıdır (Edwards, 1999: 3). Önceden ilan edilmiş bir döviz kuru sabitine bağlı kalmak, ilan edilen politikanın güvenilirliğini artırmamaktadır. Bir sabitleyicinin güvenilirliği, yalnızca politika yapıcıların sağlamlığının sinyallerine değil, aynı zamanda sabitleyiciyi savunma yeteneklerine de bağlıdır. (Sachs ve diğerleri, 1995: 3-4).
- Bankalar yakından denetlenmeli; zayıf bankalar bulaşmayı davet etmektedir. Zayıf bankaların mevcudiyeti, yetkililerin faiz oranlarını makroekonomik bir araç olarak kullanma kabiliyetini azaltacak ve muhtemelen bir para krizini büyüteceklerdir (Edwards, 1999: 3).
- Finansal işlemlerde şeffaflık, yatırımcılar arasında güven oluşturmak için önemlidir. Zamanında ve doğru bilgi esastır (Edwards, 1999: 3).
- Bir finansal krizden kaçınmak için bir ülkenin düşük borç / GSYİH oranlarına sahip olması anlamında çözücü olması yeterli değildir. Bir hükümet, kendi likit rezervleri kısa vadeli yükümlülükleri karşılamak için gereken seviyelerin altına düşerse likidite krizine maruz kalabilmektedir. Bu tür bir krizin, yerel borçlardan ziyade yabancı para cinsinden borçları içermesi daha olasıdır, çünkü merkez

bankası tipik olarak yerel devlet borçlarına ilişkin olarak son kredi mercii olarak hareket edebilmektedir (Sachs ve diğerleri, 1995: 3-4).

- Kısa vadeli yükümlülükler, ticari bankacılık sistemindeki kısa vadeli mevduatlar gibi şarta bağlı yükümlülükleri de içermektedir. Çünkü piyasalar haklı olarak hükümetlerin nakit sıkıntısı çeken bankalara likidite sağlamaya zorlanacağını beklemektedir (benzer şekilde, Arjantin hükümeti bir likidite kriziyle karşı karşıya kalmıştır) (Sachs ve diğerleri, 1995: 3-4).

2.3.2. Türkiye Krizi (1994)

Türkiye ekonomisinin 1980'lerin sonuna doğru problemler yaşadığı ortada olan bir gerçektir. Bu problemleri çözme konusunda ekonomik istikrar programının uygulanmaya geçilmemiş olması (ki bunun esas sebebi siyasi hükümetlerin en büyük kâbusu olan döviz probleminin çözülmüş gibi görünmesidir) sonucunda 1994 yılı başında Türkiye tekrar bir ekonomik krizin içine girmiş, uzun bir süre dengeli görünen dolar-TL paritesi ciddi olarak bozulmuş, enflasyonist beklentiler önemli ölçüde artmış ve Hazine içeride borçlanmaz vaziyete gelmiştir (Eğilmez, 2017: 71). 1991 yılında başlayan Körfez Savaşı ve aynı yıl yapılan seçim ülke ekonomisinin kötüye gitmesine neden olmuştur. 1989 yılında sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle ülkeye sermaye girişi hızlanmış fakat Körfez Savaşı'nın sonucunda 1991 yılında sermaye çıkışı olmuş, 1992 yılında sermaye girişleri hızlanmış, 1993 yılında bu ivme devam etmiş fakat 1994 yılında sermaye yurtdışına çıkış yapmıştır. Bu krizin oluşmasına esas teşkil eden unsur kısa vadeli yabancı sermaye girişleri neticesinde ortaya çıkan parasal genişleme ve bu genişleme finansmanının genellikle kısa vadeli dış borçlanma yoluyla sağlanmasıdır. 1994 ekonomik krizine zemin hazırlayan faktörler arasında yüksek reel faiz oranları, ekonomik ve siyasi yapıdaki istikrarsızlıklar, kamu dengelerinde ortaya çıkan bozulma gösterilebilmektedir. Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'nin kredi notunu sürekli düşürmesi sonucunda dış finansman olanağı da kalmayınca hükümet bir ekonomik istikrar programını uygulamaya geçirmiş ve peşinden IMF ile Stand-by (Uluslararası Para Fonu'nun, normalde bir finansal krizden kaynaklanan finansal yardıma ihtiyacı olan bir üye ülkeye finansal yardım içeren ekonomik bir programı) (https://en.wikipedia.org/wiki/IMF_Stand-By_Arrangement)(22.06.2020) düzenlemesine gidilmiştir.

1994 Türkiye krizi, Ani Duruş Krizi'dir. Ani Duruş Krizi sonrasında tüketimde, yatırımda ve milli gelirden düşüşler olmuştur. İstanbul Menkul Kıymet Borsası (İMKB) endeksinde büyük düşüşler ve banka kredilerinde daralmalar yaşanmıştır. Cari işlemler hesabında keskin geri dönüşler gerçekleşmiş ve bu durum ithalatta daralmalara ve ihracatta artışlara katkıda bulunmuştur. 1994 krizinde reel faiz oranları yükselmiş, uluslararası rezervler azalmış ve Türk Lirası değer kaybetmiştir. Ani Duruş Krizi'ne hem para hem de bankacılık krizi eşlik etmiştir.

2.3.3. Güney Doğu Asya Krizi (1997)

Kriz varlığını göstermeden önce bölge ekonomilerinin durumu (Reinhart ve Rogoff, 2010: 68) aşağıdaki gibi özetlenebilir.

- Hane halkının, hükümetlerin finansal sıkışıklık durumunda güvenilecekleri derecede olağandışı yüksek tasarruf oranları vardı,
- Hükümetler borçlanmanın büyük kısmını özel kesimlerden yapabilecek kadar göreceli güçlü finansal konuma sahipti,
- Para birimleri dolara yarı sabitlenmiş durumdaydı ve yatırımları emniyette tutuyordu,
- Asya ülkelerinde hiç finansal krizi olmayacağı düşünülüyordu.

1980'lerin sonundan 1997 başlarına kadar Asya ülkelerinin (Endonezya, Güney Kore, Malezya, Filipinler, Tayland, Singapur ve Hong Kong'a) çoğunun gelişimi, bu ülkelere net sermaye girişlerinin çok hızlı olması büyümelerine katkıda bulunmaktadır (Martinez, 1998: 6). Ülkelerin parlamaları mucize diye tanımlanmış ve diğer gelişmekte olan ülkelere örnek olarak gösterilmektedir. Ama gelişmekte olan piyasalara sermaye girişi nedeniyle ikinci darbeyi vuran kriz Güney Doğu Asya Krizi'dir. Çok daha şiddetli olan sermayenin tersine dönüşü, dünyanın başlıca finansal piyasalarını etkisi altına alan Güney Doğu Asya Krizi 1997 yılının haziran ayında Tayland'ın gözden düşmesinden sonra kendini göstermektedir. 1 Temmuz 1997 tarihinde Tayland Bahtı devalüe edilmiştir. Asya'daki birkaç kriz arasında yer alan Tayland krizi ilk olarak tarihe geçmiştir. Bölge ülkelerinden Tayland'da krizin belirginleşmesinde başlıca faktör ise; 1987-1995 arasında hızla büyüme gösteren ekonomide

kısa vadeli kredilerle uzun vadeli yatırımların finanse edilmesidir (İMKB Araştırma Müdürlüğü, 1998: 5). Akademik çevrelerde 1997-1998 yıllarında Asya ülkelerinde yaşanan krizin oluşmasında, yüksek tutardaki kısa vadeli dış borçlanmanın da büyük bir etkisinin olduğu hususu genel kabul görmüştür (Kines, 2018: 47). Dünya küresel krizin eşiğine gelmiş kısa süre içinde birçok ülke yıllar boyu geriye gitmiş, ekonomik dengesizlikle birlikte politik dengesizlikler yaşanmıştır (Seyidoğlu ve Yıldız, 2006: 181). Uluslararası finans piyasaları özünde oldukça istikrarsızdır veya başka bir deyişle, Güney Doğu Asya Krizi, Asya kapitalizmi için olduğu kadar Batı kapitalizminin de krizidir (Radelet ve Sachs, 1998a: 3).

1997 Temmuz’unda ansızın ortaya çıkan Güney Doğu Asya Krizi, özellikle krizin bulaştığı ülkelerde, ekonomilerin daralmasına, borsaların dip yapmasına, işsizliğin yükselmesine, uluslararası saha da kredi akım hızının yavaşlamasına, işletme ve banka iflas sayısının artmasına hem ulusal hem de uluslararası piyasalar da faiz oranlarının hızla artmasına ve uluslararası düzeyde ticaret hacminin azalmasına neden olmuştur (Turan, 2011: 61). 1997 Güney Doğu Asya Krizi; Endonezya, Kore, Malezya, Filipinler, Tayland ve Hong Kong’u (en çok sarsılan) etkisi altına almıştır. Ardından Asya’nın diğer genç kaplanları olarak tanımlanan Malezya, Endonezya ve Filipinler de ihracattaki rekabetlerini korumak amacıyla para birimlerini devalüe etmişlerdir. Calvo ve Reinhart (1996)’e göre Latin Amerika’da olduğu gibi, tüm ülkeler aynı derecede veya süreklilikte baskı yaşamamış ve çoğu durumda spekülatif saldırı birkaç gün sürerken, Filipinler örneğinde baskılar mart ayına kadar devam etmiştir.

Malezya, Tayland Güney Kore ve Endonezya’nın yüksek büyümesine rağmen verimliliğin azalması ve dışa bağımlılığın artması Güneydoğu Asya Krizinin temel nedenleri arasındadır (Cihangir Kurt, 2019: 22). Diğer neden ise ekonomik yapıdaki en zayıf nokta Asya’daki döviz kurlarının dolara sabitlenmiş olmasıydı ve bu sabitlemenin hiçbir esnekliğe sahip olmamasıydı. Kur politikasının bu şekilde tercih edilmesi bölgeyi krize karşı çok fazla savunmasız bırakmış ve krizde tam bu noktada ortaya çıkmıştır. Sabit kur sisteminin, sermaye hareketlerinin yüksek seviyelerde olduğu pozisyonlarda başka ekonomi politikalarının kullanımını sınırlandıracağı dikkate alınmış olsa idi ve kurun daha çok dalgalanmasını sağlayan yönetimli dalgalanma sistemi uygulanmış olsaydı daha olumlu sonuçlar doğabilirdi (Eichengreen ve diğerleri, 1998: 3-4).

Asya ekonomilerinin sermaye hesabı kontrollerini gevşetmesi ve banka ve işletmelerin yurtdışına borçlanmasına olanak sağlanmıştır (Bhagwati, 1998: 8). Sermaye akımındaki tersine dönüşten en çok etkilenen Asya ekonomileri, dünyanın en dışa dönük ülkeleri arasında yer almakta ve bu konuda diğer ülkelere örnek olarak gösterilmekteydi (Rodrik, 1999: 83). 1997 Güney Doğu Asya Krizi, Krugman (1998) makalesinde belirttiği gibi döviz krizinden ziyade Güney Asya Krizinin sermaye krizi olduğu ifade edilmiştir. Lopez-Meija (1999)'e göre Asya krizinin kısa vadeli sermaye akımlarının etkili oynaklık derecesinin bir işareti olduğunu göstermiştir. Asya ekonomilerine özel sermaye girişleri 1994 yılında 40,5 milyar dolardan 1997 yılında 90,3 milyar artmıştır (Radelet ve Sachs, 1998: 2). Mendoza ve Smith (2002) ve Mendoza ve Smith (2006b) çalışmalarına göre Güney Kore'nin 1997 Sonbaharındaki Ani Duruşu, GSYİH'nın neredeyse %11'ini oluşturan büyük cari hesap tersine dönmesiyle ve dünya finans piyasalarında yaygın bulaşma ile öne çıkmaktadır. Krizin vurduğu beş Doğu Asya ekonomisi (yani Endonezya, Kore, Malezya, Tayland ve daha az ölçüde Filipinler) 1997 ile 1998 arasında yaklaşık 105 milyar dolarlık bir tek yıllık sermaye geri dönüş deneyimlemiştir (Bird ve Rajan, 1999: 1). Calvo ve diğerleri (2003) çalışmasına göre likidite krizlerinin sadece tahvil borcu durumunda değil, aynı zamanda ister yerel bankacılık sistemi aracılığıyla aracılık edilsin ister doğrudan yerel işletmelere tahsis edilen banka kredileri durumunda da bir olasılık olduğu bu krizle ortaya çıkmaktadır. Calvo ve diğerleri (2003) çalışmasında, Güney Doğu Asya Krizi, emtia fiyatlarını düşürerek ticaret kanalları yoluyla Latin Amerika'yı vurmuştur. Calvo ve Reinhart (2000) çalışmasında, 1995-1997'de Asya'daki para ve bankacılık krizlerinin, bankacılık kurtarma maliyetleri ve sermaye hesabının tersine dönüş boyutu açısından Latin Amerika'daki en keskin krizlerden daha şiddetli olduğundan bahsetmektedir. Güney Doğu Asya Krizi, istikrarlı görünen ancak geçici olduğunu kanıtlayan sermaye girişlerine güvenme risklerinin altını çizmektedir (Carney, 2019: 2).

2.3.4.Rusya Krizi (1998)

1995 yılından itibaren Rusya, döviz kurunu bir bant aralığında tutma politikası sonucunda dengeli bir sürece girmiştir. Baig ve Goldfajn (2000)'e göre siyasi kargaşa ve dış çevredeki bozulma, Rusya'nın ekonomik kırılganlığını kontrol altına alma becerisine dair artan şüpheler yarattığı için bu politikanın sürdürülemez olduğu belirmektedir. Temelde yer alan finansal problemlerin çözülmemesine bağlı olarak, 1998 ortalarında ansızın ortaya çıkan ciddi bir finansal kriz kendini göstermiştir. Bu kriz Rusya ekonomisinin kurumsal

zayıflığından ülkedeki mali ve döviz politikalarının tutarsızlıklarını içine alan çok boyutlu bir finansal krizdir (Medvedev, 2001: 6). Rusya'nın Ağustos 1998 krizi, yükselen sermaye piyasalarının gelişmesinde bir kilometre taşı temsil etmektedir (Calvo ve diğerleri, 2003: 8).

Bağ ve Goldfajn (2000)'ın çalışmasına göre, 1996-97 yılları sürecinde Rusya, federal düzeyde GSYİH'nin %7-8½'si kadar büyük finansal açıklar vermeye devam etmiştir. 1997 yılının sonlarından itibaren, ödemeler dengesindeki bozulmaya tepki olarak yurt içi faiz oranları keskin bir şekilde artırılmıştır. Ruble Ağustos 1998 ortasına kadar kendi bandında başarılı bir şekilde korunurken, finansal düzenlemelerin olmaması nedeniyle büyük dış rezerv kayıpları oluşmuştur. Yatırımcıların devlet borç piyasasından çekilmeye devam etmesi sonucunda uluslararası rezervler hızla düşmüştür. Ve ciddi bir nakit akımı sorunuyla karşı karşıya kalan yetkililer, Rublenin Eylül ayı başlarında dalgalanmasına izin vermiştir.

Portföy yatırımları, Ruble dolar koridorunun 1995 yılında kurulmasıyla ülkeye giriş yapmaya başlamıştır. Uluslararası sermaye hareketlerinin yükseliş gösterdiği dönemlerde, 1990'ların başında Latin Amerika'ya yelken açan, yüksek büyüme oranlarını ve büyük cari açıkları finanse eden büyük sermaye girişleri, Rusya'nın Ağustos 1998'de kısmi dış borcunu geri çekmesinin ardından aniden duruş noktasına gelmiştir (Calvo ve diğerleri, 2003: 8). Rusya Krizinin temel nedenleri; ülkenin Batıyla uyumu sürecinde açılan güvencesiz ve limitsiz krediler ve yabancı sermaye yatırımlarının ülkeden ani olarak çıkmasıdır. 1998 yılında Rusya ödemeler dengesi portföy yatırımlarının seyri; Q1:3434, Q2: 4143, Q3:147 ve Q4: -288 USD olarak gerçekleşmiştir (Annual Report, 1998: 164). 1998 Rusya krizi ile birlikte gelişen ülke risk priminde artış ve gelişen ülke piyasalarının neredeyse hepsi Ani Duruş yaşamıştır (Calvo ve diğerleri, 2004: 3). Rusya'nın Ağustos 1998'deki temerrüdü, gelişmekte olan piyasalara finansmanı felce uğratan güvenilir limanlara kaçışa neden olmuştur (Montiel ve Reinhart, 1999: 620). 1998 Rusya Krizi küresel sermaye piyasalarında ani bir kaliteye yönelme ve buna bağlı olarak hedge fon Uzun Vadeli Sermaye Yönetimi'nin kötü şöhretli çöküşüne neden olmuştur. 1998 yılında başlayan Rusya Krizi, kamu kesiminin borçlarını ödemeyeceğini açıklaması ve Rusya'nın finansal varlıklarını portföylerinde fazla miktarda bulunduran Amerikan finans kurumlarına bulaşmasıyla yayılan bir krizdir (Korinek ve Mendoza, 2013: 2). Rusya Krizi, GSYH'nin 9,5 puanlık büyük cari hesap tersine dönüşleri ve dünya finans piyasalarında yaygın bulaşma ile öne çıkmaktadır (Mendoza ve

Smith, 2006: 83). Rusya’da kendini gösteren kriz Latin Amerika ile finansal veya ticari bağları çok az olmasına rağmen bölge ülkeleri üzerinde çok ciddi derin etkiler yaratmıştır.

2.3.5 Türkiye Krizi (2000/1)

Türkiye Krizi (2000/1)’nin çıkmasının altında yatan uluslararası nedenler arasında; Körfez Savaşı, 1997 Güneydoğu Asya Krizi ve 1998 Rusya Krizinin ortaya çıkmasıdır. 2000/1 yılı krizlerini hazırlayan yerel nedenlere baktığımızda ise, aşırı değerlenmiş TL., cari işlemler açığının kritik seviye üzerinde olması, finansal sektörde sermaye açığının olması, banka, reel sektör ve kamuda açık pozisyonların varlığı, kamu bankalarının mevcut görev zararları ve bütün bunlara bağlı olarak her şeyden önce finansal sektörün taşıdığı faiz riskin artması olmuştur (Karaçor, 2006: 388). Dönemin Cumhurbaşkanı ve başbakanı arasındaki siyasi gerginlik krizin patlamasında neden olmuştur. Ülkede 2000 Kasım ve 2001 Şubat aylarında arka arkaya krizler yaşanmıştır. 2000 Kasım Krizi, 2001 Şubat Krizinin yaşanmasına zemin hazırlamıştır. Finans sektöründe yaşanan güvensizlik ortamı devam ettiği için 2001 Krizi bu ortamın güçlenmesine ve likidite krizinin artarak bir döviz krizine dönüşmesine neden olmuştur (Eğilmez ve Kumcu, 2017:278). 2000/1 Krizi Ani Duruş Krizi’dir. Ani Duruş Krizi sonrasında tüketimde, yatırımda ve milli gelirden düşüşler olmuştur. İstanbul Menkul Kıymet Borsası (İMKB) endeksinde büyük düşüşler ve banka kredilerinde daralmalar yaşanmıştır. Cari işlemler hesabında keskin geri dönüşler gerçekleşmiş ve bu durum ithalatta daralmalara ve ihracatta artışlara katkıda bulunmuştur. 2000/1 Krizinde reel faiz oranları yükselmiş, uluslararası rezervler azalmış ve Türk Lirası değer kaybetmiştir. Ani Duruş Krizi’ne hem para hem de bankacılık krizi eşlik etmiştir. Yaşanan bu ikiz krizler neticesinde ekonomi %8,5 – %9 oranında küçülmüş, ulusal gelir 51 milyar dolar düşmüş, kişi başına gelir 725 dolar gerilemiş, 19 banka finansal sistemden çıkmış, 1,5 milyon kişi işsiz kalmış, %30’lara düşen enflasyon %70’in üstüne çıkmış, hazinenin faiz ödemeleri %101 artmış, iç borç stoku 2000 yılının 4 katına ulaşmış (Karluk, 2005: 428) ve 5-7 milyar dolar civarında sıcak paranın ani çıkışı olmuştur. Türkiye’nin 2001 yılında yaşadığı krizin iyi yönetilemediği, tam tersine yanlış tedaviye sokulup büyütüldüğü hipotezi 2008 yılında başlayan küresel finansal krizle kanıtlanmıştır (Eğilmez, 2017: 78).

2.3.6.Arjantin Krizi (2001/2)

1999 yılında Rusya Krizine bağlı olarak sermaye çıkışları sonucunda ortaya çıkan bölgesel yavaşlama Arjantin'i resesyon sürecine götürmüştür. Arjantin'de önceden meydana gelen tüm tarihsel krizlerde olduğu gibi, 2001/2 Krizi onun küçük komşusu Uruguay'daki bir krizin ardından meydana gelmiştir. (Reinhart ve Rogoff, 2010: 318). Hükümet tüm borçlarını ödeyemez duruma düşmüş; (mevduat sahiplerinin panik halinde bankalardan paralarını çekmemeleri için) bankalar bir süreliğine kapatılarak felç olmuş ve mevduatları sonsuza kadar dondurulmuş; pezo – ABD doları paritesi pezo aleyhine bir gecede üç katın üzerinde artmış ve düşen fiyatlar (yıllık %1 deflasyon görülüyordu) birden şişmeye başlayarak %30 oranında enflasyona dönüşmüştür (Reinhart ve Rogoff, 2010: 313). Arjantin için krizin çıkış noktası olarak görülen ülkeden sermaye çıkışları 1998 yılında başlamış, Brezilya'nın 1999 yılındaki devalüasyon sonrasında sermaye çıkışları ivme kazanmıştır. 2001 yılında Brezilya krizinin etkisi ile ülkede dikkate değer ölçüde sermaye çıkışları olmuştur. Ülkedeki ödemeler bilançosunda sermaye çıkışları 1999 yılında 4.452 milyon peso, 2000 yılında 10.973 milyon peso, 2001 yılında 18.183 milyon peso, 2002 yılında ise 29.505 milyon peso çıkış olmuştur (Singh ve Kincaid, 2003: 15). Sonuç olarak finansal krizlerin domino taşı etkisine iyi bir örnek olan Arjantin krizi sonucunda ülke uluslararası sermaye piyasalarına ulaşımını ciddi olarak kaybetmiş, 2001 yılının ikinci çeyreğinde ülkeden büyük miktarlarda sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. Calvo ve diğerleri (2003)'e göre Arjantin Ani Duruş'lardan büyük zarar görmüştür.

2.3.7.Küresel Finans Krizi (KFK) (2008)

2008 Küresel Finans Krizi (KFK), küreselleşmenin ve serbest finansal akımların olumsuz sonuçlarının iyi bir örneğidir. İlk başlarda piyasada ciddi kayıplar olmasına rağmen hükümette yer alan uygulayıcılar bu kayıpların yönetilebilir olduğu şeklinde karar vermişlerdir. Bu süreçte art arda gelen şoklar finansal sistem ve ekonomi arasındaki bağın kopmasına neden olmuştur. İlk olarak KFK, Bears Stearn ile kendini göstermiştir. Eylül ayında Lehman Brothers'ın 650 milyar dolarlık kredi açığının kapatılması ile süreç devam etmiştir. Sonrasında Merilly Lynch, Bank of America tarafından satın alınmıştır. Daha sonra ise American International Group (AIG) isimli sigorta şirketi FED tarafından fon desteği ile ayakta kalması sağlanmıştır. 15 Eylül 2008 tarihinde Lehman Brothers iflas etmiştir. 16 Eylül 2008 tarihinde de American International Group (AIG) iflas etmiştir. 16 Eylül 2008

tarihinde ABD’de repo piyasalarında (Reserve Primary Fund) hücum yaşanması ve arkasından ABD Kongresinin Sorunlu Varlık Alım Programı (TARP) kabul etmesi ile ABD finansal piyasalarında ortaya çıkan şok etkisi global bir krizi yaratmıştır. Finans kesiminin riski fiyatlaması nedeni ile varlık fiyatları dip yapmış ve reel ekonomiyi içine alacak şekilde şok dalgaları olmuştur. Bu gelişmeler ile borsalar ve dolar önemli ölçüde değer yitirmiştir (Apak ve Aytaç, 2009: 208). 2008 KFK bütün önceki krizlerden ayrı tutup küresel kriz pozisyonuna getiren neden sermaye hareketlerinin serbest bırakılmış olmasıdır (Eğilmez, 2017: 9). 2008 KFK hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeleri vurmuştur. 1930’lardan sonra dünyada yaşanan en ağır resesyona neden olmuştur.

2008 KFK büyük boyutlarda kişi ve kurumlara verilmiş mortgage kredileriyle sınırı belli olmayan türev ürünler bileşiminin sonucunda ortaya çıkan bir finansal krizdir (Eğilmez, 2018: 156). 2008 KFK’nin altında yatan neden, finans tarihin en büyük borçlanabileceği varlık ve kredi balonudur ki, yalnızca ABD konut piyasasıyla sınırlı kalmayıp, başka ülkelerdeki konut piyasaları da benzer bir süreç yaşamıştır (Uzunoğlu, 2009: 29). Mortgage piyasasında başlayan kriz daha sonraları diğer kredi türlerini de etkisi altına almıştır (Mutlu ve Polat, 2009: 56). Claessens ve diğerleri (2010) çalışmasına göre kriz Amerika Birleşik Devletleri’nde ortaya çıkmış, ancak karmaşık finansal araçların yaygın kullanımının yanı sıra büyük uluslararası finansal akımların pazarlar ve sınırlar arasında hızla yayılmasını kolaylaştırdığı son derece entegre bir küresel ekonomide gerçekleşmiştir. 2008 KFK bu zamana gelene kadar ekonomideki olumsuzlukların birikiminin sonucu ve finansal küreselleşmenin zirve yaptığı bir noktadır. Kriz ticaret kanalı, finans kanalı ve güven kanalı ile tüm dünyaya yayılmıştır (Cihangir Kurt, 2020: 46). Bu kriz ve yakın geçmişteki krizler arasındaki önemli farklardan biri, krizin diğerleri gibi *bölgesel* değil *küresel* olmasıdır (Fumagalli ve Mezzadra, 2012: 23). Bu patlamanın ve bunun sonucunda ortaya çıkan çöküşün ana nedeni parasal aşırılıklardır (Taylor, 2009: 1-2).

ABD’de KFK’ne yol açan nedenler (Reinhart ve Rogoff, 2010:275) aşağıda listelenmiştir.

- Dünyanın en güvenilir finansal düzenleme sistemine, en yenilikçi finans sistemine, güçlü bir politik sisteme ve dünyanın en büyük ve en likit sermaye piyasalarına sahip olan ABD özel bir ülkeydi. Hiç endişe duymaksızın, muazzam sermaye girişlerine dayanabilirdi.

- Hızla yükselen gelişmekte olan ülkelerin, fonlarını çeşitlendirerek riski azaltmak amacıyla güvenli bir yere ihtiyaçları vardı.
- Artan küresel bütünleşme küresel sermaye piyasalarını derinleştirmekte ve ülkelerin daha derin borçlara girmesine izin vermektedir.
- Diğer güçlü yanlarına ek olarak, ABD daha üstün para politikası kurumlarına ve para politikası üretenlere sahipti.
- Yeni finansal araçlara birçok yeni borçlunun ipotek piyasalarına girmesine izin vermektedir.
- Tüm bu olanlar sadece finansal küreselleşmenin yenilikleri sayesinde daha da derinleşmesiydi ve endişe edecek büyük bir şeyin olmamasıydı.

2008 KFK'nin, önceki krizlere benzer dört ana özelliğe sahiptir (Claessens ve diğerleri, 2010). Bunlardan birincisi, bazı ülkelerde krizden önce varlık fiyatlarının hızla artmasıdır. İkinci olarak, bazı kilit ekonomiler kriz öncesinde kredi patlamaları yaşanmasıdır. Üçüncüsü, özellikle birkaç gelişmiş ekonominin mortgage piyasalarındaki çeşitli marjinal kredilerde sistematik riskte keskin bir artışa yol açan dramatik bir genişleme olmasıdır. Dördüncüsü, finansal kuruluşların düzenlenmesi ve denetimi gelişmelere ayak uyduramamasıdır. Bu faktörler bir araya gelerek finansal kriz riskini keskin bir şekilde artırmaktadır.

Kriz, en az dört yeni açıdan da önce krizlerden farklıdır (Claessens ve diğerleri, 2010). Bunlardan birincisi, karmaşık ve şeffaf olmayan finansal araçların yaygın bir kullanımı olmasıdır. İkincisi, ulusal ve uluslararası finans piyasaları arasında, merkezde Birleşik Devletler ile birbirine bağlılık, kısa bir süre içinde artmasıdır. Üçüncüsü, finansal kurumların kaldıraç derecesi keskin bir şekilde hızlanmasıdır. Dördüncüsü, hane halkı konut sektöründe merkezi bir rol oynamasıdır.

KFK'nin önceki krizlere göre ne kadar değişik görünürse görünsün, çoğunlukla diğer ülkelerin kriz tecrübeleriyle dikkate değer benzerlikleri vardır. Ama KFK, Bretton Woods'un çöküşü, ilk petrol şoku, 1980'lerde gelişmekte olan ülkelerdeki borç krizi ve 1997-1998 Asya Krizinin boyutunu aşmıştır. Kriz benzerlerinden farklı olan bankacılık krizi ve küresel

döviz kuru oynaklığı ile dikkat çekmektedir. Claessens ve diğerleri (2010)'e göre önceki vakalarla bazı benzerlikler gösterdiği kadar, son derece entegre küresel finans piyasaları bağlamında opak ve karmaşık finansal araçların patlaması gibi bazı önemli farklılıklar da içerdiğini göstermektedir.

2008 KFK'nin kapitalizmin finansallaşma sürecinin doğrudan bir ürünü olarak değerlendirmek mümkündür (Yeldan, 2009: 17). Küresel para piyasalarında başlayan kriz, hızlı bir şekilde yayılarak kredi daralmasına neden olmuştur (Ataman, 2009: 86). Kriz nedeni ile derinleşen asimetrik bilgi globalleşme süreci ile sadece Amerika'yı değil çok sayıda ülke ekonomisine ağır maliyetler yüklemiştir. Önemli düzeyde cari açığı ve/veya bütçe açığı olan ve kısa vadeli döviz borçları fazla olan ülkeler, krizden en çok etkilenen ekonomiler olurken, yükselen piyasaların çoğu, önemli bir finansal kriz riski ile karşı karşıya kalmamıştır (Roubini, 2008: 13). Gelişmiş ekonomilerdeki finansal çöküşe rağmen, subprime krize karşı oldukça dirençli olduğu kanıtlanan ve oldukça büyük dış sermaye akımı alan bir dizi yükselen piyasa ekonomisi var (Calvo, 2014: 1). Bu gerçekten de tüm likidite krizlerinin anasıdır ve dünya finans sistemi için yepyeni bir felaketi temsil etmektedir (Krugman, 2010: 164).

KFK'nde, gelişmiş ekonomilerde Lehman Brothers'ın çöküşünün ardından Ani Duruş deneyimi yaşanmıştır. Örneğin Amerika Birleşik Devletleri ödemeler dengesi verileri, 2008: IV'den 2009: II'ye kadar, yabancı borç verenlerin ABD'ye borç vermeyi kestiklerini ve aslında ABD varlıklarını yaklaşık 165 milyar doları tasfiye ettiklerini göstermektedir (Gourinchas ve Obstfeld, 2012: 14). Bununla birlikte, gelişmekte olan piyasalardan farklı olarak, ABD'de ikamet edenler, GSYİH'den daha yüksek brüt yabancı varlık stoğuna sahiptir. Sonuç olarak, yurt dışı geri ödeme taleplerini karşılayabilmekte, aynı zamanda devam eden cari açığını yurtdışında bulunan kendi varlıklarını satarak finanse edebilmektedir. Satışın gelişmekte olan piyasalardaki talepleri kapsaması ve gelişmekte olan ülkelerin çoğunluğunun krizde finansal çöküş yaşamamış olması daha da çarpıcıdır.

BIS (2021) çalışmasında KFK izleyen 10 yıl süresince, küresel sermaye akımlarının hacminde ve bileşiminde önemli değişiklikler yaşandığını belirtmiştir. Sermaye akımlar dikkate değer şekilde Çin'e yönelmiş ama genel olarak sermaye akımların küresel hacmi azalmıştır. Gelişmekte olan ülke ekonomilerinin yerel piyasalarında yabancı yatırımcıların aktif rol alması sonucu piyasa temelli fon kaynaklarına yönelim olmuştur. Alacaklı olan

kesim için bankaların odak noktası olması durumu bitmiştir. Borçlu olan kesim içinde bankalardan ziyade kamu sektörüne ve şirketlere yönelmişlerdir. BIS (2021)'in çalışmasına göre ABD doları uluslararası borçlanma ve yatırım için baskın para birimi olmaya devam etse de sermaye akımlarının para birimi bileşimi daha da çeşitlenmiştir. 2000'li yılların sonlarında, küresel finansal krizin ortasında hem yükselen hem de gelişmiş ekonomilerde çok sayıda Ani Duruş tespit edilmiştir (Romelli ve diğerleri, 2018: 141).

2.3.8.Covid-19 Sağlık ve Ekonomik Krizi (2020)

Covid-19 salgını ilk olarak 17 Kasım 2019 tarihinde Çin'in Vuhan kentinde görülmüştür. Çin'in dışında ilk vaka 13 Ocak'ta görülmüş ve dünyaya yayılmaya başlamıştır. Dünya Sağlık Örgütü (WHO), 11 Mart 2020'de koronavirüs 2019 (Covid-19) pandemisini ilan etti (WHO, 2020). Covid-19 Sağlık ve Ekonomi Krizi beraberinde küresel tedarik zincirlerini ve uluslararası finansal akımları etkileyen bir ekonomik krizi harekete geçirdi. Covid-19 salgının yarattığı panik sonucunda kendini gösteren şok etkisi ivedilikle küresel finans piyasalarına yayılmıştır. BIS (2021)'e göre, önceki krizlerin aksine, Covid-19 Sağlık ve Ekonomi Krizi, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomilerini neredeyse aynı anda etkileyen dışsal bir küresel şok tarafından tetiklendi. Yıldızoğlu (2020)'na göre, Covid-19 Sağlık ve Ekonomi Krizi, sağlık krizi olarak başlamış olmakla beraber ekonomideki sert ve derin daralma, işsizlikteki %10 üzerindeki artış ve borsalardaki %40'a yaklaşan azalmalar, ekonomik depresyonun ana değişkenleri bir arada toplanmıştır. Bu değişkenlerin bir aydan daha kısa sürede bu duruma gelmiş olması tarihsel olarak olağanüstü bir duruma dikkat çekmektedir. BIS (2021) çalışmasında, risk altındaki sermaye akımı analizinden elde ettiği sonuçlar, krizin ne kadar istisnai olduğunu göstermektedir.

DeCrescenzo ve diğerleri (2020) çalışmasına göre önceki finansal stres dönemleriyle karşılaştırıldığında Covid-19 döneminde gelişmekte olan ülkelerde portföy akımında Ani Duruş'lar belirgin şekilde görülmektedir. Eguren-Martín ve diğerleri (2020) çalışmasına göre finansal piyasa koşullarındaki küresel bozulma dikkate alındığında bile, gelişmekte olan ülkelerdeki bu tür büyük sermaye çıkışlarının olma olasılığı oldukça düşüktü ve Covid-19 Sağlık ve Ekonomi Krizinin başlangıcında sermaye çıkışları yalnızca %12'dir. BIS (2021)'e göre, Covid-19 pandemisinin patlak vermesi, Mart 2020'de gelişmekte olan ülkeler ve bazı gelişmiş ülkelere yönelik sermaye akımlarında keskin bir geri dönüşü tetiklemiştir. Batini ve Durand (2020)'a göre, 1930'lardaki Büyük Buhran'dan bu yana

2020'de Covid-19 salgını patlak verdiğinde, sermaye akımı oynaklığı bu tarihe kadar görülmeyen seviyelere yükselmiştir.

BIS (2021)'e göre portföy akımlarındaki ilk toparlanma; ilk olarak, yatırımcılar hangi pazarlara geri döndükleri konusunda satış sırasında olduğundan daha seçici davrandığını belirtmektedir. Ekonomik kırılganlıklara, politika çerçevelerine ve pandeminin kontrol altına alınma derecesine göre gelişmekte olan ülkeler arasında ayrım yaptılar. İkincisi, borç girişlerindeki toparlanma hızı başlangıçta öz sermaye girişlerindeki kadar hızlıydı. Üçüncüsü, toparlanma hızı yerel para birimi araçlarına ve sabit para birimine akımlar arasında önemli ölçüde farklıydı.

BIS (2021) çalışmasında bu ve önceki kriz dönemleri arasındaki farklar nedir sorusunu yöneltmiştir. Cevap olarak Covid-19 Sağlık ve Ekonomi Krizi ve KFK sırasında bazı merkez bankaları tarafından küresel riskten kaçınmanın daha hızlı arttığı görülmekte ancak kısmen agresif politika tepkileri nedeniyle bu sürecin tersine döndüğü şeklinde olmuştur. Covid-19 Sağlık ve Ekonomi Krizi dönemi sürecinde gelişmekte olan piyasa ekonomilerindeki yerel para birimi tahvil piyasalarında hem çok büyük portföy çıkışları hem de uzun vadeli faiz oranlarında büyük artışlar yaşanmıştır. Hördahl ve Shim (2020)'ye göre, özellikle gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde tahvil portföyü çıkışları, 2008 KFK ve 2013 daralma krizi gibi önceki piyasa çalkantı dönemlerinde görülenleri gölgede bırakmıştır. Çok büyük miktarlarda sermaye çıkışları gerçekleşmiş, yerel para birimleri değer kaybetmiş, daha yüksek seviyede finansman maliyetlerine ve uluslararası finansmana erişim zorluklarına neden olmuştur. Mart 2020'de Japonya dahil gelişmiş ekonomiler ve bazı Euro Bölgesi ekonomilerinden portföy varlıklarında ciddi miktarda yerleşik olmayan satışlar olmuştur. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomilerinde portföy çıkışları keskin ama kısa ömürlü gerçekleşmiştir. Casanova ve diğerleri (2021)'ne göre farklılıklar; küresel riskten kaçınma hızlanmaktadır. Buna bağlı olarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere neredeyse aynı anda vuran oynaklık nöbetlerini harekete geçirmiştir. Sermaye akımlarını yön veren pipes, gelişmekte olan ülkelere portföy çıkışlarına yol açan finansal şoku iletirken bir katalizör rolü oynamıştır. Mekanik olarak risk yönetimi modellerine dayanan araçlar tarafından varlık fiyatları ve döviz kurları üzerindeki baskı artırılmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin şoka karşı dirençli olduğunu kanıtlanmıştır. Covid-19 Sağlık ve Ekonomi Krizi, uygulanabilir politika çeşitliliği daha az olan ülkelere güvenlik açıklarını ortaya çıkarmaktadır.

2.4.Kriz Yayılma (Bulaşma) Mekanizmaları

Küresel entegrasyon 1980'den itibaren çarpıcı bir şekilde artmıştır. Küreselleşme sonucunda finansal sistemin kapsamı ve karşılıklı bağımlılık bu zamana kadar görülmemiş bir şekilde artmıştır. Forbes (2012a)'e göre, şaşırtıcı olmayan bir şekilde bu artan entegrasyon ülkelerin finans piyasalarının iyi ve kötü zamanlarda daha yakın hareket etmesine neden olmaktadır. Finansal küreselleşme sonucunda bir ülke, bir taraftan diğer ülkelerin imkanlarından daha çok yararlanma olanaklarına kavuşurken, diğer taraftan bu ülkelerde meydana gelen olumsuzluklardan etkilenme derecesi bir o kadar artmaktadır. Ülkelerin birbirleri ile artan karşılıklı bağımlılıkları, bir ülkede ekonomik olarak ortaya çıkan olumsuz olayların diğerlerini de hızla yayılması sonucunu doğurmaktadır. Dış ticaretin ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, dünyada bilgi ve iletişim teknolojilerinde yaşanan gelişmeler ve ekonomik birliklerin meydana getirilmesi sonucunda büyük ekonomilerde ortaya çıkan finansal krizler kısa bir zaman diliminde diğer ülkelere de kolayca yayılmaktadır.

Moser (2003)'e göre eşzamanlı krizler bulaşma için yeterli bir koşul değildir. Bulaşma için nedensel ilişki zorunludur. Finansal krizlerin aynı zamanda ortaya çıkması nedensel ilişkilerden ziyade tesadüf veya ortak nedenden kaynaklanabilmektedir (Moser, 2003: 159). Tesadüf olması durumunda, bağımsız şoklar, farklı krizler arasında hiçbir ilişki olmaksızın ülkeleri aşağı yukarı aynı anda vurur ve bulaşmayı teşhis etmek sonradan bir yanılgı olarak ortaya çıkmaktadır. Ortak bir nedende ise, birkaç ülke ortak bir küresel veya bölgesel dış şoktan (finansal bir kriz dışında) etkilenmektedir. Moser (2003)'e göre özellikle yükselen piyasa ekonomilerinde ödemeler dengesi sorunlarına yol açma potansiyeli olan bu tür olumsuz ortak şokların sebepleri arasında küresel faiz oranlarındaki değişiklikler, ana para birimleri arasındaki döviz kurları ve emtia fiyatları veya büyük sanayi ülkelerindeki durgunluklardır.

Yalnızca "bulaşma" değil, aynı zamanda "finansal kriz", yani bulaştığı varsayılan hastalığın kendisi de oldukça belirsiz bir terimdir (Moser, 2003: 158). Bir ülkede kendini gösteren kriz diğer ülkelerde ekonomik dengeyi bozarken, krize bağlı olarak reel ve finansal parametreler yeni denge yaratmaya çalışmaktadır. Finansal piyasa tepkileri krize neden olmak yerine krizi öne çıkarmaktadır (Monser, 2003: 162).

Ekonomistlerin “bulaşıcılığa” olan ilgisi, finansal krizlerin gelişmekte olan ülkelere yayıldığı görünüşte sağlıklı temellere sahip ülkeleri etkilediğinde artmaktadır (Edwards, 1999: 1). Bulaşıcılığın literatürdeki tanımları şöyledir. King ve Wadhvani (1989)’ye göre, bilgi kusurlu bir şekilde ortaya çıktığı için, bir pazara özgü bir şoktan sonra piyasalar arasındaki korelasyonların arttığı bir modeldir. Masson (1999) çalışmasında piyasa hareketi modelindeki kalıntı; küresel şoklar, normal ticaret ve ekonomik ilişkiler yoluyla bağlantılar ve ülkeye özgü şoklarla açıklanmayan harekettir. Masson (1999b)’e göre bu tür ekonomik değişimlerden kaynaklanan yaygın şoklar için bulaşıcılık yerine muson etkileri terimini önermektedir. Calvo ve Mendoza (1999)’ya göre, faydayı en üst düzeye çıkaran yatırımcıların portföy kararlarıyla ilgili bilgiler için ödeme yapmamayı tercih ettikleri bu nedenle onları ülkeye özgü söylentilere tepki vermeye açık hale getirdiği veya yatırımcıların en iyi şekilde keyfi piyasa portföylerini taklit etmeyi seçtikleri durumdur. Bulaşmanın menkul kıymetler piyasaları büyüdükçe daha yaygın hale gelen optimal portföy çeşitlendirmesinin bir sonucu olabileceğini göstermektedir (Calvo ve Mendoza, 1999: 2). Edwards (1999) istikrarsızlığın dünya çapında yayılması, gevşek bir şekilde finansal bulaşma olarak adlandırılmaktadır. Bulaşma, bir ülkedeki krizin diğer ülkelerde krizlere neden olduğu veya en azından daha olası hale getirdiği durumları tanımlamakla sınırlandırılmalıdır (Summers, 2000:6). Yaygın şoklar ve bulaşma, hem sistemik bir risk kaynağı olsa da onlar farklı olaylardır. Dornbusch ve diğerleri (2001)’a göre, bulaşma en iyi şekilde, sakin zamanlarda bu birlikteliğe göre varlık fiyatlarının veya sermaye akımların piyasalar arasında birlikte hareket etme derecesi ile ölçüldüğü üzere, tek bir ülkeye (veya bir ülke grubuna) verilen bir şoktan sonra çapraz piyasa bağlantılarında önemli bir artış olarak tanımlanmaktadır. Kodres ve Pritsker (2002)’e göre bulaşıcılık başka bir pazarda bir şok sonucu bir pazarda bir fiyat hareketi olarak ifade etmektedir. Moser (2003)’in çalışmasında bulaşıcılık, bir ülkedeki krizin diğer ülkelerde krizlere neden olduğu veya en azından daha olası hale getirdiği durumlar olarak tanımlanmaktadır. Hartmann ve diğerleri (2004)’ne göre, bulaşma bir piyasada ortaya çıkan şokun diğer piyasada şokun meydana geldiği göz önüne alındığında, bir piyasada ortaya çıkan çöküş yaşanması olasılığında önemli bir artış olması olarak tanımlanmaktadır. Boyer ve diğerleri (2006)’nin çalışmasına göre bulaşma yüksek oynaklığın olduğu dönemlerde hisse senedi piyasaları arasında aşırı korelasyon, fazlalık, yatırım yapılabilir hisse senetleri (daha az erişilebilir hisse senetlerine göre) için çapraz piyasa korelasyonlarında önemli bir artış olarak tanımlanmaktadır. Dungey ve diğerleri (2010)’nin yaptıkları çalışmada ortak faktörler, bölgesel ve kendine özgü faktörler tarafından temsil edilen bir dizi faktöre bağlı olan ülkeler arasında varlık getirilerinde eşzamanlı

hareketlerin etkileri olarak belirtilmektedir. Forbes ve Warnock (2012a)'a göre, bir ülkenin brüt sermaye girişlerinde veya çıkışlarında başka bir ülkedeki veya bir grup ülkedeki (ancak tüm dünyadaki değil) koşullardan kaynaklanan büyük değişikliklerdir. Constâncio (2012)'ya göre finansal bulaşma, belirli bir piyasa veya kurumdaki istikrarsızlığın bir veya birkaç başka piyasa veya kuruma ileildiği durum olarak ifade edilmektedir.

Küresel ekonomide finansal entegrasyonun derecesinin artmasıyla daha yüksek hacimlerle sermaye giriş ve çıkışları olmaktadır (Köse ve Prasad, 2004). Sonuç olarak sermaye giriş ve çıkışlardaki dalgalı seyir, finansal istikrarı olumsuz etkilemekte ve nihayetinde finansal krizlere neden olmaktadır. Finansal piyasalar birbiri ile entegre oldukça varlık getirilerindeki farklılaşmaya karşı duyarlılıkları daha fazla artmakta ve buna bağlı olarak küreselleşmiş piyasalarda bulaşma etkisinin ortaya çıkması ve daha büyük sermaye akımları döngüsünün ortaya çıkması ihtimali yükselmektedir.

Krizler psikolojik kanallar aracılığıyla hızla yükselir ve seyahat eder. Çünkü günümüzde bir bölgede ortaya çıkan krizin diğer bölgelere kısa zaman içerisinde yayıldığı veya gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki birtakım ekonomik politika değişikliklerinin gelişmekte olan ülkelerde krizlere ve dolayısıyla sermaye çıkışına sebep olduğu görülmektedir (Bastı, 2006:18). Meksika (Tekila) Krizi (1994), Güney Doğu Asya Krizi (1997) ve Rusya Krizi (1998) krizinin bulaşma etkisi ciddi iken; Brezilya Krizi (1999), Arjantin Krizi (2001) ve Türkiye Krizinin (2001) bulaşma etkisi sınırlıdır. Sermaye dalgalanmalarında en yüksek derecede senkronizasyon ve bulaşmanın, Güney Doğu Asya Krizi ve KFK'lerden önce olduğu görülmektedir (Efremidze ve diğerleri, 2016: 21).

Edwards (1999) çalışmasında epidemiyoloji literatüründen yola çıkarak, uluslararası şok iletiminin kapsamı ve büyüklüğü bekleneni aştığında bulaşma meydana gelmektedir. Sermaye hareketliliğinin yüksek olduğu bir dünyada, gelişmekte olan ekonomilere yönelik uluslararası portföy tahsislerindeki küçük ayarlamalar bile sermaye akımlarında çok büyük dalgalanmalara neden olmaktadır. Sermaye akımlardaki ani düşüşler ise yurtiçi faiz oranları ve döviz kurları üzerinde ciddi etkiler yaratarak kredibilitiyi zedeleyebilmekte ve bir kısır döngüye yol açabilmektedir. Dolayısıyla krizler, geçmişte olduğundan daha derin olma eğilimindedir.

Baig ve Goldfajn (1999)'a göre Güney Doğu Asya Krizi'ni, bir finansal piyasa istikrarsızlığı sürecinde piyasa katılımcılarının bir dizi ülkede birlikte hareket etme eğiliminde olduğunu göstermektedir. Bir piyasadan kaynaklanan finansal şoklar rahatça diğer piyasalara aktarılmakta ve buna bağlı olarak önemli bir istikrarsızlık kaynağına dönüşmektedir. Dış borç piyasalarındaki bulaşma kanıtı, kontroldeki korelasyon katsayılarının göreceli istikrarının aksine, krizler sırasında korelasyonların önemli ölçüde arttığı gerçeği göz önüne alındığında, Güney Doğu Asya Krizi'nin başlangıcında bir finansal panik unsuru olduğu görüşünü pekiştirmektedir.

Calvo (2000)'e göre çalışmasında likiditenin rolünü vurgulamıştır. Marj çağrılılarıyla karşı karşıya kalan kaldıraçlı bir yatırımcının varlıklarını satması gerekmektedir. Bilgi asimetrisi nedeniyle bir limon sorunu ortaya çıkar ve varlık ancak düşük bir yangın satış fiyatından satılabilmektedir. Bu nedenle strateji, fiyatı düşen varlığı değil, portföydeki diğer varlıkları satması olmalıdır. Ancak bunu yaparken diğer varlık fiyatları düşer ve orijinal rahatsızlık piyasalara yayılmaktadır.

Baig ve Goldfajn (2000)'a göre, Güney Doğu Asya ve Rusya Krizi'nde dalgalı piyasadan çıkışlar varken, Rusya krizinde ise sadece resmi piyasadan çıkışların takip ettiği sonucuna ulaşmaktadırlar. Bunun sonucu, Brezilya Krizi'ne neden olmuştur. Bu durum Rusya'dan gelen bulaşmanın Rus Krizi'nden panikleyen yabancı yatırımcılar tarafından tetiklendiği şüphesine katkıda bulunmaktadır.

Calvo ve Mendoza (2000) çalışmasında bilgi asimetrisinin varlığında aktarım kanallarının finansal portföylerin küresel çeşitlenmesinden kaynaklandığını öne sürmektedirler. Yatırımcılar rasyonel olsa bile ülkeye özgü bilgilerin toplanması ve işlenmesi sürecinde ortaya çıkan sabit maliyetlerin sürü davranışına yol açtığı bir model sunmaktadır. Bilginin elde edilme sürecindeki maliyetler nedeniyle, bilgi toplamanın marjinal maliyeti marjinal kazancını aşan dengeler ortaya çıkmaktadır. Bu gibi durumlarda, yatırımcıların piyasa portföylerini taklit etmeleri akla uygun gelmektedir. Bir söylenti farklı bir portföy lehine olduğunda tüm yatırımcılar sürüyü takip etmektedir.

Finansal küreselleşme sürecinde mevcut uluslararası finans sistem ülkelerin ekonomik zayıflıklarını hızla ortaya çıkarmakta ve cezalandırmaktadır; aynı zamanda finansal kargaşanın dünya çapında iletilmesini de kolaylaştırmaktadır (Martinez, 1998: 9).

Avrupa Para Krizi gelişmekte olan ülkelerdeki Ani Duruş'un merkezi olduğu ve bunun sonuçlarının da ülkeler arasında bulaşıcı etkiler ortaya koyduğunu göstermektedir (Calvo ve diğerleri, 2004: 16).

Bir lke finansal piyasasında yaşanan krizin diğer ülkelere yayılması  kanaldan gerçekleşir (Coşkun, 2001: 44).

- Krizdeki ülkelere satış yapan yabancı firmaların taleplerindeki dşuşuşın yaratacağı gelir etkisi,
- Yabancı yatırımcıların bir başka piyasada uğradıkları kayıpları karşılamak için hisse senedi piyasasında yüksek satışları ve likiditeye geçme arzusu,
- Yabancı yatırımcıların aynı bölgede faaliyet gösteren firmalara yeniden değerlendirme eğilimleri.

Krizin yayılma mekanizmaları temel olarak üç kaynaktır. Bunlar;

- finansal bağlantılar
- ticaret bağlantıları
- saf bulaşma etkisi

Finansal bağlantılar sebebiyle yayılma etkisi karşılıklı borçlanma ve yatırımlardır. Yani portföy yatırımları, doğrudan yabancı yatırımlar, ticari ya da finansal krediler ile her çeşit sermaye akımları ülkeler arasındaki finansal bağlantıları oluşturan mekanizmalardır. Küresel ekonomik yapı nedeniyle, bir piyasada yaşanan tedirginliğin eş anlı olarak diğer piyasalara etki etmesidir. Yatırımcıların kendi ülkelerinde mevcut bir kriz sonucu diğer ülkelerde yaptıkları sermaye yatırımları ve krediyi azaltması ya da aniden ülke piyasasından çıkış yapması birbiriyle ekonomik döngü içinde olan diğer ülkeleri zor duruma düşürmektedir. Tam tersi durumda geçerlidir. Yatırım yapılan ülkedeki makro ekonomik iktisadi yapının kriz işaretleri vermesi durumunda ülkeden sermayenin ani çıkış yapması finansal olarak birbiriyle bağlantılı ülkeleri olumsuz etkilemektedir. Örneğin 1997 Asya krizi ncesi Japon bankaları Asya ekonomilerine önemli krediler vermişlerdir. Bütün bunlarda

matematiksel bir kesinlik aranmamalıdır, ağır bir finansal kriz bir sınavdır; güçlü olanlar geçer, zayıf olanlar ise bu sınavı geçemez (Braudel, 2013: 82). Hernandez ve Valdes (2001) yaptıkları çalışmada, finansal bağlantıların da krizlerin yayılmasına sebep olduğu bulgusuna ulaşmaktadırlar.

Ticaret bağlantıları nedeniyle yayılma ise ithalat ve ihracat temellidir. Ülkelerle uluslararası ticaret yapılması neticesinde ülkelerden birinde kriz yaşanması diğer ülkenin de krizden pay alması sonucunu doğurmaktadır. Ticaret kanalı sonucunda bir ülkenin kendi içindeki finansal sıkıntılar, ilk olarak finansal sıkıntıları olmayan diğer bir ülkeye yayılmış olacaktır. Glick ve Rose (1998) yaptıkları araştırmada ticaret bağlantılarının krizlerinin yayılmasında temel rol oynadığına ilişkin sonuçlara ulaşmaktadır. Potansiyel uluslararası bulaşma kaynakları, ticari bağlantılar ve rekabetçi devalüasyonlara yönelik baskılardır. Daha açık bir ifade ile; bir ülke uluslararası ticaretteki konumunda değer kabı yaşadığında o ülke ile iş yapmakta olan ticaret ortağı da rekabet gücünü kaybetmektedir. Roubini ve Setser (2004)'e göre bu durumda yatırımcılar ticaret ortağının para birimine baskı uygulayabilmekte veya bu ülkedeki politika yapıcılar ihracat pazar payını kaybetmeyi önlemek için devalüasyon kararı alabilmektedir. Bu durumun olasılığı, bu ülkeden büyük bir sermaye kaçışını tetikleyebilmektedir. Bu tür para birimi üzerine baskılar, Brezilya'nın 1999'daki para biriminin devalüasyonunun ardından Arjantin'de ve Tayland'ın 1997'deki para biriminin devalüasyonunun ardından Asya'da mevcut görünmektedir.

Saf bulaşma etkisi doğrudan ülkenin özel yapısal pozisyonundan ya da iktisadi bağlantılarından değil dışsal etkenler sebebiyle yatırımcıların fikirlerinde değişikliklerdir. Yani bu durumda bulaşma piyasa beklentilerindeki değişimler gibi, makroekonomik değişkenler ile açıklanamayan aktarım mekanizmaları vasıtasıyla, bir ülkede yaşanan krizin başka bir ülkedeki krizi de tetiklemesi olarak açıklayabiliriz (Edwards, 1999: 6). Tıpkı büyük bir balonun o ülkede diğer balonların oluşmasına neden olması gibi, finansal piyasada görülen bir dizi balonda, diğer ülkelerde başka balonların üremesine yol açmaktadır (Kindleberger, 2004: 191). Saf bulaşmaya örnek vermek gerekirse; 1997 yılında Tayland'da ortaya çıkan finansal krizin Doğu Asya'daki çeşitli ülkelerde kendini göstermesi yani yayılması ve 1998 yılında Rusya'nın temerrüdünün tetiklediği küresel finansal çalkantı, yaygın olarak küreselleşmiş menkul kıymetler piyasalarında eşi görülmemiş bulaşma etkilerini ortaya çıkarmaktadır. Calvo ve Reinhart (1995) yaptıkları çalışmada, gelişmekte olan piyasalardaki bulaşma etkilerine dair bazı istatistiksel kanıtlar sağlar.

Saf bulaşma etkisine bağlı olarak ortaya çıkan mekanizmalar likidite kısıtı ve asimetrik bilgi ve sürü davranışıdır.

Likidite kısıtı yatırımcı kararlarını etkileyen ve uluslararası yatırımcıların ve kreditorlerin bir ülkedeki krizi diğerine taşımalarına sebep olan önemli bir unsurdur (Budak, 2017: 461). Budak (2017) 'e göre likidite sıkıntısı; uluslararası yatırımcıların kaldıracağı yatırımlarda teminat tamamlama ve kriz sonucunda fon payı geri alımlarının yaşanacağı tahmin edilen yatırım fonlarında ortaya çıkmaktadır.

Asimetrik bilgi ve sürü davranışı,

“The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, George Akerlof'un (1970) tarafından kaleme alınan, alıcılar ve satıcılar arasındaki bilgi asimetrisi varlığında piyasada ticareti yapılan malların kalitesinin nasıl bozulabileceğini ve geride sadece "limon" bırakabileceğini inceleyen iyi bilinen makalesidir. Akerlof'un makalesi, fiyatların piyasada ticareti yapılan malların kalitesini nasıl belirleyebileceğini gösteriyor. Düşük fiyatlar, yüksek kaliteli malların satıcılarını uzaklaştırır ve sadece limonları geride bırakır.

Akerlof (1970) makalesinde, araba pazarını kalite belirsizliği problemine örnek olarak tesis etmiştir. Kullanılmış araba tanımı, ilk alan tarafından belli bir süre kullanıldıktan sonra sahipliğin diğer bir kişiye geçtiği araçtır. Makalede iyi kullanılmış arabalar (şeftali) ve kötü kullanılmış arabalar (limon) olarak sınıflandırılmıştır. Bu durum arabayı kullananın sürüş tarzı, arabanın kalitesi, bakım periyodu ve kaza geçmişi gibi her zaman izlenmesi mümkün olmayan parametrelerin bir sonucu olarak ortaya çıkar. Arabaya ait önemli parçaların göz önünde ve incelemesi kolay olmadığından, araba alıcısı arabanın şeftali mi yoksa limon mu olduğunu anlayamaz. Buna bağlı olarak ilk izlenime bakarak alıcı, arabanın ortalama kalitede olduğunu düşünerek ortalama kaliteye uygun olan ortalama fiyatı ödemeyi uygun bulacaktır. Bu durum iyi kullanılmış ve bakım periyodu düzenli yapılmış bir arabanın sahibinin, arabasını satmak isteyeceği yüksek fiyattan satamayacağı anlamına gelmektedir. Buna bağlı olarak iyi araba sahipleri arabalarını kullanılmış araba pazarına satışa sunamayacaklardır. Araba piyasasından iyi arabaların çekilmesi, piyasada ortalama araba kalitesini düşmesine neden olacaktır. Alıcılar hangi model olursa olsun araba beklentilerini daha düşük olarak belirleyeceklerdir. Bu süreç orta kalite araba sahiplerinin arabalarını

satamamaya yönlendirir. Sonuç olarak kalite olarak asimetrik bilginin mevcut olduğu bir piyasada kötü araba iyi arabayı piyasadan kovalar.

Akerlof (1970) makalesinde, kalite ayrışıklığı ile asimetrik bilginin etkileşimi sonucunda garanti ortamının olmadığı bir piyasanın nasıl kaybolabileceğini anlatmaktadır. Model, alıcı tarafından kalite durumu önceden tespit edilemediği için (bilgi asimetrisi nedeniyle), satıcı kalitesi düşük olan malları bile kaliteli mallar gibi gösterme konusunda teşvikler bulunmaktadır. Fakat alıcı bu hileyi anlar ve malın kalitesinin düşük olduğunu düşünmesine neden olur. Bu durumda ortalama kaliteye sahip mallar dikkate değer olacak ve yüksek kaliteli olan malların piyasadan çekilmesine neden olacaktır. Bu süreç, ticari olmayan bir dengeye gelene kadar tekrar eden bir durumdur. Makale anlatılan mekanizmanın sonucu; kalite belirsizliğinin olduğu durumlarda piyasalar tamamen kendini gösteremeyebilir. Makaleye en iyi örnek yaşlıların sağlık sigortası alırken karşılaştıkları sıkıntılardır.

Finansal piyasa karar kıstasları, görüşleri ve inanışlarına bağlı değerlendirmelerle işlemektedir (Fumagalli ve Mezzadra, 2012: 199). Ancak algı ve inançlar bireysel davranışları şekillendirmede ne kadar önemli olurlarsa olsunlar, ekonomiyi etkileyen siyasal kararlar da dahil toplu davranışları şekillendirme de önemlidir (Stiglitz, 2016: 221). İnsan tepkilerinin, bolluk durumlarında kıtlık şartlarına kıyasla çok farklı olacağı görüşü, öncü davranışsal iktisatçılar Amos Tversky ve Daniel Kahneman (1979)'dan tarafından tanımlanan zarardan sakınma veya statükoya meyil olarak görülebilir (Parthasarathi, 2019: 15). Yatırım kararlarının ezici çoğunluğunun arkasında bu hassas denge finans pazarlarını belirler: insanlar sürü güdüsüyle hareket ettiklerinde fiyatlarda buna göre inip çıkar (Conaghan ve Smith, 2014: 115). Piyasa oyuncularının beklentileri ve ne yönde hareket edecekleri sonucu değiştirebilmektedir (Kansu, 2010: 166). Aynı yönde alınan finansal kararlar, servetlerin kazanılıp kaybedilmesine sebep olabilir, piyasadaki büyük çıkışlara ve çöküşlere zemin oluşturabilir.

Atomların nasıl davrandığı hakkındaki inançlar atomların gerçekte nasıl hareket ettiğini değiştirmez, ancak iktisadi sistemin nasıl hareket ettiği hakkındaki inançlar onun gerçekte nasıl işlediğini etkiler (Stiglitz, 2016: 221). Yurtiçi sermaye sahiplerinin yanında riskleri uygun olarak hesaplamayan uluslararası yatırımcıların davranışlarının da sermaye kaçışında rol oynamasından dolayı bu sermaye kaçışı krizlerine yol açmıştır. 1998'teki

krizinden 2000 yılındaki yüksek teknoloji firmalarının batışına oradan da 2008 küresel likidite paniğine kadar yetkililer, dünyayı krize sürüklemişlerdir (Rickards, 2017: 143). Bunun altında yatan sebep ise karmaşa teorisinden yararlanmamalarındandır. Karmaşa teorisine en iyi örnekler sermaye piyasalarında görülen panikler, çöküşler arka arkaya gelen banka iflaslarıdır. Karmaşa teorisini anlamak sermaye piyasalarındaki riski ölçmek için önemli bir araçtır (Rickards, 2017: 156).

Asimetrik bilgi problemi nedeniyle finansal piyasalarda aksaklıklar meydana gelmektedir. Asimetrik bilgi finansal krizleri açıklamayı amaçlayan bir teoridir. Mishkin (1999a)'e göre asimetrik bilgi yaklaşımı açısından finansal kriz, finansal piyasalardaki bilgi akımının aksaması piyasanın görevlerini yapamamasıdır. Finansal krizleri açıklamada asimetrik bilgi teorisinin dikkat çekici olmasının altında yatan neden finansal sistemin temel gerçeklerini açıklayabilme gücüdür. Finansal yapıyla ilgili temel gerçekler şunlardır (Mishkin, 1994: 5).

- Menkul kıymetler ihraç etmek, işletmelerin faaliyetlerini finanse etmenin birincil yolu değildir.
- Yalnızca büyük, köklü şirketler faaliyetlerini finanse etmek için menkul kıymetler ihraç eder.
- Finansal sistem, ekonominin en sıkı şekilde düzenlenen sektörleri arasındadır.
- Finansal aracılık, fonların verimli yatırım fırsatlarına kanalize edilmesinin başlıca yoludur.
- Bankalar işletmeler için en önemli dış kaynak kaynağıdır.
- Borç sözleşmeleri, öz sermaye sözleşmelerinden daha yaygın olarak kullanılmaktadır.
- Teminat, borç sözleşmelerinin yaygın bir özelliğidir.
- Borç sözleşmeleri, borçluya önemli kısıtlamalar getiren son derece karmaşık yasal belgelerdir.

Asimetrik bilgi problemi, ters seçim (adverse selection) ve ahlaki tehlike (moral hazard) sonucunu doğurmaktadır. Ters seçim finansal piyasada işlem sonuçlanmadan önce tek taraflı bilginin neden olduğu durumdur. Ahlaki tehlike ise finansal işlem sonuçlandıktan sonra ortaya çıkan bilgi problemidir. Ters Ahlaki Tehlike, merkezi sermaye piyasasındaki likidite sıkışıklığına dayanan tehlikeyi tamamlayıcı niteliktedir (Calvo ve diğerleri, 2003: 9).

Bilgi asimetrisi göz önüne alındığında, küçük bir şok piyasanın donmasına neden olabilir (Claessens ve Kose, 2013: 8). Uluslararası piyasalar açısından ise, asimetrik bilgi problemi özetle, piyasada işlem yapmak isteyen yatırımcının işlem konusu olan finansal araçlar hakkında aynı seviyede bilgi sahibi olmamalarıdır. Örneğin, uluslararası piyasada borç veren pozisyonundaki kişilerin borç alan kişiler hakkında tam ve yeterli bilgiye sahip olmaması piyasaların etkin işleyişinin önüne geçmekte sonuçta piyasada her iki tarafta bulunan kişileri yanıltarak beklenenden daha az veya daha fazla yatırım yapılması sonucuna götürebilmektedir. Bu sebeple uluslararası piyasalarda ortaya çıkan asimetrik bilgi problemleri, uluslararası yatırımcıların finansal piyasalarda ortaya çıkan değişiklikler hakkında bilgi edinmesinin ne kadar zor olduğunu sonucuna götürmektedir. Bu gibi durumlarda daha çok az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin sözleşme zorunluluklarını yerine getirmediği görülmektedir. Asimetrik bilgi problemleri yatırımcıların uluslararası piyasalarda yatırım yapmaya uzak durmasına neden olmaktadır.

Asimetrik bilgi ve sürü davranışı oynaklığı arttıran nedenler arasında yer almaktadır. Ezber bozan matematik dehası Benoit Mandelbrot gelecekteki fiyatların geçmişten bağımsız olmadığını, piyasanın birbirini izleyen şişme ve patlama dönemlerine sebep olan, aşırı veya yıkıcı tepkilere yol açabilen bir tür “hafıza”ya sahip olduğunu gösteren fikirlerini ortaya koydu (Rickards, 2017: 218). Diğer taraftan bireylerin rasyonel olmayan davranışları veya parasal fon yöneticilerinin karşılaştıkları asimetrik güdüler nedeniyle yatırımcılarda oluşan rasyonel olmayan beklentilerin de krizlerin yayılmasını etkilediği kabul edilir (Delice, 2003: 65).

Calvo (1999)’ya göre sermaye piyasası işlemleri için geçerli olan kuralların, şokların bir ülkeden diğer bölgelere yayılmasından sorumlu olabileceğini öne sürmüştür. Sürü davranışı, yatırımcılar kendi bilgi ve inançlarının peşinden gitmektense, piyasada gözlenen diğer kararları ya da hareketleri taklit ederek karar vermedir (Hwang ve Salmon, 2004: 585). Eichengreen ve diğerleri (1995)’e göre yatırımcıların ayırım gözetmeden sürü davranışı

örneğini son Avrupa Para Krizi (ERM) krizinde önemli bir rol oynadığını, bazı durumlarda para birimlerine yönelik saldırıların zayıf makroekonomik temeller tarafından haklı gösterilebildiğini, diğerlerinde ise olmadığını iddia etmektedir. Reinhart ve Calvo (1996) çalışmasında Meksika krizinin ardından Latin Amerika'daki gelişmekte olan piyasalar için haftalık hisse senedi ve Brady bono getirilerindeki artış derecesinin arttığına dair kanıtlar sunmaktadır. Ülkeler arasında makroekonomik temellerdeki heterojenlik göz önüne alındığında, bu tür bir yorum, yatırımcıların gütme davranışının göstergeleri olarak yorumlanabilir. Alternatif olarak, artan miktarda itfalar bekleyen bir açık uçlu gelişmekte olan piyasa yatırım fonu, nakit elde etme çabasıyla birçok gelişmekte olan piyasadaki hisse senedi varlıklarını satacaktır. Gelişmekte olan piyasaların çoğunu karakterize eden likidite azlığı göz önüne alındığında, birkaç büyük yatırımcının satması diğer piyasalardaki hisse senedi fiyatlarını artıracaktır. Calvo ve Mendoza (1999)'ya göre, yatırımcılar arasındaki ekonominin durumu ve sürü davranışları hakkındaki eksik bilgiler, bulaşmanın önemli faktörleridir. Bu duruma piyasa açısından bakarsak; ülkeye özgü temeller hakkında eksik bilgiye sahip uluslararası para ve hisse senedi piyasalarındaki yatırımcılar ve bazı piyasada etkili olan yatırımcıların gelişmekte olan ekonomilerdeki finansal varlıklarını bir marj kısıtlaması nedeniyle mi yoksa krizle ilgili yüksek beklenti olasılığı nedeniyle mi sattıklarını bilemeyebilirler. Piyasa da reaksiyon gösterecek kadar bilgisi olmayan yatırımcılar, belirli bir yatırımcı grubu tarafından alınan tedbirlere göre hareket kabiliyeti geliştirirse, bu durum bilgi asimetrisi olgusunun artışına neden olabilir. Bu durumun tetiklenmesi, yatırım yapılan ülkeden büyük sermaye kaçışını tetikleyebilir, çünkü her yatırımcı diğer yatırımcılardan önce yaptıkları yatırımları çekmeye çalışacaktır. Bu durum kendi kendini gerçekleştiren kehanettir. Bu duruma bankacılık sektörü açısından bakarsak; bir bankacılık sisteminde ortaya çıkan bir başarısızlık durumunda çoğunlukla sistemdeki büyük ya da önde gelen bir bankanın mevduat sahipleri, yaptıkları davranış şekli sisteme olan güven eksikliğinden dolayı banka mevduatlarını büyük ölçüde bankacılık sisteminden çekmeye başlarlar. Mevduat sahiplerinin bu davranışları, sistemdeki sağlıklı banklara da yayan bir likidite krizine dönüştürmektedir. Mevduat sahiplerinin sürü davranışı finans sistemi içinde daha geniş bir tabana yayılarak temelleri değiştirir ve kriz kendi kendini gerçekleştirir hale getirmektedir. Bilgi sorunları, istikrarsızlığın ana kaynağı olabilir (Calvo ve Mendoza, 2000; Bacchetta ve Vincoop, 1998).

Finansal krizler açısından asimetrik bilgi probleminin sonucu olan ahlaki tehlike süreci kriz sonrası devletin piyasaya müdahale etmesi sonucunda kendini göstermektedir.

Çünkü krizin yarattığı ekonomik ortam finansal kurumları finansal anlamda zor duruma düşürebilmektedir. Bu kurumlar finansal olarak geldikleri olumsuz koşulları, ülkelerin merkez bankası ve devletin destek olması neticesinde kurtarılmaktadır. Muhtemel bir kriz durumunda önceki krizlerdeki ekonomik uygulamalara bakılarak finansal anlamda risk altına giren finansal kurumlar devlet tarafından kurtarıma beklentisine girerek yanlış kararlar alabilirler. Devlet tarafından kurtarıma beklentisi ahlaki tehlikedir. Calvo ve Talvi (2005)'e göre kurtarma paketini bekleyen özel sektör muhtemelen davranışını değiştirecek ve kurtarma paketinin etkilerini muhtemelen dengeleyecektir. Bu nedenle, özellikle kriz döneminde finansal zor duruma düşen kurumları kurtarmak için maliyetli yapılmalıdır. Ahlaki Tehlike önemli bir konudur, çünkü Merkez Bankasının Ani Duruş sırasında "ucuz" kredi sağlayacağı beklentisi bile özel sektörün aşırı derecede büyük risk almasına neden olabilir (Calvo, 2006: 7). Bu durum bankacılık sektöründe oldukça iyi bilinen bir olgudur ve bankacılık düzenlemelerinin arkasında önemli bir gerekçe olarak durmaktadır. Bu nedenle, banka dışı sektörler Ani Duruş sırasında rutin olarak kurtarılsa, borç yönetimi prosedürleri de hükümet düzenlemesine tabi olmalıdır (Calvo, 2006: 7). Calvo (2007)'e göre bu kapsamda Ani Duruş sırasında olası piyasayı sakinleştirecek bir düzenleme türü, sadece normal şartlar altında merkez bankası borç yönetimi düzenlemelerine kabul edecek olan kurumlara kredi olanakları sağlamak olabilir. Kusursuz bilgi varsayımı gevşetilirse, ani artışlar sermaye girişleri için "balon" benzeri bir davranış ile ilişkilendirilebilir.

Giannetti ve Laeven (2012)'e göre belirsizliğin yüksek olduğu kriz dönemlerinde yatırımcıların riskten daha fazla kaçındığını ve asimetrik bilginin daha düşük olması nedeniyle daha düşük maliyetlerle değerlendirilebilecek yerli yatırımlara döndüklerini göstermektedir.

Pindyck ve Rotemberg (1990) ve (1993) yaptıkları çalışmaya göre, iyi gelişmiş finansal piyasalardaki bulaşmanın daha fazla kanıtı, hisse senedi ve emtia fiyatlarındaki aşırı birlikte hareket kanıtından gelmiştir.

Kaminsky ve diğerleri (2003)'ne göre, özellikle 1990'lı yılların ortalarından itibaren gelişmekte olan ülkelerde görülen Ani Duruş'ların birçoğunun ortaya çıkışında uluslararası bulaşma etkisi önemli rol oynamıştır. Diğer taraftan her ülkenin kendi yurtiçi sorunları ile politika hatalarının, ülkeleri Ani Duruş'lara karşı kırılgan yaptığını da kabul etmek gerekir.

Forbes (2012a)'e göre bir ülkenin daha kaldıraçlı bir bankacılık sistemine, daha fazla ticaret açığına, daha zayıf makroekonomik temellere ve daha büyük uluslararası portföy yatırım yükümlülüklerine sahip olması durumunda bulaşmaya karşı daha savunmasız olduğunu göstermektedir.

Ani Duruşların kümeler halinde ortaya çıkmasının birkaç sebebi vardır: ülkelerin mal, hizmet ve finansal işlemlerde birbirlerine olan bağımlılığıdır. Gelişmiş ülkelerdeki ekonomik gelişmelerdir. Bir ülkede ortaya çıkan bir krizin finansal kırılganlığı ortaya çıkarmasıdır. Piyasada yer alan yatırımcıların sürü davranışlarıdır. Bu nedenler uluslararası bulaşma aile sistemik Ani Duruş'lara neden olmaktadır. Calvo ve diğerleri (2008)'ne göre, sistemik Ani Duruş, sistemik çöküşlerin olduğu dönemlerde olan geniş ve büyük ölçüde beklenmeyen sermaye hesabı daralmaları biçiminde tanımlanabilir. Sistemik Ani Duruş'lar yurtiçi kırılganlıklardan ziyade uluslararası sermaye piyasalarındaki gelişmelerden daha açık ifadeyle uluslararası kredi arz şoklarından kaynaklanmaktadır.

2.5.Uluslararası Sermaye Hareketleri

Sermaye çok ülkeli bir bölgede, sakinlerinin bölgedeki herhangi bir yerde ve herhangi biriyle finansal işlemlerin müzakere edilmesi ve yürütülmesinde kullanılan bir unsurdur. Aynı zamanda resmi bir engelle karşılaşmadığı ve farklı ülkelerde ikamet eden taraflar için aynı ülkede ikamet eden taraflardan daha büyük olmayan işlem maliyetleriyle karşı karşıya kaldığı durumlarda serbestçe hareket etmesini sağlayan bir belirleyicidir (Obstfeld, 1993: 2). Küresel finansal koşulların finansal açıklığa sahip gelişmekte olan piyasalara aktarıldığı önemli bir kanal sınır ötesi sermaye akımlarıdır (Obstfeld ve diğerleri, 2017: 288). Uluslararası sermaye hareketi bir ülkede yerleşik kişi ya da kuruluşların başka bir ülkede bulunan yerleşik kişi ve kuruluşlara fon aktarması veya ondan bir aktif satın almak üzere fon göndermesi şeklinde tanımlanmaktadır (Yalçiner, 2012: 89). Sermaye ülkeler arasında tam anlamıyla hareketli durumda olduğunda çoğu herhangi bir artımlı tasarruf, ana ülkeyi terk etmekte veya aksi takdirde ana ülkeye yatırılacak olan diğer yabancı kaynaklı sermayenin yerini almaktadır (Feldstein ve Horioka, 1979: 2). Uluslararası sermaye akımları ödemeler bilançosu dengesizliğinin giderilmesi ya da ülkedeki üretim sınırlılıklarının çözüme ulaşabilmesi için finansal kaynakların bir ülkeden diğerine hareket etmesi olarak ifade edilmektedir. Sermayenin küreselleşmesinde, esas olan sermaye dolaşımının serbestleşmesi, hacminin artması, hızlanması, yaygınlaşması ve yeni yatırım araçlarının

devreye girmesidir (Afşar, 2011: 146). BIS (2021)'e göre sermaye hareketinin potansiyel faydalar sağlayan iki ana mekanizması vardır. Birincisi, sermaye sınırlar arasında serbestçe hareket edebildiği zaman, en verimli şekilde kullanılabileceği ülkelere akabilmektedir. Bu, daha yüksek toplam yatırım, çıktı ve tüketim dahil olmak üzere gerçek ekonomik sonuçlar açısından faydalar üretmektedir. İkincisi, araçlar uluslararası yatırım yapabildiklerinde, portföy çeşitlendirmesinden yararlanarak riski daha verimli bir şekilde paylaşabilmektedirler. Küreselleşmenin temel itici gücü budur ve daha önce hiç görülmemiş bir biçimde finansal piyasaların bakış açılarının genişlemesine sebep olmaktadır. Küreselleşme sonucunda sermayenin mekân sınırlılıkları ortadan kalkmaktadır. Sonuç olarak bilgi ve para özgür hareket etme yetkisine ulaşmaktadır.

Sermaye akımlarını belirleyen faktörler bulunmaktadır (IMF, 2004a: 60). Bu faktörler ülkelerin esas ekonomik şartları ve boyutu, gelişmiş ülkelerdeki düşük faiz oranları, küresel sahada büyük likiditenin ve borç verilecek kaynakların fazlalığı, risk almaya artan iştahıdır. Artan sermaye akımları, yetersiz tasarrufa sahip ekonomilerin daha büyük dünya havuzuna girmesine izin vermektedir. Bu da dünya çapında finansal kaynakların daha iyi tahsis edilmesine yol açabilir, risk paylaşımı ve portföy çeşitlendirmesi için daha fazla fırsat sağlayabilir ve doğrudan yabancı yatırım (DYY) durumunda ev sahibi ülkeye teknoloji ve iş bilgisi transferi sağlayabilir (Mercado ve Park, 2011: 1). Sonuç olarak ülkelerde sermaye girişlerinin yarattığı sonuçlar yatırımın, üretkenliğin ve büyümenin artması olarak kendini göstermektedir.

Uluslararası sermaye hareketleri uzun yıllardır varlığını devam ettirmektedir. Tarihsel olarak İngiltere, ABD, Kanada, Avustralya ve daha birçok ülkenin gelişimi yabancı sermaye sayesinde olmuştur (<https://www.economicdiscussion.net/international-capital-movements/international-capital-movements-meaning-and-effectseconomics/30579,20.05.2021>). Uluslararası sermaye akımlarının refah kazanımı sağlamak veya zarar vermek için kapsamı 1990'lardan bu yana önemli ölçüde genişlemiştir (Rey, 2018: 2). Uluslararası sermaye hareketlerinin yüksek kazanç vadeden gelişmekte olan ülkelere yönelmesinin artması, bu ülkelerin büyümelerinin önünü açmakta ve makroekonomik istikrarın iyiye gitmesinde zemin oluşturmaktadır. Ancak makroekonomik dengelerini oturmamış, yapısal sorunlarının üstesinden gelememiş ülkelerin sermaye hesapları önündeki engellerin kaldırılması bu ülkelerin uluslararası piyasalardaki gelişmelere yönelik hassasiyetlerini artırmaktadır (Altun ve Mutan, 2007: 4). Ülkelere giren

uluslararası fonların aniden ülkelerden çıkması ülkelerin kırılganlığını artırmaktadır. Örneğin, özellikle büyük kısa vadeli akımlar tarafından yönlendirilen sermaye akımları iç para politikasının işleyişini bozabilir ve büyüme için olumsuz sonuçlar doğuran finansal istikrarsızlık yaratabilmektedir (Mercado ve Park, 2011: 1).

Uluslararası sermaye hareketleri iki açıdan değerlendirilmektedir (Eichengreen, 2003: 13). Birinci açı, uluslararası sermaye hareketliliğini bir büyüme motoru olarak tasvir etmektedir. İkinci açı ise, sermaye hareketliliğini bir istikrarsızlık kaynağı olarak görülmektedir. Forbes ve Warnock (2012a), Fratzscher (2012), Lane ve Milesi Ferretti (2012) büyük ve değişken uluslararası sermaye akımlarının ekonomik döngüleri büyütme, finansal sistem kırılganlıklarını artırma ve makroekonomik istikrarsızlığı artırma eğiliminde olduğuna dair yaygın bir inanca sahiptir. Calvo ve diğerleri (2004), Calvo ve Talvi (2005)'ne göre, sermaye girişlerinde ani ve büyük bir azalma, para biriminin değer kaybetmesine, varlık fiyatlarının düşmesine, ekonomik büyümede keskin düşüşe ve hatta bankacılık ve döviz krizlerine neden olabilir. Kısıtlı sermaye hareketliliğinin ister zengin ister fakir olsun, her ülkede ekonomik performansa zarar verildiği görüldü (Bhagwati, 1998: 8).

Dünya sermaye hareketliliğinin yüksek olduğu durumlarda, gelişmekte olan ekonomilere uluslararası portföy tahsislerindeki küçük ayarlamalar bile sermaye akımlarında çok büyük dalgalanmalara neden olur (Edwards vd., 2003). Güçlü sermaye girişleri, döviz kurundaki yanlış hizalamalara, kredi patlamalarının artmasına ve para birimi uyumsuzluklarına yol açabilir ve Ani Duruş'lara, yani sınır ötesi akımlarda keskin düşüşlere maruz kalınmaktadır (Alberola ve diğerleri, 2016: 7). Reinhart ve Reinhart (2009), Cardarelli ve diğerleri (2010), Forbes ve Warnock (2012a) ve Tilmann (2013)'a göre uluslararası sermaye hareketlerindeki dalgalanmaların varlık fiyatlarındaki balonlara, kredi patlamalarına ve daha değişken ekonomik döngülere katkıda bulunduğunu belirtmektedirler. Ulusal ekonomiler ve ulusal hükümetler, gerçek bir zorluk yaşamadan, istihdam, çıktı ve enflasyonla ilgili ulusal ekonomi politikasının hedeflerinden önemli ölçüde fedakârlık etmeden ve yabancı borsalardaki büyük fon hareketlerine uyum sağlayamamaktadır (Tobin, 1978: 154). BIS (2021)'e göre, uluslararası sermaye akımların yarattığı yanlış tahsisat ve Ani Duruş'ların etkilerini finansal sürtüşmeler ve dışsalılıklarla arttığında ortaya çıkan zararlar dengelenebilmektedir.

2.5.1.Uluslararası Sermaye Yatırım Türleri

Sermaye akımları, hak talebinin niteliğine (öz sermaye, borç), vadesine (kısa, uzun), değer para birimine (yerli, yabancı) ve yatırımcının niteliğine veya kontrolüne (portföy yatırımı, doğrudan yabancı yatırım, banka) göre farklılık göstermektedir. Uluslararası yatırımları varlıklar kalemi altında, doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, finansal türev varlıklar, diğer yatırımlar ve rezerv varlıklar olarak sınıflandırılmıştır (IMF, 2002: 8). Merkez Bankası ödemeler bilançosu sunumunun finans hesabı altındaki kalemler; doğrudan sermaye yatırımları, portföy yatırımları ve diğer yatırımlardır. Aşağıda uluslararası sermaye yatırım türlerini üç başlık altında açıklanacaktır.

2.5.1.1.Doğrudan sermaye yatırımları

Doğrudan yatırım, başka bir ekonomide ikamet eden bir işletmenin yönetimi üzerinde kontrole veya önemli derecede etkiye sahip olan bir ekonomide ikamet eden bir kişi ile ilişkili bir sınır ötesi yatırım kategorisidir (IMF, 2009: 100). Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, girişimcilerin kendi ülkeleri dışında mal ve hizmet üretmek amacıyla meydana getirdikleri sabit kıymet yatırımlarını ifade edebileceği gibi bir ülkede bir işletmeyi satın almak, yeni kurulan bir işletme için kuruluş sermayesi sağlamak veya mevcut bir işletmenin sermayesini arttırmak yoluyla yabancı ülkeye yapılan sermaye transferi işlemlerini de ifade etmektedir (Yalçiner, 2012: 93). Doğrudan yabancı yatırımlar bir ülkede bulunan işletmenin başka bir ülkede yeni baştan bir işletme kurması şeklinde olabileceği gibi kurulmuş bir işletmenin geliştirilmesi şeklinde de yapılmaktadır (Krugman ve Obstfeld, 2006: 157). Finansal entegrasyon ve finansal varlık ticareti konusundaki tartışmaların çoğunda algılanan bilgelik, doğrudan yabancı yatırımların ev sahibi ülke perspektifinden arzu edilen bir yatırım türü olmasıdır, çünkü know-how transferini beraberinde getirir, dış pazarlara erişim yaratmakta ve finansal sıkıntı risklerini azaltmaktadır (Daude ve Fratzscher, 2006: 23).

Doğrudan yatırımların uzun dönemli kar beklentilerinin olması ve ağırlıklı olarak sabit varlıklardan oluşuyor olması, bu tür yabancı sermayenin bir kriz anında ülkeden kaçışını zorlaştırmaktadır. Sermaye akım formları, Ani Duruş sırasında farklı davranışlar sergilemekte olup bunların içerisinde yer alan doğrudan yabancı yatırımlar Ani Duruş'un olumsuz etkilerini önemli derecede azaltabilmektedir (Yiğitli ve Turan, 2018: 80-81). Bu

sebeple, en istikrarlı yabancı sermaye çeşidi olarak değerlendirilmektedir (Fernandez-Arias ve Hausman, 2001: 36). Levchenko and Mauro (2006)' ya göre, doğrudan yabancı yatırımlar Ani Duruş'larda bile oldukça istikrarlıdır.

2.5.1.2.Portföy yatırımları

Herhangi bir menkul kıymete yatırım yapmak isteyen yatırımcının karşısında sadece ülkesinin milli sınırları içerisindeki alternatifler bulunmayıp, diğer ülkelerde değerlendirme imkânı bulunan değişik türde yatırım araçları bulunmaktadır (Aksoy ve Tanrıöven, 2014: 15). Portföy yatırımları hisse senetleri ve bono ve tahvil gibi borç senetlerine ek olarak para piyasası araçlarını ve finansal türevleri de kapsamaktadır (IMF, 2012: 91). Portföy yatırımı, doğrudan yatırım veya rezerv varlıklarına dahil edilenler hariç, borç veya hisse senedi menkul kıymetlerini içeren sınır ötesi işlemler ve pozisyonlar olarak tanımlanmaktadır (IMF, 2009: 110). Portföy yatırımları, bir yatırımcının aynı veya farklı özelliklere sahip menkul yatırım araçlarına (tahvil, hisse senedi veya hazine bonosu gibi) yaptığı toplam finansal değerdir (Bulut ve diğerleri, 2017: 3). Portföy yatırımları, finansal piyasalara direkt erişim sağlaması ve bunun sonucu olarak esneklik ve likidite koşullarını sağlaması açısından diğer yatırım türlerinden farklıdır. Portföy yatırımlarının finansal piyasalarla içten bir ilişkileri vardır.

Uluslararası sermaye hareketlerinde risk yaratan yatırım döviz kuru ve faiz değişimlerinden kar elde etmeyi amaç edinen portföy yatırımlarıdır (Deveci Tunç ve Demir, 2016: 75). Portföy yatırımları, çok kısa sürede likiditeye çevrilip yurtdışına çıkarılabildiğinden dolayı yatırımcılar için en az risk taşıyan yatırım türü iken yatırım yapılan ülke açısından en riskli yatırım türüdür (Pazarlıoğlu ve Gülay, 2007: 203). Portföy yatırımlarının küresel sermaye piyasalarındaki kargaşaya ve düzensizliklere oldukça duyarlıdır. Portföy yatırımları hem ülke hem de dünyadaki ekonomik dinamiklerdeki değişkenliğe bağlı olarak ani çıkışlar, yatırım yapılan ülkenin ekonomisinde ciddi dengesizlikler yaratmaktadır. Ve Ani Duruş sırasında menkul kıymet piyasalarından da yabancı sermaye çıkışı olacağından, hisse senedi fiyatları da düşmektedir (Mendoza ve Smith 2005: 3, Mendoza ve Smith, 2002: 1, Mendoza, 2001: 1). Ani Duruş Krizi meydana geldiğinde hem tahvil piyasasında hem de hisse senedi piyasasında fiyatlar sert bir şekilde düşer. Eğer ülkenin uluslararası rezervleri portföy yatırımları ile finanse ediliyor ve ödemeler bilançosu kalemi olan cari işlemler hesabında açık varsa ülkenin kriz sürecine girme olasılığı

yükselmektedir. Gelişmekte olan ülkeler yönelik sermaye akımlarındaki tüm artışların beşte biri finansal krizlerle sonuçlanmıştır (Carney, 2019: 3). Ve gelişmekte olan ülkelerin sermaye akımındaki artışlardan sonra bir finansal kriz yaşama ihtimalleri normal zamanlara göre en az üç kat daha fazladır. Ani Duruş döneminden önce gelen sürdürülemez devasa sermaye girişleri ekonomik faaliyeti keskin bir şekilde artırdığından, ayırt edilebilir bir patlama ve çöküş döngüsü vardır. Puy (2016)'e göre uluslararası portföy akımlarının dünya düzeyinde güçlü döngüsel davranış sergilediği sonucuna varmıştır.

2.5.1.3. Diğer yatırımlar

Diğer yatırımlar kapsamında doğrudan sermaye yatırımları, portföy yatırımları ve rezerv dışında kalan tüm sermaye yatırımlardır. Diğer yatırımlar; ticari krediler (satıcıdan elde edilen krediler), krediler (alacaklı ve borçlu arasındaki kredi sözleşmesine göre elde edilen borçlanma türü), efektif (yerleşikliklerin elinde tuttukları yabancı hükümetlerce çıkarılan efektifler ve madeni paralar) ve mevduatlar (yabancı paralı mevduatlar), diğer varlık ve yükümlülükler ve özel çekme hakları (SDR) yer almaktadır (TCMB Ödemeler Dengesi İstatistikleri, Şubat 2020).

Diğer yatırımlar kalemi kendi içinde kısa ve uzun vadeli yatırımlar olarak ayrılmaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketleri, sermaye hareketleri ticari kredileri, vadesi bir yıldan az olan ticari banka kredilerini, kısa vadeli özel ve kamu borçlarını (yerel ve yabancı para cinsinden) içermektedir (Rodrik ve Velasco, 1999: 12). Uzun vadeli sermaye hareketleri, portföy yatırımları ile beraber izlenemeyen vadesi bir yıldan fazla borç geri ödemelerini, borç vermelerini ve yurtiçi borçlanmalarını kapsamaktadır.

Uluslararası sermaye akımları içinde yer alan doğrudan yabancı yatırımlar, portföy ve diğer akımların dinamik kalıpları birbirinde farklıdır. Doğrudan yabancı yatırımlar genellikle makroekonomik temellerden etkilenir ve doğrudan yabancı yatırım dalgalarının finansal liberalleşmeye çok az tepki gösterdiği düşünülmektedir (Yang ve diğerleri, 2019: 123). Buna karşılık, portföy akımı ve diğer akımlar, bazen spekülasyon için kısa vadeli sermayelerdir ve finansal serbestleşmeye duyarlı bir şekilde dalgalanma olasılığı daha yüksek olabilmektedir. Sula (2006) portföy akımları ve özel krediler Ani Duruş olasılığını artırırken, doğrudan yabancı yatırımlar Ani Duruş olasılığını artırmamakta olduğunu belirtmektedir.

Sonuç olarak KFK'den bu yana, gelişmekte olan piyasalara yönelik sermaye akımlarının bileşiminde önemli bir değişiklik olmuştur. Birçok ülke için, yerel tahvil ve hisse senedi piyasaları büyüdükçe, hisse senedi ve borç piyasalarına portföy akımı giderek daha önemli bir finansman kaynağı haline gelmiştir (Batini ve Durand, 2020: 3-4). Kurumsal yatırımcıların artan rolü ve endeks fonlarının ve borsada işlem gören fonların yaygın kullanımı ile portföy akımları kolaylaştırmış ve gelişmekte olan ülkeler için yatırımcı tabanının genişletilmesine yardımcı olmuştur. Düşük karbon ekonomisine geçişi finanse etmek için muazzam sınır ötesi akımlar gerekmektedir (Carney, 2019: 4).

2.5.2.İtici-Çekici Faktörler ve Pipes

Finansal serbestleşmeyle birlikte dünyadaki fonlar ülkeler arasındaki getiri ve faiz farklılıkları doğrultusunda hareket etmeye başlamıştır. Sermaye hareketleri, yatırım yapılan ülkedeki ekonomik durumun yurtdışındaki ekonomik durumla farklılık gösterdiğinin erken sinyallerini vermektedir (İnandım, 2005:16). Uluslararası sermaye hareketleri, çoğunlukla sermaye girişi olacak ekonomideki kazanç oranının uluslararası kazanç oranından nispi olarak yüksek olduğunu sezinlediklerinde oluşmaktadır (Bulut ve diğerleri, 2017: 37). Uluslararası sermaye hareketlerindeki dalgalanmaya içsel (çekici) faktörler ve dışsal (itici) faktörler neden olabilir. Gelişmekte olan ve sanayileşmiş ülke pazarları arasındaki sermaye akımlarının yönü ve büyüklüğü, sanayileşmiş ülke pazarlarına göre gelişmekte olan pazarlara fon kaydırmanın göreceli çekiciliğine ve bu tür işlemlerin gerçekleştirilme kolaylığına bağlı olduğundan, bu tür faktörleri üç kategoriye ayırmak yararlı olabilir: çekici faktörler, itici faktörler ve finansal entegrasyon derecesindeki değişikliklerdir (Montiel ve Reinhart, 1999: 621).

BIS (2021)'e göre, itici faktörler, sermaye akımı dalgalarının zamanlamasını belirledikleri için genellikle bir bekçi rolü oynamaktadır. Ani Duruş'lar sebep olan nedenler normal zamanlardaki uluslararası sermaye akımının itici güçlerinden farklı olabilir. BIS (2021)'e göre, çekici faktörler ve pipes sadece Ani Duruş'ları tetiklemekle kalmaz, bununla birlikte bunların genişliğini veya şiddetini de etkilemektedir.

İçsel (çekici) faktörler; Çekici faktörler, üretkenliği artıran ekonomik reformlardan kaynaklanabileceği gibi, gelişmekte olan ülke borçluları tarafından ihraç edilen varlıkların risk getirisi özelliklerindeki iyileştirmeler yoluyla işleyen faktörlerdir (Montiel ve Reinhart,

1999: 621). BIS (2021)'e göre ekonominin yabancı yatırımcılara sunduğu risk-getiri profilini belirlemektedir. Sermaye hareketlerinin yönelmesine neden olan ülkedeki istikrarlı ekonomik koşullardır. BIS (2021)'e göre, çekici faktörleri, döngüsel faktörler (örneğin ekonomik büyüme, finansal açıklar, dış borç oranları, iç varlıkların getirileri) ve yapısal faktörler (örneğin kurumsal kalite, yerel finansal piyasa gelişimi, ödenmemiş devlet borcu, ticari açıklık, döviz kuru rejimi, yabancı rezervler) oluşturmaktadır. Aynı zamanda ülkedeki fırsatları ve yatırım riskini yansıtan kredi notları ve ikincil piyasalardaki borç fiyatları sermaye akımlarını belirlemede önemli bir yere sahiptir (Pazarlıoğlu ve Gülay, 2007: 209). Kamuya açıklanan bilgilerin tam ve doğru olması yani şeffaflık kriterinin temel alınması ve nihayetinde bunların uluslararası standartlarla paralellik göstermesi yatırımcıyı koruyucu önlemlerin alınmış olması yabancı yatırımları çeken faktörler arasında yer almaktadır. Bu kapsamda genel amaçlı finansal raporlama yapılmasına özen gösterilmelidir. Genel amaçlı finansal raporlamanın amacı, mevcut ve potansiyel yatırımcılara, borç verenlere ve finansal tablo kullanıcılarına raporlamayan işletmeye kaynak sağlama kararlarını verirken faydalı olacak finansal bilgiyi sağlamaktadır (Örten ve diğerleri, 2015: 2). Yatırımcılar yatırım kararı alırken; yabancı piyasalardaki makroekonomik ve siyasi istikrar, ekonomi politikalarında serbestleşme ve hukuki düzenleme unsurlarını göz önünde bulundurmaktadırlar. Devletin uluslararası sermaye akımlarına doğrudan müdahalesi de yerel ülkeye yapılacak olan yabancı yatırımı etkileyen bir diğer faktördür. Sermaye girişlerini teşvik eden yasalar ve kısıtlamalar ile yabancı yatırımcının korunması ve yatırımları ile kar transferinin güvence altına alınması yabancı yatırımcının motivasyonunu artırmaktadır (Ayhan, 2019: 108).

Çekici faktörler, Ani Duruş'ların etkisini artırmaktadır. Bu bahsedilen faktörler Ani Duruş riski taşımakta ve sermaye akımlarının geri dönmesi sonucunda küresel büyümeyi ve istikrarı negatif etkilemektedir. Yerel faktörler dış şokların güçlü çarpanları olabilir (Calvo, 2003: 25). Caballero ve Krishnamurty (2004) çalışmasında yerel finans sektöründeki temel zayıflıkların ve dünya finans piyasalarıyla sınırlı entegrasyonun, gelişmekte olan ekonomileri sermaye girişlerinin Ani Duruş'lara karşı savunmasız hale getirdiğini belirtmektedir. Sermayeyi alan ülkenin ekonomik durumu, Ani Duruş olasılığını azaltan veya artıran bir faktördür. Cavallo (2019)'ya göre, daha yüksek finansal açıklar, daha büyük cari açıklar ve daha yüksek döviz borcu seviyeleri, yabancı fonların aniden çekilmesinden sonra gelişmekte olan ülkelerin maruz kaldığı ekonomik zararı artırmaktadır. Scheubel ve diğerleri (2019) çalışmasında katlanarak artan mekanizma, yerel kırılmalıklar, küresel finansal döngü tarafından temsil edilenler gibi dışsal şoklarla etkileşime girdiğinde ortaya

çıkıldığını belirtmektedir. BIS (2021)'e göre, krizin ilk döneminde sermaye akımları, döviz kurları ve varlık fiyatları arasındaki geri bildirim döngüleri, finansal piyasa gelişiminin değiştiğini ancak sermaye akımlarındaki büyük dalgalanmalara karşı gelişmekte olan ülkelerin kırılganlığını ortadan kaldırmadığını göstermekte ve çekici faktörlerin önemini artırmaktadır. Ülke olarak çekici faktörleri yani ekonomik olarak sağlam temellere sahip olan gelişmekte olan ülkeler, ortaya çıkabilecek Ani Duruş'ları daha iyi yönetebilmektedir. BIS (2021)'e göre ampirik sonuçlar, bir ülkenin kredi notu yükselirse, Ani Duruş'ların meydana gelmesinin önemli ölçüde azaldığını göstermektedir. Eğer sermaye akımları önemli oranda içsel faktörlerin etkisinde ise gelişmekte olan ülke sağlıklı makroekonomik ve finansal programlar uygulayarak sermaye akımlarını öngörülebilir aralık ve miktarlarla çekerek çıkış çöküş döngü etkilerini minimize edebilmektedir (SPK, 2007: 16-17).

İtici (dışsal) faktörler, yatırımcıları kendi ekonomilerinden uzakta fırsatlar aramaya motive etmektedir. İtici faktörler, sanayi ülkesindeki borçlulara borç vermenin çekiciliğini azaltarak çalışmaktadır (Montiel ve Reinhart, 1999: 621). İtici faktörler, küresel finans piyasasında veya merkez ülkelerde var olan ve çevre ülkelere sermaye girişlerini etkileyen ortak faktörleri temsil etmektedir. BIS (2021)'e göre, alıcı ülkeye dışsaldırlar ve fonların mevcudiyetini etkileyen küresel ekonomik ve finansal koşullarla ilgilidirler. Gelişmiş ülkelerde yaşanan ekonomik durgunluk, düşük faiz oranları, iş dünyasında ortaya çıkan olumsuz koşullar, ülke borçluları tarafından ihraç edilen varlıkların risk getiri özelliklerindeki bozulma ve politik gerginlikler sermayenin gelişmekte olan ülkelere yönelmesine neden olan itici faktörlerden bazılarıdır (İnandım, 2005: 20). En belirgin itici faktörler; uluslararası yatırımcıların risk iştahı, küresel likidite, emtia fiyatları, küresel ekonomik büyüme, ABD dolarının gücü ve BIS (2021)'e göre, KFK'nden bu yana Çin'in küresel ekonomik ayak izi yer almaktadır. Yani; küresel ekonomik büyümeye ilişkin beklentiler, gelişmiş ülkelerde iktisadi büyümenin seyri, bu ülkelerde uygulanan para politikalarına bağlı olarak değişkenlik gösteren küresel piyasalardaki toplam para arzı ile risk algısı ve önde gelen ekonomilerin görünümünü yansıtan öncü göstergelerdir (Gündoğdu, 2014: 2). Uluslararası sermaye piyasalarında spekülasyon (bulaşıcılık etkisi), büyük merkez bankalarının politika uygulamaları dünya genelinde, yeni bir volatilité kaynağı olarak ortaya çıkmaktadır (Cihangir Kurt, 2019: 362). Birçok bilim adamı, itici faktörlerin sermaye hareketinin ana belirleyicisi olduğuna dair güçlü kanıtlar bulmuştur (Kang ve Kim, 2019: 10). BIS (2021)'e göre, küresel itici faktörler, genel olarak sermaye akımlarının ve özel olarak Ani Duruş'ların önemli itici güçleridir.

İtici faktörlerin içinde en önemlisi gelişmiş ülkelerin faiz oranları ve özellikle ABD faiz oranıdır. Aktaş ve diğerleri (2018b)'ne göre gelişmiş ülkelerin para politikalarında yaptıkları değişim; genişlemeci para politikası uygulandığında sermaye akımları gelişmekte olan ülkelere giriş yaparken, sıkılaştırıcı para politikasında ise sermaye akımları gelişmekte olan ülkelere çıktığını belirtmektedir. Sermaye hareketlerinin daha çok itici faktörler tarafından belirleniyor olması durumunu, politika yapıcılarının sermaye hareketleri üzerindeki kontrol gücünün azaldığı söylenebilir (Çulha, 2006: 13-14). Sermaye akımları önemli oranda itici faktörlerin etkisinde ise gelişmekte olan ülke ne kadar sağlıklı ve istikrarlı program ve uygulamalarda bulunursa bulunsun dışsal şoklara açık olacak yani itici faktörlere kırılganlığı yüksek olacaktır (SPK, 2007: 17). Bir ülke açısından Ani Duruş olgusunun vuku bulması dışsaldır, fakat Ani Duruş Krizi'ne dönüşmesi ise dışsal olmayıp söz konusu ülke ekonomisinin kendi özelliklerine bağlıdır (Samur, 2010: 91).

BIS (2021) KFK'ni takip eden on yıldaki bolluğu göz önüne alındığında, merkez bankalarının çoğu küresel likiditeyi en önemli itici faktör olarak tanımlamıştır. CGFS (2011)'e göre küresel likidite finansman kolaylığı anlamına gelmekte ve en iyi fiyat ve miktar ölçümlerinin bir kombinasyonu kullanılarak değerlendirilmektedir. Küresel likidite ifadesinin, küresel finans piyasalarında fonlama kolaylığını ifade etmek için yaygın olarak kullanılmaktadır (Cerutti ve diğerleri, 2014: 6).

Pipes, küresel finansal sistemin kendi yapısı, özellikle şokları azaltma veya güçlendirme derecesidir (Carney, 2019: 4). BIS (2021)'e göre pipes, sonunda sermaye akımlarının içinden geçtiği küresel finansal sistemin kurumsal altyapısını temsil ettiğini belirtmektedir. Pipes kapsamında yer alan unsurlar arasında; çeşitli finansal araçları yani bankalar, kurumsal yatırımcılar, yatırım fonları ve finansal araçların fonksiyon alanları, yatırım hedefleri ve düzenleyici standartlar gibi sistemde yer almaları için gerekli kurallar bütünü ve aynı zamanda derecelendirme kuruluşları da pipes'ın ayrılmaz bir unsuru olarak kabul edilebilir. BIS (2021)'e göre sermaye akımıyla ilgili riskler kapsamında pipes örneğin farklı yatırımcıların senkronize davranışları yoluyla veya ortak bir borç verenin bir dizi ülkeden bir kerede çekilmesi durumunda, yayılmalara ve bulaşmaya katkıda bulunabilmektedir. BIS (2021)'e göre pipes, Covid-19 şokunu küresel ve hızlı bir şekilde yaymıştır.

KFK'den bu yana sermaye akımı en önemli itici gücü pipes değişiklikleridir. Batini ve Durand (2020)'a göre, sermaye akımlarının dinamikleri, son on yılda devam eden ve KFK'den sonra çevre ile etkileşime giren banka temelli finansmandan piyasa temelli finansmana geçiş ve reel faiz oranlarında laik bir düşüş de dahil olmak üzere uzun vadeli eğilimlerden de etkilenmiştir. BIS (2021)'de belirtildiği üzere daha spesifik olarak, banka temelli finansmandan piyasa temelli finansmana geçiş, fon kaynaklarını genişletip çeşitlendirirken, Ani Duruş'ların tetikleyicilerini şekillendirerek akımları yönlendirmede de önemli bir rol oynamaktadır. Banka dışında yer alan finansal araçların sayısı azdır ve küresel varlık yönetiminde söz sahibidirler. Bu finansal araçlar gelişmekte olan ülkelere göre daha büyük portföyleri yönetmektedir. BIS (2021)'e göre, endekse dahil olmanın önemi ve ülke notlarındaki değişikliklerin hem sermaye akımlarında büyük değişiklikleri hem de potansiyel yayılma etkilerini tetikleyebileceği gerçeğiyle el ele gitmektedir.

Uluslararası sermayenin ülkelere doğru yönelmesine neden olan artış ister yerel ülke şartları ister küresel şartlar olsun, sermaye akımlarının kısa ve uzun vadede hangi parametrelere daha hassas olduğu ve davranışsal tutumu önem arz etmektedir. Birbirine bağımlı bir dünyada herkes gelişmiş ekonomiler, yükselen ekonomiler ve aynı zamanda kamu ve özel sektör çağımızın zorluklarını karşılamak için sermaye akımı oynaklığını azaltmaktan ve sürdürülebilir sermaye akımlarını artırmaktan sorumludur (Carney, 2019: 5-6).

Hem itici hem de çekici faktörlerin önemli olduğunu gösteren çalışmalar; Calvo ve diğerleri (1993, 1994a,b, 1996) çalışmalarında sermaye girişlerinin çekilmesinde yurtiçi faktörlerin şüphesiz önemli olduğunu 1990'ların başlarında Latin Amerika'daki reel döviz kuru ve rezerv akımları gibi kilit makroekonomik değişkenler arasındaki önemli ortak hareket, ortak bir değişkenin etkisini gösterdiğini tespit etmiştir. 1990'larda Latin Amerika ülkelerindeki sermaye akımlarını incelemişler ve sınır ötesi sermaye akımlarının, ABD ekonomik temelleri ve gelişmekte olan piyasalar ile ABD arasındaki faiz oranı farkları dahil olmak üzere küresel faktörler tarafından yönlendirildiği bulunmaktadır. Fernandez-Arias (1996) çalışmasında sermaye hesaplarındaki gelişmelere ve özellikle de gelişmekte olan piyasalara sermaye akımlarına odaklanmış ve sermaye akımlarını açıklamada hem itici hem de çekici faktörlerin önemini vurgulamıştır. İtici faktörlerin çekici faktörlerden daha baskın olması durumunda, girişlerin değişken olduğu ve Ani Duruş'lara ve geri dönüşlere maruz kaldığını iddia edebilmektedirler. Arias ve Montiel (1996) çalışmasında sermaye

hesaplarındaki gelişmelere ve özellikle de gelişmekte olan piyasalara sermaye akımlarına odaklanmış ve sermaye akımlarını açıklamada hem itici hem de çekici faktörlerin önemini vurgulamıştır. Chuhan ve diğerleri (1998) yaptıkları çalışmada yerel ve dış değişkenlerin Latin Amerika'ya portföy tahvili ve hisse senedi akımlarını açıklamada eşit derecede önemliyken, yerel değişkenlerin Asya'ya tahvil ve öz sermaye akımlarının belirleyicileri olarak dış değişkenlerden çok daha önemli olma eğiliminde olduğunu bulmuştur. Milesi-Ferretti ve Razin (1998), Calvo (2003) ve Guidotti ve diğerleri (2004) çalışmalarında sermaye akımlarında Ani Duruş'un, uluslararası faiz oranlarındaki değişiklikler, finansal piyasaların risk iştahındaki şiddetli dalgalanmalar veya bulaşma etkisi gibi dışsal bir faktör olabileceği gibi iç siyasi ya da kurumsal yönetim skandalı gibi bir yerel faktöründe olabileceğini bulmuşlardır. Calvo ve diğerleri (2004)'e göre gelişmekte olan ülkeleri Ani Duruş'lara karşı daha savunmasız hale getiren bu faktörlerin çoğu, iç politikaların sonuçlarıdır. Aynı zamanda keskin dönüşler sergileyebilecek yalnızca sürdürülemez iç politikalara dayanan argümanlardan ziyade, dış şoklara karşı finansal kırılganlıklara dikkatli bir şekilde dikkat edilmesi gerektiğini göstermektedir. Caballero ve Panageas (2005) çalışmada birçok durumda Ani Duruş'un asıl suçlusunun ülkenin kendisi değil, uluslararası finans piyasalarının şoklara karşı verdiği tepkinin ülkenin eylemleriyle sadece belirsiz bir şekilde ilişkili olduğuna dair kapsamlı kanıtlar vardır. Bu teşhis aynı zamanda Ani Duruş'ların "birçok açıdan farklı olan ülkelerin kümelenmesi" özelliğini de açıklamaktadır. Fernandez-Calvo ve Talvi (2005)'e göre Ani Duruş'ların temel nedeninin ortak dış faktörlerde yatmasına rağmen, dışsal sermaye girişlerinin mutlaka yerel temellerden bağımsız olduğu anlamına gelmediğini öne sürmektedir. Bu gerçeği soğuk büyü metaforuyla açıklar. Dış etkenlerden kaynaklanan sermaye akımlarında ani bir duruş, her ekonominin gücüne veya kırılganlığına bağlı olarak çok farklı etkilere sahip olabilir. Edwards (2007) çalışmada Ani Duruş olgularının bazı yurtiçi değişkenlerin özelliklerinden kaynaklandığını göstermektedir. Calvo (2007)'e göre sağlam ekonomik temeller ve uygun iç politikalar, ülkelerin Ani Duruş'lara karşı direncini artırmaktadır. Benzer şekilde, dış etkenlerden kaynaklanan sermaye akımlarının Aniden Duruş'u, her ekonominin gücüne veya kırılganlığına bağlı olarak çok farklı etkilere sahip olabilmektedir. İç politikalardan ziyade sermaye piyasalarının merkezindeki gelişmelerin gelişmekte olan ekonomilere sermaye akımlarında ani bir duruşun anahtar olduğu sonucuna varmaktadır. Liu (2007)'ye göre spekülasyon sermaye akımlarının dış şoklara duyarlı olduğunu bulmuş; ancak uzun vadede sermaye akımları ile faiz oranı açıkları arasında önemli bir ilişki yoktur. Bu, iç faktörlerin sermaye girişlerinin eğiliminde daha önemli rol oynadığını göstermiştir. Bu

nedenle, makroekonomik finansal risklerin ortadan kaldırılması için iyi kurumlar ve istikrarlı bir finansal piyasa kritik öneme sahiptir. Cavallo ve Frankel (2008) yaptıkları çalışmada Ani Duruş olgularının bazı yurttiçi değişkenlerin özelliklerinden kaynaklandığını göstermektedir. Cowan ve diğerleri (2008)'e göre analizde iç faktörlerin önemini vurgulamışlardır. Yaptıkları analize göre, yerel finans piyasası ne kadar az verimli olursa, yükselen piyasanın sınır ötesi sermaye akımlarında Ani Duruş'lara maruz kalma olasılığı o kadar yüksek olduğu göstermiştir. Rothenberg ve Warnock (2011), Forbes ve Warnock (2012a), Ghosh ve diğerleri (2014), Burger ve Ianchovichina (2014), Calderon ve Kubota (2014) ve Rey (2018) yaptıkları çalışmalarda sermaye akımlarının tersine dönmesinin ve Ani Duruş'ların nedenleri hem yerel hem de küresel faktörleri kapsadığı ve risk algısı giderek daha önemli bir faktör olduğunu tespit etmektedirler. Lo Duca (2012)'e göre yerel faktörlerin aslında yükselen küresel pazar gerilimlerinin olduğu dönemlerde önem kazanmaktadır, ancak küresel pazar gerilimleri aşırı hale geldiğinde, bölgesel gelişmeleri önemsiz kılan paniklere neden olabilir. Schmidt ve Zwick (2013) çalışmada Euro bölgesi verilerini kullanarak, yurttiçi oynaklığın (yani ekonominin evrimi ve uygulanan ekonomi politikasına ilişkin belirsizlik) brüt akımların dinamiklerini ve artışın belirlenmesinde önemli bir rol oynadığı sonucuna varmışlardır. Calvo (2014) çalışmasında gelişmekte olan piyasalardaki sermaye girişlerindeki büyük oynaklığın, 2008 Lehman krizinde açıkça görülen bir olgu olan, gelişmiş ekonomilerdeki finansal yeniliklerle bağlantılı olabileceğini göstermektedir. Ghosh ve diğerleri (2014)'ne göre çalışmada itici faktörlerin, akım dalgalanmalarının oluşup oluşmadığını ve akımların riskliliğini etkilerken, çekici faktörleri ise dalgalanmaların yönünü ve büyüklüğünü belirlediğini tespit etmiştir. Cavallo ve diğerleri (2016)'ne göre, brüt girişlerdeki Ani Duruş'ları küresel değişkenlerle ilişkilendirilirken, iç borçlanma derecesi, ekonomik büyüme ve kurumsal altyapı gibi yurttiçi faktörlerin bu atakların net Ani Duruş'lara dönüşmesini önlemek konusunda kanıtlar sunulmaktadır. Zhang (2016) yaptığı çalışmada gelişmekte olan piyasaların sermaye akımlarını etkileyen yedi faktör olduğu sonucuna varmıştır. Bunlar bulaşıcı, küresel, ekonomik, kurumsal, likidite ve döviz kuru faktörleridir. Aktaş ve diğerleri (2018a)'e göre gerek finansal kırılganlık gerekse kurumsal kalite açısından kendilerini emsallerine göre daha iyi bir yerde konumlandıran gelişmekte olan ülkelerin, FED'in politika sıkılaştırmasının olumsuz etkilerini bir ölçüde bertaraf edebileceğidir. Bu kapsamda, ülkelerin finansal sistemlerini sağlamlaştırmaya yönelik yapısal, makroekonomik ve makro ihtiyati politikalar ile birlikte yatırımcılara güvenli bir iş ortamı sağlamaya yönelik politikaların uygulanması, gelişmekte olan ülkeler açısından son derece önemli olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Li ve diğerleri (2019) küresel, bulaşıcı ve

yerel faktörlerin hepsinin Ani Duruş olasılığı ile ilişkili olduğunu göstermektedir.

2008 küresel finansal krizden sonra gelişmekte olan ekonomilere yönelen sermaye akımlarının dinamiğinde çalışmalar incelendiğinde; uluslararası sermaye hareketlerinin büyük ölçüde küresel faktörlere yani itici faktörlere göre yön bulduğunun söyleyebiliriz.

Fratzscher (2012)'e göre yatırım fonlarından mikro düzeydeki verileri kullanarak, 2008 küresel finansal krizi ve sonrasında itici faktörlerin sermaye akımları yönlendiren rolüne ilişkin ek kanıtlar bulmuştur. Çalışmasında küresel şokların yerel faktörlerden daha büyük bir etki yarattığını tespit etmiştir. Dedola ve Lombardo (2010) yaptıkları çalışmada itici faktörlerin rolüne ilişkin kaldıraç konusunda teorik katkı sağlamaktadır. Devereux ve Yetman (2010) yaptıkları çalışmada itici faktörlerin rolüne ilişkin kaldıraç konusunda teorik katkı sağlamıştır. Herrmann ve Mihaljek (2011), Milesi-Ferretti ve Tille (2011), Forbes ve Warnock (2012b), Rey (2018), Bruno ve Shin (2015b) çalışmalarında KFK sırasında sınır ötesi kredilerdeki düşüşlerin ülkeye özgü faktörlerden çok dış faktörlerin bir sonucu olduğunu da ortaya koymuştur. Milesi-Ferretti ve Tille (2011) ve Broner ve diğerleri (2013) yaptıkları çalışmalarda küresel risk koşullarının uluslararası tahvil akımları üzerinde güçlü bir olumsuz etkiye sahip olduğuna dair sağlam ampirik kanıtlar da bulmuşlardır. Forbes ve Warnock (2012a)'e göre küresel faktörlerin, özellikle ekonomik belirsizlikteki değişimler yoluyla küresel riskin yanı sıra riskten kaçınma ve küresel büyümedeki değişimlerin, brüt girişlerdeki Ani Duruş'ların temel itici güçleri olduğunu belirtmişlerdir. Jeanneau ve Micu (2002), Fratzscher ve diğerleri (2013)'nin yaptığı çalışmalarda KFK'in ardından, gelişmiş ülkelerdeki nicel genişleme politikalarının sermayeyi ABD'den yükselen piyasalara sürdüğünü doğrulamıştır. Calderon ve Kubota (2013)'e göre itici faktörler, yabancı yatırımcıların portföylerini değiştirme kararlarında önemli bir rol oynamaktadır. Aslında, dış büyümenin daha düşük olduğu, dünya reel faiz oranlarının daha yüksek olduğu, küresel riskten kaçınmanın arttığı ve finansal bulaşma vakalarının daha yüksek olduğu durumlarda, yurtiçi ekonomide giriş kaynaklı Ani Duruş'lara karşı kırılganlık daha yüksektir. İlginç bir şekilde, küresel riskten kaçınma arttığında, çıkış kaynaklı durma olasılığının daha düşük olduğunu bulmuşlardır. Bu bulgu, yerel sakinlerin dünya sermaye piyasalarında riskten kaçınma arttığında ya yurtdışındaki yatırımlarını durdurma ya da sermayelerini geri gönderme eğiliminde olabileceklerini göstermektedir. Ghosh ve diğerleri (2014)'e göre ABD faiz oranları ve küresel risk gibi küresel faktörlerin, sermaye artışlarıyla ilişkili önemli unsurlar olduğunu varsaymaktadır. Bununla birlikte, bir yatırım hedefi olarak bir ülkenin

çekiciliği, büyük ölçüde yerel faktörlerin bir fonksiyonudur. Bu, yabancı yatırımcıların yerel koşullara tepki vermeyeceği anlamına gelmez. Aksine yabancı yatırımcılar, yerli yatırımcılar kadar yerel koşulları dikkate alırlar, ancak küresel koşullardaki değişikliklere daha duyarlıdırlar. Cerutti ve diğerleri (2014) ve Koepke (2015) gelişmiş ekonomi faiz oranları ve küresel riskten kaçınma, açık bir şekilde önemli itici faktörlerdir ve sermaye akımları hareketleri için önemli bir açıklayıcı güce sahiptir. Bruno ve Shin (2015a) çalışmalarında ABD para politikasının uluslararası sermaye akımları üzerindeki etkisine ilişkin ampirik çalışma olumsuz bir ilişkiyi belgelemiştir. Bruno ve Shin (2015b) yaptıkları çalışmada risk konusunda itici faktörlerin rolüne ilişkin teorik katkı sağlamıştır. Koepke (2018)'e göre, FED'in para politikasında piyasa tarafından beklenilenin ötesinde bir değişim meydana geldiğinde, başta borçlanma senedi piyasalarına olmak üzere, portföy akımları belirgin şekilde etkilenmektedir. Daha sıkı bir para politikası olacağı yönündeki beklentilerin gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımları üzerindeki olumsuz etkisi, daha gevşek bir para politikası yönündeki beklentilerin olumlu etkisinden çok daha güçlüdür. IMF (2016)'e göre büyüme farklılıkları, küresel riskten kaçınma ve faiz oranı farklılıklarının sermaye akımlarının temel itici güçleri olmaya devam ettiğini göstermektedir. Eichengreen ve Gupta (2016)'e göre global faktörlerde, VIX'teki bir artışın Ani Duruş olasılığını önemli ölçüde artırdığını göstermektedir. Ani Duruş olasılığındaki artışla ilişkili yurtiçi faktörler, önceki yıllarda sermaye akımları ve GSYİH'nın bir payı olarak yurtiçi kredilerdir; her ikisi de bir ülkenin aniden duruş olasılığı ile pozitif olarak ilişkilidir. Uluslararası rezervler ve reel döviz kuru, belki de sermaye akımı ve kredi değişkenleri ile olan korelasyonları nedeniyle önemli görünmüyor. Küresel faktörlerin her zaman önemli olmakla birlikte son zamanlarda daha önemli hale geldiğine dair bazı kanıtlar sunmaktadırlar. Koepke (2019)'e göre daha sıkı para politikası koşullarının, portföy ve banka bağlantılı sermaye akımlarını gelişmekte olan ülkelere olumsuz etkilediğini gösteren çok sayıda literatür bulunmaktadır. Cavallo (2019)'e göre Ani Duruş'ları ateşleyen kıvılcım, etkilenen ülkenin iç koşullarıyla ilgisi olmayan nedenlerle durabilen dış finansman arzından kaynaklanmaktadır. Cerutti ve diğerleri (2019)'e göre sermaye akımlarındaki değişimin yalnızca dörtte birinin, geri kalanının başka nedenlerle açıklanmasına izin veren küresel faktörlerden kaynaklandığını öne sürmektedir. Buono ve diğerleri (2020)'e göre ABD Merkez Bankası'nın KFK sırasında uygulamaya koyduğu ultra uyumlu politikaları kademeli olarak geri çekmesiyle birlikte 2014-15'te artan ani duruş vakaları, ABD para politikası ile Ani Duruş'ların olasılığı ve yatırımcıların küresel itici faktörlere karşı yenilenen duyarlılığı arasındaki ilişkiyi güzel bir şekilde göstermektedir. Clark ve diğerleri (2020) ve Davis ve diğerleri (2021) çalışmalarında emtia fiyatları da

özellikle yükselen piyasalardaki ihracatçılar için sermaye akımlarının önemli bir belirleyicisidir. BIS (2021)'e göre itici faktörleri, Ani Duruş'ların önemli tetikleyiciler olabileceğini belirtmektedir. BIS (2021)'e göre ABD para politikasının Ani Duruş olasılığı üzerindeki etkisi, sermaye akımının türüne göre değişmekte ve onları yönlendiren farklı pipes olduğunu işaret etmektedir.

2020 yılı ve sonrası çalışmalarına bakıldığında ise itici faktörlerin etkisinin azaldığı tespit edilmiştir. Forbes ve Warnock (2020)'e göre KFK'den bu yana küresel itici faktörlerle aşırı sermaye akımı hareketleri arasındaki bağlantının zayıfladığını ve bu olayların daha kendine özgü hale geldiğini çalışmada tespit etmişlerdir. Aslında, daha önce literatürde kullanılan küresel, bölgesel ve yerel değişkenlerin, KFK'den sonrası örnekleme döneminde Ani Duruş'lar gibi uluslararası sermaye akımlarındaki büyük hareketleri daha az açıklayabildiği tespit etmişlerdir. Emter (2020) yaptığı çalışmada KFK'den sonra literatürde ortaya çıkan küresel faktörlere odaklanma, aynı zamanda, zaman zaman bağlayıcı kredi kısıtlamalarını tetikleyen iç ekonomideki yüksek kaldıraç ve olumsuz verimlilik şoklarının bir kombinasyonu ile Ani Duruş'ları açıklayan gerçek iş döngüsü modelleriyle de biraz çeliştiğini belirtmektedir. BIS (2021)'e göre geleneksel olmayan para politikası ve benzeri görülmemiş küresel likidite seviyeleri bağlamında, gelişmiş ülke para politikasındaki marjinal değişiklikler, KFK sonrası dönemde sermaye akımlarının itici gücü olarak daha az önemli hale geldiği göstermektedir.

2.5.3.Sermaye Piyasasının Gelişmişliği

Finans piyasalarının görevini tam anlamıyla yapabilmesi için, tasarruflar ile yaratılan kaynakların verimli alanlara yani yatırımlara aktarılabilmesi için, finansal sistemin yeniden yapılandırılması ve finansal sistemde derinleşmenin sağlanması gerekmektedir (Yetiz, 2016: 110). BIS (2021) çalışmada yabancıların katılımının, yerel finans piyasalarının derinliğini ve likiditesini artırarak, ülkedeki işlevlerini ve uzun vadeli tahsis verimliliğini iyileştirebileceğini belirtmektedir. Finansal piyasaların derinliği ve gelişmişliği, alternatif finansman kaynaklarının varlığı, borçlanma kısıtları, bankacılık sektöründeki rekabet ve hukuk sisteminin etkinliği gibi etmenlerden oluşan finansal sistemin yapısı, bu duyarlılığın derecesini belirlemektedir (TCMB, 2013: 10). Portföy yatırımları sonucu ülkede sermaye ve kaynakların daha iyi tahsis edilmesi sağlanmakta, ekonomiyi daha güvenilir hale gelmesine yardımcı olmaktadır. Finansal piyasaların derinliğine bağlı olarak sermaye hareketlerinin

etkisi değişebilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasaların derinleşmemiş olması neticesinde ülke ekonomisi üzerinde negatif sonuçlar ortaya çıkması sonucunu doğurabilmektedir. Finansal piyasalarda ortaya çıkabilecek dengesizlik ani sermaye çıkışlarına neden olarak Ani Duruş Krizlerine sebebiyet verebilmektedir.

Montiel ve Reinhart (1999)'e göre, sermaye piyasası yapısının, bir ülkenin ithal ettiği sermaye hacmini ve türlerini belirlemede oynadığı role gelince, temel sonuç, portföy akımlarının gerçekten de hisse senedi piyasasının derinliğine duyarlı görüldüğü belirtilmektedir. Borsada işlem gören şirketler tahvil ve hisse senedi akımlarının daha gelişmiş piyasalara sahip ülkelere yöneldiği öne sürmektedir. Toplam akımlar aynı zamanda bu sermaye piyasası genişliği göstergesi ile pozitif bağlantılı olsa da kısa vadeli akımlar benzer şekilde etkilenmiş görünmemektedir. BIS (2021)'e göre, 1990'ların finansal krizlerinden bu yana, gelişmekte olan ülkelere, sermaye akımlarındaki dalgalanmalara karşı kırılganlıklarını azaltmanın bir yolu olarak yerel sermaye piyasalarının gelişimini teşvik etmektedir.

2.5.4.Finansal Entegrasyon

Kapital (sermaye) somut gerçekliktir, sürekli ortada ve etkilidir, kolayca tanınabilen araçlar kütesidir; *kapitalist* bütün toplumların mahkûm olduğu hiç bitmeyen üretim süreçleri içinde kapitalin kullanımını yönlendiren ya da yönlendirmeye çalışan kişidir; *kapitalizm* kabaca (kesinlikle ve sadece kabaca) genellikle pek fedakârca amaçlara yönelik olmayan bu sürekli katılım oyununda yer alma biçimidir (Braudel, 2013: 48-49). Her gün milyonlarca insan ve işletmenin aldığı kararın topluca yarattığı tesir ekonominin ayrılmaz bir parçası olduğuna göre, her bir ekonomik birimin, neticenin ne olacağını bilmeden nasıl karar verdiğini anlamak önemlidir (Thornton, 2018: 208).

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve kapitalizmin küreselleşmesi sonucunda özellikle büyük ekonomilerde ortaya çıkan krizler, küresel sahaya basit yollarla ve hızlı olarak yayılmaktadır. Bir başka deyişle, bir noktada felaket olduğunda, domino etkisiyle başka yerlere, hatta kimi durumlarda her yere yayılmaktadır (Conaghan ve Smith, 2014: 24-25).

2.5.4.1.Kavramsal açıdan finansal entegrasyon

Küreselleşme hem ülkelerin toplumsal ve ekonomik boyutlarıyla dış dünya ile entegrasyonu anlamına gelirken, hem de bu ülkelerin kendine özgü niteliklerinin ve yapılarının dış dünyaya eklenmesi olarak tanımlanabilir (Toprak, 2001: 14). Ayrıca, küreselleşme gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin iktisat politikalarının ileri düzeyde iç içe geçmiş hale gelmeleridir (Paksoy ve diğerleri, 2001: 6). Hausler (2002)'e göre küreselleşme, döviz kredileri yerli döviz kredilerinden daha cazip koşullar sunuyorsa, daha düşük faizli bir kredi için dünyanın her yerinden alışveriş yapılabilir ve döviz cinsinden borç alınabilir; yurtiçi veya uluslararası sermaye piyasalarında hisse senedi veya tahvil ihraç edilebilir ve olası risklere karşı korunmaya yardımcı olmak için tasarlanmış çeşitli finansal ürünler arasından seçim yapılabilmesidir.

Piyasa da var olan finansal araç ya da hizmetlerle tamamıyla finansal entegrasyon için piyasa katılımcılarında olması gereken özellikler aşağıdadır (Baele ve diğerleri, 2004: 6).

- Finansal araç ve hizmetlerde uygulanacak kuralların birliği,
- Bahse konu finansal araç ve hizmetlere eşit erişim sağlanması,
- Piyasada işlem yapan taraflara eşit davranılmasıdır.

Finansal entegrasyon sonucunda yeni piyasalar, araçlar ve kurumlar oluşturulmakta ve bunu sonucunda ekonomik alt unsurlarının rol ve pozisyonları ortaya çıkan yeni oluşuma göre belirlenmektedir. Bir ülkenin finansal sisteminin dengeli ve dinamik olmasında, üç önemli koşulun gerçekleşmesi gerekmektedir. Bunlar önemli kurumsal araçların etkin ve ihtiyatlı bir biçimde işlem yapmaları; söz konusu araçların işlem yaptıkları piyasaların (hisse senedi, sabit getirili menkul kıymetler, döviz ve mal piyasaları) açık ve şeffaf olmaları; finansal işlemlerin gerçekleştiği altyapının (sözleşme hukuku, muhasebe kuralları, kurumsal yönetim, mülkiyet haklarının korunması, iflas düzenlemeleri vs.) sağlam ve anlaşılır nitelikte olmasıdır (Delice, 2007: 86).

Uluslararası sermaye hareketleri finansal entegrasyonun gerçekleşmesinde büyük bir öneme sahiptir. Gelişmekte olan ülkelerde finansal entegrasyona makroekonomik şartlar olgunlaşmadan geçilmesi ve sığ finansal piyasaların varlığı ekonomileri daha da kırılgan hale getirmiş ve buna bağlı olarak krizler baş göstermiştir (Şimşek, 2008: 184). Dünya konjonktüründeki değişmelerle artan entegrasyon, bir bölgede yaşanan krizin hızla diğer ülkelere sıçrayarak etkilerinin daha da artmasına neden olmaktadır (İMKB Araştırma Müdürlüğü, 1998: 3). Krizlerin bir ülkeden diğer ülkeye yayılması reel, finansal ya da sermaye piyasası eksikliği nedeniyle ortaya çıkmakta ve yayılma süreci sürü psikolojisi ya da panikler şeklinde olmaktadır (Schmukler ve diğerleri, 2004: 4). Asimetrik bilgidен kaynaklanan sermaye akımının oynaklığı, sermaye akımın gerçekleştiği ekonomide spekülâtif ataklar yaratıp finansal dengeyi bozmaktadır (Eichengreen, 2004: 13). Aynı derin özelliklere sahip ekonomilerde çok farklı dengeler geçerli olabilmektedir (Stiglitz, 2000: 1459).

Küresel ekonomi ve finans piyasalardaki bütünleşme, ulusal ekonomilerin hem güçlü hem de zayıf yönlerini artırmakta ve hızlandırmakta, dolayısıyla da hükümetlerin daha hızlı ve etkin bir şekilde tepki vermeleri gerekmektedir (Henderson, 2000: 212). Makroekonomik istikrar büyük ölçüde finansal piyasalarda likidite kıtlığının ortaya çıkmasıyla herhangi bir krizi engellemek için hızlı davranması gereken Merkez Bankalarının müdahalelerine bağlıdır (Fumagalli ve Mezzadra, 2012: 128).

2.5.4.2.Kurumsal açıdan finansal entegrasyon

Finansal kurumlar, ülkelerin, işletmelerin ve bireylerin karşısına çeşitli fırsatlar ve sınırlılıklar getirerek, ülkelerin, işletmelerin ve bireylerin bu fırsatlardan yararlanabilme kapasitelerini ve onları çevreleyen sınırlılıklarını belirlemektedir (Kurul, 2016: 52).

Küresel dünya düzeninde ülkelerin birbirlerine bağımlı olması finansal istikrarın potansiyel tehditlerinden kaçınma yönünden ortak kuruluşların yönlendirmesine ihtiyaç duyulmaktadır. Aynı zamanda uluslararası düzenlemelerde belirli temellerin tam oturmamış durumda olması ulusal piyasadaki likidite akımı kadar uluslararası piyasada likiditenin çalışmasını da engellemektedir (Lane, 2012: 8). Finans kurumlarının büyüklüğü ve iç içe olması durumu sözleşme tarafları ve sendika ortakları olarak birbirlerine olan bağımlılıkları modern krizlerin çok hızlı ve tehlikeli biçimde büyüyebileceği anlamına gelmektedir

(Conaghan ve Smith, 2014: 58). Uluslararası sermaye akımları ve diğer parasal ve finansal değişkenleri etkileyen tüm ulusal ekonomi politikalarını yönlendiren çok taraflı mekanizmalar tarafından yerine getirilebilmektedir (Erkan, 2005: 6).

Uluslararası finansal kuruluşların kökeni İkinci Dünya savaşı sonrası ihtiyaç gereği ortaya çıkan düzenlemelere dayanmaktadır. Frankel ve Cavallo (2008) çalışmalarında daha iyi kurumlara sahip olmanın kriz olasılığını azalttığını göstermektedir. Günümüze kadarda finansal işlemlerin aksamaması için yeni kurum ve kuruluşlarda sisteme eklenmiştir. Finansal entegrasyon kapsamında aşağıda yer alan kurumlarla ilgili kısa bilgilendirme yapılmaktadır.

2.5.4.2.1.Uluslararası para fonu (International Money Fund) (IMF)

IMF (Uluslararası Para Fonu), 1944 yılında Büyük Buhran ve İkinci Dünya Savaşların yarattığı ekonomik yıkıntıları ortadan kaldırmaya yardımcı olmak üzere kurulmuştur. İlk kuruluşunda 44 ülke üyesi varken şu anda 189 üye ülkesi olan bir organizasyondur. 1947 yılında IMF ilk olarak operasyonel işlemlerine başlamıştır.

IMF'in amaçları aşağıdadır (IMF, 2020: 2).

- Uluslararası parasal problemler üzerinde iş birliği ve danışma sistemi oluşturmak için sürekliliği olan bir kurum vasıtasıyla uluslararası parasal iş birliğini geliştirmek,
- Ekonomik politikanın asıl hedefleri olarak tüm üye ülkelerde verimli kaynakların gelişimi ve reel gelir ve istihdamın yüksek seviyesinin korunması ve geliştirilmesine katkıda bulunarak ve uluslararası ticaretin istikrarlı büyümesine ve ilerlemesine olanak sağlamak,
- Rekabetçi kambiyo değer kaybını önlemek ve üye ülkeler arasında sistemli kambiyo rejimini sürdürmek için kambiyo istikrarını sağlamak,
- Dünya ticaretinin büyümesine engel olan kambiyo sınırlamaları yok etmek ve üye ülkeler arasında parasal işlemlerle ilgili ödemelerin yapılabilmesi için çok uluslu ödemeler sisteminin kurulmasına yardımcı olmak,

- Yeterli yardımlar altında üye ülkelere geçici olarak IMF'in fonlarının kullanılması konusunda güven vermek, böylece uluslararası ve ulusal refahın yıkıcılığını önlemek için ödemeler bilançosundaki uyumsuzluğu düzeltmek için fırsat yaratmak,
- Yukarıdakilere göre, üye ülkelerin ödemeler bilançosundaki dengesizliğin derecesini azaltmak ve süresini kısaltmaktır.

IMF'in asli görevleri; ekonomik faaliyetlerin izlenmesi, ekonomik konularda ülkelere teknik yardım yapılması ve ülkelere parasal destek sağlanmasıdır.

IMF, dünyadaki finansal krizlerin ateşini söndürmekten sorumlu ana uluslararası kuruluştur. Krizlerin önlenmesinde IMF'in politikası; iş birliği, şeffaflık ve sürecin iyi yönetilmesidir. Bu süreçte sistemde yer alan kredi verenler, kredi alanlar ve uluslararası kuruluşların kendi paylarına düşen ve yerine getirmek zorunda oldukları sorumlulukları bulunmaktadır. Küresel kriz dönemlerinde finansal kriz yaşayan ülkelerin ekonomik ve finansal problemlerinin çözülmesi amacıyla bu ülkelerin finansal ihtiyaçlarını çok kısa bir sürede karşılanarak ekonomik çıkarlarının artırılması, kaynakların daha etkin kullanma koşulları kavuşturulması ve kaynakların artırımı konusunda IMF (Karakaş ve Adak, 2013: 175)'e daha fazla görev düşmektedir. IMF üye ülkelerin makroekonomik istikrarını çok taraflı ve ikili gözetim yoluyla Dünya Ekonomik Görünümü (WEO), Küresel Finans İstikrar Raporu (GFRS) ve Finansal Sektör Değerlendirme Programı (Madde IV'ler FSAPs) adı altında denetler ve yayınlar.

IMF ve krizlerle bağlantılı yapılan birkaç çalışmaya göre; Eichengreen ve diğerleri (2008)'e göre IMF destekli programların ve IMF kredilerinin Ani Duruş olasılığını azalttığını göstermektedir. Bu dengeleyici etkinin güçlü temelleri olan ülkeler için daha güçlü olduğuna dair bazı kanıtlar bulmuşlardır. Kho ve Stulz (2000) çalışmasında IMF programlarının uluslararası banka değerleri üzerinde olumlu ancak küçük bir etkisinin olduğu, kriz ülkelerinin bankalar üzerindeki etkisinin ise önemsiz olduğu sonucuna varmışlardır. Dong ve diğerleri (2000) yaptıkları çalışmada IMF destek programlarının duyurulmasının, gelişmekte olan piyasalardaki krizler sırasında ABD bankalarının anormal getirilerine yol açma eğiliminde olduğunu bulmuştur.

2.5.4.2.2.Dünya bankası (DB) (World Bank) (WB)

Dünya Bankası (DB), 1945 yılında 2.Dünya Savaşı sonrasında dünya ekonomisinin kalkınması ve yeniden oluşumu için kurulmuştur. DB'nin altında yer alan iki esas kurum vardır. Birincisi Uluslararası Yeniden Yapılandırma ve Kalkınma Bankası (IBRD) ve bu kuruma üye 189 ülke vardır. Bu kurumun amacı geliştirmekte olan ülkelerin kamu kesimine kredi açmak ve yoksulluk sorunlarının çözümünde rol oynamaktadır. İkincisi Uluslararası Kalkınma Birliği (IDA) ve bu kuruma üye 173 ülke vardır. Bu kurumun amacı ise gelişmemiş ülkelere yönelik çalışmaları sürdürmektir. DB'nin diğer 3 kurumu ise Uluslararası Finans Kurumu; geliştirmekte olan ülkelerdeki özel sektöre hem kredi açma hem de gelişimini sağlama misyonudur. Çok Taraflı Yatırımlar Garanti Ajansı; geliştirmekte olan ülkeler için ticari olmayan riskleri (döviz transfer sıkıntısı vb.) ve yabancı yatırımlar için ortaya çıkabilecek riskleri garanti altına alma misyonudur. Uluslararası Yatırım Anlaşmazlıkları Çözüm Merkezi ise; hakemlik ve arabuluculuk davalarına bakmaktadır.

DB'nin amaçları aşağıda bahsedilmiştir (IBRD Articles of Agreement, 2012: 1).

- Savaş nedeniyle altüst olmuş ya da harap olmuş ekonomilerin restorasyonu, barış zamanında üretken tesislerin geri dönüşümü ve az gelişmiş ülkelerde verimli tesis ve kaynakların geliştirilmesinin teşvik edilmesi dahil üretken amaçlarla sermaye yatırımını kolaylaştırarak üye ülkelerin yeniden inşası ve geliştirilmesine yardım etmek,
- Özel yatırımcılar tarafından yapılan krediler ve diğer yatırımlarda iştirakler ya da garantiler yoluyla özel yabancı yatırımı teşvik etmek,
- Üyelerin verimli kaynaklarının geliştirilmesi için uluslararası yatırımı teşvik ederek ödemeler dengesinin istikrarını sürdürmeyi ve uluslararası ticaretin uzun vadeli dengeli büyümesini teşvik etmek, böylece verimliliği artırmaya, bölgelerdeki yaşam standardı ve çalışma koşullarına yardımcı olmak,
- Diğer kanallardan sağlanan uluslararası kredileri düzenlemek ya da garanti etmek böylece irili ufaklı daha yararlı ve acil projelerde ilk olarak ele almak ve

- Savaş zamanından barış zamanı ekonomisine yumuşak geçiş yapmaya yardım etmek ve üye ülkelerin iş şartlarında uluslararası yatırımın etkisi ile faaliyetleri yürütmektir.

2.5.4.2.3.Dünya ticaret örgütü (DTÖ)(World Trade Organization) (WTO)

DTÖ'nün genel amacı, üyelerinin ticari yaşam standartlarını yükseltmek, istihdam yaratmak ve insanların yaşamlarını iyileştirmenin bir yolu olarak ticareti kullanmalarına yardımcı olmaktır (https://www.wto.org/english/thewto_e/whatis_e/who_we_are_e.htm).(03.05.2020).

Daha spesifik olarak, DTÖ'nün esas faaliyetlerinden aşağıda bahsedilmiştir (DTÖ https://www.wto.org/english/thewto_e/whatis_e/wto_dg_stat_e.htm. 03.05.2020).

- Uluslararası ticaretin yürütülmesinde hüküm süren kurallar üzerine anlaşma (anti-dumping, sübvansiyonlar, ürün standartları vb.) ve ticarete olan engellerin kaldırılması veya görüşmeleri azaltılmak (ithalat tarifeleri, ticarete karşı olan engeller),
- Mallar, hizmet ticareti ve ticaret ile ilgili fikri mülkiyet hakları için DTÖ tarafından kabul edilen kuralların uygulamasını izlemek ve yönetmek,
- Bölgesel ve ikili ticaret antlaşmalarının şeffaflığının sağlanmasına ilaveten, üye ülkelerin ticaret politikalarının izlenmesi ve gözden geçirilmesi, Antlaşmaların yorumlanması ve uygulanması ilgili DTÖ'nün üyeleri arasındaki anlaşmazlıkları çözmek,
- Uluslararası ticaret konularında gelişmekte olan ülke hükümet kurumlarının yeteneklerini artırmak,
- Organizasyon üyesi olmayan 30 ülkenin katılım sürecine yardımcı olmak,
- DTÖ'nün diğer esas aktivitelerini desteklerken ticaret verilerinin toplanması ve yayılması ve ekonomik araştırma yapmak,

- Kurumun misyon ve faaliyetlerini, DTÖ hakkında bilgileri kamuoyuna açıklamak ve eğitmektir.

2.5.4.2.4.Uluslararası ödemeler bankası (Bank for International Settlements) (BIS)

Uluslararası Ödemeler Bankası İsviçre'nin Basel şehrinde 1930 yılında kurulan uluslararası bir finans kuruluşudur (<https://www.bis.org/about/history.htm>).(15.04.2020). İsviçre Basel'deki BIS bir tür küresel polis görevi görmektedir (Conaghan ve Smith, 2014: 69). BIS'in finansal krizlere karşı ellerinde bulundurmaları gereken minimum stokları ve alışkanlıkları, bankaların sermaye yeterlilik düzeylerini belirleme gibi görevleri bulunmaktadır. Merkez bankaları ve düzenleyici kuruluşlar finansal pazarlardaki gerilimleri dikkatli gözlerle izler fakat kimi zaman yeterince dikkat etmedikleri zamanlarda olmaktadır (Conaghan ve Smith, 2014: 58). BIS, asıl olarak yapısal riskleri (tek bir finans kurumu veya ekonomik araçla sınırlı riskleri) ve sistematik riskleri (tüm finansal sistemi etkileyebilecek riskleri) belirlemeye çalışmakta ve ona göre hazırlık yapmaktadır (Conaghan ve Smith, 2014: 58).

BIS'in misyonu üç ana başlık altında toplanmaktadır (<https://www.bis.org/about/mission.htm>;03.05.2020).

- Parasal ve finansal istikrarı teşvik etmeyi amaçlamak,
- Merkez bankaları ve finans topluluğu arasında tartışma ve iş birliği için forum görevi görmek,
- Merkez bankalarına ve uluslararası kuruluşlara banka görevi görmektir.

BIS'in misyonunu takip ederek aşağıdaki görevleri icra etmektedir (<https://www.bis.org/about/index.htm?m=1%7C1>; 03.05.2020).

- Merkez bankaları arasında iş birliğini kolaylaştırma ve beyin fırtınası yapmak,
- Finansal istikrarı sağlamaktan sorumlu diğer yetkililerle diyalogu desteklemek,

- Parasal ve finansal istikrar için ilgili konular üzerinde politik analiz ve araştırma yapmak,
- Merkez bankaları finansal işlemleri için birincil karşı taraf olarak hareket etmek,
- Uluslararası finansal operasyonlarla bağlantılı olarak yediemin ya da temsilci olarak hizmet vermektir.

BIS'in amacı uluslararası iş birliği kanalıyla parasal ve finansal istikrarı desteklemektir (Hancock, 2020: 58).

Conaghan ve Smith (2014)' e göre genel olarak; krizin nedenlerini BIS perspektifi altında iki ana bölüme ayırabilir. Mikro ekonomik ve makroekonomik nedenlerdir. Mikro ekonomik nedenler üç tanedir: teşvikler, risk ölçümü ve düzenlemelerdir. Makroekonomik nedenler ise iki konu olarak değerlendirilir. Birincisi uluslararası talepte dengesizliklerin oluşması ile ilgili sorunlardır. İkincisi ise düşük reel faiz oranlarının uzun dönemde yarattığı zorluklardır.

2.6.Küreselleşmenin Getirdiği Riskler

Küresel dünyada finansal entegrasyonu benimseyen gelişmekte olan ekonomiler finansal krizlerle karşılaşma riskine de açık olmaktadır. Küreselleşmenin getirdiği birbiriyle ilişkili beş farklı risk vardır. Bunlar kur riski, kaçış, kırılabilirlik, bulaşma ve egemenlik riskidir.

2.6.1.Kur Riski (Currency Risk)

Kur riski, bir ülkenin para biriminin değerinde ani bir düşüş yaşama olasılığını ifade etmektedir. Kur riski döviz kurlarında meydana gelebilecek değişimlerin yaratacağı belirsizlik nedeniyle ortaya çıkan ve daha çok uluslararası yatırımları ve döviz cinsinden yatırımları etkileyen bir risk türüdür (Aksoy ve Tanrıöven, 2014:40). Hükümetin tam para birimi konvertibilitesi sağlaması koşuluyla, her tür döviz kuru rejiminde kur riski olması doğası gereğidir. Dalgalı döviz kurlarında kur riski kendini daha çok göstermektedir. Ancak Friedman'ın 1953'te vurguladığı ve Asya'daki krizlerde vurgulandığı gibi, bir para birimini sabitlemek kur riskini ortadan kaldırmamaktadır (Gabel, 2003b: 5).

Grabel (2003b) Gelişmekte olan ekonomilerin kur riski ile karşı karşıya kalması iki nedenden kaynaklanmaktadır. Birincisi, gelişmekte olan ekonomilerdeki hükümetlerin, uluslararası sermaye girişlerinde bir çıkışla karşılaştıkları durumda, kendi para birimlerinin ani değer düşüşlerini stabil tutabilmeleri için yeterli seviyede rezerv bulundurmaları pek mümkün olmamaktadır. Bu durumda, para biriminden ilk çıkış gerçekleştiğinde, yatırımcıların rezerv yeterliliği konusundaki tedirginliklerinin artması neticesinde bir panik ortamına yol açmaktadır. İkincisi, gelişmekte olan ülke hükümetleri çok taraflı para kurtarmaları konularında çok yetkin değillerdir.

Kur riskinin iki göstergesi, resmi rezervlerin toplam kısa vadeli dış yükümlülüklerle oranı (birikmiş yabancı portföy yatırımı ve kısa vadeli yabancı para cinsinden dış borçlanma toplamı) ve resmi rezervlerin cari açığa oranıdır.

2.6.2.Kaçış Riski (Flight Risk)

Özellikle olgunlaşmamış kurumsal yapıları ve finansal piyasaları olan gelişmekte olan ülkelerde ne yazık ki birçok risk kaynağı sigortalanamaz (Le ve Zak, 2001: 2). Buna bağlı olarak, ülkenin risk profili değişiklik gösterdiğinde sermaye kaçıışı meydana gelmektedir. Sermaye kaçışına neden olduğu tespit edilen değişkenler arasında aşırı değerli döviz kurları, yüksek yurt içi enflasyon oranları, devlet bütçe açıkları, yurt içi ve uluslararası faiz oranı farkı ve sermaye girişleri yer almaktadır (Lensink ve diğerleri, 1998: 1). Ekonomide sermaye kaçıışı, bazı olaylar nedeniyle bir ülkeden büyük miktarda varlık ve/veya sermaye çıkışı ile karakterize edilen ve o ülke için olumsuz ekonomik sonuçlar doğuran bir olgudur (Sermaye kaçışının hem yabancı hem de yerli sermayenin geri çekilmesini)(<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/economics/capital-flight/>)(22.07.2021). O zaman kaçış riski, likit finansal varlık sahiplerinin, yatırım yapılan piyasadaki değişiklere bağlı olarak ülkede sahip olduğu varlıklarını toplu halde satma olasılığını ifade edilmektedir. Grabel (2003)'e göre kaçış riski, varlık ve kredi teminat değerlerini düşüren, banka sıkıntısına neden olan ve çevresel ekonomik riski yükselten kendi kendini gerçekleştiren bir kehanet olarak açıklanmaktadır. Aynı zamanda kaçış riski, ülke ekonomisini finansal krize karşı savunmasız kalması için döviz riskiyle etkileşime girebilmektedir.

Grabel (2003) kaçış riski, hükümetler hızlı geri dönüşe tabi olan likit, kısa vadeli sermaye akımlarının girişini kısıtlayamadığında önemli bir konu olmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler ekonomik yapılarındaki koşullardan dolayı akut bir biçimde kaçış riskiyle karşı karşıya kalmaktadırlar. Bunun sonucu olarak, yatırımcılar daha yüksek düzeyde ekonomik ve siyasi risklerle yüzleşmek zorundadırlar ve ellerindeki bilgilerin bütünlüğü konusunda da güvensizdirler. Genellikle yatırımcılar gelişmekte olan ülkeye yatırım yapma konusunda başarısız olduklarından, gelişmekte olan ülkeler yatırımcı çıkışlarına karşısında da daha savunmasızdır.

2.6.3.Finansal Kırılgnlık Riski (Financial Fragility Risk)

Finansal kırılgnlık, genel olarak ekonomide öngörülemeyen olaylardan zarar görme ve olumsuz etkilenme riski anlamına gelmektedir (Guillaumont, 1999: 4). Daha açık ifadeyle (Grabel, 2003) finansal kırılgnlık riski, bir ekonominin özel ve kamu borçlularının mevcut yükümlülüklerini yerine getirme süreçlerini tehlikeye atmasına neden olan iç veya dış şoklara karşı savunmasızlık olarak tanımlanmaktadır. Finansal kırılgnlık, herhangi bir tür şoka karşı bir kırılgnlık iken dışsal şoklara karşı bir duyarlılık etkisi göstermektedir.

Kırılgnlık riski çeşitli şekillerde ortaya çıkar (Grabel, 2003: 7). İlk olarak, borçlular uzun vadeli yükümlülüklerini kısa vadeli kredilerle finanse edebilir ve buna bağlı olarak vade uyumsuzluğu (veya Minsky'nin "Ponzi finansmanı" dediği şey) kendini göstermektedir. Kırılgnlık riskinin ikinci şekli, borçlular döviz cinsinden geri ödenebilir borçlar için sözleşme yapabilirler ve bu da yerel para birimi uyumsuzluğa neden olabilmektedir. Üçüncü ortaya çıkan çeşidi ise, acenteler, kaçış riskine yüksek oranda maruz kalan sermaye ile özel yatırımı finanse edebilmektedir.

2.6.4.Bulaşma Riski (Contagion Risk)

Bulaşma, bir ülkedeki negatif bir şokun çok sayıda gerçek ve finansal kanal aracılığıyla diğer ülkelere hızla yayılmasına neden olması ve bu durum küresel finans piyasalarında kargaşayı üretim ve yaşam standartlarında keskin düşüşleri hızlandırmasıdır (Forbes, 2012: 1). Başlangıçta yalnızca belirli bir bölgeyi veya sektörü veya belki de birkaç kurumu etkileyen bir şok, sistemik hale gelebilmekte ve daha sonra daha büyük ekonomiyi etkileyebilmektedir. Bulaşma riski, bir ülkenin diğer bir ülkeden kaynaklanan finansal ve

makroekonomik istikrarsızlığın kendisine sirayet edebileceği olarak ifade edilebilmektedir. Bulaşma riski üç nedenden dolayı herhangi bir finansal krizin en önemli sorunlarından biridir (Pais ve Stork, 2011: 1). Bu nedenler müdahale gerektirir, finansal sistemde bir çöküşe yol açabilir ve bir bütün olarak ekonomiye önemli maliyetler yükleyebilir. Grabel (2003)'e göre, finansal açıklık bulaşma riskinin taşıyıcısı olsa da ciddiyeti, ekonomiyi karakterize eden para birimine, kaçışa ve kırılganlık riskinin boyutuna bağlıdır. Bulaşma riski tehdidi altında olan ülkeler, finansal açıklık derecelerini iyi yöneterek, para birimi, sermaye kaçışı ve kırılganlık risklerini minimum seviyeye getirerek bulaşma riskini azaltabilirler.

2.6.5.Egemenlik Riski (Sovereignty Risk)

Bir hükümetin borcunu geri ödememesi veya bir kredi anlaşmasını yerine getirmemesi ihtimalinden doğan herhangi bir risk, bir ülke riskidir (<https://economictimes.indiatimes.com/definition/sovereign-risk>) (25.08.2020). Egemenlik riski, bir ülkenin borç yükümlülüğünü yerine getirme konusunda temerrüde düşme riskidir. Kredi riskinin en büyük ölçüsüdür. Diğer bir deyişle, Grabel (2003)'e göre bir hükümetin bir finansal krizle karşılaştığında bağımsız ekonomik ve sosyal politikalar izleme kabiliyetinde kısıtlamalarla karşılaşma tehlikesini ifade etmektedir. Egemenlik riski; politik, ülke ve transfer riskini içine almaktadır. Egemenlik riskinin en ciddi kötü özelliği bulaşıcı olmasıdır. Grabel (2003)'e göre bulaşma riskinin ciddiyetini, sırasıyla finansal açıklığın derecesine, yatırımcıların gelişmekte olan ekonomilerden ne kadar uzaklaşabildiğine ve yapabildiğine ve ülkelerin para birimi, kaçış ve bulaşma risklerini sınırlayan önlemleri ne ölçüde aldığına bağlamaktadır. Bulaşıcı olmasından dolayı bir ülkede ortaya çıkan krizin küreselleşme neticesinde birbirine ekonomik olarak bağlı olan ülkeleri de etkisi altına almasıdır.

Grabel (2003b)'e göre politika özerkliği üzerindeki kısıtlama birçok nedenden dolayı getirilebilmektedir. İlk olarak, finansal krizler sırasında hükümetler yatırımcı kaçışını hızını yavaşlatmak için daraltıcı ekonomik politikaları uygulamaya zorlayabilmektedir. Üstelik bir finansal krizin ardından, hükümetler yatırımcı kaçışını tersine çevirmek istediklerinde genişlemeci politikalar izleme becerilerini ciddi şekilde kısıtlanmış bulabilmekte, bunun sonucu olarak daraltıcı bir politika rejimi yatırımcıları ülkeye tekrar yatırım yapmalarını için teşvik etmek için gerekli olabilmektedir. Diğerleri ise, gelişmekte olan ülkeler, ekonomik olarak kendi başlarına yetemedikleri durumunda yani dış yardım aldıklarında egemenlikleri üzerinde kısıtlamalarla karşı karşıya kalmaktadırlar.

Grabel (2003b)'e göre egemenlik riski, para birimi, kaçış, kırılganlık ve bulaşma riskini sınırlandırmak için önlemlerin benimsenmesi durumunda yönetilebilir bir risktir ve finansal kriz olasılığını daha az olası kılar (veya meydana gelirse ciddiyetini azaltır)

Aşağıdaki Çizelge 2.1.'de risk türleri kısaca özetlenmiştir.

Çizelge 2.1. Finansal Entegrasyon Riskleri

Risk Türü	Tanım	Ağırlaştırıcı (Tetikleyen)
Para Birimi	Yatırımcıların varlıklarını satma kararlarının ardından bir ülkenin para biriminin çökme riski	-Rezerv Yetersizliği -Çok taraflı kurtarmaları organize edememe -Para birimi dönüştürülebilirliği -Yatırımcı gütmeye -Yükselen ekonomi durumu
Kaçış	Likit finansal varlık sahiplerinin varlıklarını satmaya çalışması, dolayısıyla varlık / teminat değerlerinde önemli düşümlere ve ekonominin çevresel riskinde artışa neden olma riski.	-Yatırımcı gütmeye -Yükselen ekonomi durumu -Para birimi dönüştürülebilirliği -Sermaye akımlarını yönetecek mekanizmaların olmaması
Kırılganlık	Ekonominin özel ve kamu borçlularının, mevcut yükümlülüklerini yerine getirme yeteneklerini tehlikeye atan iç veya dış şoklara açık olma riski.	-Konum ve vade uyumsuzluğu -Teminat değerlerinin oynaklığı -Finansal açıklık -Yatırım, borç verme ve borçlanma kararlarını yönetmek için önlemlerin yokluğu / yetersizliği
Bulaşma	Bir ülkenin, başka yerden kaynaklanan finansal ve makroekonomik istikrarsızlığın kurbanı olma riski	-Finansal açıklık -Kur, kaçış ve kırılganlık riskinin kapsamı
Egemenlik	Bir hükümet bir finansal krizle karşı karşıya kaldığında bağımsız ekonomik / sosyal politikaları takip etme kabiliyetinde kısıtlamalarla karşılaşma riski	-Yükselen ekonomi durumu -Para birimi, kaçış, kırılganlık ve bulaşma riskini sınırlandıracak önlemlerin yokluğu / yetersizliği.

Kaynak: Grabel, I. (2003b): Averting crisis? Assessing measures to manage financial integration in emerging economies. Cambridge Journal of Economics 27, no. 3

2.7.Ödemeler Bilançosu Analizi

Finansal liberalizasyon, devlet düzenlemelerinin azalması sonucunda hem finansal piyasaların ve finansal kurumların liberalleşmesi hem de ödemeler bilançosunda sermaye hesabının liberalleşmesi olarak iki yönlü gerçekleşmektedir (Uzunoğlu, 2009: 23). Ödemeler bilançosunda varlık ve yükümlülük dengesi en önemli kriz işaretlerindendir. Bu nedenle net dış borcun GSYİH'ye oranı, para çeşitliliği ve vade yapısı finansal krizlerin önemli göstergelerindendir (Aloğlu, 2005: 80). Ülkeler kendi özel durumlarına veya makroekonomik şartlardaki ani değişiklikler neticesinde yükümlülüklerini yerine getiremez konumuna gelebilmektedirler. Öngörülemeyen durumların ortaya çıkması dikkate ele alınması gereken ciddi konulardandır. Örneğin doğal afetler, savaş ya da ekonomik kriz dönemlerinde ortaya çıkan durgunluklar gibi.

Kısa vadeli yatırım yapan yabancı yatırımcılar alacaklarını almak istediklerinde rezerv bakımından yetersiz olan ülkede likidite sıkışıklığı sorunu ortaya çıkmaktadır. Likidite ülkenin borçlarını vadesinde yerine getirebilme gücü olarak ifade edilmektedir (Aksoy ve Yalçiner, 2013: 76). Ülkenin likidite ölçüsü ise uluslararası kısa vadeli borçları rezervlerin ödeyebilme kapasitesidir. Ödemeler bilançosunda meydana gelen açığın finansmanının nerdeyse tamamının kısa vadeli sermaye girişleri ile yapılması durumunda, küresel ekonomik düzendeki ani değişimler sonunda ülke ekonomisinin kırılganlık derecesi artmaktadır (İlhan ve Özdemir, 2019: 790). Ülkelerin finansal kırılganlık yapısının temelindeki Ani Duruş problemi, vade uyumsuzluğu ve para birimi uyumsuzluğundan oluşan bir borç mekanizması sonucudur (Cihangir Kurt, 2020: 46). Her durumda, portföy borç akımları, özellikle dış borçla ilgili para birimi ve vade uyumsuzlukları birçok yükselen piyasa krizinin yakın belirleyicisi olarak görüldüğünden, kara koyun statüsü kazanmıştır (Kose ve diğerleri, 2009: 19).

Bilanço yaklaşımı, günümüz finansal krizlerinin kaynağı ve yayılması dahil olmak üzere, bilanço zayıflıklarının makro finansal güvenlik açıklarına nasıl katkıda bulunduğunu araştırmak için sistematik bir analitik çerçeve sağlamaktadır (IMF, 2009: 234). Ülke ekonomilerinin finansal yapısı yani ülke ekonomisinin varlıklarının ve yükümlülüklerinin kompozisyonu ve büyüklüğü krizlere karşı ciddi ve önemli bir kırılganlık kaynağı göstergesidir. Finansal kırılganlığın kaynakları çeşitlidir. Bunlar alacaklılarına, bir ekonominin dış borca hizmet etmek için döviz kazanma kabiliyetine, hükümetin dış borcunu

ödeme kapasitesine, bankacılık sisteminin mevduat çıkışlarını karşılama kabiliyetine veya şirketlerin banka kredilerini ve diğer borçlarını geri ödeme kabiliyetine olan güvenini kaybetmesidir (IMF, 2009: 234). Bilançolardaki temel zayıflıklar, bir krize sebebiyet vermeden yıllarca vakit kazanmak için göz ardı edilebilir (IMF, 2009: 235). Örnek olarak (IMF, 2009: 235); para birimi uyumsuzluğu ülkeye uluslararası sermaye akımları devam ettiği sürece döviz kurunun desteklenmesi sonucu ile maskelenebilir. Bu gibi göz ardı edilen sebepler sonucunda krizin tam zamanlaması tahmin edilememektedir. Buna ek olarak, bir şok ülkeye olan güvenin azalması sonucunda büyük ve düzensiz bir uyumun oluşmasına zemin hazırlayabilir. Bunun nedeni de ilk şok ek zayıflıkları su yüzeyine çıkarır ve yerel yatırımcıları içine alan geniş bir yatırımcı çeşitliliği ile ülke ekonomisinin problemleri azaltılmaya çalışılabilir. Ülkenin yüksek miktarda kısa vadeli borç yükünün bulunması ülke için zayıflık göstergesi olmakla birlikte ülke ekonomisini finanse etmek isteyen yerli ve yabancı yatırımcıların tekrar düşünmesini gerektiren bir konu olarak ortaya çıkmaktadır.

Finansal kırılganlığın makroekonomik ve mikro ekonomik olarak iki tarafı vardır. Mikro ekonomik düzeyde finansal kırılganlık, genel olarak, bilançonun yükümlülük ve/veya varlık tarafındaki (bilanço içi ve dışı) unsurların faiz oranı, gelir, değer düşüş oranı ve bilançonun likiditesini ve ödeme gücünü etkileyen diğer unsurlardaki değişikliklere karşı oldukça hassas olmasıdır (Tymoigne, 2011: 2-3). Makroekonomik düzeyde finansal kırılganlık, genel olarak finansal sorunların finansal istikrarsızlık yaratma eğilimi olarak tanımlanabilir (Tymoigne, 2011: 3). Paradoksal olarak, ekonomi sistemi içerisinde yer alan unsurların gelir ve borcunun genişlemesi ve daralmaya yol açması aşamasında finansal sistemin kırılganlığı artma eğilimindedir (Bhaduri, 2010: 8).

Ödemeler bilançosunu desteklemek için, bilanço risklerini değerlendirme çerçevesi, beş tür bilanço uyumsuzluğuna odaklanmakta ve bunların tümü, şoklar karşısında bir ekonominin borç ödeme kabiliyetini belirlemeye yardımcı olmaktadır (IMF, 2009: 235). Bu uyumsuzluklar, vade uyumsuzluğu, para birimi uyumsuzluğu, sermaye yapısı uyumsuzluğu, ödeme gücü riski ve bağımlılık riskleridir. Giderek artan bir şekilde döviz borcuna bağımlı hale gelmekte olan ülkeler Ani Duruş'lara ve para biriminde değer kayıplarına maruz kalmaktadır.

2.7.1.Vade Uyumsuzluğu (Maturity Mismatches)

Vade uyumsuzluğu riski genellikle varlıklar uzun vadeli ve yükümlülükler kısa vadeli olduğunda ortaya çıkmaktadır (Allen ve diğerleri, 2002: 15). Ya da kısa vadeli fon kaynakları ile uzun vadeli yatırımların finanse edilmesidir. Başka bir ifadeyle fonların sağlandığı kaynakların özelliği ile yatırıldığı varlıkların uyum içerisinde olmamasıdır (Aksoy ve Yalçiner, 2013: 60). Çünkü Calvo (1998) borç vade yapısının sermaye akımlarının olası tersine çevrilmesinin değerlendirilmesiyle ilgili ve bir ülkenin borcunun kalan vade yapısı ne kadar kısa olursa, Ani Duruş Krizi'nin zemini o kadar hazır olmaktadır. Calvo ve Reinhart (2000) nasıl finanse edildiklerine bakılmaksızın, ama özellikle kısa vadeli borçla finanse ediliyorlarsa, büyük cari hesap açıklarından korkulması gerektiğini belirtmektedir.

Merkez Bankasındaki döviz rezervlerinin kısa vadeli borçlar (döviz ve ulusal para borçları ile kamu ve özel sektör borçlarının toplamı) oranının düşük olması ülkenin kırılganlığının işareti olarak yorumlanmaktadır. Ayrıca kısa vadeli dış borçların merkez bankasına rezervlerine oranı (1'den büyük olması) likidite riskinin olduğunu göstermektedir (Aloğlu, 2005: 80). Bu durumda borcun vade yapısı önem arz etmektedir. Vade uyumsuzluğunun aşırı seviyede artması ülkelerin finansal kırılganlığını, likidite riskini ve sistematik riskini artırmaktadır. Vade ve para birimi uyumsuzluğu sistematik riskin(kriz) kaynağı olarak görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde uluslararası sermaye akımları sistematik riskin kaynağını yaratmaktadır.

Ani Duruş'un genel sorununun bir kısmı kısa vadeli borçsa (iç veya dış olup olmadığına bakılmaksızın), o zaman, açıkça, gelişmekte olan ülkeler daha muhafazakâr borç yönetimi stratejileri benimsemeli ve borçlarının vadesini uzatmalıdır (Calvo ve Reinhart, 1999: 19). Ani Duruş Krizi'ni yönetebilmek için ihtiyatlı bir kamu borç yönetimi olsa bile ülkenin mevcut makro finans yapısı buna yeterli olmayabilmektedir.

2.7.2.Para Birimi Uyumsuzluğu (Currency Mismatches)

Para birimi uyumsuzluğu hane halkı, şirketler, hükümet ve bir bütün olarak ekonominin bilançolarındaki yabancı para cinsinden varlık ve yükümlülüklerin değerlerindeki farklılıklar olarak tanımlanmaktadır (Eichengreen ve diğerleri, 2003: 13). Para birimi uyumsuzluğu riskine aktif ve pasif kalemlerdeki para birimlerindeki eşitsizlik

neden olmaktadır (Allen ve diğ erleri, 2002: 16). Temel borç dinamiklerinin sürdürülebilirliği ve ülkenin genel olarak finansal koşullarının olumsuz etkilenmesi, reel kur artışları sonucunda borçları ağırlıklı olarak yabancı para türünden olan ve gelirleri yerel para biriminden olan ülkelerde para birimi uyumsuzluğu kendini göstermektedir ( zmen ve Yalçın, 2007: 3). Para birimi uyumsuzluğu ödeme gücü yetersizliğinin temel kaynağıdır ve daha fazla borç alınarak     lemez (Eğilmez, 2017: 8).

Finansal krizlerin büyük bir kısmında döviz kurlarında meydana gelen oynaklık ülkelerin varlık ve yükümlülükleri arasındaki para birimi uyumsuzluğında önem arz etmektedir. Finansal krizler ve döviz kurları arasındaki ilişki, kamu borç ve özel sektör borç stoku içerisinde yabancı para cinsinden borç oranının yüksek olduğu ülkeler, döviz kurlarında ortaya çıkan ani ve şiddetli artışlar sonucunda yıkıcı sonuçlarla kar ıla abilmektedir. Para birimi uyumsuzluğu ülkeleri kur riskine karşı savunmasız duruma getirerek önemli bir likidite sıkışıklığı sürecine götürebilmektedir. Bu durumda yabancı para cinsinden net borcu yüksek olan bir ülke kur değişimleri karşısında oldukça hassas konuma gelmekte ve yerel paranın değer kaybetmesi sonucunda da borcun yerel para cinsinden değer dikkati çekecek  l de artabilmektedir. Bu süreç sonunda, borç yükünün artması, kredi değerliliğin d  mesi ve borcun çevrilememesi sonuçları kendini göstermektedir. Örneğin 1994 ve 2000-2001 yıllarında Türkiye yaşanan krizler dolar cinsinden sendikasyon kredilerini artıran bankacılık sektörünün sabit kur sisteminin çökmesi sonucunda doların fiyatının artması ile önemli bir borç yükü ve likidite sıkışıklığı durumu olu mu , bu süreç vade uyumsuzluğu ve bankacılık sektöründeki diğer kırılganlıklarla birleşince derin ekonomik krizlere yol açmıştır.

Gelişmiş ülkelerde vadelerin uzun olması, borçlanmaların yerli para cinsi ağırlıklı olması merkez bankasının açık piyasa işlemleri ile borç vererek likiditeyi artırması kriz için çözüm oluşturmaktadır (Ercan, 2001: 83). Gelişmekte olan ülkeler açısından ise durum biraz farklıdır. Çünkü gelişmekte olan ülkelerin kendi para biriminden borçlanma imkanları bulunmamaktadır. Bu nedenle kriz döneminde kısa vadeli borç ödeme zamanı geldiğinde merkez bankası bu süreci yönetmekte zorlanmaktadır.  demeler bilançosunda varlık ile yükümlülük kalemleri arasındaki para birimi ve vade uyumsuzlukları ne kadar fazla ise, bankacılık ve para krizine dönüşme ihtimali o kadar fazla olmaktadır.

2.7.3.Sermaye Yapısı Uyumsuzluğu (Capital Structure Mismatches)

Sermaye yapısı uyumsuzluğu riski öz kaynaktan ziyade borçla finansmana aşırı güvenmenin sonucudur (Allen ve diğerleri, 2002: 17). Finansal sistemde döngüsel riskin ortaya çıkmasında kaldıraç oranı rol oynamaktadır. Kaldıraç oranı, kaynak yapısını, yani öz sermaye ve borç tutarları arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Borç miktarı arttıkça finansal risk artacağından ilave kullanılacak kredilerin maliyeti daha yüksek olacak dolayısıyla finansal kaldıraç etkisi belli bir noktadan sona tersine dönmektedir (Aksoy ve Yalçiner, 2013: 61). Kaldıraç oranının aşırı derece yükselmesi ekonomik sistemi şoklara karşı daha kırılgan duruma sokmakta, kriz süreçlerinden de hızla azalmaları sonucunda negatif şokları artırıcı tesir yaratmaktadır. Kaldıraç oranı, temerrüt riskinin bir ölçüsü olarak görülmekte olup bu oran artması kırılganlığı artırmak suretiyle sistematik riske neden olmaktadır (Navruz, 2019: 66). Finansal küreselleşme hesap vermeyi, döngünün terse dönmesi erteler, çünkü şirketlere ve tüketicilere verilen kredilerin hacmi ulusal reel ekonomi döngüsü içindeki terse dönüş sinyallerine rağmen artmaya devam etmektedir (Fumagalli ve Mezzadra, 2012: 52). Buna rağmen ödemeler dengesi, yaklaşan krizin semptomlarının gizlenmesine katkıda bulunan bir seyir izlemektedir (Fumagalli ve Mezzadra, 2012: 52).

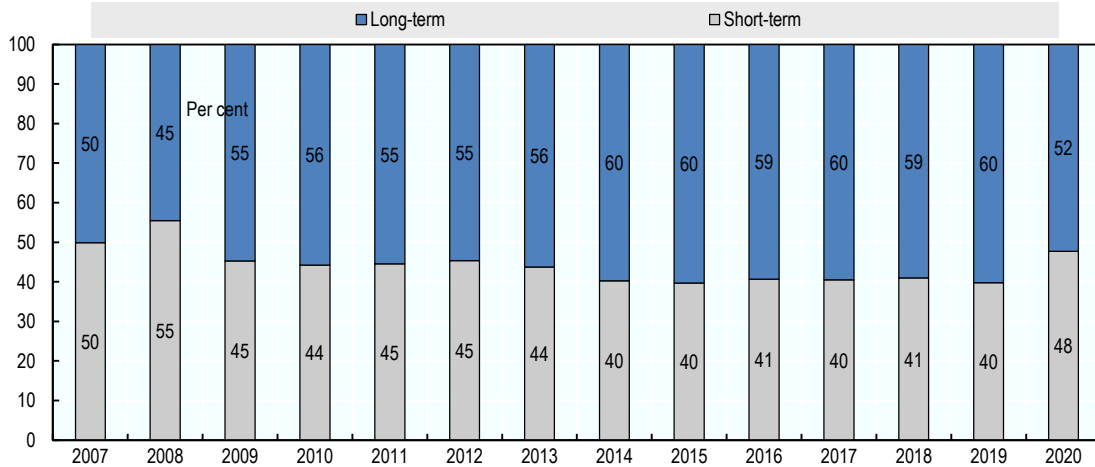
2.7.4.Ödememe Gücü Riski (Solvency Risk)

Alfaro ve diğerleri (2008)'e göre, geri ödememe riski, yabancılarla yapılmış bir sözleşmeye dayanarak yapılması zorunlu olan bir ödemenin hiç yapılmamasından, ülke içindeki yabancı varlıklara el konulmasından ya da ülke vatandaşlarının yabancı sözleşmelerin zorunluluklarını tamamen yerine getirmemesi anlamına gelmektedir. Geri ödememe riski, bir ülkenin varlıklarının artık yükümlülüklerini karşılayamadığında ortaya çıkar, diğer bir deyişle net değer negatiftir (Allen ve diğerleri, 2002: 18). Ödememe gücü riski, bir ülkenin borç servisini tam olarak yapamadığını ve borçlarını ödemedede temerrüde düştüğünün göstergesidir.

Vade uyumsuzlukları, para birimi uyumsuzlukları ve zayıf bir finansal yapının tümü, ödeme gücü riskine katkıda bulunabilir, ancak ödeme gücü riski, yalnızca çok fazla borçlanmaktan veya düşük getirili varlıklara yatırım yapmaktan da kaynaklanabilir (IMF, 2009: 235). Geri ödememe riski, bir ülkenin kurumsal yapısı ve politik risk derecesi içinde değerlendirilmekte ve uluslararası sermaye piyasalarında ortaya çıkabilecek aksaklıklardan

biri olarak kabul edilmektedir. Reinhart ve Rogoff (2004)'un çalışmasında belirttiği üzere, söz konusu paradoksun temel nedenleri kredi riski ve politik risktir. Ülkeler arasında bu problemin seviyesi farklı olmakta ve ülkelerin borçlarında temerrüde düşme ihtimalleri ülkeleri uluslararası piyasalarda ayırtırmaktadır. Reinhart ve Rogoff (2004)'e göre varlıklı ülkelere yoksul ülkelere az sermaye akımının bir paradoks olmayabileceğini; aksine sürekli geri ödememe riski büyük olan ve temerrüde düşen ülkelere özellikle borç akımları şeklinde gerçekleşmek üzere fazlasıyla sermaye akımı olduğuna dair bir paradoks olduğunu ileri sürmektedir. Ancak etkin işleyen yerel piyasaların bulunmadığı ülkelerde, borçlanıcı birimler varlık ve yükümlülükleri arasında vade, faiz ve para birimi açısından uyum sağlayamamakta ve nihai olarak temerrüt risklerini artırmaktadırlar (Yavuz, 2009: 282). Ülkede var olan yüksek enflasyon oranları ve dalgalanan faiz oranları belirsizlik ortamını tetikleyerek ülke riskini artırmakta ve bu durumda yabancı sermaye yatırımlarını azaltmaktadır (Erataş ve Öztekin, 2010: 58-59). Yabancı yatırımcılar çoğunlukla portföy yatırımı yaparken, yerel piyasanın iç faktörlerinden çok ülke riskine bakmaktadırlar. Geri ödememe ve temerrüde düşme durumu, ülkedeki siyasi kurumların daha da zayıf olmasına neden olmakta ve bir sonraki temerrüde düşmenin temelini oluşturmaktadır.

Çizelge 2.2. Merkezi Hükümet borçlanmasının vade kompozisyonu, OECD bölgesi



Kaynak: OECD

Çizelge 2.2.'de görüldüğü üzere OECD ülkeleri bazında 2007-2020 ülkelerinin kısa ve uzun vadeli borç vadedi incelendiğinde 2007 yılında %50 -%50 kısa ve uzun vadeli borç, 2008 yılında %55 kısa vadeli %45 uzun vadeli borç, 2009-2019 yılları arasında uzun vadeli borç kısa vadeli borca göre daha fazladır. 2020 yılında ise tekrardan kısa vadeli borç oranında artış gözükmektedir. Bu durumda ülkelerin ödememe gücü riskini artırmaktadır.

Kavramsal olarak, bir kredi temerrüt takası (Credit Default Swap) (CDS), bir referans menkul kıymette temerrüt riskine karşı sigorta satın almak olarak yorumlanabilmektedir (Chan-Lau, 2003: 3). kredi temerrüt takası (CDS), kredi riski ticaretinde devrim yaratan basit bir türev sözleşmesidir (O’Kane ve Turnbull, 2003: 1). Daha açık bir ifadeyle CDS, elinde tahvil vb. menkul kıymetleri bulunduran kurumsal veya egemen bir referans kuruluşun, vade sonundaki alacağının önceden belirlenen bir değer karşılığında ödenmeme riskinin ortadan kaldırılmasını sağlayan bir finansal enstrümandır. Ülke CDS’lerin kapsamında ise ülkelerin dış piyasalarda sattığı tahvillerin ya da bonoların anapara ve faizlerinin ödenememe riskini içermektedir. CDS’in işleyişini kısaca açıklarsak; kurumsal veya egemen bir referans kuruluşun kredi riskini bir taraftan diğerine aktarmak için bir CDS kullanılır. Standart bir CDS sözleşmesinde yer alan taraflardan biri, bir kredi olayının ardından bir varlığın nominal değerindeki kaybı karşılamak için diğer taraftan kredi ödenememe riskinin ortadan kaldırılması satın alır. Bir kredi olayının altında yatan sebepler arasında tipik olarak iflas, ödeme başarısızlığı ve yeniden yapılandırmayı kapsayan yasal olarak tanımlanmış durumlardan biri yatar. Bu ödenememe riskinin ortadan kaldırılması, belirli bir vade tarihine kadar devam eder. Bu ödenememe riskinin ortadan kaldırılmasını sağlamak için ödenememe riskinin ortadan kaldırılması alıcıyı, ödenememe riskinin ortadan kaldırılması satıcıya prim ayağı olarak bilinen düzenli bir ödeme yapar. CDS şirketleri tarafından ülkelerin ya da şirketlerin borçlarını ödeyememe ile karşı karşıya kalmaları riskine karşı alacaklı olan tarafın alacaklarını sigortalayan bir sözleşme satar. Bu sözleşmenin fiyatına da CDS primi denir. CDS üzerinde etkili olan büyüme, enflasyon, ülke parasının değeri, makroekonomik verilerdeki istikrar, yatırım iklimi gibi ülkeye ait olan yönetilebilir parametrelerdir. Bu parametreler sağlıklı yönetilebildiği sürece ülkeye sermaye akımları girişinde artış sağlanır. Döviz kurları ve faiz oranları düşüş trendine yönelir. Ülke istikrarlı gözüktüğü için ülkeye yatırım yapmayı düşünenlerin sayısında önemli ölçüde artış yaşanır. Ama tersi durumda döviz kurlarındaki ani bir değişim veya sermaye hareketlerinde Ani Duruş / geri dönüş ister küresel ister iç faktörlerden kaynaklansın, borçların sürdürülebilirliğini olumsuz etkilemektedir (Cihangir Kurt, 2020: 46). Küresel finansal risklerin gerçekleşmesinden kaynaklanan kur artışları borcun sürdürülebilirliğini kabiliyeti düşmekte ve bu durumda ülkenin risk primine yansıtılmaktadır (Cihangir Kurt, 2020: 46). Ülke kredi riskinin ölçülmesinde ve özellikle uluslararası yatırımcıların ülkeye yönelik risk algısının değerlendirilmesinde CDS primleri belirgin biçimde dikkate alınmaktadır (Kılıcı, 2017: 72).

Kredi yatırımcılarının, bir menkul kıymete gömülü kredi riskini üstlenmelerini tazmin etmek için ne kadar ödeyeceklerini belirlemek için bir ölçüye sahip olmaları yararlıdır (O'Kane ve Sen, 2004: 1). Kredi kalitesi ölçüsü, bir şirket ya da ülke tarafından ihraç edilen vade, kupon veya kıdem açısından farklılık gösterebilen menkul kıymetler arasında karşılaştırmaya olanak sağlamalıdır (O'Kane ve Sen, 2004: 1). Üstelik, diğer menkul kıymet ihraç edenlerin menkul kıymetleri ile karşılaştırmaları kolay olmalıdır (O'Kane ve Sen, 2004: 1). Kredi yatırımcısının tek bir ihraççının tahvilleri ile farklı ihraççıların tahvilleri arasında nispi değer fırsatlarını belirlenmesini sağlamalıdır (O'Kane ve Sen, 2004: 1).

Sonuç olarak CDS'lerde sigortanın esasını oluşturan; ilgili ülkenin uluslararası piyasalarda sattığı tahvillerin ya da bonoların ana para ve faizlerini ödeyememe sonucunda ortaya çıkan risktir. CDS primleri yüksek olan ülkeler ve bu ülkedeki kurumlar uluslararası piyasalardan borçlanmaları durumunda daha fazla bir maliyete katlanmak zorundadırlar. Bu nedenle CDS primleri uluslararası piyasalar için önemli bir gösterge konumdadır.

2.7.5. Bağımlılık Riskleri (Dependency Risks)

1980'li yıllardan itibaren küreselleşme olgusunun tüm dünyada yayılması neticesinde herhangi bir ülkede ortaya çıkan ekonomik sorunun söz konusu ülkenin ilişkilerinin güçlü olduğu ülkeleri etkilemekle beraber tüm dünya ekonomilerine yayılma sürecini hızlandırmıştır. Ortak ekonomiye göre, uluslararası yatırım pozisyonu (ve ayrıca ortak tarafından yapılan ödemeler dengesi) başka bir ekonomiye aşırı bağımlılığı ve dolayısıyla potansiyel kırılganlık ve bulaşma endişelerini belirlemeye yardımcı olabilir (IMF, 2009: 235).

Ekonomik düzende küresel finansal krizlerin altında yatan nedenlerden biri ülkelerin ve yatırımcıların karşılıklı bağımlılığı olabilmektedir. Ulusal ekonomiler birbirine bağımlı olduğundan, krizler uluslararasıdır (Gourevitch, 1986: 19). Küresel ekonomik düzen içerisinde ticari ilişkiler, anlaşmalar, kurum ve kuruluşlar ülke ekonomilerini birbirine içten içe bağlamıştır. Bu nedenle kelebek etkisi tüm ülke ekonomilerinde hissedilir seviyeye gelmiştir. Kelebek etkisi, karmaşık sistemlerde başlangıç koşullarındaki küçük değişikliklerin, sonuçlarında şaşırtıcı derecede büyük değişikliklere neden olabilmesidir (Lorenz, 1963). Küresel ekonomik düzen içerisinde sermayenin giriş ve çıkışın

hareketliliğinin yoğunlaşması sonucunda dalgalanmalar artar ve birbirine bağlı olan ekonomiler olumsuz etkilenmektedir. Rusya (1998), KFK (2008) ve Covid-19 Sağlık ve Ekonomi Krizi örnektir.

Calvo ve Reinhart (1996)'e göre beş aktarım kanalının, komşu bir ülkedeki büyük bir şokun o bölgedeki diğer ülkeler için temelleri değiştirebileceğini göstermiştir. Bunlar; iki ekonomi son derece entegre sermaye piyasalarına sahip olduğunda yayılmalar ortaya çıkabilmekte, ticaret kalıpları ve düzenlemeleri şokun aktarılmasında rol oynamakta, kurumsal uygulamalar, genellikle daha tanıdık olan ülkeleri yatırım yeri olarak seçen yabancı yatırımcılar şeklinde olabilir ve buna bağlı olarak bölgeye olan güven arttıkça, başka yatırım fırsatları aranır ve portföydeki ülke yelpazesi genişlemekte ve bölgesel bulaşmada teknolojik faktörlerin ve siyasi istikrarsızlık rol oynamaktadır. Bu beş aktarım mekanizması bağımlılık arttıkça kendini daha da göstermektedir.

Glick ve Rose (1998)'ye göre, döviz krizleri, coğrafi yakınlık içindeki ülkeleri etkileme eğilimindedir. Çalışmalarında, uluslararası ticaretin bölgesel kalıplarının, herhangi bir makroekonomik olgunun ötesinde, döviz krizlerinin nasıl yayıldığını anlamada önemli olduğunu göstermektedir. Beş farklı para krizi için verileri kullanarak (1971, 1973, 1992, 1994 ve 1997), likidite krizlerinin uluslararası ticaretle birbirine bağlı ülkeleri etkilediğini göstermektedir.

Arellano ve Mendoza (2002)'e göre bir ülkedeki kriz, ilki ile çok az doğrudan ekonomik bağlantıya sahip olan veya hiç olmayan diğer gelişmekte olan ekonomileri etkilediğinden, gelişmekte olan piyasalarda yaşanan krizlerin de bulaşma potansiyelinin yüksek olduğunu göstermektedir.

Calvo ve diğerleri (2003) yaptıkları çalışmada Rusya 1998 krizinin, özellikle Latin Amerika'daki gelişmekte olan ülkelere sermaye akımları üzerinde büyük bir etkisi olduğunu ve Rusya şokunun etkisinin gelişmekte olan ülkeler arasında oldukça farklı olduğunu göstermektedir. Dünya GSYİH'sinin %1'inden daha azını temsil eden ve Latin Amerika ile anlamlı bir finansal veya ticari bağları olmayan bir ülke olan Rusya'da kısmi bir borç temerrüdü, bu tür oranlarda bir finansal bulaşıcı şok dalgasını hızlandırabilir olduğunu tespit etmektedirler.

Calvo ve diğerleri (2004) yaptıkları çalışmada, bilgisiz yatırımcılar, bilgili yatırımcıların piyasa dışında kalmasını düşük getiri göstergesi olarak yorumlayabilmekte ve varlıklarından kurtulmaya karar verebilmektedirler. Bu durum gerçekleştiğinde ise krizin gerçekleştiği ülke ile bağı olmayan bir dizi ülkede, büyük ve beklenmedik bir likidite şokuna maruz kalmakta ve bu durum reel döviz kuru yükselmektedir. Bu nedenle, reel döviz kurundaki göreceli değişiklik büyükse ve ekonomide borç dolarizasyonu fazla ise o zaman büyük bir iflas ortaya çıkmakta ve ekonomi, çıktı daralması ve düşük borç geri ödeme kapasitesi ile Ani Duruş ile karakterize edilen kötü bir dengeye doğru sürüklenmektedir.

Cavallo ve diğerleri (2016)'ne göre, herhangi bir ülkenin ticaret ortağı Ani Duruş vakası yaşarsa, o zaman ticaret yapılan ülke için Ani Duruş olasılığı artmaktadır. Ülkeler birbirleri ile ekonomik olarak bağımlı oldukları için birindeki ekonomik faaliyetlerindeki sıkıntılar paralel olarak diğer ekonomiyi de olumsuz etkileyebilmektedir.

BIS (2021) yapılan çalışmada bölgesel yayılmalar, Ani Duruş'ların önemli bir tetikleyicisidir. Analizde, aynı bölge içerisinde yer alan ülkelerden birinde Ani Duruş meydana geldiğinde, belirli bir ülke grubunda da Ani Duruş olasılığının önemli ölçüde arttığını göstermişlerdir. Eğer yatırımcılar belirli bir alıcı ülkede stres yaşarlarsa, sadece stres yaşanan ülkeden değil, bölgedeki diğer ülkelerden de çekilmektedirler. BIS (2021)'e göre, 1990'ların sonundaki Güney Asya finansal krizi, bankaların yatırımları çekme rolünü üstlendiği ortak bir borç veren etkisinin bir örneği olarak hizmet etmiştir. BIS (2021)'e göre, 2013'teki Taper Tantrum veya 2015'teki Çin para birimi devalüasyonu gibi daha yakın tarihli stres dönemlerinde, banka dışı finansal araçlar fonların çekilmesinde önemli bir rol oynamaktadır.

3. ANİ DURUŞ VE FİNANSAL SİSTEM ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

“İnsanların geleceği etkileyen kararları...katı matematiksel beklentilere dayanmaz, zira bu tür hesaplar yapmanın dayanağı yoktur; ... tekerlekleri döndüren doğuştan gelen faaliyet dürtümüdür, seçen rasyonel benliklerimizdir...ama çoğunlukla geçici heves veya duyarlılık ya da risk güdülerimiz nedeniyle arka planda kalır.”

John Maynard Keynes, 1935

Sanayi devrimi Avrupa’da yeni buluşların ve buhar gücüyle çalışan makinelerin üretime uygulanmasıyla ortaya çıktı ve bu gelişmeler Avrupa'daki sermaye birikiminin artmasına yol açtı (<https://www.mahfiegilmez.com/2012/03/kapitalizm-ve-uc-buyuk-kriz.html>) (15.05.2021). Sanayi Devrimi ile sadece bir ülke değil dünyanın geri kalanı da faydalanacak, uluslararası anlamda uzmanlaşma ve değişim sonucunda tüm dünyada refah artacaktır (Bilgili, 1998: 39). Sanayi devrimini sürecini tamamlayan ülkelerin uluslararası ekonomik etkinliklere başlaması ve az gelişmiş dış kaynak ihtiyacı, sermayenin küresel ölçekte hareket etme döngüsünü başlatmıştır Uluslararası piyasaların varlığı sanayi sürecinin başlatılmasında oldukça önemlidir (Bilgili, 1998: 42) Uluslararası sermayenin hareket yönünü belirleyen hem küresel hem de yerel faktörler vardır (Calvo ve diğerleri 1993, 1994a,b, 1996, Fernandez-Arias 1996, Chuhan ve diğerleri 1998, Calvo 2003, Guidotti ve diğerleri 2004, Milesi-Ferretti ve Razin 1998, Rothenberg ve Warnock 2011, Forbes ve Warnock 2012a, Ghosh ve diğerleri 2014, Burger ve Ianchovichina 2014, Calderon ve Kubota 2014 ve Rey 2018). Uluslararası sermaye akımları üç geniş kategoride gruplandırılabilir: doğrudan yabancı yatırım, portföy yatırımı ve banka ve diğer yatırımlar olarak sınıflandırılmaktadır(https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/ERP/pages/8845_2000-2004.pdf) (27.06.2021). Portföy yatırımları hem küresel hem de yerel faktörlere karşı oldukça hassas bir yatırım türüdür (Chuhan ve diğerleri 1998, Edwards 2007, Cowan ve diğerleri 2008). IMF BPM6 (2009)’e göre menkul kıymetlerin pazarlanabilirliği, alım satımı kolaylaştırmanın bir yoludur ve bu pazarlık, yatırımcıların portföylerini çeşitlendirmelerine ve yatırımlarını kolayca geri çekmelerine olanak tanımaktadır. Portföy yatırımlarının bahsedilen pazarlanabilir özelliğinden dolayı portföy yatırımcıları dünya ve ülke ekonomisinde herhangi bir tehdit algıladığında bulunduğu ülkeden çıkış yapabilme kabiliyete sahiptirler. Portföy yatırımlarının hareket kabiliyeti yani oynaklıkları çok yüksek olduğundan yatırım yapılan ülke için riskli yatırım türüdür.

Yüksek faiz Düşük kur politikası, portföy yatırımlarının bu ülkelere yönelmesini sağlamış; fakat hedeflenen kazancın mevcut durumla devam edemeyeceği ortaya çıktığında, büyük miktartlı, ani sermaye çıkışları krizlere neden olmaktadır (Çağlar, 2003: 56). Ani Duruş krizinin niteliğini belirleyen etkenler; sermaye akımlarının tersine dönüşü/bu dönüşün hızı ve faiz oranlarındaki eğilim/oynaklıklarıdır. Portföy yatırımlarının derecesi ve portföy akımlarının ölçeği keskin bir şekilde artmakta aynı zamanda krizlerin görünme sıklığı ve şiddeti de artmaktadır (Berg ve Borensztein, 2000: 3).

Calvo (1998)'e göre sermaye akımlarındaki Ani bir Duruş, gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde özel sermaye girişlerindeki ani bir yavaşlama ve buna bağlı olarak doğru keskin bir dönüş olarak tanımlamaktadır. Ani Duruş'lar genellikle üretimde, özel harcamalarda ve özel sektör kredilerinde keskin bir düşüş ve reel döviz kurundaki değer kaybı takip etmektedir. Calvo ve diğerleri (2004) yaptıkları çalışmada Ani Duruş'ları genellikle sermaye akımlarındaki bir önceki yılın aynı dönemine göre düşüşün örnek ortalamasının altında en az iki standart sapma olduğu en az bir gözlem içeren dönemler olarak tanımlamaktadır. Ani Duruş döneminin başlangıcı, sermaye akımlarındaki yıllık değişimin ortalamasının bir standart sapma altına düştüğü ilk kez belirlenmekte ve Ani Duruş döneminin sonu, sermaye akımlarındaki yıllık değişim örnek ortalamasının altındaki bir standart sapmayı aştığında belirlenmektedir. Faucette ve diğerleri (2005)'ne göre Ani Duruş'lar, girişlerin durması (girişlerin neden olduğu) veya çıkışların ani bir artışı (çıkışların neden olduğu) olarak tanımlanır.

Sermaye girişlerindeki büyük artışlar, kaçınılmaz “Ani Duruş”a karşı kırılganlıkları da artırmakta takip eden süreçte bol sermaye girişi tersine döndüğünde ve varlık fiyatlarındaki keskin düşüslere ve para biriminin değer kaybetmesine tekabül ettiğinde, bu da yüksek enflasyona ve borcun yabancı para cinsinden ödenmesindeki artan zorluklara neden olmaktadır (Forbes ve Warnock, 2021: 2). Oynaklığı yüksek olan sermaye akımları sonucunda ortaya çıkan bu sıkıntılar, özellikle kurumları ve finansal sistem temelleri zayıf olan ülke ekonomileri için zorlayıcıdır. Sermaye akımlarındaki oynaklığın makroekonomik istikrar konusunda önemli rol oynadığı görülmektedir (Kara, 2012:4). Ekonomik yapısı problemlili olan ülkelerin sermaye akımı oynaklığını hangi değişkenlerin yönlendirdiğini anlamak birincil öneme sahiptir.

Sermaye girişlerindeki Ani Duruş ya da ani geri dönüşler, bir ülkeyi iflasa sürükleyebilmekte veya mevcut sermaye stokunun verimliliğini önemli ölçüde düşürmekte, nispi fiyatlarda beklenmedik dalgalanmalara ve maliyetli iflas savaşları sonucunu ortaya çıkarmaktadır. Sermaye girişlerindeki dalgalanmaları çoğunlukla Ani Duruş'lar izlemektedir. Yabancı yatırımcılar tarafından ekonomiye gelen sermaye akımlarında azalma veya durma ya da ülke sakinlerinin yerli ekonomiden paralarını çekmesi sonucunda sermaye çıkışına neden olması Ani Duruş'u tetiklemektedir.

3.1. Ani Duruşu Etkileyen Faktörler

Cari hesaptaki keskin geri dönüşler cari hesaptaki büyük dalgalanmaları işaret eder, finansal sistemdeki büyük başarısızlıklar sonucunda banka krizleri ve sermaye akımındaki büyük azalmalar sonucunda ortaya çıkan Ani Duruş birbiriyle ilişkilidir (Guidotti ve diğerleri, 2004 :4). Yani Ani Duruş süreci cari hesap denkleştirmeyi gerektirecek, cari hesap denkleştirme ciddi döviz kuru ayarlamalarını getirecek ve bankacılık ve likidite krizlerinin çakışması olayı birbirini takip edecektir. Sonuç olarak muazzam hacimlerde sermaye söz konusu ülkeyi terk edecek, uluslararası rezervler tehlikeli seviyelere inmekte ve reel döviz kurları hızla aşırı değerlenmektedir (Edwards ve diğerleri, 2003: 31).

3.1.1.Döviz Kuru Politikaları

Ertuna (2007)'e göre uluslararası sermaye piyasalarında ise çeşitli nedenlerle ülkeye gelen yabancı sermaye (borçlar, sıcak para girişleri, dolaysız sermaye girişleri) döviz arzının, ülkeyi terk eden yabancı sermaye (borç ödemeleri, sıcak para çıkışları ve dolaysız sermaye çıkışları) ise dövize olan talebin kaynağıdır. Kurlar bu iki piyasada oluşan toplam arz ve talep sonucunda ortaya çıkar. Bu durumda, herhangi bir nedenle ülkeye sermaye girişleri oluyorsa, bu döviz kurlarının üzerinde baskı oluşturmakta, kurların düşmesini veya enflasyona kıyasla daha yavaş yükselmesine neden olmaktadır. Ülkeye giren bu dövizler dış ticaret açıklarını kapattığında döviz arz ve talebi dengelenmektedir.

1990'lı yıllardaki döviz krizleri nedeniyle ekonomistlerin geliştirmekte olan ülkelerdeki döviz kuru politikaları üzerinde tekrar düşünme gereksinimi ortaya çıkmıştır. Özellikle, bu krizler birçok ekonomistin hem kısa vadede yani bir istikrar programı sırasında hem de daha uzun vadede sabitlenmiş ancak ayarlanabilir döviz kurunun avantajlarını

sorgulamasına neden olmuştur (Edwards ve diğerleri, 2003: 33). Güney Doğu Asya (1997) ve Rusya (1998) likidite krizleriyle birlikte, optimal döviz kuru rejimi üzerine teorik tartışmanın yenilenmesi ateşlenmiştir (Porison, 2001: 3).

Döviz kuru rejimi seçimi ve ekonomik performans üzerindeki etkisi muhtemelen makroekonomik politikanın en tartışmalı konularından biridir (Levy-Yeyati ve Sturzenegger, 2003: 1173). Döviz kuru politikaları, bir ülkede döviz kurlarının ekonomik duruma uygun olarak belirlenmesinin ve değişiminde hangi ilkelerin dayanak olduğunu gösteren uygulamaları kapsamaktadır. Çoğu gelişmekte olan ülkelerde, döviz kuru sorunları makroekonomik politika tartışmalarının gündeminde yer almaktadır. Ülkeler günümüzde kendi koşullarına göre farklı döviz kuru rejimleri uygulamakta ve bu rejimleri zaman içinde sık sık değiştirebilmektedir (Özçam, 2004: 3). Döviz kuru rejimlerindeki değişiklikler finansal piyasalarda ortaya çıkan krizler ya da baskı sonucu olabileceği gibi, belirlenmiş bir plan dahilinde de olabilmektedir. Döviz kuru rejiminin seçimi ekonominin karşı karşıya kaldığı şokların niteliğine bağlı olabilir en azından literatür öyle öğretmektedir (Hausman ve diğerleri, 1999: 7).

Uluslararası pazarlara açık ülkeler için sermaye akımları Fischer (2001)'e göre, yumuşak döviz kuru sabitlemeleri sürdürülebilir değil; fakat çok çeşitli esnek oran düzenlemeleri mümkün ve çoğu ülkedeki politikanın döviz kuru hareketlerine kayıtsız kalmaması beklenmektedir. Uluslararası sermaye akımlarına açık ülkeler için, sürdürülebilir döviz kuru rejimleri olarak hem çok katı döviz kuru hedeflemesi hem de yönetilen dalgalanmalar dahil olmak üzere çeşitli dalgalı kur düzenlemelerini kapsamaktadır (Fischer, 2001: 5).

Krizle mücadele etme konusunu belirleyen en önemli faktörlerden biri döviz kuru sistem olmakla birlikte ülkede mevcut olan kur politikası krize müdahale olanağını sınırlandırabilmektedir. Döviz kuru sistemleriyle çelişen tutarsız politikalar spekülasyon amaçlı sermaye hareketlerine ortam hazırlayarak krizlere yol açmaktadır (Kansu, 2010: 50). Uluslararası sermayenin yöneldiği ülkelerde döviz kuru politikaları ara döviz kuru politikalarından uç döviz kuru politikalarına doğru değişim göstermektedir.

Sermaye girişleri arttıkça, yetkililerin bir yandan enflasyonu kontrol altına alma ve diğer yandan istikrarlı (ve rekabetçi) bir döviz kurunu koruma arzusu arasında muhtemelen

gerilim gerçekleşmektedir (Caramazza ve Aziz, 1998: 10). Caramazza ve Aziz (1998)'e göre ülkede ekonomik görünümdeki sıkıntılı durumunun işaretleri ortaya çıktıkça ve iki politika hedefi arasındaki gerilimin giderek daha fazla farkına varmaya başlayan yatırımcılar, piyasaya olan güven azalmasına bağlı olarak piyasadan çıkışa yönelecekler bu da sermaye akımlarında ani bir ters dönüşü tetikleyebilmektedir.

Gelişmekte olan ülkelere reel döviz kurundaki değişkenliğini ölümcül kılan şey, çoğunun yurtiçi sorumluluk dolarizasyonundan muzdarip olmasıdır, yani, yurtiçi bankacılık sistemi ile yüksek oranda döviz cinsinden yükümlülükleri olmasıdır (Calvo ve diğerleri, 2004: 5). Reel para birimindeki değer kaybının sermaye akımını tersine dönmesi yani Ani Duruş'tan önce mi yoksa mı gerçekleştiğidir. Calvo ve diğerleri (2004) yaptıkları çalışmada net bir cevap vermemekle birlikte sermayenin tersine dönmesinden önce %63 oranında olduğunu göstermektedir. Ayrıca gelişmekte olan ülkeler için sermaye akımı tersine çevirmelerinin yüksek reel döviz kurunda düşüşe yol açabileceğine dair bazı kanıtlar vardır ve sonuçlar biraz arttığını göstermektedir. Ani Duruş'la birlikte gelen büyük reel döviz kuru dalgalanmaları temelde bir gelişmekte olan ülke olayıdır.

Döviz kuru politikasında en iyi tercih; makroekonomik performansı stabilize eden, yani çıktı, tüketim, yurt içi fiyat seviyesi veya diğer bazı makroekonomik değişkenlerdeki dalgalanmaları en aza indiren rejimdir (Caramazza ve Aziz, 1998: 6). Döviz kuru politikaları; sabit kur sistemi, dalgalı kur sistemi ve alternatif döviz kuru sistemleridir. Alternatif döviz kuru sistemleri: serbest dalgalanma sistemi, gözetimli dalgalanma sistemi, aralık içinde dalgalanma sistemi, kaygan aralık sistemi, yönlendirilmiş sabit aralık sistemi, yönlendirilmiş sabit parite sistemi, ayarlanabilir sabit kur sistemi, para kurulu sistemi ve tam dolarizasyondur. Sabit ve esnek döviz kuru politikası tercihi, ülke ekonomisine yönelik şokların niteliğine ve kaynağına, politika yapıcılarının tercihlerine ve ülke ekonomisinin yapısal özelliklerine göre değişmektedir. Sermaye kontrollerinin sınırlı etkinliği sabit ve esnek döviz kuru politikalarının nispi yararlarının yeniden değerlendirilmesi için bir temel sağlamaktadır (Calvo ve Reinhart, 1999: 1).

3.1.1.1.Sabit döviz kuru politikası

Sabit döviz kuru politikası; bir ülkenin kendi parasının diğer ülke paraları karşısındaki değerinin Merkez Bankası tarafından belirlendiği politikadır. Altın standardı en

eski sabit kur politikasıdır. Sabit döviz kuru Merkez Bankasının döviz kuru politikasını değiştiremediği katı bağıllık biçimde olabileceği gibi Merkez Bankasının doğrudan kontrolü altında olan yumuşak bağıllık şeklinde de olabilmektedir (Hancock, 2020: 106).

Uluslararası sermayenin likiditesi döviz kurlarının yönetimini zorlaştırmaktadır. Ülke sabit döviz kuru politikası uyguluyorsa bu mekanizma Merkez Bankasını spekülative saldırıya karşı savunmasız hale getirmektedir. Sermaye akımlarının ülkeden çıkması durumunda kuru baskı altında bırakmaktadır. Ülke sabit döviz kuru politikasına bağıllığı devam ederse, kamu varlıklarına olan talebini azaltmakta ve dolar cinsinden yükümlülüklerini yerel para birimine dönüştürmeye çalışmaktadır. Yerel para biriminden kaçış sermayedeki düşüşü şiddetlendirebilmektedir.

Obstfeld ve Rogoff (1995: 76-77)'e göre sabit kur sisteminin yararlarını aşağıdaki gibi açıklanmıştır.

- Hem kısa vadeli hem de uzun vadeli olarak dalgalı döviz kurunun öngörülemeyen oynaklığı zarar verebilir. Sabit döviz kuru politikası ile öngörülemez oynaklığın yaratacağı etkiler ortaya çıkmaz.
- Sabit oranların temel mantığı düşük enflasyon para birimine sabitlemenin yurtdışı enflasyon baskılarını azaltmaya yardımcı olacağına inanmaktır. Sabit kur politikası ülke içinde enflasyonu azaltır.
- Fiyat düzeyindeki istikrarsızlık sürecinden sonra enflasyonsuz ekonomik yapı isteyen ülkeler uygulamaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerdeki hükümetlerin döviz kurlarını yüksek sıklıkta sabit tutmayı tercih etmelerinin iki tamamlayıcı nedenleri aşağıda açıklanmaktadır (McKinnon ve Schnabl, 2004: 343). İki tamamlayıcı neden birincisi ileriye dönük takas halinde iyi organize edilmiş bir piyasa olmadan (orijinal günah), hükümet ithalatçılar ve ihracatçılar için gayri resmi bir ileriye dönük koruma sağlamak istemektedirler. Diğer tamamlayıcı neden ise ancak aşırı borçlanma korkusu, pek çok ihtiyatlı hükümetin en uç durumda sermaye kontrollerini kullanarak, yerel bankaların net döviz riskini sınırlandırmasına yol açmaktadır. Bu düzenleyici kısıtlamalar daha sonra bankaların döviz kurunu istikrara kavuşturmak için aktif satıcı olmalarını engellemektedir.

Sabit döviz kuru sistemi, kur riskini ortadan kaldırdığı için finansal kurumlar aracılığı ile kısa vadeli borçlanma teşvik edilmekte ve özel sektör dengelerinin bozulmasına yol açmakta (Çeviş, 2005: 12) ve bu mekanizma merkez bankasını spekülâtif bir saldırıya açık hale getirmektedir (Calvo, 1998: 44). Bu, halk tarafından algılandığı anda yerli para birimi cinsinden varlıklara (en belirgin olarak tahviller ve banka mevduatları) olan taleplerini azaltmakta ve dolar para birimi cinsinden borçlarını yerli para cinsinden borçlara dönüştürmeye çalışmaktadırlar (Calvo, 1998: 44).

Sabit döviz kuru politikasında merkez bankaları, yerel paranın değer kazanmasını önlemek için döviz piyasasına müdahale ederler. Bu durumda, merkez bankası tarafından artan yerli para arzı ve uluslararası rezerv birikimi anlamına gelmektedir. Bir ülkenin para birimini daha büyük bir ekonomiye bağlamasıdır. Aslında enflasyon oranını ithal eden sabit döviz kuru rejimlerinde rezerv birikimi pasiftir. Serbest sermaye hareketlerinin olduğu sabit kur rejiminde, rezervlerin seviyesi, iç para piyasasında denge sağlama gerekliliği ile belirlenmektedir (Lehto, 1994: 7).

Obstfeld ve Rogoff (1995)'e göre sabit döviz kurlarının kısa yaşam beklentisine sahip olması ekonominin uluslararası sermaye akımlarına açık olup olmadığı gerçeğini vurgulamaktadır. 1960'ların sonlarında ve 1970'lerin başlarında Bretton Woods Sisteminin çökmesi, 1980'lerde Avrupa Para Sisteminde tekrarlanan krizler, 1992 ve 1993 yıllarında sistem içindeki para birimlerine yapılan başarılı saldırılar ve 1994 ve 2001 yılları arasında yükselen piyasa krizlerinin tümüne neden olan bu problem uluslararası sermaye akımlarına daha açık olan ülkeler için özellikle şiddetlidir.

Sermaye piyasalarının genişlemesi yani küreselleşme ile döviz kurlarını sabitlemek teknik olarak imkânsız hale gelmiştir. Sabit döviz kuru ve açık sermaye piyasalarının kombinasyonuna engeldir (Obstfeld ve Rogoff, 1995: 75). Edwards (1997), Fischer (2001), Minshkin (1999) tarafından Meksika Krizi (1994), Güney Asya Krizi (1997), Rusya Krizi (1998), Türkiye Krizi (2000) ve Türkiye Krizi (2001)'de yaşanan krizlerin ortaya çıkmasında ve sonrasında daha derinleşmesinde sabit kur rejiminin ciddi bir faktör olduğu savunulmaktadır. Bu şiddetli spekülâtif saldırıların kurbanlarının çoğu bir tür sabit döviz kuru rejimini sürdürmektedir (Berg ve Borensztein, 2000a: 3). Sonunda sabit döviz kuru terk edilmekte ve para birimini dalgalanmaya bırakma zorunluluğu ortaya çıkmaktadır (Edwards ve diğerleri, 2003: 31).

Dornbusch (1997) çalışmasında Meksika Krizi analizinde döviz kuru çapasının tehlikelerini etkili bir şekilde tartışmıştır. Şu açıklamalarda bulunmuştur. Döviz kuruna dayalı istikrar üç aşamadan geçmektedir. Birincisi döviz kuru istikrar konusunda harekete geçmeye yardımcı olmaktadır. İkinci aşamada ise reel döviz değeri artışı görünür hale gelmekte, giderek daha fazla tanınmakta, ama bunu yapmak sakıncalı bir şey olmaktadır. Son olarak da bir şeyler yapmak için çok geçtir. Çünkü reel döviz değeri artışı büyük bir devalüasyonun gerekli olduğu bir noktaya gelmektedir. Ama politikacılar buna izin vermemektedir. İnkâr için biraz daha zaman harcanmakta ve sonra bazen çöküşe neden olacak kadar kötü haber yığılmaktadır.

Ito (2000)'e göre Güneydoğu Asya Krizinde sabit döviz kurlarının rolü şu şekilde tanımlanmıştır. Döviz kuru rejimi fiili olarak belirlenmiş dolardır. Yeninin değerlendirildiği dönemlerde, Asya ihracatçıları ekonomik büyümeye olan yüksek katkının tadını çıkarırken yeninin değeri kaybettiği dönemlerde ise Asya ekonomilerinin performansı daha az etkileyici hale gelmektedir. Üstelik belirlenmiş dolarla birlikte yüksek faiz oranları kısa vadeli portföy yatırımlarını davet etmektedir. Yatırımcılar ve borçlular döviz kuru riskinin olmaması için döviz kuru istikrarını yanlış anlamaktadırlar.

Güney Doğu Asya (1997) krizinden önce Hong Kong, Endonezya, Kore, Malezya, Filipinler, Singapur, Tayvan ve Tayland ülkelerinden oluşan Doğu Asya ekonomileri döviz kurlarını dolara sabitlemişti. Bu küçük Doğu Asya ülkeleri çeşitli döviz kuru sistemleri kullansalar da dolara olan ortak sabitlemeleri, bölgedeki makroekonomik istikrarı artıran gayri resmi bir ortak para standardını sağlamaktadır (McKinnon ve Schnabl, 2004: 331). Asya (1997) krizinin ortaya çıkmasıyla, ortak Doğu Asya Ekonomilerinin oluşturduğu para standardı çöktü (McKinnon ve Schnabl, 2004: 331). Bu bölgede yer alan Çin ve Hong Kong dolar kurlarını stabil tutmalarına karşın, borçlu olan ülkeler Endonezya, Kore, Malezya, Filipinler ve Tayland kur politikasında dalgalı kur politikasına geçmek zorunda kaldı; daha başka ifadeyle ekonomik anlamda saldırıya uğradığında para birimlerinin hızla düşmesine izin verilmiştir (McKinnon ve Schnabl, 2004: 331). Uluslararası sermaye akımlarına açık gelişmekte olan piyasalar için Fischer (2001) yumuşak sabitlemelerin sürdürülebilir olmadığını savunmaktadır. Kriz sonrası, gelişmekte olan piyasaların çoğunun dalgalı kur politikası uyguladıkları görülmektedir.

Rusya ve Brezilya’da sert döviz kurlarına olan güven Meksika ve Doğu Asya ülkelerinden daha fazla riskliydi (Edward ve diğerleri, 2003: 35). Bu durumun altında yatan sebep ise kamu sektöründeki hesapların kontrolden açıkça çıkmış olması idi. Sabit bir döviz kuru rejiminin varlığı da Arjantin ve Brezilya’nın bu kadar geniş bir baskı altına girmesinin bir nedeni olarak gösterilmektedir (Calvo ve Reinhart, 1996: 2). Son zamanlarda yaşanan tüm krizler yumuşak sabit döviz kuru arka planında gerçekleşmiş, birçok analist sabit döviz kuru politikasının kriz yarattığı sonucuna varmışlardır (Calvo ve Reinhart, 1999: 4). Krugman (1979) kötüleşen temeller ile sabit bir döviz kurunun sürdürülmesi arasındaki tutarsızlık kendini göstermektedir. Ülkeden uluslararası sermaye girişlerinde Ani Duruş ya da çıkışın nedeni ülkenin ekonomik şartları olmasa bile, yaygın olarak sabit kur rejimlerinin finansal krizlere zemin oluşturduğu düşüncesi kabul edilmektedir (Özmen ve Yalçın, 2007: 3).

Sabit döviz kuru rejiminin sürdürülüp sürdürülemeyeceğini imkânsız olduğunu Krugman (1979) ve Obstfeld (1983) çalışmalarında bahsetmişlerdir. Bu sonuç ödemeler dengesi krizleri teorisi çerçevesinde elde edilmiştir. Açıklaması; bir para biriminin değerinin düşürülmesi sonucunda, bu para birimi cinsinden varlıklara sahip olan acenteler sermaye kaybına uğramaktadır. Devalüasyon sırasında, bu tür varlıkların getirisi, diğer para birimlerindeki varlıklara göre eksiye doğru gitmektedir. Temsilciler, mükemmel bir öngörüye sahipse, fiili devalüasyondan önce nesli tükenmekte olan varlıkları ellerinden çıkartmaya çalışmaktadırlar. Bu tür muazzam satışların sonucunda bir kriz durumu ortamı belirlemekte ve krizlerin ne zaman biteceğinin belli olmaması nedeniyle merkez bankasının rezervlerinin tükenmesi ile sonuçlanmaktadır. Herhangi bir sabit kur politikasını savunma yeteneklerinden yoksun olan para otoritesi, döviz piyasalarından çekilmeli ve para biriminin dalgalanmasına izin vermelidir. Sermaye hareketliliğinin yüksek olduğu bir dünyada, döviz kuru sabitlemelerinin spesifik saldırılara davet olduğu ve yalnızca aşırı seçimlerin bir para kurulu veya serbest dolaşım gibi sağlam bir sabitlemenin geçerli olduğu görüşü ortaya çıkmaktadır (Berg ve Borensztein, 2000a: 3).

Sabit kur politikası altında imkânsız üçleme hipotezinden bahsedilmeden geçilmeyen konulardan olduğu için bu bölümün altında yer verilmiştir.

3.1.1.1.1.İmkânsız üçleme hipotezi (Impossible trinity / Trilemma)

İmkânsız üçleme hipotezi Fleming (1962) ve Mundell (1963)'in açık ekonomide üzerine yaptıkları çalışmalara dayanmaktadır. İmkânsız üçleme hipotezine göre; bir ekonomide sabit kur politikası, bağımsız para politikası ve sermaye hareketlerinin birlikte uygulanması mümkün değildir. Yaptıkları çalışmada döviz kuru politikası sermaye hareketliliğine ve yaşanan şokların kaynağına göre şekillenmektedir. Sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ülkede reel bir şok yaşanırse dalgalı döviz kuru şokun yarattığı etkileri minimize edebilmektedir. Frankel (1999) yılında yaptığı çalışma ile imkânsız üçleme hipotezine göre sabit döviz kuru, sermaye hareketlerinin serbestliği ve bağımsız para politikası uygulaması aynı anda işlememektedir. Yani ülkeler üç tane iktisat politikası arasından sadece ikisini eş zamanlı olarak uygulayabilmektedir. Frankel (1999) çalışmasına göre, bir ekonomide sermaye hareketleri serbest ve sabit döviz kuru uygulanıyorsa hipoteze göre bağımsız para uygulanması olanaksızdır. Yani ülke serbest döviz kuru politikasından vazgeçmelidir. Bir ekonomide sermaye hareketleri serbest ve para politikasının bağımsızlığı uygulanıyorsa hipoteze göre döviz kuru istikrarı hedefi imkansızdır. Bu durumda serbest döviz kuru politikası tercih edilmelidir. Bir ekonomide sermaye hareketlerinde tam kontrol mevcut ise hipoteze göre kur istikrarının yani sabit döviz kurunun uygulanması ve parasal bağımsızlık hedefleri gerçekleştirilmektedir.

3.1.1.2.Dalgalı kur politikası

Dalgalı döviz kuru ile hükümet politikasının getirdiği oranların ne ölçüde hareket edebileceğine dair kısıtlamalar olmaksızın arz ve talebin etkisi ile döviz piyasalarında günlük olarak belirlenen döviz kuru oranları kastedilmektedir (Johnson, 1969: 12). Dalgalı kur politikası döviz kurları piyasadaki arz ve talep şartlarına bağlı olarak oluşmaktadır. Dalgalı kur politikasında uygulanan para ve maliye politikaları, uluslararası bekleyişler, ekonomik altyapı ve beklentiler arz ve talebi belirleyen esas öğelerdendir.

Milton Friedman'ın etkili ve ikna edici bir sözcüsü olduğu birçok iktisatçı, resmi müdahaleler olmaksızın özel piyasalarda belirlenen dalgalı döviz kurlarını başından beri savunmaktadır (Tobin, 1978: 154). Az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere has ekonomik sorunlar olarak bilinen; varlık ve yükümlülük dolarizasyonu, döviz kuru değişimlerinin fiyatlara geçiş etkisinin yüksek oluşu, düşük kredibilite, mal sistemlerin dış piyasalarla kısıtlı

entegrasyonu ve türev piyasaların sığ oluşu gibi sorunlar bu ülkelerde dalgalı kur rejimi uygulamasının önündeki en önemli zorluklar olarak gösterilmektedir (Önder, 2007: 3). Bu sebeplerden bu ülkelerdeki para otoriteleri esnek kur rejimini tam olarak uygulayamamakta ve döviz piyasalarına farklı derecelerde müdahalede bulunmaktadırlar. Döviz krizinin ortaya çıkması sonucunda bu ülkeler ödemeler bilançosu veya bankacılık krizleri ile karşı karşıya kalabilmektedirler. Nitekim, uzmanlar arasında giderek daha baskın olan görüş, finansal ve likidite krizlerinin tekrarlanmasını önlemek için, çoğu gelişmekte olan ülkede ya serbestçe dalgalanan ya da süper sabit döviz kuru rejimleri (para kurulu ya da dolarizasyon) kabul edilmelidir (Edwards ve diğerleri, 2003: 33).

Artan sermaye girişlerine ve Ani Duruş riskine yanıt olarak, baskıları hafifletmeye yardımcı olmak ve dışarıdan gelebilecek bir dengesizliği kapsayacak olası ayarlamalar ihtiyacını işaret etmek için muhtemelen daha fazla esnekliğe ihtiyaç duyulmaktadır. Dalgalı döviz kuru sisteminde kuru belli bir seviyede tutma mecburiyeti olmadığından dış şoklardan minimum zararla kurtulma durumu ortaya çıkmaktadır. Kriz sonrasında gelişmekte olan ülkeler dalgalı kur sistemini tercih etmeye başlamışlardır (Calvo ve Reinhart, 2000b: 1). Çünkü dalgalı döviz kuru dış şoklara karşı daha rahat cevap verme olanağı sağlamaktadır.

Dalgalı kur sisteminde her çeşit iktisadi, siyasi ve dış etkilere açık olduğu için döviz kurunun yukarı veya aşağıya doğru hareketi tam olarak tahmin edilememektedir. Piyasa oyuncularının esnek kur sisteminde kurun “iki yönlü bahis” (two-way-bet) biçiminde hem değer kazanacağı hem de değer kaybedeceğini bilmeleri, yani döviz kuru risklerine ilişkin bu artan farkındalık, daha spekülatif bazı kısa vadeli sermaye akımlarının cesaretini kırmalı ve böylece keskin düzeltmelere olan ihtiyacı azaltmalıdır (Caramazza ve Aziz, 1998: 11). Sonuç olarak ülkeye giren sermayenin kompozisyonu reel kurdaki oynaklık seviyesinde etkili olabilmektedir. Yani ülkeye giriş yapan fon kaynağı doğrudan sermaye olarak ülkeye giriş yaptığında reel kurdaki oynaklık seviyesi daha düşük düzeyde kalırken, kısa vadeli sermaye olarak giriş yaptığında reel kurdaki oynaklık seviyesi yüksek olmaktadır.

Sonuç olarak ister sabit kur politikası ister dalgalı kur politikası olsun büyük sermaye girişleri hem fiyat aracılığıyla hem de nominal döviz kuru aracılığıyla reel döviz kurunun değerlendirilmesine neden olurken, eğer ülke sabit döviz kuru politikası uyguluyorsa döviz krizine karşı daha hassas hale gelmektedir. Reel döviz kurunun değer kazanması sonucunda döviz kuru ayarlaması ihtimalini artırmakta ve bu süreçte para birimine yönelik spekülatif

bir saldırıyı tetikleyebilmektedir. Üstelik reel döviz kurunun değer kazanması sonucunda ülkede ihracat sektöründeki işletmelerin rekabet gücünün azalmasına neden olmaktadır. Rekabet gücünün kaybedilmesi, cari açığın önemli ölçüde genişlemesine ve dış borcun temerrüde düşme ihtimalinin yükselmesine neden olmaktadır.

3.1.1.2.1.Dalgalanma korkusu

Dalgalı kur rejiminin uygulamaları literatürdeki tanımıyla uyuşmaması sonucunda dalgalanma korkusu adı altında bir kavram ortaya çıkmıştır. Dalgalanma korkusu ilk kez Calvo ve Reinhart (2000c) tarafından yapılan çalışmada literatürde yerini almıştır. Calvo ve Reinhart (2000c) tarafından dalgalanma korkusu, gelişmekte olan ülkelerin para birimlerinde gereğinden fazla dalgalanma yaşanmasını istememeleri şeklinde tanımlanabilmektedir. Bu tanımlamadan sonra gelişmekte olan ülkelerde döviz kurlarını ayarlama konusundaki bu yaygın isteksizlik olgusuna genellikle “Dalgalanma Korkusu” denmektedir. Hem ekonomik hem de finansal açıdan artan bütünleşmenin gerçekleştiği dünya şartlarında bu korkunun sürpriz görülmemesi gerekmektedir. Çoğu ekonomi esnek döviz kuru sistemini benimsemiş gibi görünse de dalgalanma korkusundan dolayı geniş oranda döviz kurlarına müdahale etmektedirler.

Dalgalanma korkusunu açıklayan doğası gereği makroekonomik olan iki bağlantılı yön bulunmaktadır (McKinnon ve Schnabl, 2004: 336). Bunlardan ilki sermaye kontrollerinin yokluğunda, değişken sermaye akımları nominal döviz kurlarını keskin bir şekilde etkileyebilmekte ve yurt içi fiyat seviyesi görece yapışkan olduğundan, bir ülkenin reel döviz kurunda büyük değişikliklere yol açabilmektedir. Uluslararası rekabet gücü bir aydan diğerine keskin bir şekilde dalgalanabilmektedir. Diğer ise, dolara yaygın düşük frekanslı sabitleme herhangi bir ülkenin fiyat seviyesini sabitlemeye yardımcı olmakta çünkü dünya ticaretinin böylesine yüksek bir kısmı dolar olarak faturalandırılmaktadır. Krizin olmadığı dönemlerde, ticarete konu mallar sektöründeki fiyat artışları azalmaktadır. Takas edilemez hizmetlerdeki fiyatların yukarı doğru kayması, ikame ilişkileri nedeniyle susturulmaktadır.

3.1.1.2.1.1.Dalgalanma korkusunun nedenleri

Dalgalanma korkusunun esasını oluşturan faktörler; borç dolarizasyonu ile bağdaştırılan ‘Ani Duruş’ problemi, döviz kurundaki aşırı hareketlilik, döviz kurlarından fiyatlara geçişkenlik seviyesi, düşük kredibilite, güvenilirlik sorunu ve ilk günahıdır (Calvo ve Reinhart 2000c, 2002; McKinnon ve Schnabl, 2004; Mutlu,2017). Bu bölümde dalgalanma korkusunun nedenleri dört başlık altında bahsedilmektedir.

3.1.1.2.1.1.1.Para politikasının güvenilirlik sorunu

Dalgalanma korkusu güvenilirlik problemleri ile yakından bağlantılıdır (Calvo ve Reinhart, 2000c: 32-33). Son çare olarak borç verenin yani merkez bankasının görevi, finansal paniklerin ve krizlerin bireysel kurumlar veya piyasalardaki sorunlardan alevlenmesini önlemektir (Kaufman, 1990: 1). Bu problemlili durumlarla karşılaşmayı minimize etmek için ülkelerin parasal yetkilileri dalgalanma korkusundan kaynaklanan döviz kurundaki ciddi dalgalanmalara tepkisiz kalmayarak döviz piyasasına müdahale etmektedir. Parasal yetkililer döviz piyasasına müdahale etmezse döviz kurunda ortaya çıkan aşırı oynaklığın yaratacağı güvenilirlik sorunu, politika faiz oranının oynaklığında artışa, ülke risk priminde artışa yani çıkması daha güç olan bir kısır döngü süreci sokmakta ve son borç başvuru mercii olan merkez bankasının görevini yerine getirememesi sonucunu doğurmaktadır. Dalgalanma korkusu ortaya çıkmasına neden olan süreç, yetkilileri ikili döviz kurları ve sermaye kontrolleri gibi mekanizmaları uygulamaya teşvik edebilmektedir.

3.1.1.2.1.1.2.Döviz kurunun fiyat geçiş etkisi

Döviz kuru geçişkenliği uluslararası ticarete konu olan malların döviz kurları ve fiyatları arasındaki temel ilişkidir (Menon, 1996: 434). Dalgalanma korkusu ticari açıklık ile ilgili olarak döviz kuru değişimlerinin fiyatlara daha yüksek geçişinden de kaynaklanabilmektedir (Cavoli, 2009: 3). Goldberg ve Knetter (1996) göre uluslararası ticaret yapan iki ülkenin döviz kurlarına ortaya çıkacak olan belirli bir yüzde değişimin, ülkedeki ithal malların yerel para cinsinden fiyatlarındaki yüzde değişim olarak tanımlanabilmektedir. Daha açık bir ifadeyle, yerli para biriminin döviz karşısında değer kazancı veya değer kaybının ne derece enflasyona kaydığını göstermeye yarayan değişkendir.

3.1.1.2.1.1.3.Dolarizasyon ve ilk günah meselesi

Uluslararası finansal sistemin temel günahı geliştirmekte olan ülkelerin çoğunlukla uluslararası piyasalarda kendi paraları türünden borçlanamamalarıdır. Bu durumda ülkelerin döviz açık pozisyonuna zemin oluşturmaktadır. Uluslararası finans literatürüne ilk kez Eichengreen ve Hausmann (1999) çalışmaları ile kazandırılmıştır. Bu, yurtiçi paranın yurt içinde dahi olsa yurt dışına veya uzun vadeli borçlanma için kullanılmadığı bir durumdur (Eichengreen ve Hausmann, 1999: 3). Hausman ve Powell (1999)'e göre orijinal günah ile karakterize edilen para birimlerine sahip ülkeler, günümüzün küreselleşen sermaye piyasasında başını belaya sokmak zorunda kalmaktadırlar. Geliştirmekte olan ülkelere bazıları için temel günah sorunu ile ilişkili diğer durum ise yüksek borç/yükümlülük dolarizasyonudur (Burgaz, 2020: 515). Serdengeçti (2005)'e göre yapılan çalışmalar, ülkeler arasında dolarizasyon biçiminin ve derecesinin önemli ölçüde söz konusu ülkelerdeki kurumların kalitesi, düzenleyici çerçeve ve makroekonomik ortam ile açıklanabildiğini göstermektedir Dolarizasyon derecesinin artması geliştirmekte olan ülkeleri hem içten hem de dıştan gelebilecek şoklara karşı kırılgan durumuna getirmektedir. Bu durum yerli paranın değer kaybettiği ülkelere borçlanmanın ağırlıklı bölümünün yabancı para cinsinden olduğu zaman, gelirleri yabancı para cinsinden olmayan ülkeler olumsuz etkilenmekte ve finansal piyasalarda gel-git durumlarına sebep olabilmektedir. Sonuçta bu ülkelere, yüksek ve ani kur artışları nedeniyle dalgalanma korkusu beklenebilmektedir.

Dalgalı kur politikasında yüksek dolarizasyon da var ise, finansal sistemin kırılganlığı ve döviz kurunun enflasyon üzerindeki geçiş etkisi dalgalanma korkusu na neden olabilmektedir (Serdengeçti, 2005: 11). Finansal sistemin sağlamlığını artırarak, ihtiyati reformlar dalgalanma korkusunu azaltmaya yardımcı olabilmekte, böylece dolarizasyondan kurtulmaya yönelik ilk teşvikleri sağlayabilmektedir (Ize ve Powell, 2005: 34).

3.1.1.2.1.1.4.Sermaye hareketlerinde ani duruş (sudden stops) ve/veya sermayenin tersine dönmesi (capital outflows)

Dalgalanma korkusunun nedenleri arasında ani duruş yer almaktadır. Dalgalanma korkusu ve ani duruşla ilgili literatür taramasında bilgi verilecektir.

3.1.1.2.2. Dalgalanma korkusu ve ani duruş literatür

Calvo ve Reinhart (1999) (2000a)'ya göre dalgalanma korkusu nedeniyle, birçok gelişmekte olan pazar, kontrollere olan bağımlılığı artırma eğilimindedir.

Calvo ve Reinhart (2002) çalışmasında döviz kurundaki değişimlere göre uluslararası rezervler ve faiz oranlarındaki değişkenliğin yüksek olduğuna dair kanıtlar sunmaktadırlar. Birlikte ele alındığında bu bulgular, birçok durumda yetkililerin hem döviz piyasasına doğrudan müdahale hem de açık piyasa işlemleri yoluyla döviz kurunu istikrara kavuşturmaya çalıştıklarını göstermektedir. Dahası, dalgalanma korkusu belirli bir bölgeyle sınırlı görünmemektedir. Gerçekten de yükselen piyasalarda dalgalanmanın büyük ölçüde para krizini veya yüksek enflasyonun kaotik dönemlerini takip eden kısa dönemlerle sınırlı olduğunu tespit etmişlerdir.

McKinnon ve Schnabl (2004) yaptıkları çalışmada tüm Doğu Asya ülkeleri artık dolar açısından benzer düşük frekanslı döviz kuru stratejileri izliyor gibi görünüyor, ancak farklı derecelerdedir. Çin, Hong Kong ve Malezya dolara sert düzeltmeler yapmışlardır. Japonya, prensipte döviz kuru esnekliğine bağlı kalırken, düzensiz fakat oldukça büyük (ve muhtemelen sterilize edilmemiş) döviz müdahaleleri ile değerlendirme baskısını sınırlamakta olduğu bulunmuştur.

Mendoza (2005b) makalesinin bulguları, para biriminin gerçek değerini dengelemeye çalışan politikalar lehine bir argüman sağlamaktadır. Geleneksel döviz kuru yönetimi yararlı değildir, çünkü kur çöküşleri, tüketimde ve cari hesapta Ani Duruş'larla birlikte görece fiyatlarda büyük hareketleri tetiklemektedir.

Levy-Yeyati ve Sturzenegger (2007)'e göre, kriz durumlarında hükümetler döviz kurunda aşırı bir ayarlamayı sınırlamaya çalışırlar, bu durum sıkıntılı dönemlerde azalan değer kaybı ve değer kaybı baskılarını önlemek için savunma müdahalesi ile çakışmaktadır. Merkantilist müdahale ölçümümüzün, bir para biriminin çöküşünü, rekabetçi bir döviz kurunu korumaya yönelik kasıtlı bir girişimle karıştırmaktan kaçınması gerçeği, geleneksel dalgalanma korkusu tahminleriyle çeliştiğini açıklayabilmektedir.

Kim (2016) çalışmada bir ülkenin döviz kuru esnekliğini abarttığı durumlar (dalgalanma korkusu dahil) sıklıkla bulunur, ancak bu tür vakalar kriz sonrası dönemde kriz öncesi döneme göre daha az görülme eğilimindedir. Bu tür durumları düzelttikten sonra fiili sınıflandırmaya dayalı olarak, çoğu ülke kriz öncesi dönemde ara rejimleri benimsemiştir, ancak ülkelerin çoğu, Avustralya gibi bir sabit kur veya döviz kuru rejimini benimsemiştir. Dört Asya krizi ülkesinin kriz sonrası dönemde Avustralya'dakine yakın bir döviz kuru esnekliği yakalaması özellikle ilginçtir, ancak bazı geçmiş araştırmalar bu dört ülkenin yüksek düzeyde yönetilen bir döviz kuru politikasına geri döndüğünü ileri sürmüştür. Genel olarak, bir ülkenin döviz kuru esnekliğini abartma eğilimi de jure sınıflandırmasına dayalı döviz kuru rejimi geçişlerine ilişkin genel sonucu tersine çevirmez; ülkeler iki kutuplu rejimlere geçmektedir.

3.1.1.3.Dolarizasyon

Dolarizasyon, genel olarak yerleşiklerin varlıklarının önemli bir kısmının yabancı para cinsinden varlıklar şeklinde elde tutulması olarak tanımlanmaktadır (Baliño, Bennett and Borensztein, 1999: 1). Ülke ekonomisinde geçerli olan yerel para biriminin, değişim aracı, hesap birimi/değer ölçüsü, değer saklama/spekülasyon fonksiyonları vardır (<https://www.stlouisfed.org/education/economic-lowdown-podcast-series/episode-9-functions-of-money>,21.05.2021). Ülkede paranın bu fonksiyonlardan değişim aracı, hesap birimi/değer ölçüsü ve değer saklama/spekülasyon fonksiyonu kısmen ya da tamamen başka bir para birime geçerse dolarizasyon süreci başlamaktadır. Dolarizasyon sürecindeki sıralama; değer saklama, hesap birimi ve değişim aracı olma fonksiyonu etkinliğini sırayla kaybetmektedir. Serdengeçti (2005)'e göre dolarizasyonu kuvvetlendiren itici güç, reel döviz kurunda beklenen oynaklık ile enflasyonda beklenen oynaklığın göreceli ilişkisidir. Dolarizasyon üç unsurdan oluşmaktadır (Serdengeçti, 2005: 4). Bunlar makroekonomik istikrarsızlık, piyasa yapısında eksikler ve düzenleyici kapsamındaki eksiklikler ve güvenilirlik kaybıdır. Dolarizasyonun esas sebebi, yabancı ülke para biriminin yerel ülke para birimine göre daha istikrarlı olmasıdır. Dolarizasyon kavramı sadece Amerikan Doları için kullanılmamaktadır. Ülkede herhangi bir yabancı para birimine geçilmesi dolarizasyon olduğu anlamına gelmektedir.

Dolarizasyonda yabancı para birimi ile ulusal para biriminin yer değiştirmesi bir süreç sonucunda adım adım gerçekleşmektedir. İlk adımda ulusal para değer biriktirme

fonksiyonunu yitirip finansal dolarizasyon aşamasına geçmekte, ulusal para son adımda ise değişim aracı olma fonksiyonu yitirip para ikamesi durumu ortaya çıkmaktadır (Serdengeçti, 2005: 16).

Dolarizasyon sermaye kontrollerine göre daha piyasa dostu bir durumdur. Dolarizasyon gibi güçlü sabitlemeler özellikle sermaye hesabında harici şokların görülme sıklığını azaltmaya yardımcı olmaktadır (Calvo ve Reinhart, 1999: 6). Aynı zamanda dolarizasyon, para ve ödemeler dengesi krizlerini önlemeyi sağlayan bir fonksiyona sahiptir. Dolarizasyon, iç enflasyon ve döviz kuru devalüasyon risklerini azaltmanın bir aracı olarak döviz tutmanın açık bir tercihi temsil ettiğinden, portföy çeşitlendirmesinden elde edilen verimlilik kazancının yanı sıra enflasyonist finans için azalan teşvikleri ve sermaye kaçışını içermektedir (Feige, 2002: 3). Reel dolarizasyon olmadan finansal dolarizasyonun varlığında, ekonominin bir yerinde bilanço uyumsuzlukları vardır ve ekonomi, finansal ve döviz krizlerine yüksek oranda maruz kalmaktadır (Luca ve Petrova, 2003: 27).

Dolarizasyon gelişmekte olan birçok ülkede krizin dolaylı baş aktörü olmuştur (Doğru, 2015: 57). Dolarizasyon gelişmekte olan ülkeleri Ani Duruş'lar karşısında savunmasız konuma getiren konulardandır. Özellikle dolarizasyon sorunu olan ülkelerde Ani Duruş'un ülke ekonomisine negatif etkisi çok yüksek olmaktadır. Calvo ve diğerleri (2003)'e göre Ani Duruş'larda tipik olarak, yükümlülüklerinde büyük ölçüde dolarize olan ülkelere kargaşa yaratan, aksi takdirde sürdürülebilir finansal ve kurumsal sektör pozisyonlarını sürdürülemez hale getiren reel döviz kurundaki önemli bir artış eşlik etmektedir. Dolarizasyonun finansal sistemin kırılganlığını (ödeme ve likidite riski) artırması; Arjantin (2002) krizi sürecinde dolarizasyonun oldukça etkili olduğu komşu ülkelere de krizin yayılması ile kendini göstermiştir. Prensipte dolarizasyon, tipik bir Latin Amerika ekonomisinin olumsuz şoklara (örneğin ani duruşlar) karşı savunmasızlığını daha da kötüleştirebilir, ancak bölgenin önemli bir özelliği olmaya devam etmesi muhtemeldir (Galindo ve Leiderman, 2005: 5). Yükümlülük dolarizasyonu ve dış borç yük problemi olmayan ülkelerde Ani Duruş'un yaratacağı etki çok az olmaktadır. Sonuç olarak gelişmekte olan ülkelere dolarizasyon ve dış borç problemi finansal krizin çapını belirlemede en önemli role sahiptir. Dalgalı kur rejimi ve açık ekonomi beklentileri gelişirken, Ani Duruş'tan sonra dolarizasyon büyümeye zarar vermektedir. (Guidotti ve diğerleri, 2004: 21). Merkez bankaları, yüksek dolarizasyon oranları nedeniyle, Ani Duruş karşısında kur artışını dizginleyebilmek için kullanabilecekleri rezervi tutmak durumunda kalmaktadır (Önder,

2007: 10).

3.1.1.3.1.Dolarizasyonun nedenleri

Bu bölümde dolarizasyonun nedenlerinden bahsedilmiştir.

3.1.1.3.1.1.Ekonomik güvensizlik

Ülkede ekonomi politikalarına inancın kaybolması ve kamu sektörünün ödeme kabiliyeti ile ilgili risklerin artması neticesinde makroekonomik dengesizliğin bir parçası olarak dolarizasyonun kendini göstermesi oldukça normal bir süreçtir. Dolarizasyon seviyesini parasal güvenilirliğin altında yatan eksikliklerden kaynaklanan sonuçlar etkilemektedir (Ize ve Powell, 2005: 33). Dolarizasyonun azaltılması, makroekonomik belirsizliği ve para politikası güvenilirliğinin eksikliğini de azaltmaktır (Luca ve Petrova, 2003: 28).

3.1.1.3.1.2.Yüksek enflasyon ve fiyat oynaklığı

Bir ülkede ortaya çıkan dolarizasyonu sürecini en çok etkileyen faktördür. Yüksek enflasyon paranın değişim, değer biriktirme ve hesap birimi olma fonksiyonlarının etkinliği yok etmektedir. Kurdaki oynaklığın artması enflasyonun artmasına neden olmaktadır. Enflasyonun süreklilik arz etmesi neticesinde yerel paraya olan güvenin ortadan kalkması değer saklama aracı fonksiyonunu kaybetmesine neden olmaktadır. Bu da ülke halkının birikimlerini yerel parada değerlendirmek yerine yabancı parada değerlendirmeyi tercih etmesine neden olmaktadır. Üstelik ülke insanları uzun vadeli finansal işlemlerde de gelecekle ilgili öngörü yapamamaları nedeniyle yabancı paraya bağlı işlem yapmayı tercih etmektedir. Yaptıkları çalışmada çıkan temel sonuçlar, dolarizasyonun enflasyon dinamiklerindeki önemini doğrulamaktadırlar (Domaç ve Oskooee, 2003: 4).

3.1.1.3.1.3.Kur rejimi

Ize ve Yeyati (2003)'e göre ekonomi literatüründe portföy yaklaşımı kapsamında; dolarizasyonu güçlendiren itici güç, enflasyonda beklenen oynaklık ile döviz kurunda beklenen oynaklığın göreceli ilişkisidir. Portföy yaklaşımına göre; dalgalı kur politikası ile enflasyon hedeflemesi dolarizasyonun oluşmasının önüne geçmekte; sabit döviz kuru

politikasında ise yüksek enflasyonla beraber dolarizasyona öncülük ettiği sonucu çıkarmaktadır.

3.1.1.3.1.4.Dolarizasyon histerisi

Dolarizasyon histerisini, döviz kurundaki değer kaybıyla veya enflasyon ile dolarizasyon arttığında ortaya çıkan, ancak bu değişkenlerde daha sonraki azalmalarla azalmayan olgu olarak tanımlamaktadır (Oomes, 2003: 5). Yüksek enflasyona sahip ülkelerde enflasyonun istikrarı bir düzeye gelmesine rağmen dolarizasyonun devam etmesi dolarizasyon histerisidir. Dolarizasyon histerisi, enflasyonu ve reel döviz kurunu aynı anda dengeleyen döviz kuruna dayalı istikrar çabalarının bir sonucu olabilmektedir (Ize ve Yeyati, 2005: 5).

Dolarizasyonun piyasa şartlarının iyileşmesine rağmen yüksek seviye de devam etmesinin nedeni, piyasa aktörlerinin yabancı parayı elde tutmayı alışkanlık haline getirmiş olmalarıdır. Ratchet veya histeri etkisi olarak isimlendirilen bu olgu, para birimleri arasında geçiş ile ilgili işlem maliyetlerinin varlığından (Oomes, 2003: 6) ve ekonomik faaliyetlerini yabancı para üzerinden ayarlamasından (Honohan ve Shi, 2001: 5) kaynaklanmaktadır.

3.1.1.3.1.5.İlk günah

Eichengreen ve Hausmann (1999) tarafından literatüre katkı sağlanan ilk günah (original sin) kavramı ülkelerin yurtdışında ulusal paraları türünden ve uzun vadeli borçlanamamasıdır. İlk günah problemi, yabancı para cinsinden dış borcun yükünün artmasına neden olmakta ve sonuç olarak dolarizasyon sürecini hızlandırmaktadır. Ülkede tasarruf oranlarının düşük olması nedeniyle uluslararası borçlanma yoluna başvurulması dolarizasyonun artmasına neden olmaktadır.

İlk günah, yerli para biriminin yurt dışında borç almak veya yurtiçinde bile uzun vadeli borç almak için kullanılamadığı bir durumdur. Bu eksikliğin varlığında, finansal kırılganlık kaçınılmazdır, çünkü tüm yerli yatırımlar ya para birimi uyumsuzluğuna (currency mismatch) (ulusal para üreten projeler dolar ile finanse edilecektir) ya da vade uyumsuzluğuna (maturity mismatch) (uzun vadeli projeler kısa vadeli kredilerle finanse edilecektir) sahip olmaktadır (Eichengreen ve Husmann, 1999: 3).

Orijinal günahın, belirli bir yükselen piyasadaki durumdan oldukça bağımsız nedenlerle meydana gelse bile, sermaye akımlarının ani bir şekilde tersine dönmesinin, döviz kuru savunulursa vade uyumsuzlukları veya döviz kuru nedeniyle ciddi finansal sorunları hızlandırabileceğini ileri sürmektedir (Eichengreen ve Husmann, 1999: 23-24).

Sonuç olarak ilk olarak ilk günahın boyutu işletmelerin bilançosunu ve ciddi şekilde bankacılık sektörünü etkileyebilmektedir. Döviz kurundaki düşüş, borçların yerel para birimi değerini yerel para birimindeki varlıklara karşı artırmaktadır. Bu durum neticesinde de teminat destekli banka kredileri kötüleşmeye devam ettikçe bir bankacılık krizine zemin hazırlamaya katkıda bulunabilmektedir. Borçları değerlendirilmiş para birimi cinsinden ve vergi gelirleri yerel para birimi cinsinden olan hükümetler içinde borç krizine neden olabilmektedir. Bir taraftan bankacılık krizi diğer taraftan borç krizi beklentisi, hem bankacılık sisteminin yükümlülüklerini desteklemekte olan uluslararası rezervlerin tükenmesinden hem de hükümetin ödemeler bilançosunu tehdit etmesinden dolayı para krizi sonucunu doğurabilmektedir. Sorunlu bankacılık sistemi olmasına karşın ülkelerdeki sağlam maliye ve para politikaları ve güçlü kurumlar sayesinde ülke ekonomisinin karşı karşıya kaldığı Ani Duruş Krizi'ni hem önlemeye hem de korumaya yardımcı olmaktadır.

3.1.1.3.1.6.Risk yönetimi ve portföy çeşitliliği

Riskten kaçınan mevduat sahiplerinin ve borçluların iki paralı (iki parasal) ekonomide mevduatların ve kredilerin para birimi bileşiminde seçtiği basit bir portföy modeli geliştirilmiştir (Ize ve Yeyati, 2003: 327). Geleneksel dolarizasyon literatüründen farklı olarak yapılan çalışmada; düşük enflasyon koşullarında bile, enflasyon dalgalanmasının reel döviz kurundaki oynaklığa göre yüksek kaldığı sürece finansal dolarizasyonun devam edeceğini göstermektedir (Ize ve Yeyati, 2003: 344).

Gerçek getirilerin belirsizliği, riski tanıtmamanın en kolay yoludur. Bu, finansal dolarizasyonda riskten kaçınan borç verenler (ve borçlular) tarafından, fiyat riski olan ancak kredi riski olmayan bir dünyadaki her para birimindeki reel getirilerin olasılık dağılımına yanıt veren optimal bir portföy seçiminin sonucu olarak görünen portföy paradigmasının temel başlangıç varsayımıdır (Ize ve Yeyati, 2005: 4). Basit bir Sermaye Varlığı Fiyatlandırma Modeli (CAPM) modelinin kullanılmasına bağlı olarak biraz farklı perspektifler elde edilmektedir.

3.1.1.3.1.7.Finansal gelişmişlik düzeyi

Gelişmekte olan ülkelerin piyasaları dolarizasyon sürecini hızlandırmaktadır. Çünkü gelişmekte olan ülkeler finansal piyasalar açısından sıkı yani derinliği olmayan piyasalardır. Bu yüzden ekonomik birimler ve gerçek kişiler enflasyon karşısında kendilerini korumak yabancı para dışında varlıklara yatırım yapmaktadır. Bunun nedeni ise finansal piyasalarda yatırımlarını yerel para cinsinden yatırabilecekleri likit ve yüksek getirili enstrümanları ya da türev ürünlerin olmamasıdır.

Bannister ve diğerleri (2018)'e göre finansal dolarizasyon ve özellikle mevduat dolarizasyonu finansal gelişmeyi olumsuz etkilemekte ve spesifik olarak dolarizasyon finansal derinleşmeyi yavaşlatmaktadır.

3.1.1.3.1.8.Ekonomiklik açıklık seviyesi

Finansal entegrasyon finansal işlemlerdeki sınırlamaların kaldırılmasıdır. Finansal entegrasyon hem yabancı para cinsinden yapılacak olan işlemlerde maliyet azalmasına neden olmakta hem de yabancı para cinsinden varlıklara ulaşmayı kolaylaştırmaktadır. Dolarizasyon aynı zamanda finansal piyasalarda daha yakın bir entegrasyon sağlayabilmektedir (Berg ve Borensztein, 2000b: 15).

3.1.1.3.1.9.Finansal okuryazarlık seviyesi

2000 yılından bu yana yapılan araştırma çalışmalarının incelemesine dayanarak, finansal okuryazarlığın birçok kavramsal tanımı beş kategoriye ayrılır (Remund, 2010: 279). Finansal kavramlar hakkında bilgi, finansal kavramlar hakkında iletişim kurma yeteneği, kişisel finans yönetiminde yetenek, uygun finansal kararlar alma becerisi ve gelecekteki finansal ihtiyaçlar için etkili bir şekilde planlama yapma konusunda güvendir. Finansal okur yazarlık seviyesinin bahsedilen beş kavramsal özelliğin kişilerde ve kurumlarda olmaması nedeniyle dolarizasyon süreci tetiklenmektedir.

3.1.1.3.2.Dolarizasyon türleri

3.1.1.3.2.1.Tam dolarizasyon

Tam dolarizasyon, bir ülkenin ulusal parasının tamamen terk edip, yabancı bir para birimini resmi para birimi olarak kullanılmasıdır (Serdengeçti, 2005: 2). Mesela Ekvador ve Panama’da ABD Doları, KKTC’de de TL, Lihtenştayn’da İsviçre Frangı yerel para olarak kullanıldığı için bu ülkelerde tam dolarizasyon geçerlidir (Eğilmez: 2020, 1).

Tam dolarizasyon para ve ödemeler dengesi krizlerinden kaçınma konusunda umut vermektedir. Yerel bir para birimi olmadan, keskin bir değer kaybı olasılığı yoktur ve devalüasyon korkusuyla tetiklenen ani sermaye çıkışları göz ardı edilebilmektedir (Berg ve Borensztein, 2000b: 1).

3.1.1.3.2.2.Kısmi dolarizasyon

Kısmi dolarizasyon, bir ülkedeki ekonomik birimlerin, yüksek enflasyon ortamında ulusal paranın değer kaybından korunmak amacıyla, ulusal para cinsinden finansal varlıklar yerine yabancı para cinsinden finansal varlıklar seçmeye başlamasıyla ortaya çıkmaktadır (Serdengeçti, 2005: 2-3). Dolarizasyon, sermaye kaçışını caydırarak ve yerel yatırımcıların tasarruflarını yurtiçi finansal sistemde tutmaya teşvik ederek ekonomiye yardımcı olabilmektedir (Rennhack ve Nozaki, 2006: 3). Kısmi dolarizasyon; varlık, para, yükümlülük, finansal, reel dolarizasyonun ya da bu beş tür dolarizasyon hep beraber ortaya çıkmasıdır. Kısmi dolarizasyon çeşitleri aşağıda anlatılmıştır.

3.1.1.3.2.2.1.Varlık ikamesi

Varlık ikamesi, genellikle makroekonomik istikrarsızlıklar koşulları altında, dolar cinsinden varlıklar daha güvenli bir değer deposu olarak seçildiğinde ortaya çıkmaktadır (Armas ve Webb, 2003: 16-17). Varlık ikamesinde önemli olan iki nokta vardır (Sarı, 2007: 5). Bunlar yerel paranın değer kaybetmesi sonucunda ortaya çıkması istenen getiri ve yabancı para türünden varlıktan istenen faizdir. Kısmi dolarizasyonun ilk evresi varlık dolarizasyonudur. Para ve enflasyon varlık ikamesine neden olmaktadır. Enflasyon hedeflemesinde istikrarsızlığın artmaya devam etmesi sonucunda bu varlık ikamesi sürecine para ikamesi eklenmektedir.

3.1.1.3.2.2.2.Para ikamesi

Para ikamesi bir yabancı para birimi, değişim aracı olarak yerel para biriminin yerini aldığı anda gerçekleşmektedir (Fegie, 2002: 20). Yani finansal sistem içinde yer alan aktörler tasarruflarının yabancı para cinsinden yapmaktadır. Para ikamesinin ortaya çıkmasına vesile olan yurtdışı enflasyon ve yurtdışı ve yurtdışı enflasyon farkıdır (Sarı, 2007: 4).

3.1.1.3.2.2.3.Yükümlülük dolarizasyonu

Ülkedeki tüm ekonomik birimlerin yabancı para cinsinden fazla miktarda yükümlülüklerinin bulunmasıdır. Eichengreen ve Hausmann (1999)'a göre ekonomik aktörlerin yükümlülüklerinin ağırlıklı olarak yabancı para birimine dayanması durumudur.

Calvo ve Talvi (2005)'e göre normal şartlar altında, önemli ölçüde dış ayarlama gerektiren bir ekonomi için gerçek devalüasyon, çözümün bir parçası olurken, kapsamlı yükümlülük dolarizasyonunda çözümün bir parçası olmaktan çok sorunun bir parçası haline gelmektedir. Çünkü ekonomik birimlerin sahip oldukları yabancı para yükümlülükleri kadar yabancı para varlıklarının olmaması döviz kuru riski sonucu doğurmaktadır. Yerel para birimde ortaya çıkacak olan şiddetli bir değer kaybı yabancı para cinsinden borcu olan ülkelerin borçlarını ödeyememe sorunları ile karşı karşıya kalabilmektedir.

Eichengreen ve Hausmann (1999)'e göre döviz kuru riskine sebep olan temel olgu ilk günah olarak tanımlanmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin karşılaştığı ilk günah sonucu borç dolarizasyonu, gelirleri yerel para biriminden olan hem özel hem de kamu sektöründe büyük finansal para birimi uyumsuzluklarına neden olmaktadır. Eichengreen ve diğerleri (2002)'e göre, bu küresel sermaye kusuru, yaygın borç dolarizasyon olgusuna çok şey katmaktadır. Uluslararası işlem maliyetleri, ağ dışsallıkları, inandırıcı iç politikalar eksikliği ve az gelişmiş yerel tahvil piyasasının, ilk günahın ana nedenleri olduğu iddia edilmektedir.

3.1.1.3.2.2.4.Finansal dolarizasyon

Levy-Yeyati (2003)'ye göre, finansal dolarizasyon, bir ülkedeki yerleşiklerin varlık ve yükümlülüklerini yabancı para cinsinden tutma eğilimleri olarak tanımlanmaktadır. Diğer bir ifadeyle, finansal sistem içindeki tüm aktörlerin bilanço yapılarında ağırlıklı olarak yabancı para cinsinden varlık ve yükümlülükleri mevcuttur. World Bank ve IMF (2005)'e göre

finansal dolarizasyonun finansal sistemlerin ödeme gücü ve likidite risklerine karşı savunmasızlığını artırabileceğini göstermektedir.

3.1.1.3.2.5.Reel dolarizasyon

World Bank ve IMF (2005)'e göre, reel dolarizasyon, yerel fiyatların ve ücretlerin dolara resmen veya fiilen endekslenmesidir. Döviz kurunun enflasyona olan geçişini de ifade eden dolarizasyon türüdür.

3.1.1.3.3.Ters dolarizasyon

Dolarizasyon sürecinin tersine dönüştürülmesidir. Ters dolarizasyonun üç koşulu vardır (Serdengeçti, 2005). Bunlardan birincisi ve ön koşulu olan makroekonomik istikrarın sağlanmasıdır. Makroekonomik istikrar sürecinin altında ise; ülkede yüksek enflasyonla mücadele sürecinde sıkı para ve maliye politikalarının uygulaması ve bu süreçte uygulamadan vazgeçilmemesidir. Ters dolarizasyon için kur politikası dalgalı kur politikası olmalıdır. İkinci koşul, piyasa eksikliklerinin giderilmesi ve güvenilir yasal düzenlemelerdir. İngilizce deyim olan havuç ve sopa The Economist Dergisinin 11 Aralık 1948 yılında ilk kez kullanılmıştır. Bu deyim iyi davranışı ödüllendirirken kötü davranışı cezalandırma anlamındadır. Bu sürece yönelik olarak literatürde önerilen havuç ve sopa stratejisini Serdengeçti (2005) göre şöyle açıklamıştır.

“Bu stratejiye göre, bir taraftan yabancı para cinsinden aracılığın maliyeti artırılırken, diğer taraftan ulusal paranın çekiciliğini artırıcı tedbirler alınması gerekmektedir. Bu kapsamda “sopa stratejisi”nde; genel olarak sermaye yeterliliği oranlarına, mevduat garantisine ve likit varlık tutulması zorunluluğuna dair düzenlemeler yer almaktadır. Bu stratejinin başarısı ise, ulusal para cinsinden piyasaların derinleştirilmesi ve bu kapsamda alternatif araçlar yaratılmasına bağlıdır. Dolayısıyla “havuç stratejisi” de, ulusal para cinsinden tasarrufu ve borçlanmayı teşvik edici tedbirler alınmasını gerektirmektedir”.

Üçüncü koşul ise güvenirliliktir. Güvenirlilik ise makro yapıdaki istikrar ve enflasyonla mücadelede yakalanan olumlu sonuçların doğal sonucu olarak kendiliğinden ortaya çıkmaktadır.

Ters dolarizasyon sürecine geçmek için hükümetlerin yerel para cinsinden işlem yapması en önemli adımdır. Galindo ve Leiderman (2005) yaptıkları çalışmada Meksika ve İsrail bu sürece iyi birer örnek teşkil etmektedirler. Meksika’da kamu borcunun 1995 yılında toplam borcun içindeki yabancı para cinsi %80 ‘den fazla iken 2002 yılında ise yaklaşık %50’ye indirilmiştir. Kamu borcunun kapsamı İsrail’de ise 1985 yılında kamu borcunun tamamı dolar cinsinden veya dövize endeksli iken 2002 yılında ise sadece %39’u dolar cinsinden veya dövize endeksli dir.

3.1.1.3.4.Dolarizasyon ve ani duruş literatür

Reinhart ve Calvo (1999) (2000a) çalışmalarında dolarizasyonun, Ani Duruş sorununu ortadan kaldırmaya bile iyileştirmek için daha piyasa odaklı bir seçenek olarak üstünlüğünün olduğunu çalışmada tespit etmişlerdir.

Guidotti ve diğerleri (2003)’ne göre, yükümlülük dolarizasyonunun, muhtemelen mülkiyet haklarındaki tahribat ve kriz vurduğunda olası devalüasyona eşlik eden finansal çöküş nedeniyle, iyi ihracat performansı için zararlı olduğu görülmektedir. Benzer şekilde, borç dolarizasyonu, kriz sonrasında ithalat daralmasıyla ilişkilidir.

Arteta (2003)’ya göre, banka dolarizasyonunun, bankacılık krizleri veya kur çöküşleri olasılığını veya bunların çıktı maliyetlerini artırdığına dair herhangi bir kanıt sağlamamaktadır. Aksine mevduat dolarizasyonunun bir tampon görevi görebileceğine dair bazı kanıtlar vardır ve daha az şiddetli krizlere neden olmaktadır.

Calvo ve diğerleri (2004) çalışmada, potansiyel reel döviz kuru dalgalanmalarının yurtiçi yükümlülük dolarizasyonu ile birleştiğinde Ani Duruş’ları yaşama olasılığının temel belirleyicileri olduğu görüşünü desteklemekte ve böylece bir kriz olasılığını açıklamada potansiyel bilanço etkilerinin ilgisini vurgulamaktadır. Yazarların dolarizasyon ölçümü, sadece mevduatları değil, aynı zamanda dış borçlanmayı da içermesi bakımından farklıdır; bu, özellikle yabancı para biriminde verilen krediyi temsil etmeye çalışırken gelişmekte olan ülkeler için önemlidir. Yurtiçi sorumluluk dolarizasyonu, Ani Duruş olasılığının temel belirleyicileridir. Yüksek cari hesap kaldıracının ve yüksek yurtiçi sorumluluk dolarizasyonunun tehlikeli bir kokteyl olabileceğini tespit etmişlerdir. Çalışmada döviz yükümlülüklerinin ekonominin kötüye gitme ihtimalini artırdığı, ancak daha büyük ticaret

açığı seviyelerinde etkinin daha büyük olduğunu belirtmektedirler.

Guidotti ve diğerleri (2004)'ne göre, borç dolarizasyonunun kriz sonrası büyüme performansına zararlı olduğu görülmüştür. Örneğin, yerel para birimine eğilimli Kolombiya, krizden sonraki iki yıl içinde dolarize Arjantin'den %0,23 puan daha fazla büyümelidir. Borç dolarizasyonunun olumsuz rolü, finansal sektörlerin yerel para biriminin uygun ihtiyati standartlar yoluyla teşvik edilmesi gerektiğini göstermektedir. Bu durumda iki etken dikkate alınmalıdır: Birinci etken dolarizasyondan kaçınmak için nicelik açısından etkisi görece olarak küçüktür ve yurtiçi tasarrufların döviz varlıklarını tercih etmesi durumunda finans sektörünün boyutunu küçültmek açısından bir maliyet gerektirebilir. İkinci etken ise bazı durumlarda makroekonomik temeller, bir krize maruz kalma olasılığını çok düşük hale getirecek kadar güçlü olabilir. Kriz uzakta, bu durumda borç dolarizasyonunun olumsuz etkisi göz ardı edilebilir.

Galindo ve Leiderman (2005) yaptıkları anket ve araştırmanın sonuçları; Latin Amerika ekonomileri büyük dezenflasyona ve sağlam politika temellerine doğru bir kaymaya rağmen, güçlü bir finansal dolarizasyon ısrarı sergilendiğini göstermişlerdir. Latin Amerika ekonomisindeki yetkililer yüksek dolarizasyonun önemli riskler taşıdığını ve tipik bir Latin Amerika ekonomisinin olumsuz şoklara (örneğin ani duruşlar) karşı savunmasızlığını şiddetlendirebileceğinin giderek daha fazla farkına varmalarına rağmen, dolarizasyon seviyesini düşürmek için mevcut doğrudan politika girişimleri bulunmamışlardır.

Calvo ve diğerleri (2006)'ne göre, reel döviz kurundaki potansiyel değişimler ile yurtiçi yükümlülük dolarizasyonu arasındaki etkileşimin Ani Duruş olasılığının belirlenmesinde kritik olduğudur.

Calvo ve diğerleri (2008) ampirik uygulamada, daha da dar bir döviz cinsi borç kavramına, yani GSYİH'nın bir payı olarak, yurtiçi yükümlülük dolarizasyonu, yani yurtiçi bankacılık sistemine yönelik döviz cinsinden iç borçlar kavramına odaklanmışlardır. Bu seçimin arkasında yatan mantık ise, bankaların tipik olarak ekonominin ödeme sisteminin merkezinde yer almasıdır ve bu nedenle, iflasları ve hatta faaliyetlerinin geçici olarak askıya alınması ciddi bir arz şokunu tetikleyebilecek olmasıdır.

Bordo ve diğerleri (2010) çalışmada gayri safi yurtiçi hasılaya oranla düşük seviyelerde sabit döviz yükümlülükleri, yüksek ticaret açıklığı ve sağlam para politikalarının Ani Duruş yaşama olasılığını azaltmada önemli olduğunu görmüşlerdir.

Cavallo ve diğerleri (2016) çalışmada yüksek derecede bir yurtiçi borç dolarizasyonu, ülkeleri brüt Ani Duruş'lar yaşamaya daha yatkın hale getirdiğini belirtmektedir. Ek olarak, daha yüksek yurtiçi borç dolarizasyonu, net Ani Duruş olgularının önlenmesi olasılığını azaltmaktadır.

Mendoza ve Rojas (2019) çalışmasında, borç dolarizasyonunun, yurtiçi kredilerin ticarete konu olan birimlerde ihraç edildiği standart Ani Duruş modellerinin tahminlerini önemli şekillerde değiştirdiği göstermektedir.

3.1.2.Uluslararası Rezervler

Rezerv varlıklar, ödemeler dengesi finansman ihtiyaçlarını karşılamak, döviz kurunu etkilemek için döviz piyasalarına müdahale etmek ve diğer ilgili amaçlar için para otoriteleri tarafından kolayca elde edilebilen ve kontrol edilen dış varlıklardır (IMF, 2009: 111). Uluslararası rezervler, ülkelerin para otoriteleri tarafından kontrol edilen, her an kullanıma hazır, birbirlerine çevrilebilme özelliği bulunan ve uluslararası ödeme aracı olarak kabul gören varlıklardır (TCMB, 2011: 1).

Rezervler ülkenin dış borçlanma imkânının kapanması durumunda ülkenin bir yıl içinde vadesi dolacak borçlarının ne kadarını ödeyebileceğini gösteren kapasitedir. Ülke rezerv politikası bir yıl içinde vadesi gelecek olan döviz cinsi borç anapara ve faiz ödemelerini karşılamaya yetecek düzeyde olmasıdır. Ülkenin rezerv seviyesinin yüksekliği dış şoklar karşısında dayanıklılığını da gösterdiğinden ülke risk primini etkileyen bir faktördür. Son yıllarda, brüt sermaye akımlardaki hızlı artış, bunun sonucunda ortaya çıkan dış stokların GSYİH'ye göre aşırı büyük olması ve yerel finansal sistemlerin büyümesi, bu ihtiyati güdüyü güçlendirdi (Arslan ve Cantú, 2019: 3).

Rezervler, para arzının yabancı bileşenidir ve döviz borsasına olan talep ve arz arasındaki dengesizlikler için bir tampon görevi görür (Lehto, 1994: 7). Rezerv varlıklar döviz cinsinden varlıklar ve gerçekte var olan varlıklardan olmalıdır. Kaynaklarda rezerv

kavramı; rezerv, uluslararası rezervler, dış kaynaklar ve dış varlıklar yer almaktadır. Uluslararası rezervler tek bir kaynaktan oluşmamaktadır. Aşağıda uluslararası rezervlerin kaynaklarından bahsedilmektedir.

Ülkenin dış borcu ve uluslararası rezervlerinin yönetimi küresel bir krizin negatif etkilerini minimum seviyede tutacak şekilde olmalıdır. Yani ülke ekonomisinde kamu borçlarının kompozisyonu ve vadesi, dış borcun kompozisyonu ve vadesi, reel döviz kuru, brüt ve net uluslararası rezervlerin miktarı, yurtiçi kredilerin GSYİH oranı, ticari bankaların net pozisyonu gibi bilgiler hakkında olumlu sonuçlar elde edilmelidir. Yüksek dış finansman ihtiyaçları, düşük döviz rezervleri ve yüksek yurt içi döviz mevduatı ile birleştiğinde, ülke ekonomisini hem yurt içinden hem de yurt dışından gelebilecek şoklara karşı savunmasız bırakmaktadır.

Alfaro ve Kanczuk (2009)'a göre, rezerv biriktirmenin maliyeti yüksektir çünkü cari tüketimin azalması anlamına gelmektedir. Buna ek olarak rezerv tutmanın faydaları; bir ülke (i) temerrüde düştükten sonra sermaye piyasalarından çıkarıldığında (ii) uluslararası bulaşma nedeniyle mantıksız yüksek faiz oranlarına maruz kaldığında (iii) Ani Duruş olgusundan muzdarip olma durumunda ortaya çıkmaktadır. Ani Duruş'a karşı sigorta olarak uluslararası rezerv kavramı, her bir durumda tartılması gereken yerel ve uluslararası finansal / politik koşullara bağlıdır (Calvo, 2006: 20).

Uluslararası rezervler Ani Duruş Krizi'nde kilit bir rol oynayabilir. Ani Duruş'un yıkıcı finansal yayılmalarını hafifletmeye yardımcı olabilir. Ancak, tabii ki bunun için (a) rezerv stokunun yeterince büyük olması, (b) rezervlerin kriz sırasında akılcıca harcanması ve (c) kamuoyu hükümetin bu tür mühimmatı (dış kredi hatları dahil) mümkün olduğu kadar kullanmaya hazır olduğuna güvenmesi gerekmektedir (Calvo, 2006: 17). Küresel finansal krizden sonra gelişmekte olan ekonomiler son deneyimlerinin ortasında, devam eden tartışmalara rağmen, şimdi birçok ekonomist ve neredeyse uygulayıcılar arasında uluslararası rezervlerin gelişmekte olan ekonomilere büyük bir sermaye çıkışının zorlu bir dönemini atlattırma yardımcı olduğuna inanılmaktadır (Han ve Park, 2018: 2).

Sermaye girişlerindeki büyük bir yavaşlama ya uluslararası rezerv kaybı veya düşük cari açıkla karşılanmakta ve her ikisi de olumsuz ekonomik etkiler yaratmaktadır. Calvo (2001) Tayland'da, sermaye akımları 1997'de gayri safi yurtiçi hasılanın %26'sına eşdeğer

bir miktarda azalmıştır. Bu kesintilere uyum sağlamak için ülkeler, uluslararası rezervlerini tasfiye etmek ve cari açıklarını azaltmak zorunda kalmışlardır. Bu durumda, ekonomiye en çok zararı veren son aşamadır. Rezerv kayıpları Ani Duruş'u hafifletebilir ama Ani Duruş süreci devam ederse uluslararası rezervler tükenecektir (Calvo ve diğerleri, 2004: 9). Calvo ve Reinhart (2000a)'a göre, Ani Duruş'larla beraber tipik olarak uluslararası rezervlerde büyük daralmalar eşlik etmektedir. Uluslararası rezervlerin kaybındaki artış ülkenin kırılganlığını artırırken, cari işlemler açığındaki zorla daralma genellikle üretim ve istihdam üzerinde ciddi etkilere sahiptir.

Finansal sistemdeki dengesizliklerin birikmesinde önemli bir bileşen rolü oynayan uluslararası rezervlerin kredi üreten karakteri, kredi büyümesinde bir artışa katkıda bulunmaktadır (BIS, 2001: 139). Ani Duruş, her şeyden önce bir kredi olgusudur. Ani Duruş, sonuçta, toplam kredide bir kesinti olduğu için, Ani Duruş'u'n özel sektör üzerindeki etkisini hafifletmek için, merkez bankasının uluslararası rezervlerinin bir kısmını (örneğin, kredi sübvansiyonu yoluyla) serbest bırakması, özellikle de yeni kredi koşulları önemli bir sürpriz unsuru içermektedir (Calvo, 2003:2-3). Calvo (2003)'e göre Merkez bankasının olağan kurallarına göre bu durumda yurtiçi krediyi genişleterek ve döviz kurunu sabitleyerek rezervleri serbest bırakabilir ve Ani Duruş'a karşı bu tepki gelişmekte olan ülkelere olabildiğince yaygındır. Tipik olarak, ülke bir bütün olarak kendisini dolar kredisinden mahrum kalmakta ve merkez bankasının uluslararası rezervlerinin halka açık hale getirilmesi mükemmel bir anlam ifade etmektedir (Calvo, 2006: 4-5). Calvo (2006)'ya göre, bu durum 1980'den beri Ani Duruş olguları sırasındaki genel uygulama olduğunu göstermekte ve merkez bankaları büyük miktarlarda uluslararası rezerv kaybetmiş ve ne rezerv zararları ne de döviz kuru düşüşleri Ani Duruş'tan önce geçerli olan döviz kuru rejimleri arasında önemli ölçüde farklı değildir.

Fernández-Arias ve Montiel (1996)'e göre, sermaye hareketliliği derecesi ne kadar yüksekse, sterilizasyon politikasıyla ilişkili rezerv birikimi o kadar büyük olacaktır. Sermaye hareketliliği derecesi arttıkça ve yurtiçi ve yurtdışı oranlar arasındaki fark büyüdükçe, merkez bankası düşük getirili rezervler için yüksek getirili iç varlıkları takas ettiğinden ve bu politikaların yüksek maliyetleri vardır. Ayrıca uygulanan bu politika başarı ile sonuçlansa bile, iç varlıkların yerine konan varlık kusurluysa ve dış alacaklıların talep ettiği varlık müdahale amaçlı kullanamadığı durumda ekonomideki dış şokun genişletici etkisi artmaktadır.

Calvo ve diğ erleri (2012)’e göre, küresel son  are kredisine benzeyen hiçbir şey olmadan ve gelişmekte olan ülkelerin yerel para birimi cinsinden hem uluslararası hem de yurtiçi borçlanma konusundaki sınırlı kabiliyetleri, gelişmekte olan ülkelerin Ani Duruş’ları ve finansal kırılganlığın olağ n st  örneklerine karşı özellikle savunmasız kılmaktadır. Yani ülkedeki rezervlerin yetersiz kaldığı ve ekonominin kendi başına ayağı kalkmasına gücü olmadığında küresel son  are gibi bir sistemin devreye girmesi gerekmektedir.

Tarihsel deneyimler doların ani ve yıkıcı şekilde rezerv para olma statüsünü kaybetmeyeceğini göstermektedir (Xafa, 2010: 485). Şimdi ise finansal sistemde bir bütün olarak istikrarsızlığı azaltıcı yeniden düzenleyici uygulamalar oluşturulması konusunda giderek artan bir düşünce birliğı oluşmaktadır (Bank of England, 2011: 7). Bu durumda finansal sisteme mikro olarak dar kapsamda değıl, makro olarak geniş kapsamda bakılması sistemin tamamına yönelik denetim ve düzenlemeler yapılmasının üzerinde sürekli durulmaktadır.

3.1.2.1.Uluslararası rezervlerin kompozisyonu

Uluslararası rezerv kapsamına giren varlıkların belirli özellikleri taşıması gerekmektedir. Uluslararası rezervler kapsamı; konvertible (Euro, ABD doları, İngiliz sterlini vb.) döviz varlıkları, uluslararası standartta altın, özel çekme hakları ile Uluslararası Para Fonu (IMF) Rezerv Pozisyonundan oluşmaktadır. Parasal altın, SDR ve IMF’deki rezerv pozisyonu para otoritelerinin koşulsuz elde edebildiğı hazır varlıklar olduğı için rezerv varlıklar olarak kabul edilmektedir.

Uluslararası rezervlerin kompozisyonu hem ülkeden ülkeye farklılık göstermekte hem de ülke ekonomilerinin dinamik bir yapıya sahip olmasından dolayı her yıl değışebilmektedir. Uluslararası rezervlerin en hızlı büyüyen bileşeni, kredi araçlarına yatırılan döviz varlıkları olduğı için, uluslararası rezervler, finansal işleve sahip oldukları ülkelerde değıl, başlıca sanayile mi  ülkelerin pazarlarında krediyi genişletmek olan dolar ve diğ er g c l  para birimi cinsinden varlıkların toplamı haline gelmektedir (D’Arista, 2004: 560).  lkeler,  demeler dengesi ihtiyaçlarını finanse etmek, döviz piyasalarına müdahale etmek, yerli ekonomik birimlere döviz likiditesi sağılamak ve yerel para birimine güveni sağılamak ve dış borçlanmayı kolaylaştırmak gibi diğ er ilgili amaçlar için döviz rezervleri bulundurmaktadır (Iancu ve diğ erleri, 2020: 3). Ülkelerin uluslararası rezerv

kompozisyonunda en fazla orana sahip olan dövizdir. Çünkü her an kullanılabilmesi ve getiri sağlaması özelliği nedeniyle döviz tercih edilmektedir. Döviz rezervi olarak merkez bankalarında en çok tutulan para birimleri; ABD Doları (USD), Euro (EUR), Japon Yeni (JPY), İngiliz Sterlini (GBP) ve İsviçre Frangı (CHF) dır. ABD Doları rezerv paradır.

Sonuç olarak rezerv seviyesi, yeterlilik kriterlerinin altında kalırsa, ülke not düşüşlerine, dış saldırılara ve sermaye kaçışlarına açık ve davetkâr hale getirmekte bu da ülkeyi ihtiyatlı rezerv politikasına doğru yöneltmektedir. Ancak, döviz kuru baskısının gücüne ve sürekliliğine ve dış finansman ihtiyacına bağlı olarak rezerv politikasının zorlaşabilmektedir.

3.1.2.1.1.Uluslararası Standartta Altın

Parasal altın, para otoritelerinin (veya para otoritelerinin etkin kontrolüne tabi olan diğerlerinin) mülkiyetine sahip olduğu ve rezerv olarak tutulan altındır (IMF, 2009: 113). Yerleşik olmayanlara altın teslim hakkı veren tahsis edilmemiş altın hesapları ve külçe altından oluşmaktadır. Külçe altın, saflık ölçüsü 1000’de en az 995 parça olan madeni para ya da külçe şeklindedir. Külçe altının ülkeler arasındaki değişim süreci çoğunlukla organize piyasalarda ya da merkez bankaları arasındaki çift yönlü anlaşmalara dayanmaktadır. Bütün parasal altın rezerv varlıklar içinde yer almaktadır. Rezerv varlık olarak nitelendirilebilmesi için, altın hesaplarının para otoritelerinin talebi üzerine hazır olması gerekmektedir (IMF, 2009: 113).

3.1.2.1.2.Özel çekme hakları (SDR)

IMF (2009)’e göre özel çekme hakları, IMF tarafından oluşturulan ve mevcut resmi rezervleri desteklemek için üyelere tahsis edilen uluslararası rezerv varlıklardır. Özel çekme hakları sadece IMF üyesi olan ülkelerde sınırlı sayıda uluslararası finans kurumu tarafından tutulmaktadır. Özel çekme hakları IMF’e üye olan diğer ülkelere döviz ya da diğer rezerv varlıklara sahip olmaya dayanan koşulsuz hakları temsil etmektedir.

3.1.2.1.3.Uluslararası para fonu (IMF) rezerv pozisyonu

IMF (2009)’e göre IMF’deki rezerv pozisyonu (a) rezerv dilimi, yani bir üye ülkenin IMF’den kısa sürede alabileceği döviz (SDR’ler dahil) tutarlarının toplamıdır; (b)

Raporlayan ülkenin Genel Borç Alma Düzenlemeleri (GAB) ve Yeni Borçlanma Düzenlemeleri (NAB) kapsamında IMF'ye borç vermesi de dahil olmak üzere, üye ülkenin kolayca erişebileceği Genel Kaynaklar Hesabı'ndaki bir kredi anlaşması kapsamında) IMF'nin herhangi bir borcudur. Ülke rezerv diliminden satın alma yapmak isterse ödemeler dengesi ile ilgili bir beyanname sunması zorunludur. Beyanname ülkenin rezerv pozisyonundaki azalmanın gösterilmesi için dayanak oluşturmaktadır. IMF ülkenin bu isteğine ret cevabı vermez. Rezerv diliminin satın alınması neticesinde elde edilen değiştirilebilir para birimleri ülkenin kullanımı için hazır olması birkaç gün sürebilir.

3.1.2.2.Uluslararası rezerv talebi optimum rezerv miktarının belirlenmesi

Merkez bankaları çok çeşitli sebeplerle rezerv biriktirmektedirler. En önemli sebebi ihtiyati amaç içindir. Bu sebebe ek olarak; ülkeye bağlı olarak, rezervler, fiyat ve finansal istikrar arayışı ve ihracat rekabetçiliği içinde biriktirilmektedir.

3.1.2.2.1.Kriz zamanlarında ülke ekonomisine yansıyan şokların olumsuz etkilerini en aza indirmek

Küresel piyasalarda uluslararası sermaye akımlarındaki değişiklikler nedeniyle ortaya çıkabilecek sert dalgalanmalar özellikle gelişmekte olan ülkeleri olumsuz etkileyebilmektedir (TCMB, 2011). Küreselleşmesinin sonucu olarak, ortaya çıkan bu krizlerde ülkeler dışsal şoklar sonucunda ortaya çıkan olumsuz sonuçları minimum seviyede tutmak için döviz rezervlerini araç olarak görmüşlerdir. Bu yaşanan kötü kriz deneyimleri neticesinde de ciddi miktarda döviz rezervi biriktirilmektedir.

3.1.2.2.2.Ödemeler bilançosu dengesizlikleri nedeniyle rezerv talebi

Ödemeler dengesi nedeniyle ortaya çıkan rezerv talepleri, hem cari işlemler alt hesabında (mal ve hizmet dengesi) hem de sermaye alt hesabı nedeniyle ortaya çıkabilmektedir (TCMB, 2011). Her iki durumda gereksinim duyulan rezerv talebinin iç piyasadan ya da uluslararası piyasalardan karşılanamaması durumunda, iktisadi dengelerin ve finansal istikrarın sağlanabilmesi amacıyla merkez bankası rezervleri kullanılarak döviz likiditesi yaratılması gerekebilir (TCMB, 2011). Aksi durumda iktisadi etkinlik ve finansal piyasalarda ciddi dalgalanma yaşanması muhtemeldir. Ülkenin ekonomisinde

dalgalanmalara sebebiyet vermemek için merkez bankaları gerekli şartlar ortaya çıktığında ödemeler dengesi kaynaklı gereksinimleri karşılayabilmek içinde rezerv tutmaktadır.

3.1.2.2.3.Dış borç ödemeleri nedeniyle rezerv talebi

Gelişmekte olan ülkelerin, ülke birikimlerinin yeterli olmadığı zamanlarda, büyüme ve ekonomik gelişme için gereksinim duydukları sermaye kaynağını, yurt dışından borçlanarak temin ederler. Çeşitli örnekler bakıldığında ülke hazinesi ile diğer kamu kurumlarının yurt dışına yaptıkları dış borç ve diğer döviz ödemelerinin gerçekleştirilmesi için merkez bankalarının ülke hazinelerinin finansal ajanlığı görevini üstlendikleri görülmektedir (TCMB, 2011). Bu kapsamda merkez bankalarının rezerv bulundurma amacı bahis konusu borcun vadesi geldiğinde geri ödeyebilme amacıdır. Dikkate değer sayıda ülke dış borç ödemesi sürecinde piyasa şartlarının uygun olmama ya da dış borç ödemesi sürecinin piyasalar üzerinde olumsuz etkiye neden olma olasılığına karşı, ihtiyaç duyulduğunda piyasadan döviz alma seçeneğinden ziyade, zaman dilimi sürecince döviz rezervi biriktirerek, dış borç ödemesini piyasalarda dalgalanmaya neden olmadan gerçekleştirmeyi tercih etmektedir. İşletme, hükümet veya hane halkı bilançolarında döviz uyumsuzlukları ve büyük döviz borcu varlığında, döviz kurundaki artış, borçluların kredibilitesini artırır, çünkü teminat değerini arttırır veya döviz borcunun yükünü azaltır (Arslan ve Cantú, 2019: 7-8).

3.1.2.2.4.Döviz piyasalarına müdahale nedeniyle rezerv talebi

TCMB (2011)'e göre ülkenin döviz rezervleri, makroekonomik politikalar konusundaki hedeflere ulaşılmasında ve uygulanmakta olan para ve döviz kuru politikalarının devam ettirebilmek için geniş alanda hareket imkânı sunmaktadır. Döviz kuru politikaları açısından bakıldığında; sabit döviz kuru politikası uygulayan ülkelerde rezerv para tutma nedeni gerektiğinde döviz piyasalarına müdahale edebilmek ve ekonomi yönetimde hedef olarak konan kur düzeyini yakalamaktır. Ülkeye giriş yapan uluslararası sermaye hareketleri döviz arzını artırmakta ve ulusal paranın değerinin artmasına neden olabilir. Bu durumda merkez bankası piyasaya müdahale etmek istediğinde döviz alımı gerçekleştirerek ulusal paranın diğer paralara karşı değer kazanmasını önleyebilir. Tam tersi durumda yani uluslararası sermayenin ülkeden çıkmasıyla döviz talebinin artması durumunda merkez bankaları, ulusal paranın değerindeki azalışı engellemek için döviz

satma yoluyla ulusal paradaki değer kaybını önlemeye çalışmaktadır. Döviz rezervleri para otoritesi talebi dışında ortaya çıkan ülkedeki risklerden yani uluslararası sermaye giriş ve çıkışları sonucunda ulusal paranın değerinin etkilenmesini önlemektir. Dalgalı kur politikası açısından ise; merkez bankaları döviz piyasasındaki aşırı oynaklık ya da finansal istikrarsızlık endişeleri kapsamında döviz piyasalarına müdahale etme ihtimaline karşı rezerv bulundurmaktadır.

Üstelik, döviz kuru politikaları kapsamı dışında yüksek döviz rezervleri ülke ekonomisinde ileriye dönük hareket alanını genişletmekte ve ortaya çıkabilecek kriz dönemlerinde döviz kurunun aşırı dalgalanmasını önleyerek olması gereken seviyede kalmasını sağlamaktadır.

3.1.2.2.5. Ülkeye duyulan güveni artırmak nedeniyle rezerv talebi

Uluslararası finansal kurumların ve piyasaların bakım açısı olarak gelişmekte olan ülke ekonomilerinde rezerv seviyesinin yüksek olması, ulusal paraya yönelik spekülasyon saldırılara karşı hem koruma hem de caydırma unsuru olmaktadır. Aynı zamanda borcun geri ödenmeme riskini minimuma indirerek ülkeye duyulan güvenin artmasını zemin oluşturmaktadır.

3.1.2.2.6. Olağan dışı durumlar nedeniyle rezerv talebi

Ülkeler; karşılaşılabilecekleri olumsuz olaylar neticesinde örneğin savaş, ambargo ve doğal afet gibi sebeplerle dış piyasalardan fon temin etme sıkıntısı ile karşılaşmamak için piyasaları sakinleştirecek önlemleri almak ya da ikna gücü sağlamak amacıyla rezerv bulundurmaktadır.

3.1.3. Faiz Politikaları

Uluslararası yatırımları alan ülkeler, normal şartlarda ülke içinden sağlayamadıkları sermayeyi ülkeye çekerken, uluslararası yatırımı yapan ülkeler ya da yatırımcılarda gelişmiş ülkelere elde edecekleri getiriden daha fazlasını kazanmaktadırlar. Herhangi bir ülkedeki banka faiz oranındaki artış hem kısa vadeli hem de uzun vadeli faiz oranlarında artışa neden olacaktır. Bu oranlar diğer ülkelerdeki oranların üzerine çıktıkça, faizi artıran ülke yurt dışından kısa ve uzun vadeli sermaye akımlarını çekebilecektir.

(<https://www.economicdiscussion.net/international-capital-movements/international-capital-movements-meaning-and-effectseconomics/30579>, 15.05.2020). Kısa vadeli sermaye akımları, faiz oranlarındaki uluslararası farklılıklardan kaynaklanmaktadır. Finans sistemi içerisinde faiz oranı hareketleri, yatırımcılar için spekülasyon kazançları elde etmek amacıyla döviz piyasalarında yatırım ya da yatırım yapmamaya teşvik eden bir döngüdür. Bunun sonucunda, para piyasasında yer almakta olan merkez bankası, ticari bankalar ve diğer kurumların, diğer ülkelerdeki faiz oranlarındaki değişikliklere ilişkin beklentileri doğrultusunda risk almaya ve spekülasyon yapmaya gönüllü oldukları varsayılmaktadır. Ülkeler arasındaki faiz oranı farklılıkları çok hızlı değişmediği için bu süreç çok karlı olmaktadır. Çok uluslu finansal kurumlar, düşük faiz oranlarına sahip bir para birimi cinsinden borç alırlar ve daha yüksek faiz oranlarına sahip bir para birimi cinsinden varlıklara yatırım yaparlar (D'Arista, 2004: 564). Büyük hacimli yabancı portföy fonlarının gelişmekte olan piyasalara akmasına katkı döviz kurlarından kaynaklanan istikrar duygusu, yüksek yurtdışı faiz oranları ve ülkelerle ilgili olarak iyimser beklentileri neden olmaktadır. Ülkelere giriş yapan fonlar büyük cari açıkları finanse etmeye ve borsadaki canlılığı ilerletmeye yardımcı olmaktadır.

Faiz zaman içinde bir alışveriş yaparken kendini gösteren bir fiyattır. Mody ve Murshid (2005)'e göre sermayenin marjinal getirileri dünya faiz oranıyla ilişkili olarak yüksekse, ülkeye önemli miktarda sermaye girecek ve yurtdışı tasarrufları destekleyecek, bu da yabancı sermaye akımları ile yerli yatırım arasında güçlü bir ilişkiye yol açacaktır. Kısa vadeli sermaye hareketleri, ülkedeki faiz değişimlerine karşı aşırı hassasiyet göstermeleri sonucunda faiz oranındaki değişim sonucunda ülkeyi terk edebilmektedir.

Sermaye girişindeki yavaşlama, tipik olarak yurt içi faiz oranları artışı ile ilişkilendirilir (Calvo, 1998: 43). Bu durumda merkez bankasının net iç varlıkları artırması yoluyla faiz oranı artışını azaltması bir yöntemdir. Uluslararası rezervleri sabit tutarak daha fazla net iç varlıklara, yüksek güçlü para stokunda bir artışa, yüksek güçlü para birimi bir devalüasyona yani nominal döviz kurunda bir artışa neden olmaktadır. Fakat ülkenin bulunduğu ekonomik durumu bu ayarlama çözememekte çünkü bu aşamaya gelene kadar uluslararası rezervlerin korunması gerekmektedir. Gelişen piyasalarda Ani Duruş'lar sırasında önemli miktarlarda uluslararası rezerv kayıpları olmakta ve reel faiz oranları yüksek düzeylere ulaşmaktadır (Calvo vd. 2004:19). Böyle bir mekanizmanın işleyebilmesi için merkez bankasının döviz piyasasına müdahale etmesi ve uluslararası rezervlerin serbest

bırakması gerekmektedir.

Sermaye hareketleriyle birlikte faiz ve kur politikasının eşanlı ve bağımsız bir şekilde uygulanma imkânı ortadan kalkmıştır (Kansu, 2010: 159). Ancak küreselleşmiş bir dünyada döviz kurları faiz oranlarının etkisini hızla dağıtan bir su kaydıracağı gibi işlev görmektedir (Rıckards, 2017: 159). Faiz oranı farklılıkları ve yatırım akımları, anapara birimleri arasındaki döviz kurlarındaki değişiklikler üzerinde güçlü bir etkiye sahiptir (D'Arista, 2004: 564). Sonuç olarak yüksek faiz düşük kur, portföy yatırımlarını ülkeye girişlerini hızlandıran etkenler arasındadır. Sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ekonomide, faizin düşmesi neticesinde dövize olan talep artmakta ve sonuç olarak sermaye kaçışına neden olmaktadır.

Ani Duruş döneminde, ekonomi, uluslararası faiz oranlarında keskin bir artışla veya sermaye piyasalarından doğrudan dışlanmayla karşı karşıyadır (Calvo ve diğerleri, 2006: 405). Büyük fon sahipleri ve serbest fonlar, ülkeler arasındaki faiz farklılıklarının ortadan kalkacağı fikri ile bir ülkedeki piyasadan çıkış yaparak diğer bir ülke piyasasına hızlı bir geçiş yaparak likiditenin erimesine ve sermayenin çıkış yaptığı ülke ekonomisinde likidite problemi sonucu Ani Duruş Krizi ile karşı karşıya kalması sonucu doğmaktadır (Cihangir Kurt ve Tanrıöven, 2016: 2). Yabancı faiz oranlarının sermaye akımlarının hem hacmi hem de bileşimi üzerinde önemli etkisi olduğu görülmektedir (Calvo ve Reinhart, 1999 :4). Özellikle ABD faiz oranları ve Japonya faiz oranlarını sermaye akımlarında etkisi büyüktür. Aslında sadece uluslararası kısa vadeli faiz oranlarının artacağı beklentisi de Ani Duruşu tetikleyebilir (Calvo, 2014: 8). Fed politika beklentilerindeki yukarı yönlü bir kaymadan kaynaklanan orantısız yayılmalar, gelişmekte olan piyasalarda Ani Duruş risklerine katkıda bulunmaktadır (Koepke, 2018: 183). 1980'lerin başındaki Latin Amerika krizlerinden 1994'teki Meksika krizine ve 2013'teki Taper Tantrum'a kadar yakın tarih, ABD'de ve diğer gelişmiş ekonomilerde artan faiz oranlarının finansal krizlere ve gelişen piyasalarda Ani Duruş'lara yol açtığı bölümlerle doludur (Davis ve diğerleri, 2020b: 1). Ahmed ve Zlate (2014)'ye göre, küresel finansal krizden bile önce başlayan gelişmekte olan ülkelere sürekli sermaye akımları olmuştur ve bu eğilim ABD sıfır faiz oranı döneminde daha belirgin olmuştur.

Krizlerin yol açtığı devalüasyonlara genellikle daha yüksek nominal ve reel faiz oranları eşlik etmektedir (Örneğin;1995'te Meksika ve 1998'de Kore) (Calvo, 1998: 45).

Calvo (1998)'e göre bu sürecin alt yapısında ise devalüasyonların genel olarak istemeyerek yapılması ve hükümetin ülkenin makro değişkenlerini kontrol etme kabiliyeti konusunda şüpheler oluşmasıdır. Bu nedenle alınıp satılamayan mallar ve ticari olmayan mallar açısından reel faiz oranları yükselmekte sonuç olarak borcun artması anlamına gelmektedir. Bu açıdan baktığımızda dolar ve yerel para cinsinden borç arasındaki asıl ayrım zamanlamadır. Dolar borçlarında devalüasyonun getirdiği finansal sıkıntı anlıktır. Fakat yerel para cinsinden borçlarda sıkıntılar ancak birkaç ay ya da hatta yıllar sonra bile ortaya çıkabilir.

Spesifik olarak, finansal sermayenin hareketliliği ulusal faiz oranları arasındaki geçerli farklılıkları sınırlar ve bu nedenle merkez bankalarının ve hükümetlerin kendi iç ekonomilerine uygun para ve maliye politikaları izleme yeteneklerini ciddi şekilde kısıtlamaktadır (Tobin, 1978: 154). Uluslararası sermaye hareketlerinde daha düşük faiz oranları ve daha fazla istikrar, kamu borcuna hizmet etmenin önemli ölçüde daha düşük finansal maliyetine ve ayrıca daha yüksek bir yatırım ve ekonomik büyüme seviyesine neden olacaktır (Berg ve Borensztein, 2000b: 5).

3.1.4.Açıklık (Finansal ve Ticari Açıklık)

Uluslararası ticaretin büyümenin lokomotifi olduğu fikri çok eski, en azından Adam Smith'e kadar gitmektedir (Edwards, 1993: 1358). 2. Dünya Savaşı'ndan sonra birçok gelişmekte ülkelerin tarafından uygulanan içe dönük politikaların artık sürdürülebilir olmadığının farkına vardılar. Dünya Bankası, Uluslararası Para Fonu ve diğer çok taraflı kuruluşlar, gelişmekte olan ülkelere düzenli olarak ticaretin serbestleştirilmesine girişmelerini ve finansal yardım almanın bir koşulu olarak dış sektörlerini açmalarını talep etti (Edwards, 1993: 1359). Ülke ekonomileri üzerindeki korumacı etki 1980'lerin sonlarına kadar devam etmiş ve sonunda çökmüştür. 1982'de ortaya çıkan borç krizinin, dünyanın yeniden şekillendirilmesinde önemli bir rol oynadığı konusunda şüpheye yer vermemektedir.

Literatürde "Finansal Baskı" olarak yerini alan yaklaşım finansal serbestleşmenin teorik temelini oluşturmuştur. Bu yaklaşım Mc Kinnon ve Shaw'ın 1973 yılında iki ayrı çalışmada ele aldığı "finansal baskı kuramı" adı altında ortaya atılmıştır. Finansal baskı yaklaşımını savunanlar, finansal serbestleşme sürecinin finansal derinleşmeyi de beraberinde getireceğini düşünmektedirler. Finansal baskı yaklaşımı ile finansal

serbestleşmeyle önce makroekonomik istikrarın sağlamasının sonra da finans sektörünün serbestleşmesinin uygun olacağı ileri sürülmektedir. Küreselleşme sistemine dahil olmayan bir ülke yani dışa kapalı olan bir ülkenin yatırım ve büyüme döngüsü yurtiçi tasarruflara bağımlı kalmaktadır. Ülkenin finansal açıklık seviyesi, yurtiçi tasarruf bağımlılığını azaltıp küresel sisteme dahil olmayı sağlamaktadır. Finansal açıklıkla beraber uluslararası piyasalardan ülkeye sermaye girişlerinin önü açılmakta ve yerel piyasaya bağımlı kalınmamaktadır. Ama finansal açıklığın getirdiği olumsuzluklar arasında ülkenin kendi ekonomik şartlarından dolayı olmasa bile, küresel likidite şartları ve küresel risk algısının değişmesi neticesinde uluslararası sermaye geldiği ülkeden çıkışlarla ya da uluslararası sermayenin girişlerdeki Ani Duruş'la kendini göstermektedir.

Finansal açıklık, içsel olarak otoritenin finansal baskı seçimine göre belirlenir (Aizenman ve Noy, 2004: 2). Aizenman (2003)'a göre daha fazla ticari açıklığın finansal baskının uygulanmasının etkin maliyetini nasıl artırdığını ve finansal açıklığı daha büyük ticaret entegrasyonunun bir yan ürünü haline getirdiğini göstermektedir. Gerçekte, fiili finansal açıklık seviyesi (gayri safi özel sermaye girişlerinin ve çıkışlarının toplamı ile ölçülür), piyasa güçleri ve mevcut düzenlemelerin uygulanması arasındaki etkileşimin sonucudur (Aizenman ve Noy, 2004: 1). Aizenman ve Noy (2004) çalışmasında finansal ve ticari entegrasyon arasındaki iki yönlü geri bildirimlerin varlığını deneysel olarak araştırmıştır. Çalışmanın sonucunda hızla büyüyen finansal entegrasyon çağında ülkelerin ticarete açıklık derecelerinden bağımsız olarak finansal açıklığı seçemeyecekleri sonucuna ulaşmışlardır.

Finansal açıklık, yerel dengesizlikleri artırma ve geliştirmekte olan ülkeleri dış şoklara karşı daha savunmasız bırakma eğiliminde olmuştur (Carney, 2019: 3). Özellikle son zamanlarda yaşanan krizlerde; finansal piyasaların dışa açık olmasına rağmen denetim ve gözetim eksikliği, piyasa ile ilgili gerekli düzenlemelerin yapılmaması, finansal piyasaların sığ olması, sermaye giriş ve çıkışları piyasalarda büyük dalgalanmalar yaratmaktadır.

Frankel ve Cavallo (2004)'ya göre, ticari açıklık, bir ülkenin sermaye girişinde, kur çöküşlerinde veya ciddi resesyonlarda Ani Duruş eğilimi gösterip göstermediğini belirleyen faktörlerden biridir. Ticari açıklık, bir finansal krize ve ekonomik çöküşe yönelik bir dış likidite şokunu eşleştiren zincirdeki temel bir halkadır (Calvo ve diğerleri, 2003: 20). Cavallo ve Frankel (2008)'e göre, ticari açıklık, bir ülkenin sermaye girişlerinde Ani Duruş'a

mevilli olup olmadığını belirleyen faktörlerden biridir. Rajan ve Zingales (2003)'e göre finansal açıklık olmadan ticarete açık olmanın finansal gelişme sağlama ihtimalinin düşük olduğunu öne sürmektedir. Milesi-Ferretti ve Razin (1999)'e göre, açıklık derecesi, döviz kurunun seviyesi ve esnekliği ve dış şokların yoğunluğu, uzun süreli cari hesap bakiyelerinin dış krizlerle sonuçlanıp sonuçlanmayacağını belirlemede dış yükümlülüklerin hizmet yükü ve dış borçların bileşimi ile etkileşim halindedir.

Frankel ve Cavallo (2004)'ya göre, bazıları açıklığın yabancı şoklara karşı savunmasızlığı artırdığına inanırken, diğerleri bunun krizlere uyum sağlamanın daha az acı verici olduğuna inanmaktadır. Açıklık derecesi, önemli ama belirsiz bir rol oynayabilir (Bordo ve diğerleri, 2010: 230). BIS (2021)'e göre, uluslararası sermaye akımlarında açıklık finansman kaynaklarının çeşitlendirilmesi ve finansal gelişimini hızlandırarak finansal istikrarı artırabilir, ama aynı zamanda aşırı ısınma ve dış şoklara maruz kalma olasılığını, özellikle zayıf kurumlar, az gelişmiş finansal piyasalar veya büyük dış borçlar ile ekonomilerde nedeniyle finansal istikrar açısından sorunlar ortaya çıkarmaktadır. Ancak gerçekte finansal açıklığın iki ucu keskin bir kılıç olduğunu kanıtlamıştır (Carney, 2019: 2). Literatüre bakıldığında bir ülkenin açıklığının Ani Duruş'lara neden olup olmadığı arasında ilişki konusunda iki farklı konsept bulunmaktadır. Birinci konsept, ülke açıklığının bir ülkeyi Ani Duruş'lara karşı savunmasız hale getirmesi üzerinedir. Yani finansal entegrasyonu son derece yüksek olan ülkeler, ülke dışından gelen veya küresel şoklardan daha çok etkilenmektedir. İkinci konsept ise, finansal entegrasyonu yüksek olan ülkelerin yani uluslararası ticarete açık olan ülkeler Ani Duruş'lardan daha az etkilenmekte olduğudur. Ülkenin ekonomik verilerinden olan ticaretin GSYİH'ye oranı yapısal olarak yüksek olduğunda, belirli bir büyüklükteki küresel şok sonucunda ortaya çıkan aksaklıklara uyum sağlamak daha kolay olmaktadır.

Frankel ve Cavallo (2004) yaptıkları çalışmaya göre ticari açıklık konusunda da iddiaları vardır. Birinci varyant, bir ülkenin ihracat pazarlarındaki zayıflamanın, bazen sermaye akımlarında ani bir duruşun tetikleyicisi olması ve böylece yüksek ticarete sahip bir ülkenin daha savunmasız olmasıdır. Başka bir varyant, finanstaki Ani Duruş'ların genellikle ticaret kredisinde bir kayba yol açtığını özellikle ithalat için, ama bazen de ihracat için ve ticarete ortaya çıkan daralmanın, ekonominin daha büyük bir payı olması durumunda daha acı verici olduğunu belirtmektedir. Üçüncü bir varyant, uygulamada ticarete açıklığın sermaye akımlarına açıklıkla el ele gittiğini söylenmekte, örneğin ticaretin çoğu çok uluslu

şirketlere ihtiyaç duyduğu için parayı ulusal sınırların ötesine taşıyabilmeye ihtiyaç duyuyor; ya da ticaret serbestse sermaye kontrollerini uygulamak daha zordur.

BIS (2021) çalışmasına göre, risklerin iki ana kaynağı vardır: finansal sürtüşmeler ve dışsallıklar. Dışsallıklar, özellikle para birimi ve vade uyumsuzlukları bağlamında şokları artırabilir ve yayabilir. Ülkede finansal kurumların daha farklı fon kaynakların ulaşılabilir olması durumu, kendini gösteren olumsuz finansal koşullarda ülkenin iç şoklara daha az reaksiyon göstererek etkilerin azaltılmasına katkıda sağlar. Bu sermaye hareketlerinin doğrudan faydaların ötesinde, açıklığın dolaylı faydaları arasında yer almaktadır. BIS (2021) çalışmada yabancıların katılımının, yerel finans piyasalarının derinliğini ve likiditesini artırarak, ülkedeki işlevlerini ve uzun vadeli tahsis verimliliğini iyileştirebileceğini belirtmektedir.

Kose ve diğerleri (2011)'ne göre tarihsel olarak, ülkeler finansal açıklıktan ancak kritik bir finansal derinlik ve kurumsal kalite eşiğine ulaştıklarında yararlanıldığından bahsetmektedirler. Finansal açıklığın faydalarını tam olarak gerçekleştirmek için gelişmekte olan ülkelerin bankacılık sisteminin dayanıklılığını güçlendirmeleri ve özellikle yabancı para cinsinden borca olan bağımlılığı azaltmak için yerel sermaye piyasalarını derinleştirmeleri gerekmektedir (Carney, 2019: 18).

3.1.5.Cari İşlemler Hesabı

Ödemeler bilançosu, geniş anlamıyla, bir ekonomide yerleşik olan genel hükümet, merkez bankası, bankalar, diğer sektörlerle diğer ekonomilerde yerleşik kişiler ile belli bir dönem içinde yapmış oldukları ekonomik işlemlerin sistematik kayıtlarını elde etmek üzere hazırlanan istatistiki bir rapordur (TCMB, 2020: 3). Ödemeler dengesi, bir dönem boyunca ikamet edenler ve yerleşik olmayanlar arasındaki işlemleri özetleyen istatistiksel bir ifadedir (IMF, 2009: 9). Ülkenin mal, hizmet ve sermaye akımları gibi işlemleri dolayısıyla dış dünyadan sağladığı gelirlerin dışarıya yaptığı ödemelere eşit olup olmadığını ortaya koyar (Seyidoğlu, 2003: 395). Uluslararası sermaye akımları, işlemler (ödemeler dengesi) ve finansal varlık ve yükümlülüklerdeki diğer değişiklikler olarak hesaplara kaydedilir (IMF, 2009: 29). Dış ödemeler bilançosundaki istikrar ya da istikrarsızlık, uluslararası anlamda ödeme gücü kabiliyetini yansıtmaktadır (Seyidoğlu, 2003: 395).

Cari hesap, yerleşikler ve yerleşik olmayanlar arasındaki mal, hizmet, birincil ve ikincil gelir akımlarını gösterir (IMF, 2009: 9). Cari hesap davranışı, Goldfajn (2004)'e göre tarafından sermaye hesabı hakimiyeti olarak adlandırılan sermaye akımlarının mevcudiyeti ile şekillenmektedir. Ödemeler bilançosu bakiyesi cari hesap bakiyesi ile özdeşleşmektedir. Cari ve sermaye hesaplarındaki bakiyelerin toplamı, dünyanın geri kalanıyla ekonominin net borç vermesini (fazla) veya net borçlanmayı (açığı) temsil eder (IMF, 2009: 9).

Obstfeld ve diğerleri (2010)'ne göre, sermaye hesabı kırılganlıkları, yerleşik olmayanların finansmanındaki keskin kesintilerden veya sermaye kaçışından kaynaklanmaktadır. Ghosh ve diğerleri (2014) çalışmasında, geleneksel cari hesap kırılganlıkları, ihracat kazançlarındaki eksiklikler veya ithalat ihtiyaçlarındaki büyük artışlarla ilgilidir. Pek çok durumda, sermaye girişlerindeki Ani Duruş'lar sadece ülke içi eksiklikleri artırsa da diğer pek çok durumda asıl suçlunun ülkenin kendisi değil, uluslararası finans piyasalarının şoklara verdiği tepkinin sadece belirsiz bir şekilde ülkenin eylemleriyle ilgili olduğuna dair kapsamlı kanıtlar vardır (Caballero ve Panageas, 2004: 2). Belirgin bir ekonomik yavaşlama ve yerli para biriminin keskin bir şekilde değer kaybetmesi ile birlikte sermaye girişlerinde Ani Duruş'lar, kamu ve özel sektör borcu için çok zor dinamikler oluşturabilir (Galindo ve Leiderman, 2005: 5).

Sermaye hareketlerinin bağımsızlaştığı bir ortamda, özellikle fiili hasıla, ulusal ekonominin potansiyel hasılanın altında bir düzeyde gerçekleşmekte ise, artan sermaye girişleri iç talep ve kısa dönemli büyüme hızı üzerinde farklı mekanizmalarla genişletici etkiler yaratmakta; bu etken de cari işlem açığını (öncelikle ithalat açığıyla) yukarı çekmektedir (Mütevellioglu ve Sönmez, 2009: 16). Artan oranlarda ithalata olan bağımlılık sanayi üretimi için gerekli olan ara malları ithalatını da arttıracak ve cari açığı daha da büyütecektir (Demiray Erol, 2013: 95). Genel olarak sermaye hareketlerinden beklenen fayda; ödemeler dengesindeki açığı telafi etmek, düşük maliyetle sermayeye erişim, dış dünya ekonomisi ile bütünleşme, yerli piyasaların gelişmesi ve ekonomik büyümenin artışıdır (Ayhan, 2019: 106). Cari açıkların borçları arttırmadan kapatılma şekli yabancı sermaye girişleridir (Ertuna, 2007: 7).

Gelişmekte olan bir ekonomide bir sermaye geri dönüşü sırasında ortaya çıkan spekülasyon saldırı, uluslararası rezerv kayıpları yanında genellikle cari işlemler hesabında da geri dönüşlere yol açmaktadır (Milesi-Ferretti ve Razin, 1998: 1). Milesi-Ferretti ve Razin

(1998, 2000)'e göre, cari hesap tersine dönmeleri, döviz krizlerinden çok daha geniş bir olgudur. Calvo ve diğerleri (2004)'ya göre, küresel finansal şoklar ve ani sermaye çıkışlar kendini gösterdiğinde ülkenin içsel dinamikleri kapsamında sürdürülebilir olan cari işlemler açıkları, makroekonomik dengeler ve borçlanma yapıları, sürdürülemez bir sürece girmektedir. Cari işlemler açığının büyüklüğü ve ülke ekonomisinin lokomotif sektörlerindeki borçlanma yapıları (düzeyi, vadesi ve dolarizasyonu) küresel ekonomik sistemde ortaya çıkan negatif etkinin boyutunda ciddi bir role sahiptir.

Calvo ve Reinhart (2000a)'a göre, gelişmekte olan ülkelerde Ani Duruş'tan önce cari işlemler açığı pozitifdir ve Ani Duruş'un bir sonucu olarak sıfıra iner veya hatta negatif bölgeye girer. Ani Duruş'lar, büyük ve ani bir cari hesap tersine dönmesi ile tanımlanan finansal krizlerdir. Büyük bir dış borç stokunun varlığının kriz olasılığını artırdığını göstermektedir (Cavallo ve Frankel, 2008: 1143). Ani Duruş sırasında meydana gelen büyük ve ani cari hesap tersine dönmeleri, nihayetinde bir ülkenin uluslararası sermaye piyasalarına erişimini kaybettiğini yansıtmaktadır (Mendoza ve Smith, 2006: 1).

Sermaye girişi cari açık artı uluslararası rezerv birikiminin ikisinin toplamından oluşmaktadır (Calvo and Reinhart, 2000a: 3). Ani Duruş Krizi yaşayan ülkelerde döviz rezervi kaybı ve cari işlemler hesabında yaşanan ciddi düşüşün eş zamanlı olarak gerçekleşmiştir. Bu nedenle Ani Duruş'un rezerv zararları veya düşük cari açıklarla karşılanması gerekiyor (Calvo ve Reinhart, 2000a: 3).

Calvo, Izquierdo ve Talvi (2006)'ye göre, Ani Duruş döneminde, ekonomi, uluslararası faiz oranlarında keskin bir artışla veya sermaye piyasalarından doğrudan dışlanmayla karşı karşıyadır. Bu nedenle, ekonomi cari açığını (CAD) ortadan kaldırmaya veya hatta bir cari hesap fazlası üretmeye zorlanabilir. Cari hesap fazlası, ülkenin ödenmemiş borcunu geri ödeyeceği anlamına gelirken, CAD, ülkenin ödenmemiş borcunu temerrüde düşürse bile engellenemeyeceğinin bir göstergesidir. Bu böyledir, çünkü $CAD > 0$ ülkenin yeni borç aldığını ima eder, bu ancak alacaklıların onayı ile gerçekleşebilir. Bu, borç temerrüdü gibi tek taraflı alınabilecek bir karar değildir. Dolayısıyla, CAD'i sıfıra getirmek, bir bakıma, Ani Duruş'a maruz kalan bir ekonominin yapması gereken minimum ayarlamadır.

3.2. Ani Duruş Krizini Önleme Politikaları

Uluslararası sermaye hareketleri uzun soluklu büyümeye yardımcı olurken diğer taraftan sermaye akımlarında Ani Duruş'lar, döviz kuru değerlenmesi ve finansal ve varlık fiyat döngüleri gibi istenmeyen sonuçlar doğurabilmektedir (OECD, 2011: 1). Ortaya çıkan bu sonuçlar kısa vadeli finansal politikalarda zorlukları da beraberinde getirmektedir. Ülkeler bu zorlukların üstesinden gelebilmek için makro ve mikro ihtiyati tedbirler, çeşitli vergilendirme yöntemleri ve sermaye kontrolleri vasıtasıyla sermaye girişlerini engellemeye çalışılmıştır (OECD, 2011: 1). OECD (2011)'ye göre alınan önlemlerin etkileri kısa vadeli olmaktadır, çünkü diğer taraftan başka ülkeler tarafından alınan kısasa kısas önlemler dikkate alınmalıdır. OECD (2011)'ye göre, ülkeler uluslararası sermaye akımlarını yönetmek için tek taraflı adımlar atarken, istenmeyen toplu sonuçlardan kaçınmak için uluslararası iş birliği esastır.

Ani Duruş Kriz'leri döneminde alınacak politika önlemleri ile ilgili olarak genellikle büyük sermaye çıkışları olarak gösterilen sermaye girişlerindeki büyük yavaşlama, döviz kuru devalüasyonu, uluslararası rezervlerin kaybı ve reel faiz oranlarındaki artışlarla önlenabilir. Daha güçlü finansal pozisyonlar, daha esnek döviz kurları, daha derin finansal piyasalar ve daha az döviz uyumsuzluğu reçetesinin, gelişmekte olan piyasaları Ani Duruş'lardan izole etmediği açıktır; olayın sıklığı zamanla azalmamıştır (Eichengreen ve Gupta, 2016: 3).

Uluslararası sermayenin kontrol edilmesi yönelik ilk adımlar Güney Doğu Asya Krizi (1997/98) ile gündeme gelmiştir. Asya krizinin hem büyüklüğü hem de bulaşıcılığı bu süreçte etkili olmuştur. Avrupa Para Krizi (1992) ve Meksika Kriz (1995)'lerinin tesirleri küresel çapta daha sınırlı kalmıştır. Rusya (1998/99), Türkiye (2000/01), Arjantin (2001/02) krizleri sonucunda spekülasyon sermayenin kontrol edilmesi önemini artırmıştır.

Sermaye kontrolleri, uluslararası sermaye akımlarının neden olduğu negatif iktisadi sonuçlara karşı ülkeye yönelen sermaye akımlarını sınırlamaktır. Sermaye kontrollerin altında yatan sebep ise, sermaye akımlarının gelişmekte olan ülke piyasalarına ani giriş ve çıkış yapması sonucunda ülkede ortaya çıkan ekonomik sistemdeki tahribatı önlemektir. Sermaye kontrol önlemlerinin ayırt edici özelliği, yatırımcının ikametgahı temelinde ayrımcılık yapmalarıdır (CIEPR, 2012).

Sermaye kontrollerinin amaçları aşağıda belirtilmiştir (Magud ve diğerleri, 2011: 7).

- Sermaye akımlarının hacmini azaltmak,
- Sermaye akımlarının kompozisyonunu değiştirmek (daha uzun vadeli yatırımlara yönelik),
- Reel döviz kuru üzerindeki baskıları azaltmak,
- Daha bağımsız bir para politikasına imkân tanımaktır.

Varlıkların sınır ötesi ticaretine getirilen kısıtlamalar sermaye kontrolleridir. Sermaye hareketleri üzerindeki kontroller, hem sanayileşmiş ülkeler arasında sabit döviz kurlarını tercih edenler tarafından, hem de kontrollerin değişken faiz oranlarının oynaklığını azaltabileceğine inananlar tarafından önerilmiştir (Obstfeld ve Rogoff, 1995: 94). Edwards (1999) çalışmasında ekonomiyi uluslararası finans piyasalarının istikrarsızlığından korurken bu sorunlardan kaçınmanın bir yolunun, kısa vadeli sermaye girişleri üzerinde kontrolleri benimsemek olduğunu ileri sürmüştür. Küresel finansal entegrasyonun zorluklarını ve fırsatlarını dengelemek, sermaye girişlerinin vade yapısını stabilize etmek ve uzatmak, büyük hacimli girişlerin para birimi ve ihracat üzerindeki etkisini azaltmak, ekonomiyi spekülatif aşırılık ve dış finansmanın aniden geri çekilmesiyle bağlantılı istikrarsızlıktan korumak ve para politikasının özerkliğinin artırılmasını sağlamaktadır (Gabel, 2003: 2).

Küresel şokların yurtiçi finansal sisteme aktarılma biçimi ve yurtiçi finansal gelişmelerin makroekonomiyi nasıl bir sürece götürebileceği konusunda sermaye kontrolleri ciddi bir etkiye sahiptir. World Bank ve IMF (2005)'e göre sermaye hesabının yurtiçi finansal istikrar üzerindeki etkisi düşünüldüğünde, son liberalizasyonların niteliği ve kapsamı ve bunları gevşetmeye yönelik planlar dahil olmak üzere mevcut sermaye kontrollerinin farkında olmak önemlidir. Dünyada yaşanan krizlere bakıldığında ülkenin finansal sistemi yeterince güçlendirilmeden sermaye hesabının serbestleştirilmesinin ciddi ekonomik problemlere katkıda bulunabileceğini göstermiştir. World Bank ve IMF (2005) çalışmasında bu deneyimleri, sermaye hesapları açılırken uygun sıralama ve koordinasyonun ve finansal istikrarı korumak için yerel finansal serbestleştirme politikalarının önemini vurgulamıştır.

Grabel (2003)'e göre sermaye kontrolleri, finansal dengesizliğin temel bileşenleri olan döviz kuru riski (currency risk), yatırımcı kaçış riski (flight risk), kırılganlık riski (fragility risk), bulaşıcılık riski (contagion risk) ve egemenlik riski (sovereignty risk) nin azalmasına zemin hazırlamaktadır. Sermaye kontrolleri; döviz kuru riski yerel paranın konvertibilitesini sınırlandırarak Ani Duruş sonrasında ortaya çıkacak dalgalanmalardan koruyabilir. Yatırımcının kaçış riskinde, sermaye girişi sırasında kısa vadeli yatırım türlerini sınırlandırarak sermayenin kaçışını engelleyebilir ve aynı süreçte sermayenin çıkışını kısıtlayarak riski minimum edebilir. Kırılganlık riskinde bu riskin oluşmasına neden olan sermayenin miktarına veya yatırım kararlarını ve borç vermeleri üzerine etki kurarak azaltabilir. Bulaşıcılık riskinde, finansal entegrasyon seviyesini düzenleyerek veya döviz kuru riski, yatırımcı kaçış riski ve kırılganlık risklerini minimum seviyeye getirerek bu riski önleyebilir. Sermaye kontrolleri egemenlik riskini ise para birimi riski, yatırımcı kaçış riski, kırılganlık ve bulaşma riskini sınırlandırma kapsamında uygulamaya konulacak önlemlerin alınması durumunda finansal bir kriz olasılığını azaltır ya da krizle karşılaşıldığında şiddeti daha az olur ve bu durumda ülkenin egemenliği desteklenmiş olmaktadır.

Ülkelerdeki karar vericiler, küreselleşmenin yarattığı sonuçlarla başa çıkmak için tekrar tekrar vergi yasalarına, denetim kısıtlamalarına ve finansal işlemlerin düzenlenmesini yapmak zorunda kalmışlardır. Genellikle eylemlerini daha yüksek gerekçelerle akla uygun hale getirmişler, bazen de o kadar etkili sermaye kontrolleri uyguladılar ki açık olarak tanımlanması zorlaşmıştır. Ancak tüm bu olaylarda, yüzeyin altında dört korku gizlenmiştir. Bu korkular aşağıda anlatılmıştır (Magud ve Reinhart, 2006: 4-6).

- Değerlenme Korkusu (Fear of appreciation): Sermaye girişi, para biriminin değişim değeri üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturarak, yerli üreticileri küresel piyasalarda ve özellikle yatırım aracı olarak pek tercih edilmeyen yakın rakiplerine göre daha az rekabetçi hale getirir. Böylesi bir durdurma arzusu tipik olarak döviz rezervlerinin birikiminde kendini gösterir.
- Sıcak Para Korkusu (Fear of hot money): Küçük bir pazara ani fon enjeksiyonu, ani geri çekilmeleriyle ilişkili gerginliğin yansıttığı başlangıçta yerinden çıkmasına neden olabilir. James Tobin'in uluslararası finansın çarklarına kum atma teklifinin arkasında böyle bir sıcak para güvensizliği vardı. Basitçe ifade etmek gerekirse, yeterince yüksek bir vergi (etkin bir şekilde uygulanırsa) ilk

girişi caydıracak ve kaçınılmaz çıkışla ilişkili acıyı önceden boşaltacaktır.

- Büyük Giriş Korkusu (Fear of large inflows): Tüm para sıcak değildir, ancak o zaman bile, bazen çok büyük miktarda sermaye akımı önemlidir. Özellikle bazen daha yüksek getiri arayışında gelişigüzel olduğunda büyük miktarda sermaye girişi, finansal sistemde yerinden çıkmalara neden olur. Yabancı fonlar, varlık fiyat balonlarını körükleyebilir ve nakit zengini yerli araçlara aşırı risk almayı teşvik edebilir. Yine vergiye başvurmak büyük bir fayda sağlıyor gibi görünebilir.
- Parasal Özerkliğin Yitirilmesi Korkusu (Fear of loss of monetary autonomy): Küresel yatırımcıların ve yerel politika yapımcıların çıkarlarının her zaman veya hatta sıklıkla uyumlu olması gerekmez. Ancak sabit (veya yüksek düzeyde yönetilen) bir döviz kuru, para politikası özerkliği ve açık sermaye piyasalarına sahip olmanın mümkün olmadığı bir üçlü her zaman iş başındadır. Para politikası esnekliğinin bazı unsurlarını korumaya yönelik bir cazibe varsa, bir şeylerin pes etmesi gerekir. Bununla birlikte, yukarıda bahsedilen dalgalanma korkusunun varlığında, sermaye hareketliliğinden vazgeçmek, para politikası özerkliğinden vazgeçmekten daha çekici görünebilir. Eylemi tetikleyen sebep ne olursa olsun, bir tür sermaye kontrolü döviz kuru baskılarını kontrol ediyor, büyük girişleri durduruyor ve parasal özerklik unsurunu yeniden kazanıyor gibi görünebilir. Daha az şanslı olanlar, sermaye kaçışını azaltmak için kontroller uygulayan politika yapımcılardır, çünkü güvenlik arayan yatırımcılar-en önemlisi yurt içinde ikamet edenler ve yabancılar da dahil olmak üzere-düzenleyici kısıtlamalardan nadiren caydırılırlar.

Sermaye kontrollerini destekleyenler, sermaye hareketliliğini kısıtlamanın iki önemli potansiyel faydası olduğunu savunmuşlardır (Edwards, 2005: 1). Bunlar bir ülkenin dış şoklara ve finansal krizlere karşı savunmasızlığını azaltması ve döviz krizi geçirmiş ülkelerde faiz oranlarını düşürme, büyüme yanlısı politikalar uygulama ve krizden aksi takdirde yapacaklarından daha erken çıkma olanağı sağlamasıdır. Bu görüşe göre, sermaye çıkışlarını kontrol etmek, kriz ülkelerine finansal sektörlerini düzenli bir şekilde yeniden yapılandırmaları için ek süre verecektir.

Sermaye kontrolleri en iyi durumda sermaye girişlerine veya çıkışlarına kısa vadeli bir yanıt olabilir (Calvo ve Reinhart, 1999: 19). Sermaye kontrolleri, sermaye akımlarının bileşimini değiştiriyor gibi görünüyor. Doğrudan yabancı yatırımın payını artırırken, kısa vadeli ve portföy akımlarının payını azaltırlar (Calvo ve Reinhart, 1999:14). Calvo ve Talvi (2005), yaygın ve yanıltıcı bir sezginin, sermaye kontrolleri uygulayarak kısa vadeli sermayenin içeri girmesini engellemesi durumunda sermayenin acele etmeyeceği ve böylece ani bir duruşun önleneyeceğinin altını çizmektedir. Dolarizasyon, yükselen piyasa ekonomilerine sermaye kontrollerine karşı uygulanabilir ve daha piyasa dostu bir alternatif sunabilir (Calvo ve Reinhart, 1999:13).

Sermaye kontrollerini sermayenin girişi esnasında mı yoksa çıkışı esnasında mı yapılması gerektiği konusunda ayrımın yapılması gerekmektedir. Sermaye çıkışları üzerindeki kontrollerin başarılı olması için potansiyel boşlukları kapatmak için oldukça kapsamlı olmaları gerekir (Fischer, 2001: 12). Öyle olsa bile deneyimler yerel politikalar temelde sabit döviz kurunun sürdürülmesi ile tutarsız ise sermaye çıkışlarının üzerindeki kontroller paranın devalüasyonunu engelleyemediğini göstermiştir (Fischer, 2001: 12). Sermaye çıkışına konulan kısıtlamalardaki amaç, parasal koşulları sıkılaştırmadan veya daha maliyetli politikalar uygulamadan nominal döviz kurunun değer kaybetmesini engellemektir (Ergül, 2012: 12). Sermaye girişlerine konulan kısıtlamalar ise, yüksek miktardaki sermaye girişleri karşısında, ulusal para koşulları üzerindeki kontrolü kaybetmeden döviz kuru üzerindeki değerlenme baskısını azaltmaktır (Ergül, 2012: 12). Nitekim likidite krizlerinin neredeyse değişmez bir şekilde sermaye akımının tersine dönmesinin bir sonucu olduğu gerçeği, bazı yazarların sermaye kontrollerinin özellikler sermaye girişi üzerindeki kontrollerin bir döviz krizi riskini azaltabileceğini iddia etmelerine neden olmuştur (Edwards ve diğerleri, 2003: 44). Bu görüşü savunan destekçilerin çoğunluğu önerilerini 1990 yıllarda Şili'nin uyguladığı sermaye kontrolleri deneyimi üzerine dayandırmaktadır. Sermaye girişleri üzerinde kontrollerin getirilmesi nedeniyle Ani Duruş yaşanan iki durum vardır. Bunlardan birincisi Şili 1990-1991 yıllarında Ani Duruş (GSYİH'nin %) 8 ve Malezya 1993-1994 yıllarında Ani Duruş (GSYİH'nin %) 15 olarak gerçekleşmiştir (Calvo, 2003: 33). Magud ve Reinhart (2006)'ın yaptıkları çalışmada Şili sermaye girişleri kısıtlama politikalarında en başarılı ülke iken Malezya da sermaye çıkışları kısıtlama politikalarında ön plana çıkmaktadır.

Küresel finansal döngünün yarattığı yıpratıcı etkiden izole etmek için sermaye kontrolleri ya döngüsel ya da kalıcı olarak uygulanabilir. Kalıcı sermaye kontrolleri, varlıkların giriş esnasında ya da çıkış esnasında uygulanabilir. Rey (2018)'e göre kalıcı sermaye uygulamaların bu evresinde bu tür bir politika uygulamanın finansal istikrar üzerindeki olumlu etkisini ve yan etkilerini inceliklerle değerlendirmek zor bir süreçtir çünkü son zamanlarda, sadece çok spesifik özelliklere sahip düşük gelirli ülkelerde kalıcı kontroller uygulanmaktadır. Uluslararası sermaye hareketlerinin yoğunlaştığı zamanlarda, özellikle kredi akımları ve portföy borçları üzerinde geçici kontroller kullanılabilir.

Carney (2019) çalışmasında belirttiği gibi, sermaye akımı yönetimi önlemlerini operasyonel hale getirmede iki büyük zorluk var: Birincisi, misillemeyi kışkırtmamak için kasıtlı olma ve ikincisi, yatırımcıları panikleyebilecekleri ve işleri daha da kötüleştirebilecek olmasıdır. Uluslararası sermaye akımları üzerindeki kontroller, yerel sermaye piyasasının uygun düzenlemeleri ile birlikte olmadıkça etkisiz olabilir (Calvo, 1998: 48).

Küresel finansal kendi iç dinamiğine dayanan yükselişler sırasında bir yükselen piyasa ekonomisi yani gelişmekte olan ülkeler tarafından sermaye kontrollerinin dayatılması, diğer gelişmekte olan piyasalara sermaye akımlarını yönünü değiştirebilir ve komşu ülkelerle para savaşına yol açabilir. Devletler yabancı sermayeyi çekebilmek ve yerli sermayenin yurtdışına çıkışını önlemek amacıyla birbirleriyle rekabet etmektedirler (Candan, 2012: 83). Kriz zamanlarında yabancı sermayenin ülkeye girişini sağlamaya yönelik düzenlemeler yapmak oldukça önemlidir.

Uluslararası sermaye hareketlerinde en çok başvurulan yöntemlerden biri vergidir. Tobin vergisi, döviz işlemlerinin vergilendirilmesi olarak tanımlanmakta ve küresel sermaye hareketlerinin kontrolünü amaçlamaktadır (Tobin, 1978: 155). Tobin (1978)'e göre işlemin boyutuyla orantılı olarak, bir para biriminin diğerine tüm spot dönüşümlerinde uluslararası olarak tek tip bir vergidir. Kalıcı döviz değişimlerinde veya daha uzun vadelerde verginin etkisi daha az olacaktır. Kur riskleri, sermaye değeri riskleri ve piyasa kusurları nedeniyle, faiz arbitrajı ve döviz spekülasyonu uzun vadelerde daha az sorun yaratır. Ayrıca, uzun vadeli portföy tercihlerine ve kar fırsatlarına duyarlı uluslararası sermaye hareketlerinin mümkün olduğunca az engellenmesi arzu edilmektedir. Her bir hükümet tarafından kendi sınırları üzerinden yönetilen uluslararası kabul görmüş her hükümet tarafından kendi yetki alanı üzerinden yönetilen tek tip bir vergi olacaktır. Vergi para birimi ve madeni paradan hisse

senedi menkul kıymetlerine kadar başka bir para birimi cinsinden tüm finansal araç alımları için geçerli olacaktır. Başka birinin mukimi tarafından satılan mal, hizmet ve gerçek varlıklar için tek bir para birimindeki tüm ödemelere uygulanması gerekir. Tobin (1978) çalışmasında döviz işlemlerinde küresel bir verginin uluslararası finans piyasalarındaki istikrarsızlaştırıcı spekülasyonu azaltacağını savunmuştur.

Tobin (1978)'e göre finansal krizlerin temelinde yatan en önemli nedenler yüksek hacimli döviz spekülasyonu ve dövizde yapılan günlük alım satım işlemlerinin dünyadaki tüm borsalarda oluşan işlem hacminden daha fazla olmasıdır.

Tobin vergisinin etkin olabilmesi için gerekli şartlar aşağıdadır (Bird ve Rajan,1999:3-5).

- Tamamen evrensel olmaktan ziyade, Tobin vergisinin yalnızca tüm büyük finans merkezleri tarafından tek tip bir şekilde uygulanması gerekir. Çünkü tek taraflı uygulama sermayenin vergilendirilmemiş olan bölgelere kaçmasına neden olmaktadır.
- Varlık ikamesi yoluyla vergiden kaçınmayı önlemek için, forwards, futures, opsiyon ve swap gibi tüm türev ürünlere uygulanması gerekmektedir.
- En uygun vergi oranı önerileri genellikle %0,1 ile 0,25 arasında değişmektedir.
- İyileştiriciden ziyade önleyici bir Tobin vergisi, çıkışlardan ziyade sermaye girişlerini (özellikle borç finansmanı) ılımlı (kısa vadeli) düzenlemede muhtemelen çok daha başarılı olacaktır (ve amaçlanmalıdır). Yani çıkışlarda vergi uygulamaktansa girişte vergi uygulanmasının ekonomide yaratacağı negatif etkiyi önlemelidir.
- Bir Tobin vergisinin yukarıdaki (önleyici) amacı göz önüne alındığında, döngüsel olmayan bir şekilde, yani bir sermaye girişi döneminde vergi oranını yükseltmek ve diğer zamanlarda düşürmek (hatta tamamen ortadan kaldırmak) gerekmektedir.

Tobin vergisi, geleneksel olarak oynaklığı azaltmaya, sermaye hareketlerini dengelemeye ve finansal krizlerden kaçınmaya yönelik önleyici bir tedbir olarak sunulmuştur (Bird ve Rajan, 1999: 7). Aksine görüş ise Grabel (2003)'e göre Tobin vergisi, en iyi ihtimalle, neoliberal finans rejimlerini krize karşı savunmasız hale getiren bazı riskleri makul ölçüde azaltmaktadır. Bu vergi, spekülasyon faaliyet sonucunda ortaya çıkan kırılganlık riskini ve Ponzi finansman stratejilerinin doğasında bulunan para birimi ve / veya geri ödeme risklerini azaltmak için etkili bir araç değildir. Ampirik çalışmalar, sermaye kontrollerinin ancak kapsamı geniş bir yelpazeyi kapsıyorsa ve kısa vadeli ise etkili olduğunu göstermiştir (Adas ve Kartalli, 2016: 303).



4.ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNDE ANİ DURUŞ ETKİSİ VE ÖRNEK ÜLKE GRUBUNDA ARAŞTIRMA

Ani duruş krizlerinin aşamaları vardır. Birinci aşamada finansal piyasaları vurur, para birimleri değer kaybeder, faizde dikkate değer hareketlenmeler olur ve borsalar çöker. İkinci aşamada üretimi vurur, ülke ekonomileri hızla yavaşlama sürecine girer. Üçüncü aşamada istihdam krizidir. Tez muhasebe finansman bilim dalında yapıldığı için ani duruş krizinin birinci aşaması dikkate alınarak süreç ilerleyecektir.

Uluslararası sermaye hareketlerinde ani duruş konusu üzerinde çalışma nedenlerimiz; Uluslararası sermaye hareketleri genellikle kısa vadeli yatırımlardır. Kısa vadeli yatırımlar uzun vadeli yatırımlara göre daha oynak olmalıdır. Kısa vadeli yatırımlar dikkate değer bilgi aldıklarında ve bilginin sinyalini gördüklerinde piyasadan aniden çıkış yapmaktadırlar. Ani duruş süreci yatırımcıların birbirlerinin davranışları taklit etmeleri yani sürü psikolojisine kapılmaları sonucunda ilk olarak mevcut piyasada sonra da bulaşıcılık etkisi ile diğer ülkelere yayılma potansiyeli göstermektedir. Uluslararası yatırımların ülkeden çıkış yapması durumunda ülke ekonomisinde ciddi sonuçlar doğurmakta ve kısa vadeli yatırımların oynaklık derecesi bağlı olarak ekonomik yapının daha da kötüye gidişini artırmaktadır.

4.1.Literatür

Literatür kısmı ani duruş, sermaye akımları ve Türkiye’de yapılan çalışmalar üzere üç kısım olarak ilerleyecektir.

4.1.1. Ani Duruşlarla İlgili Literatür

Ani duruşla ilgili literatür oldukça geniş ve gitgide büyümeye devam etmektedir. Belli konular kapsamında literatüre değinilecektir. Çalışmalar Ek 1’te Ani Duruş literatür olarak listelenmiştir. Ek-1 yazar tarafından oluşturulmuştur.

4.1.1.1. Ani duruşların belirlenmesi

Ani duruş, dış kaynak gereksinimi fazla olan ülkelerin, dışsal bir şok ya da ülkenin kendi ekonomik yapısından kaynaklanan sorunlar ya da her iki durumun oluşması sonucu yatırımların tersine dönmesi ile ödemeler bilançosu cari işlemler alt başlığında ortaya çıkan değişimler olarak ifade edilebilir. Sermaye çıkışları belli bir boyuta geldiğinde geldiği durum ani duruşun göstergesi niteliği olmaktadır. Ani duruş üzerine çalışmalarda araştırmayı yapan tarafından farklı kriterler belirlenmiş ve bunlar üzerinden sonuçlar değerlendirilmiştir.

Ani duruş dönemlerini tanımlamak için çeşitli yöntemler geliştirilmiştir. Birinci yöntem yalnızca sermaye akımlarındaki değişiklikleri dikkate alarak belirlenmektedirler. Bu yöntemle belirleyenler; Calvo at el. (2004)'e göre, sermaye akımlarındaki yıllık düşüşün örnek ortalamasının en az iki standart sapma altında olduğu en az bir gözlem içeriyorsa, bir dönemi ani duruş olarak kabul eder ve ani duruş dönemi, sermaye akımlarındaki yıllık değişim ilk kez ortalamanın bir standart sapma altına düştüğünde başlar ve sermaye akımlarındaki yıllık değişim, örnek ortalamasının bir standart sapma altında kaldığında sona erer. Calvo ve diğerleri (2004) tanımımız, bir olayın “büyük ve beklenmedik” olup olmadığına karar verirken her bir zaman noktasında her bir ülkenin sermaye akımı dalgalanmalarının oynaklığını hesaba katar. Calvo ve diğerleri (2004) hesaplamasına yakın bir yöntemi Bordo ve diğerleri (2010), Rothenberg ve Warnock (2011), Cowan ve Raddatz (2013) uygulamıştır.

İkinci yöntem, sermaye akımlarının yıllık değişimine ve GSYİH'ye göre büyüklüğüne dayanmaktadır. Bu yöntemle belirleyenler; Guidotti ve diğerleri (2004), bir ülkeye giren sermaye akımının standart sapma değerinin en az iki puan altında kalan sermaye hesabının yıl bazında bir daralma koşulu içermesi halinde ortaya çıkan durum olarak tanımlamaktadır. Bu gibi durumlarda, ani duruşun sermaye akımındaki yıl bazında düşüşlerin hesaplama aracının standart sapma değerinin bir puan altında kalması halinde başladığını ve yıllık değişimin hesaplama aracının standart sapma değerinin bir puandan daha az değer altında kalması halinde son bulduğunu kabul etmektedir. Ayrıca hesaplamayı, sermaye hesap daralmasının GSYİH'nin %5'ini aştığı durumlarla ve ülkenin düşük volatilitesi yüzünden sermaye hesabında bir standart sapma puanından fazla minimal değişimler sergileyen ülkelerle sınırlı tutmaktadırlar. Guidotti ve diğerleri (2004) hesaplamasına yakın bir yöntemi Levchenko ve Mauro (2007), Cowan ve diğerleri (2008),

Agosin ve Huaita (2012), Calderón ve Kubota (2013) ve Cowan ve Raddatz (2013) izlemiştir.

Üçüncü yöntem Milesi-Ferretti ve Razin (2000) çalışmasında; cari açıktaki ortalama azalma, olaydan önceki üç yıla göre üç yıllık bir süre boyunca GSYİH'nın en az %3 puanı olmalı, ters çevrilmeden sonraki maksimum açık, tersine çevrilmeden önceki üç yıl içindeki minimum açıktan büyük olmamalı ve ortalama cari hesap açığı en az üçte bir azaltılmalı olarak yer almaktadır.

Dördüncü yöntem ani duruşu yoğun olarak sermaye kabul eden ülkelerde ani ve büyük miktarda sermaye girişlerinin azalması olarak tanımlamaktadır (Edwards, 2005: 14). Edwards (2005) göre ani bir duruş olarak nitelendirmek için olması gereken kriterler; ani duruştan önceki iki yıl boyunca söz konusu ülkenin içinde bulunduğu bölgenin üçüncü çeyreğinden GSYİH'ye göre daha fazla sermaye girişi almış olmalı ve net sermaye girişinde bir yıl içinde GSYİH en az %5'i kadar azalmış olmalıdır.

Beşinci yöntem Hutchison ve Noy (2006)'e göre, ani duruş krizini, para birimi baskı endeksinde iki puandan fazla sapma olması durumunda yani eş zamanlı bir para krizinin ve sermaye hesabından geri dönüşlerin GSYİH'nın %3'ünden fazlasını olması durumu olarak tanımlamaktadırlar.

4.1.1.2. Ani duruşların belirleyicileri ve sonuçları

Ani Duruş ve Uluslararası Rezervler

Calvo (1998)'e göre uluslararası rezervleri serbest bırakma yeteneği, sermaye girişlerindeki Ani Duruş darbesini yumuşatabilse de temel ekonomik muhakemeyle desteklenen son deneyimler, bunu düzgün bir şekilde yapmanın büyük bir başarı olabileceğini göstermiştir. Calvo ve diğerleri (2004) çalışmada her ülke için Ani Duruş evresinde tepeden dibe önemli miktarda rezerv kaybı vardır. Ani duruşlara, rezerv zararları eşlik etmiş ve bu da bu olayın sermaye akımlarının arzındaki değişimlerle ilişkili olduğunu göstermiştir. García ve Soto (2004) çalışmanın amacı rezervlerin krizi açıklamada ne kadar sağlam olduğunu ya da yokluğunu değerlendirmişler ve bulunan sonuçlar doğrultusunda kurumsal değişkenler kontrol edilirken bile kriz olasılığının bu rezervlerin kısa vadeli

borçlara oranı ile daha güçlü bir şekilde ilişkili olduğunu göstermiştir. Caballero ve Panageas (2004) çalışmasında, ölçülebilir bir Ani Duruş modeli geliştirmiştir ve gelişmekte olan piyasaları bunlara karşı sigortalamak için pratik mekanizmaları incelemek için kullanmışlardır. İlk olarak, uluslararası rezerv birikimi yoluyla cari hesabı korumaya yönelik standart uygulamayı değerlendirmişler ve en iyi şekilde yönetildiğinde bile bu mekanizmanın pahalı ve eksik olduğu sonucuna varmışlardır. Diğer taraftan, dış sigorta elde etmek zordur çünkü Ani Duruş'lar genellikle gelişmekte olan piyasa yatırımcılarının kendilerinde olan sıkıntılarıyla bir araya gelir. Bu nedenle Ani Duruş'larla ilişkilendirilen küresel (gelişmekte olan pazara özgü olmayan) varlıkları bulmak gerekir. Catão (2005)'ya göre döngüsel bütçeleri ve Ani Duruş nedeniyle kur çöküşü olan ülkelerde Ani Duruş yıllarında önemli miktarda rezerv kaybettiklerini tespit etmişlerdir. Tersine, görünüşte daha iyi düzenlenmiş bankalara ve daha derin finansal piyasalara sahip ekonomilerde ise tipik olarak daha yumuşak bir geniş para çarpanına sahip ve aynı zamanda, uluslararası (altın) rezervleri olan yerel banka yükümlülükleri veya kâğıt paralar için tutarlı bir şekilde daha yüksek bir destek sağlamayı başardığı için; para birimlerine bağlı kalarak Ani Duruş şokunun üstesinden gelmeyi başarmışlardır. Jeanne ve Ranciere (2006)'e göre rezervler, ülkenin Ani Duruş'larına yanıt olarak iç emilimi yumuşatmasına izin vermektedir. Optimal rezerv seviyesi için bir formül türetmişlerdir ve makul kalibrasyonların birçok yükselen piyasa ülkesinde gözlemlenen büyüklük sırasındaki rezervleri açıklayabildiğini göstermişlerdir. Bununla birlikte, Asya'daki son rezerv birikiminin, Ani Duruş'lara karşı bir sigorta saikinin ima ettiğinden daha fazla olduğunu tespit etmişlerdir. Calvo (2007) çalışmasında uluslararası sermaye akımlarının yıkıcı sonuç doğurmasına neden olan Ani Duruş'lar, en iyi geleneksel yerel politikalar ve sınırlı bilanço kırılganlıkları ile önlenebileceğini ve uluslararası rezervlerin dolaylı bir rol oynadığını tespit etmiştir. Edwards (2007) çalışmasında uluslararası rezervlerin Ani Duruş'lardan kaçınmada küçük bir rol oynadığını savunmuştur. Jeanne (2007)'e göre rezervlerin Ani Duruş olayları sırasında yumuşak emilim sağladığına dair bazı kanıtlar bulmuştur. 1980 ve 2002 yılları arasında, ülkeler tipik olarak ani duruşlardan önce rezerv biriktirmiş ve ani duruşlarda kaybetmiştir. Dış finansman kesintileri sırasında bu tür bir yumuşatma, ülkelerin borçlanmanın yan etkilerini sınırlamak için emilimi sürdürmelerine ve döviz kurlarını dengelemelerine olanak tanımaktadır. Calvo ve diğerleri (2008) çalışmada uluslararası rezerv varlıklarının hem döviz kurundaki değer kaybını azaltarak Ani Duruş'u önleyebileceğini hem de böyle bir Ani Duruş yaşanması durumunda tampon görevi görebileceğini ileri sürmüşlerdir. Durdu ve diğerleri (2009)'e göre finansal entegrasyon ve Ani Duruş riski, yabancı varlıklarda rezervlerde

gözlemlenen dalgalanmalarla karşılaştırılabilir büyük artışlara neden olmaktadır. Çalışma sonucunda finansal küreselleşmenin ve Ani Duruş riskinin ortaya çıkmasının rezerv birikimi ile aynı zamana denk geldiğini göstermektedir. Bordo ve diğerleri (2010)'e göre yüksek rezerv oranları (yani altın rezervleri / dolaşımdaki para) Ani Duruş olasılığını azaltır; bu, krizleri önleme becerisinde sinyal verme ve döviz güveninin önemini yansıtan bir gerçektir. Bu küreselleşme döneminden çıkardığımız sonuç, bugün olduğu gibi, rezervlerin büyük olasılıkla ani duruşları yumuşatmak için kullanıldığıdır. Aynı zamanda bir şekilde sigorta mekanizmaları olarak hizmet ettikleri ve ani duruş olasılığının daha düşük olduğu görülmüştür. Calvo ve diğerleri (2012) çalışmada rezervlerin hem Ani Duruş olasılığını hem de borç dolarizasyonunun bilanço etkilerini azaltarak etkilediği istatistiksel bir model açısından optimal uluslararası rezerv stoku konusunu ele almaktadır. Optimal rezervler, merkez bankalarının bir Ani Duruş'un beklenen maliyetini rezerv tutmanın fırsat maliyetiyle dengeleyerek ihtiyatlı bir şekilde rezervleri seçtiği varsayımı altında türetilmiştir. Değerlendirilen 27 gelişmekte olan ekonomiden yalnızca 10 tanesi karşılık gelen optimal seviyelerinden daha yüksek rezervler gözlemlenmiştir. Genel bir kural olarak, para birimi uyumsuzluğu ve cari açık gibi değişkenlerin, uluslararası rezerv seviyesinin belirlenmesinde politika yapıcılar tarafından dikkate alındığını göstermektedir. Gourinchas ve Obstfeld (2012) yaptıkları çalışmada gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerin 2007-2009 küresel krizi ile 1973 sonrası erken krizlerdeki deneyimlerini karşılaştırmışlardır. Gelişmekte olan ülkelerde kriz olasılıklarının sağlam belirleyicisi ülkelerin döviz rezervleri, gelecekteki krizlerin olasılığını belirleyen istatistiksel ve ekonomik bir faktördür. Bir taraftan daha fazla uluslararası likidite, bir ekonomiyi Ani Duruş'a karşı daha az savunmasız hale getirirken diğer taraftan rezerv varlıklarıyla çok az ilgili olabilecek nedenlerden dolayı kriz beklentileri artarsa, rezervler keskin bir şekilde düşmeye mahkûm olmaktadır. Eichengreen ve Gupta (2016) çalışmada Ani Duruş meydana geldiğinde döviz kurunun değer kaybettiğini ve rezervlerin düştüğünü (beklenmedik bir şekilde değil) göstermektedir. Acharya ve Krishnamurthy (2018) çalışmada gelişmekte olan ülkelerde Ani Duruş'ları yönetmek için rezervlerin makro ihtiyati kullanımını ve sermaye kontrollerini analiz etmişlerdir. Temel sonuçları, bu araçların tamamlayıcı olmasıdır. Rezerv biriktirilmesi Ani Duruş'lara karşı faydalıdır, ancak özel sektörün rezerv stoklarının sunduğu sigortayı geri alması için teşvik yaratmaktadır. Bu bağlamda, borçlanma limitleri rezerv stoklarının etkinliğini artırmaktadır. Tamamlayıcılık perspektifimiz, rezervlerin optimal tutulmasının özel borçlanmaları etkileyebilecek mevcut politika araçlarına bağlı olduğunu da ima etmektedir. Bu tür enstrümanların etkinliğinde optimum rezerv varlıkları artmaktadır. Sermaye akımlarını

yönetmek için tamamlayıcılık mantığı bu sonucu tersine çevirir. Bir aracın (rezervlerin) etkinliğinin diğerinin kullanımına (sermaye akım vergileri) bağlı olduğunu göstermişlerdir. Daha sonra, bir enstrümandaki kullanım etkinliği düştüğünde, sadece düşük kullanım etkinliği enstrümandan ziyade, her iki araç daha fazla kullanılmalıdır. Han ve Park (2018) çalışmada gelişmekte olan ülkelerde neden eş zamanlı olarak büyük miktarda uluslararası rezerv ve dış borç tuttuğunu, uluslararası rezervlerin Ani Duruş krizini önlemek ve geçmek için nasıl yardımcı olduğunu ve dahası gelişmekte olan ülkelerin neden KFK ve benzeri küresel finans piyasası türbülans olayları sırasındaki rezervleri tükenmekte tereddüt ettiğini açıklayan bir uluslararası rezerv modeli önermişler ancak sadece uluslararası rezervlere sahip olmak gelişmekte olan ülkeler için zor zaman sürecinde etkili olduğunu sonucuna ulaşılmıştır. Davis ve diğerleri (2020)'e göre rezerv birikimi, Ani Duruş riskini azaltarak ön faydalar sağlamaktadır. Merkez bankasının rezerv stoku düşük olduğunda, döviz müdahalesinin bile ani duruşu engelleyemediği sonucuna ulaşmışlardır.

Faiz Politikaları ve Ani Duruş

Calvo ve diğerleri (1993)'e göre ABD faiz oranlarının özellikle Latin Amerika'daki gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarını uzun süre etkilediği sonucuna ulaşmıştır. Hernandez ve Rudolph (1995)'e göre bir grup Asya ve Latin Amerika ülkesindeki dış faiz oranı için hiçbir rolü olmadığını bulmuşlardır. Reinhart ve Calvo (1996)'e göre uluslararası sermaye hareketlerinin, sermaye hesabı dengesinin, ABD'deki faiz oranlarındaki dalgalanmalardan önemli ölçüde etkilendiğini göstermektedir. ABD faiz oranlarındaki artışlar, diğer parametreler eşit, Latin Amerika'dan sermaye çıkışlarıyla ilişkilidir. Küçük ve büyük ülkeler bu açıdan eşit derecede savunmasız görünmektedir. Fernández-Arias ve Montiel (1996) çalışmada yabancı faiz oranlarının sermaye girişlerini yönlendiren ve büyüklüğünü belirleyen bir itici faktör olarak rolü, bu konuda üstlenilen sistematik ampirik çalışma tarafından iyi bir şekilde tespit edilmiştir. Sonucun 1990'ların başından bu yana olan akımlarda kademeli bir azalma mı yoksa fiili bir tersine dönüş mü olacağı, yabancı faiz oranlarının izlediği yola ve stok ayarlamasının rolüne bağlı olduğu sonucu bulunmuştur. Reinhart ve Calvo (1999) çalışmada yabancı faiz oranlarının sermaye akımlarının hem hacmi hem de bileşimi üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Spesifik olarak, toplam sermaye akımları ve özellikle portföy akımları, bazı iç politika temellerini ve sermaye piyasasının bazı özelliklerini kontrol ettikten sonra bile, teoremin önerdiği yönde ABD ve Japon faiz oranlarındaki değişikliklere sistematik olarak yanıt vermektedir. Montiel

ve Reinhart (1999) çalışmada uluslararası faiz oranları, genel olarak sermaye akımlarının hacmini önemli ölçüde etkilediği ortaya konmuştur. ABD faiz oranları, tahvil ve hisse senedi portföyü akımları üzerinde en önemli etkiye sahiptir. Japon faiz oranları, diğer sermaye akım türlerinin arkasındaki önemli bir itici güç olarak görünmektedir. Caballero ve Krishnamurty (2002) enflasyon ve üretimle ilgilenen bir merkez bankasının sermaye çıkışına verdiği tepkisel reaksiyon, yurtiçi faiz oranlarını yükseltmektedir. Bununla birlikte, Ani Duruş anında para politikasının gücünü kaybettiğini belirtmekte fayda vardır. Catão (2005)'e göre 1970 sonrası kanıtlarla çarpıcı paralelliklere sahiptir, çünkü ABD faiz oranlarındaki değişiklikler, gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarını etkilemektedir. Çekirdek ülkelerden dünyanın geri kalanına sermaye ihracatındaki Ani Duruş'ların, gecikmeli uluslararası faiz oranlarıyla birlikte, genel olarak para krizi olasılığını artırdığını göstermektedir. Calvo ve diğerleri (2004) (2008) çalışmasında "sistemik" ani duruşlara (3S), yani toplam faiz oranı spreadlerinde keskin bir artışla birlikte meydana gelen Ani Duruş'lara odaklanmışlardır. Açıkça görülen reel faiz oranları Ani Duruş civarında (ortalama olarak 3900 baz puan), özellikle de gelişmekte olan piyasalar için (ortalama 4670 baz puan) keskin bir şekilde yükselmiştir. Ani Duruş'lara, büyük faiz artışları eşlik etmiş ve bu da bu sermaye akımlarının arzındaki değişimlerle ilişkili olduğunu göstermiştir. Dış finansal şoklardan kaynaklanan Ani Duruş yaşandığında iç faiz oranının artırılması gerekliliğidir. Yani, küresel bileşeni yakalaması nedeniyle yurt içi faiz oranı keskin bir şekilde artacaktır. Calvo ve Talvi (2005)'e göre gelişmekte olan ülkeler için faiz oranlarında ani, senkronize ve yaygın bir artış, finansal bulaşmanın Rusya krizinin gelişmekte olan pazarlarda yatırım yapan finansal araçların bilançosu üzerindeki etkisinden kaynaklandığıdır. FED'in faiz politikalarında yukarı yönlü bir hareket, gelişmekte olan piyasalarda Ani Duruş risklerine katkıda bulunuyor (Koepke, 2018: 183). Latin Amerika 1980'lerin başındaki krizlerinden 1994 yılındaki Meksika krizine ve 2013 yılındaki Taper Tantrum'a kadar yakın tarih bakıldığında, ABD'de ve diğer gelişmiş ekonomilerde artan faiz oranlarının finansal krizlere ve gelişen piyasalarda Ani Duruş'lara yol açtığı bölümlerle doludur (Davis ve diğerleri, 2020b: 1).

Döviz Kuru Rejimleri ve Ani Duruş

Milesi-Ferretti ve Razin (1999) çalışmada örneklemin tamamında, ülkelerin döviz kurunun %69'nun sabit kur olmasına rağmen, bazı ülkelerin kriz yılında ve takip eden birkaç yıl daha döviz kuru sabitlemesini terk ettiğini belirtmektedir. Calvo (2003) bu çalışmasında, bir Ani Duruş tespit edildiğinde döviz kurunu sabitlemenin olası arzu edilebilirliğini

vurgulamaktadır. Çalışmasında “Krizden daha derin anlamda sabitleme mi sorumlu mu?” sorusunu sormaktadır. Sorunun cevabı: “Olasılığı inkâr etmeyeceğim, ancak mevcut model, bir Ani Duruş kökeninin finansal işlev bozukluğuna dayandığını ve döviz kuru politikasından tamamen ayrıldığını göstermektedir” durumu olarak tespit etmiştir. Guidotti ve diğerleri (2004) çalışmada dalgalı bir döviz kurunu seçen ve görece açık olan ekonomiler, Ani Duruş sonrasında muhtemelen en hızlı büyümeye başlayacaklarını tespit etmişlerdir. Edwards (2004)’e göre esnek döviz kurlarının amortisör görevi görerek ülkelerin cari hesap değişimleri de dahil olmak üzere daha iyi dış şoklara uyum sağlamasına izin verdiği fikrini desteklemektedir. Razin ve Rubinstein (2005) yaptıkları çalışmada dalgalı döviz kuru politikalarının Ani Duruş riskini, yerli temsilcilerin yabancı para cinsinden borçlanma iştahını azaltması şartıyla ortadan kaldırmaya da azaltabileceği sonucuna varmıştır. Aynı zamanda yerli temsilcilerin döviz cinsinden borçlanma olasılığını artıran sabit veya yarı sabit döviz kuru rejimlerinin ani duruş olasılığını da artırdığını bulmuşlardır. Eichengreen ve diğerleri (2006) çalışmada sabit döviz kuru rejiminin ve GSYİH’ya oranla yüksek dış borç stokunun, Ani Duruş olasılığını artırdığını göstermektedir. Cavallo ve diğerleri (2016) çalışmada döviz kuru esnekliğinin derecesinin ne Ani Duruş’lara geçişleri ne de birkaç küresel ve yerel koşul kontrol edildikten sonra Ani Duruş’ları önleyen geçişleri açıklamakla ilgili olmadığını sonucuna ulaşmışlardır.

Açıklık ve Ani Duruş

Milesi-Ferretti ve Razin (1998, 2000) çalışmalarında açıklığın krizleri tetiklemeye ve / veya cari hesabın keskin bir şekilde tersine dönmesine yardımcı olduğunu bulmuşlardır. Kaminsky ve Reinhart (1999)’e göre artan finansal açıklığa bağlı olarak para ve bankacılık krizinin sıklığı ve şiddetini artırıyor gibi görünmektedir. Rose (2002)’e göre uluslararası yatırımcılar açısından, yüksek ticaret / GSYİH oranına sahip bir ülkeden sermayenin tersine dönme olasılığı yani Ani Duruş ihtimali düşük olacaktır çünkü ülkenin temerrüde düşme olasılığının daha düşük olduğunu bilmektedirler. Daha yüksek bir ticaret oranına sahip olan ülke için, borç vermede kesinti olasılığı azalmaktadır. Guidotti ve diğerleri (2003) çalışmada daha fazla ticaret yapan ekonomilerin, genellikle Ani Duruş ile gelen üretim daralmasından oldukça hızlı bir şekilde toparlanırken, daha kapalı ülkelerde daha keskin üretim daralması ve daha yavaş bir toparlanma yaşadığına dair kanıtlar sunmuşlardır. Edwards (2004a, b) (2007) belgelendiği gibi, ticarete açıklık ile Ani Duruş olasılığı arasında negatif bir korelasyonun varlığını doğrulamaktadır. Bu, daha yüksek derecede finansal açıklığa sahip

Ülkelerin cari işlemeler hesabının tersine dönme olasılığının daha düşük olduğunu gösteren bazı (zayıf) kanıtlar sağlar. Cari hesaptaki tersine dönmelerin büyüme üzerindeki olumsuz etkilerinin ülkenin ticarete açıklık derecesine bağlı olacağını göstermektedir: Daha fazla açık ülke, daha düşük ticaret açıklığına sahip ülkelere göre trende göre daha düşük büyüme açısından daha az zarar görecektir. Öte yandan, finansal açıklık derecesi, geri dönüşlerin gerçek ekonomik performansı etkileme yoğunluğu ile ilişkili görünmemektedir. Calvo ve diğerleri (2003) ve Cavallo (2004) alışmalarında açıklık öyküsünün bilanço versiyonu her iki çalışmada da modellenmiştir. Her iki çalışmada da geleneksel olarak ticaretin GSYİH'ye oranının düşük olduğu ve en kötü Ani Duruş'lardan bazılarına maruz kalan Arjantin örneğini göz önünde bulundurmuşlardır. Calvo ve diğerleri (2004)'e göre ticarete konu malların emilmesiyle ilgili olarak büyük bir ticareti yapılabilir mal arzı olarak anlaşılan açıklık ani duruş olasılığının temel belirleyicileridir. Ekonominin dışa açıklık derecesi arttıkaa, ani duruş olasılığı azalmaktadır. Yurtiçi borç dolarizasyonunun derecesi (hem özel hem de kamu sektöründe) ve reel döviz kurunun sermaye akımı tersine dönmelerine olan duyarlılığı açıklık derecesi ile ilgilidir. Frankel ve Cavallo (2004) (2008) alışmalarında veri seti, açıklığın gerçekten de ülkeleri hem şiddetli Ani Duruş'lara hem de kur çöküşlerine karşı savunmasız hale getirdiğini ve ticaretin iselliliğini düzeltirken ilişkinin daha da güçlü olduğunu görmüşlerdir. Calvo ve diğerleri (2008) alışmada finansal entegrasyon ölçüsü dahil edilmesi sonucunda; böyle bir değişkenin finansal entegrasyonun ilk aşamalarında Ani Duruş olasılığını artırabileceğini ve finansal olarak yüksek düzeyde entegre olmuş ekonomiler için ani duruş olasılığını azaltabileceği sonucuna ulaşılmıştır. Bordo ve diğerleri (2010) alışmada ticarete açıklığın Ani Duruş olasılığını azalttığını sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuçta cari hesap dengesizliklerine hızlı bir şekilde uyum sağlayabilmenin faydalarının, bir ülkenin ticarete açık olduğunda dış şokun yaratacağı olumsuz sonuçlardan daha önemli olduğunu öne sürmektedir. Daha yüksek ticaret açıklığı seviyelerinin Ani Duruş yaşama olasılığını azaltabildiğini ancak bu değişkenin istatistiksel olarak anlamlı olmadığını görmüşlerdir. Bununla birlikte, bu, açıklığın uyum sürecini kolaylaştırdığı (ekonomi halihazırda uluslararası ticaretle yoğun bir şekilde meşgulse ticaret dengesini iyileştirmenin daha kolay olduğu) sonucuna ulaşmışlardır. Glick ve Hutchison (2011)'e göre daha büyük bir açıklık oranının, ülke dış yükümlülüklerine daha fazla hizmet verebildiği için sermaye akımlarının keskin bir şekilde tersine dönme olasılığını azalttığını savunmuşlardır. Fratzscher (2012) alışma sonucunda reel ve finansal açıklığın, ülkelerin sermaye akımlarının gelişmiş ekonomilerden kaynaklanan ortak küresel şoklara maruz kalması ve savunmasızlığı konusunda çok az rol oynadığı veya hiç rol oynamadığı grlmştir. Romelli

ve diğerleri (2018) çalışmanın sonucunda 1970-2011 döneminde gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerin geniş bir örneği için sermaye akımlarında Ani Duruş ve ani para değer kaybı dönemlerini tespit etmişler ve bu dönemler sırasında, kurdaki değer kaybının ticarete daha açık olan ülkelerde cari hesapta daha büyük iyileşmelerle ilişkili olduğunu bulmuşlardır. Açıklık derecesinin cari işlemler ve ticaret dengesi değişiklikleri üzerinde olumlu bir etkisi olduğunu bulmuşlardır. Yazarların ulaştığı sonuçlar, daha fazla açık ekonominin, bir dış şokun ardından daha küçük yerel para birimindeki değer kaybıyla cari hesaplarını ve ticaret dengelerini yeniden dengeleyebileceğini göstermektedir. Bu nedenle, daha fazla açık ekonomiler, cari hesapta tersine dönme ihtiyacını gerektiren dış şokların üstesinden daha iyi gelmektedir.

Cari İşlemler Hesabı ve Ani Duruş

Dornbusch ve diğerleri (1995)'e göre 1994 Meksika krizi deneyimi ile ülkenin sermaye akımındaki tersine dönüş kırılmasının değerlendirildiğinde cari hesap açığının artışının kaynağı olarak ne kadar önemli rol oynadığı öğrenilmiştir. Calvo (1998) çalışmada uluslararası kredi akımlarındaki ani bir duruşun finansal ve ödemeler dengesi krizlerine yol açabileceği mekanizmaları incelemektedir. Cari açık tamamen yabancı yatırımla finanse edilse bile bu krizlerin ortaya çıkabileceği gösterilmiştir. Bununla birlikte, öz sermaye ve uzun vadeli tahvil finansmanı, ekonomiyi ani duruş krizlerinden koruyabilir. Milesi-Ferretti ve Razin (1998)'e göre hem cari hesap dengesi, açıklık ve rezerv seviyesi gibi yerel değişkenlerin hem de ticaret hadleri şokları, ABD reel faiz oranları ve sanayileşmiş ülkelerdeki büyüme gibi dış değişkenlerin cari hesap dengesizliklerindeki ters dönüşleri açıklamada önemli bir rol oynadığını çalışmanın sonucunda ulaşılmıştır. Calvo (1999)'e göre son krizlerin çoğu uluslararası piyasalardaki kredi şoklarından kaynaklandığı ölçüde, bu durumda dikkate almak istediğimiz krizin ölçüsü büyük ve beklenmedik sermaye hesabı hareketleriyle daha yakından bağlantılıdır. Milesi-Ferretti ve Razin (2000); Chinn ve Prasad (2003) çalışmalarında cari hesap ile finans hesabı bakiyeleri arasındaki sıkı bağlantı nedeniyle sermaye akımlarındaki ani duruşlar, cari hesap tersine dönmeleriyle yakından ilgilidir. Calvo ve diğerleri (2004)'e göre Ani Duruş'ların ani cari hesap ayarlamasını beraberinde getirerek uluslararası kredi piyasalarındaki bozulmayı yansıtmaktadır. Beklendiği gibi, sermaye dönüşlerinin cari hesap ayarlaması, gelişmiş olan ülkelere göre gelişmekte olan ülkelerde çok daha önemlidir. Ani duruşlara, büyük cari hesap ayarlaması eşlik ediyor ve bu olayın sermaye akımlarının arzındaki değişimlerle ilişkili olduğunu gösteriyor.

Edwards (2004) yaptığı çalışmada Ani Duruş olayları ile cari işlemler hesabının tersine dönmenin yani bu iki olgu yakından ilişkili olduğunu tespit etmiştir. Örneklemin tamamı için (2.228 gözlem), ani bir duruşa maruz kalan ülkelerin %46,1'i cari hesap tersine dönmüştür. Sonuçlar, büyük (gecikmeli) bir cari hesap açığı, yüksek dış borç oranı, hızlı iç kredi büyüme hızı, düşük başlangıç GSYİH'si ve ani duruşların yüksek olduğu ülkelerde tersine dönme olasılığının daha yüksek olduğunu göstermektedir. Daha yüksek seviyede net uluslararası rezervlere sahip olan ülkelerin tersine dönme olasılığı daha düşüktür. Cari işlemler hesabının tersine dönmesinin büyüme üzerindeki etkileri, önemli ölçüde ekonominin ticarete açıklık derecesine bağlıdır. Yazar çalışmada ani duruş ve cari işlem hesabı arasında yakın ilişki bulmuş fakat ilişki mükemmele yakın değildir çünkü çoğu ülke ani cari hesap ayarlamadan kaçınmak için uluslararası rezervlerini etkili bir şekilde kullanmaktadır. Calvo ve Talvi (2005)'e göre cari açık göz önüne alındığında, ani duruşun getirdiği nispi fiyatlardaki değişim, açıklık derecesi ile ters orantılı olduğu tespit edilmiştir. Freund (2005); Adalet ve Eichengreen (2007); Freund ve Warnock (2007) çalışmalarında cari hesap ile finans hesabı bakiyeleri arasındaki sıkı ilişki nedeniyle sermaye akımlarındaki ani duruşlar, cari hesap tersine dönmeleriyle yakından ilgilidir. Sula (2006)'e göre gelişmekte olan piyasaların ekonomik temelleri ne kadar zayıfsa, ani duruş olasılığı üzerindeki dalgalanmaların etkisi o kadar güçlüdür. Cari açık yüksekse veya reel döviz kuru değerleniyorsa, o zaman ülke savunmasız bölgededir ve dalgalanmanın tersine dönmesi muhtemelen sadece bir zaman meselesidir. Durdu ve diğerleri (2009) çalışmasında finansal küreselleşme ve Ani Duruş riskinin tetiklediği yabancı varlıklar ve temel makroekonomik toplamlarda yapılan ayarlamaların, kalıcı cari işlemler fazlası ve düşük değerlenmiş reel döviz kurları ile kademeli bir süreç izlediğini tespit etmişlerdir. Bordo ve diğerleri (2010) çalışmada döviz borcunun GSYİH'ye oranının Ani Duruş'ların çok sağlam bir göstergesi olduğunu göstermektedir. Bu, gelir akımlarının büyük bir kısmını döviz cinsinden borçlu olan ülkeler, tipik olarak ani duruşları takip eden döviz kuru değer kaybı altında borçlarını geri ödemede ciddi zorluklarla karşılaştıklarından, bilanço etkilerinin önemini kanıtlamaktadır. Lane ve Milesi-Ferreti (2012) çalışmada KFK, cari işlemler açığı veren ülkelerin, fazla veren ülkelere göre dışsal şoklar karşısında daha fazla gelir daralması ile karşı karşıya kaldığı göstermiştir.

Sermaye Kontrolleri ve Ani Duruş

Wyplosz (1984)'e göre sermaye kontrollerinin krizleri ertelemede başarılı olduğunu savunmaktadır. Sermaye kontrollerinin, kaynakların en uygun uluslararası tahsisine engel olduğu anlaşılmaktadır. Bir ülke sermaye çıkışlarına kontrol getirdiğinde, yurtiçi yatırımların getirisini düşürür, tasarrufu ve büyümeyi etkilemektedir. Ama bir ülke sermaye girişlerine kontrol getirdiğinde, üretken yatırımın maliyetleri yükselir ve bu da büyüme oranını olumsuz etkiler. İlk durumda, maliyetler esas olarak net tasarruflar tarafından, ikincisinde ise yatırım yapan firmalar tarafından karşılanmaktadır. Bu maliyetlerin doğrudan ölçülmesini sağlamak muhtemelen zor olacaktır. Cuddington (1986)'e göre gelişmekte olan ülkelerde sermaye kaçışının belirleyicileri üzerine yaptığı çalışmada da bir ülkenin sermaye kontrolleriyle ilgili geçmiş deneyimlerinin, kontrollerin zaman içindeki değişkenliğinin ve uygulama prosedürlerinin canlılığının sermaye kontrollerinin gücünü büyük ölçüde etkilediği görülmektedir. Bazı durumlarda sermaye kaçışını engelleyebilmiş olsalar bile sermaye kontrolleri mutlaka iyi bir fikir değildir. Dellas ve Stockman (1993)'e göre sermaye kontrollerinin stabilize edici bir etkiye sahip olduğunu savunmuştur Kontrol beklentileri, ödemeler dengesi krizlerinin olasılığını ve dolayısıyla sıklığını artırmaktadır. Ayrıca, geçici kontroller döviz kurlarının oynaklığını artırmaktadır. Kaminsky ve Reinhart (1999) tarafından analiz edilen çok sayıda ödemeler dengesi krizinde, yetkililer başarısızlıkla, sermaye çıkışları üzerindeki kontrolleri artırarak para biriminin çökmesini önlemeye çalışmışlardır. Calvo ve Reinhart (2000a)'e göre sermaye kontrollerinin kısa vadelerden uzaklaşan akımların bileşimini etkilediğini gösterirken, bu tür politikaların, ani sermaye akımının tersine dönmesi sorununa uzun vadeli bir çözüm olma olasılığının düşük olduğu sonucuna varmışlardır. Bununla birlikte, sermaye kontrolleri, sermaye akımlarının bileşimini, genellikle bu önlemlerin amaçladığı yönde değiştirerek, kısa vadeli ve portföy akımlarının payını azaltırken doğrudan yabancı sermayenin payını artırıyor gibi görünmektedir. Edwards (2004, 2007) çalışmalarında sermaye hesabı kısıtlamalarının ani duruş olasılığını azaltamayacağını tespit etmiştir. Aizenman ve Noy (2004)'e göre sermaye akımlarına kısıtlamalar getirerek finansal türbülansa daha fazla maruz kalmanın üstesinden gelmek muhtemelen etkisiz olacaktır. Magud ve diğerleri (2010) çalışmada sermaye kontrollerinin etkilerine ilişkin anket literatürünün bir “meta-analizini” sunmaktadır. Otuz yedi ampirik çalışmaya dayanarak, girişler üzerindeki kontrollerin para politikasını daha bağımsız hale getirdiğini, sermaye akımlarının kompozisyonunu değiştirdiğini ve reel döviz kuru baskılarını azalttığını bulmuşlardır. Girişler üzerindeki sermaye kontrolleri, net akım

hacmini veya cari hesap dengesini azaltmıyor gibi görünmektedir. Çıkışlar üzerindeki kontrollere gelince, bunların kullanım örnekleri çok daha nadirdir. Ostry ve diğerleri (2010) yaptıkları çalışmada son mali krizi sermaye kontrollerinin etkililiğine yönelik doğal bir deney olarak ele alıyorlar ve kanıtın "krizden önceki yıllarda sermaye kontrolleri (özellikle borç yükümlülükleri konusunda) veya ihtiyati tedbirleri olan ülkelerde daha fazla büyüme direncine işaret ettiği" sonucunu çıkarmışlardır. Aizenman (2011)'e göre tipik olarak hem rezervler hem de sermaye kontrolleri, ani duruşlara karşı tampon görevi gören ihtiyati araçlar olarak görülmektedir. Farhi ve Werning (2014) çalışmada risk primi şokları olarak modellenen ani duruşlara yanıt vermek için hem sermaye kontrollerinin hem de esnek döviz kurlarının önemli araçlar olduğunu bulmuşlardır. Esnek döviz kurları belki de ikisinin en önemlisidir. Döviz kurunun değer kaybetmesine izin verme yeteneği, ani duruşun sonuçlarını büyük ölçüde azaltır ve büyük bir resesyona önler. Sabit döviz kurları ile sermaye kontrolleri, bir miktar parasal özerkliği yeniden kazanmak ve durgunluğun etkisini azaltmak için önemli bir makroekonomik istikrar rolüne sahiptir. Ancak, döviz kuru esnek olduğunda sermaye kontrollerinin de önemli ancak farklı bir rolü vardır. Makroekonomik istikrar ve ticaret şartları yönetimi ikili hedefinde daha rahat davranmaya izin verirler. Döviz kurunun ve ticaret hadlerinin değer kaybını, tüketimdeki düşüşü, sermaye çıkışını ve buna bağlı ticaret fazlasını azaltmaya yardımcı olurlar. Eichengreen ve Gupta (2016)'e göre mali politikalar açısından, yalnızca küçük bir avuç ülke ani duruşlara tepki olarak sermaye kontrollerini değiştirmiştir. Çarpıcı bir şekilde, bu azınlık vaka, kontrollerin sıkılaştırıldığı (sermaye çıkışlarını sınırlandırmak için) ve hafifletildiği (muhtemelen girişleri çekme çabasına duyulan güveni artırmak için) örnekler arasında kabaca eşit olarak bölündü. Ani duruş durumunda sermaye kontrol önlemlerinden en iyi şekilde nasıl yararlanılacağı sorusuna ilişkin bir fikir birliği veya genel bir yanıt bulunmadığını söylemek doğrudur. Sermaye giriş vergileri ve düzenlemelerinin uygulanması yoluyla, sermaye hareketlerinin hacmini ve oynaklığını azaltarak, sınırda sermaye akımlarına ve dış şoklara maruz kalmayı sınırlamaya çalışmak olabilir. Cavallo ve diğerleri (2016)'e göre sermaye kontrolleri, hala esas olarak küresel risk ve büyüme tarafından belirlenen brüt ani duruşlara geçişi açıklamada önemli değildir. Bununla birlikte, sermaye hesabı açıklığının derecesi, net bir ani duruşu önleme olasılığını artırmaktadır. Devereuxa ve diğerleri (2019) çalışmada iki basit soruyu ele almışlardır: birincisi, sermaye akımlarındaki ani duruşlar ile ilişkili finansal krizlere yanıt vermede para politikasının ne kadar yararlı olduğu ve ikincisi, para politikasına ek olarak sermaye kontrollerinin faydaları nelerdir? Sermaye kontrolleri yetersizdir ancak zamanla tutarlı bir dengede kullanılacaktır ve sonuç olarak parasal otoritenin kontrolü altına

alınmamalıdır.

Ani Duruş Krizine Küresel Yatırımcı mı Yerel Yatırımcı mı Neden Olmaktadır?

Rothenberg and Warnock (2011) yaptığı çalışmada; ani duruş krizi esnasında gelişen piyasa ekonomilerinin küresel piyasalara erişimin kesildiği varsayılmıştır. Tam tersine kriz esnasında yerel yatırımcının yatırımlarını ülkeden çıkarıp küresel piyasalarda değerlendirdiklerini göstermektedirler. Yapılan çalışmalarda Ani Duruş'un nedenleri incelenirken Ani Duruş ve ani kaçış ayrıştırılmadığı için sonuçların doğruyu yansıtmadığı durumu ortaya çıkmaktadır. Ani duruş mu ani kaçış mı olduğu krizlere karşı uygulanacak olan politika seçiminde nasıl bir yol izleneceği konusunda önem arz etmektedir. Ani kaçış söz konusuken içinde bulunulan durum ani duruş olarak nitelendirilse global yatırımcıları engelleyici kontrollerin konulması istenilen sonuca erişmeyi engelleyecektir (Kartallı, 2007: 16). Frankel ve Schmukler (1996) yaptıkları çalışmada 1994-1995 ani duruş krizinde ülkeden ilk çıkan yabancı yatırımcıdan ziyade yerel yatırımcı olduğunu bulmuşlardır. Cowan ve Gregorio (2005) çalışmada Şili'de ortaya çıkan durumun Latin Amerika'nın alışık olmadığı bir sermaye akımı olup, ülkeye sermaye girişlerdeki azalmadan ziyade sermaye çıkışındaki artışları vurgulamaktadırlar. Şili'de 1998-1999 yıllarında gözlemlenen Ani Duruş olayı temel olarak Şili'deki yerel yatırımcının yabancı hisse senetleri, tahviller ve yabancı banklardaki mevduatlarındaki büyük artıştan kaynaklandığı görülmektedir. Şili uluslararası piyasalardan kopmadı, ancak yabancı varlıklardaki portföylerin de biriktirme ve çeşitlendirme konusunda yerel yatırımcının ani istekleri etkilendi. Şili üzerindeki yaptıkları çalışmada, sermaye hesabı bakiyesindeki hareketin büyük kısmının, yerel yatırımcıdan kaynaklanan brüt akımlardaki değişiklikler olduğunu tespit etmişlerdir. Kısıtlı bir ülke örnekleme için, net sermaye akımındaki tersine çevirmelerin çoğunun yerel yatırımcı tarafından yapılan işlemlerden kaynaklandığını bulmuşlardır. Rothenberg ve Warnock (2006) çalışmanın sonucunda 1989-2005 yılları arasında 28 gelişmekte olan ülke incelemiş ve 70 tersine dönüş tespit etmişlerdir. İncelenen 16 yıl sürecinde ülkelerden her biri 2,5 kez kriz sürecinden etkilenmiştir. Sonuç olarak krizlerin sık olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Yapılan çalışmada 24 gelişmekte olan ülkede yapılan çalışmada 55 tane sonuç elde edilmiştir. 55 tane sonuçta 31'i Ani Duruş iken 24'ü ani kaçış olduğu tespit edilmiştir. Ortalama olarak 16 yıllık örnekleme dönemi sürecinde her ülkede 1,3 kez ani duruş gerçekleşirken bir kez ani kaçış sonucu ortaya çıkmıştır. Ani Duruş literatürde tanımlandığından daha az sıklıkta meydana gelmektedir. Cowan ve diğerleri (2008)'e göre

Ani Duruş sermaye hesabından kaynaklanır, yabancılar tarafından brüt sermaye girişinin aniden durması ya da yerli yatırımcının yurtdışında yatırım yapması şeklinde açıklanabilir. Örnekteki 100 Ani Duruş'tan, yarıdan biraz fazlası (elli yedi) girişlerdeki ani duruşlara (inflow sudden stop) karşılık gelirken, 18 tane çıkışlardaki ani (outflow sudden stop) duruştur. Bu oranları örnek grubu gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere böldüğümüzde önemli ölçüde değişir. Gelişmiş ülkelerdeki 36 Ani Duruş'un sadece %40'u girişlerdeki ani duruştur. Bu oran gelişmekte olan ülkeler de %65 yükselmektedir. Lane ve Milesi-Ferretti (2007)'e göre, net sermaye akımları önemli bir kavram olmasına rağmen şu anda önemli iki yönlü brüt sermaye akımları dünyası vardır. Yabancıların brüt girişleri ve yerel sakinlerin brüt çıkışları gelişmiş ülkelerde önemli bir kavramdır. Üstelik bu kavram rezerv birikimi ve cari işlemler fazlası nedeniyle gelişmekte olan piyasalarda giderek daha önemli hale gelmiştir. Forbes ve Warnock (2011) yaptıkları analizde brüt sermaye girişleri ve çıkışları, yabancılar ve yerli yatırımcılar tarafından başlatılan sermaye hareketleri arasında ayırım yapma üzerine odaklanılmıştır. Çalışma brüt girişler ve çıkışlara ilişkin 3 aylık veriler, 1980-2009 yılları arasında elli sekiz gelişmekte olan ülke ve gelişmiş ülkeyi kapsamaktadır. 1980'den 2009'a kadar 167 dalgalanma, 221 duruş, 196 kaçış ve 214 tasarruf olayı tespit edilmiştir. Brüt akımları 4 çeşit olarak sınıflandırmışlardır: *Dalgalanma*, brüt sermaye girişlerinde keskin bir artış, *Duruş*, brüt sermaye girişlerinde keskin düşüş, *Kaçış*, brüt sermaye çıkışlarında keskin bir artış, *Tasarruf*, brüt sermaye çıkışlarında keskin bir düşüş. İlk iki olay dalgalanma ve duruşlar yabancı yatırımcılar tarafından yönlendirilirken son iki olay; kaçış ve azalmalar yerel yatırımcılar tarafından yönlendiriliyor. Brüt akımların oynaklığı ve büyüklüğü artıkça net sermaye akımları daha istikrarlı olmakta, brüt girişler ve çıkışlar arasında fark daha da önemli hale gelmektedir. Küresel ve yerel yatırımcılar çeşitli şoklara ve politikalara karşı farklı faktörler tarafından motive edilebilir ve farklı tepkiler verebilir. Brüt girişleri brüt çıkışlardan ayırt ederek, analizde daha önce yabancı yatırımın "dalgalanmaları" olarak tanımlanan birçok olayın aslında yerel yatırımcının tasarruflarını değerlendirmesidir. Calderon ve Kubota (2011)'e göre giriş kaynaklı ve çıkış kaynaklı Ani Duruş olaylarının belirleyicilerini ayrı ayrı araştırmış ve yabancı yatırımcıların itici faktörlere çekici faktörlerden daha duyarlı oldukları ve fonlarını düşük ekonomik performansa sahip ülkelere çekme eğiliminde oldukları sonucuna varmışlardır. Broner ve diğerleri (2013)'e göre hem brüt sermaye girişlerinin hem de brüt sermaye çıkışlarının genişlemeleri artırdığını ve gerileme dönemlerinde azaldığını çalışmalarında tespit etmişlerdir. Çalışmada daha dikkat edilecek nokta, kriz dönemlerinde, dış piyasalardan çıkışların azalması nedeniyle toplam brüt sermaye akımlarının çöktüğünü ve bu olgunun

özellikle krizin küresel olduğu süreçlerde daha etkili olduğunu bulmuşlardır. Adler ve diğerleri (2014) çalışmada küresel finansal şokların gelişmekte olan piyasalara hem net hem de brüt sermaye akımları üzerindeki dinamik etkisini ölçüyor ve yerel yatırımcıların yabancı yatırımcıların davranışlarını dengelemede oynadığı rolü analiz ediyor. Yerel yatırımcıların küresel belirsizlik ve uzun vadeli faiz oranlarında şoklarla karşılaştıklarında, yabancı yatırımcılardan gelen girişlerdeki düşüşü etkisiz hale getirebileceklerini bulmuşlardır. Cavallo ve diğerleri (2015)'e göre net sermaye akımlarının bazı Ani Duruş'ları, diğerlerinden daha büyük kesintilerle ilişkilidir; net sermaye akımlarında ani duruşlar olan bölümler, GSYİH'da daha büyük düşüşlerle ilişkilendirilme eğilimindedir; brüt sermaye girişlerindeki düşüşlerle ilişkili bölümler daha yıkıcı görünmektedir; bazı akım türleri (yani, banka akımları) diğerlerinden daha yıkıcı görünmektedir. Veriler, aynı türden olsa bile tüm ani duruşların aynı maliyetlere tabi olmadığını göstermektedir. Taksonomi ve veri analizi, ani duruşların yalnızca gelişmekte olan ülkelere ilişkin bir olgu olmadığını da altını çizmektedir.

4.1.2. Uluslararası Sermaye Hareketlerine İlişkin Literatür

Sermaye akımlarının belirleyicileri üzerine yaptığı çalışmada Calvo ve diğerleri (1993) çalışmada Ocak 1988'den Aralık 1991'e kadar olan aylık verileri kullanarak Latin Amerika ülkelerindeki sermaye girişleri üzerindeki dış faktörlerin rolünü araştırmıştır. Yapısal VAR analizi ve etki-tepki fonksiyonlarından elde edilen sonuçlar, düşük faiz oranları, ekonomik durgunluk ve ödemeler dengesi gelişmelerini göstermektedir. ABD'de yabancı rezervlerin birikmesine ve reel döviz kurunun değerlenmesine yol açan Latin Amerika ülkelerine sermaye akımlarının açıklanmasında önemli bir rol oynamıştır.

Fernandez-Arias (1996)'e göre 1989'dan sonra orta gelirli ülkelere özel sermaye girişlerinin en önemli belirleyicisinin küresel faiz oranlarındaki düşüşün en önemli belirleyicisi olduğu bulgusu ile itme hikayesini de desteklemektedir. Ayrıca, düşen uluslararası faiz oranlarının, genellikle çekici faktörler olarak kabul edilen ev sahibi ülkenin kredi itibarını artırarak sermaye akımları üzerinde ek “itme” etkisi yarattığını savunmuştur.

Taylor ve Sarno (1997) 1988-92 yıllarında ABD'den gelişmekte olan ülkelere portföy akımlarının kısa ve uzun vadeli belirleyicilerini inceledikleri çalışmada, Latin Amerika ve Asya ülkelerinde hem yerel hem de küresel faktörlerin, öz sermaye akımlarının uzun vadeli

belirleyicileri kadar eşit derecede önemli olduğunu göstermektedir. Ancak, küresel faktörlerin etkisinin tahvil akımları durumunda daha belirgin olduğunu bulmuşlardır.

Fratzscher (2012) çalışmasında Kasım 2005-22 Kasım 2010 arasında 50 ülke üzerinde panel modelle çalışma yapmıştır. Belirli kriz olayları, küresel likidite ve risk koşullarındaki değişiklikler gibi ortak şokların küresel sermaye akımları üzerinde önemli bir etki yarattığını göstermektedir. Ayrıca, bu tür küresel faktörlerin etkileri kriz sırasında önemli ölçüde değişmiştir. Özellikle riskteki artış ve önemli kriz olayları, kriz sırasında birçok EME'den bazı AE'lere sermaye akımlarının yeniden tahsis edilmesini tetiklerken, kriz öncesi ve sonrasında tam tersi bir etkiye sahip oldular, bu da kriz sırasında “emniyete uçuş” hipotezi ile tutarlıydı. Ortak şoklara karşı ülkeler arası heterojenliğin çoğunun ülkeye özgü belirleyicilerle ilişkili olduğu ve bu etkilerin gerçekten ekonomik olarak anlamlı olduğudur. Çalışmanın bulguları, gelişmiş ekonomilerdeki, özellikle ABD'deki makroekonomik koşullar ve politikaların yanı sıra likidite ve riske yönelik şoklar şeklindeki itici faktörlerin, özellikle ABD, diğer gelişmiş ekonomilerin yanı sıra gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları üzerinde gerçekten önemli bir etki yapmıştır. Bu etkiler 2007-2008 krizi sırasında daha büyük olmasına rağmen, sonraki toparlanma sırasında da küresel sermaye akımları üzerinde büyük bir etki yaratmaya devam etti. Bununla birlikte, makalenin bulguları, sermaye akımlarının itici güçlerinin, çeken faktörlerle ve özellikle 2009–2010 toparlanmasında sermaye akımlarının baskın itici güçleri olan makroekonomik temelleri, kurumları ve politikaları ile güçlü bir şekilde ilişkili olduğunun altını çizmektedir.

Forbes ve Warnock (2012) 1980-2009 yıllarını kapsayan dönemde 58 yükselen ve gelişmiş ekonomi üzerinde çalışma yapmıştır. Model olarak Regresyon kullanılmıştır. Küresel faktörlerin ve özellikle küresel riskin, yerli ve yabancı yatırımcılar tarafından aşırı sermaye akımı dönemlerini anlamının anahtarı olduğunu ortaya koyuyor. Küresel riskteki artışlar, yabancıların sermaye akımlarında ani duruşları ve yerli yatırımcıların sermaye akımlarında kesintiye gitmelerini öngörüyor. Küresel riskteki azalmalar, yabancıların sermaye girişlerindeki artışları ve yerli yatırımcıların sermaye çıkışlarındaki kaçışını öngörmektedir. Küresel büyüme ayrıca belirli dönem türlerini (dalgalanmalar, duruşlar ve kesintiler) öngörebilir. Finansal bağlantılar, ticaret akımları veya basit coğrafi yakınlık yoluyla bulaşma da önemlidir. Bölümlerde yerel faktörlerin daha az önemli bir role sahip olduğunu göstermektedir. Sermaye akım dalgalarının dinamiklerini anlamak için yabancı ve yerli yatırımcıların sermaye akımlarını ayırmanın önemli olduğunu göstermektedir.

Herrmann ve Mihaljek (2013) tarafından yapılan çalışmada, ev sahibi ve gelişmiş ülkeler arasındaki büyüme ve faiz oranı farklılıkları sınır ötesi banka akımları için de önemli bulunmuştur. 1993'ten 2008'e kadar 45 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke için bir çekim modeline dayanan sonuçları, kriz sırasında sınır ötesi banka akımlarındaki düşüşün temel olarak artan küresel riskten kaçınma ve finansal piyasa oynaklığından kaynaklandığını da gösteriyor.

Ghosh ve diğerleri (2014) yaptıkları çalışmada 1980-2011 yılları arasında 56 EME için dalgalanma dönemini tanımlamaktadır. Bu makalenin ampirik sonuçları, ABD faiz oranlarının ve yatırımcı riskinden kaçınmanın, gelişmekte olan ülkelerde sermaye dalgalanmalarının ne zaman olacağını belirlediğini göstermektedir. Bununla birlikte, bu dalgalanmanın büyüklüğü büyük ölçüde yerel faktörlerle ilişkilidir.

Ahmed ve Zlate (2014) çalışmada 2002 ve 2013 yılları arasında EM'lere net özel sermaye girişlerinin itici güçlerini incelemektedir. Ana bulgular, EM'ler ve AE'ler arasındaki büyüme ve faiz oranı farklılıklarının yanı sıra küresel yatırımcıların risk iştahının net özel sermaye akımlarının önemli belirleyicileri olduğunu göstermektedir. Ancak, portföy girişlerinin davranışı, faiz oranı farklılıklarına karşı yüksek duyarlılığı nedeniyle KFK'den sonra değişmiştir. Genişletilmiş modelleri ayrıca ABD'deki geleneksel olmayan para politikasının portföy girişleri üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğunu, değişken türdeki akımlara karşı sermaye kontrollerinin ise toplam ve net portföy girişlerini caydırmak için etkili olduğunu ortaya koymaktadır.

Friedrich ve Guérin (2016) çalışmanın amacı rejim değiştirme modeline dayalı olarak çok sayıda ülke için yüksek frekanslı haftalık fon akımı verilerini kullanarak güçlü sermaye akımlarının bölümlerini tanımlamaktadır. Ampirik sonuçları, VIX ve ABD para politikası şokunun, bölümler üzerinde zamanla değişen önemli etkilere sahip olduğunu göstermektedir.

IMF (2016) yaptıkları çalışmada 2010 yılından bu yana EM'lere net sermaye girişlerindeki yavaşlamanın, regresyona dayalı analizi, EM-AE büyüme farkının, EM'lere sermaye girişleriyle en sıkı ilişkili ekonomik faktör olduğunu ve 2010–2015 yavaşlamanın büyük kısmını açıklayabildiğini göstermektedir. Bununla birlikte, esnek döviz kurları, azalan bir büyüme farkıyla ilişkili yavaşlamayı hafifletmeye yardımcı olduğu çalışmada

gösterilmiştir.

Hannan (2017)'e göre hem itici hem de çekici faktörler önemli belirleyicilerdir. Ancak, araçlar arasında ve ayrıca dikkate alınan sermaye akım türleri (net veya brüt) arasında önemli farklılıklar vardır. Örneğin, büyüme farkı, yerleşik olmayanların portföy yatırımı için önemlidir, getiri arayışı ise yerleşiklerin yurtdışında yatırım yapma seçimini etkiler. Öte yandan, diğer yatırım akımları için faiz oranı farkı, hem yerleşiklerin yurtdışında yatırım yapma kararlarını hem de yerleşik olmayanların alıcı ekonomiye yatırım yapma kararlarını etkiler. Yüksek ve düşük dönemlere ilişkin sonuçlar, bazı sermaye akım türlerinin bu tür dönemler sırasında itici ve çekici faktörlerine karşı daha duyarlı olabileceğini göstermektedir. Mevcut durumda olduğu gibi, araçlar ve dikkate alınan sermaye akım türleri (net veya brüt) arasında farklılıklar vardır. İlginç bir şekilde, sonuçlar, yüksek dönemler sırasında ABD verim açığına karşı duyarlılığın arttığını göstermektedir. Bununla birlikte, ABD getiri açığı, temel durum sırasında istatistiksel olarak anlamlı değildir. Bu, sermaye akımlarının itici güçlerinin normal zamanlarda ve yüksek ve düşük dönemlerde farklı olabileceğini göstermektedir.

Eichengreen ve diğerleri (2017) çalışmada DYY, banka aracılı akımlar, borç ve öz sermayenin belirleyicilerini ayrı ayrı incelemektedir. Borç ve öz sermaye esas olarak itici faktörler tarafından yönlendirilir ve banka aracılı akımlarla birlikte en değişken olanlardır, ancak DYY, DYY olmayan akımlardan daha istikrarlıdır ve esas olarak çekici faktörler tarafından yönlendirilmektedir.

Shu ve diğerleri (2018) çalışmada bölgesel özellik veya ülkeye özgü özellikleri dikkate aldıkları çalışmada ABD ve Çin'den Asya ve Pasifik'teki pazarlara sınır ötesi yayılma etkisini incelemektedirler. Çin hisse senetlerinin ve döviz hareketlerinin etkisinin normal zamanlarda ABD'ninkine yakın bir seviyeye yükseldiğini, ancak kriz dönemlerinde ABD'nin göreceli etkisinin hala güçlü olduğunu buldular.

Calderón ve Kubota (2019) çalışmada 1975'ten 2014'e 79 ülke (23 endüstriyel ekonomi ve 56 gelişmekte olan piyasa ekonomileri) kadar üç aylık verileri kullanarak çok çeşitli ülkeler için brüt özel sermaye girişlerindeki artışların kapsamlı bir karakterizasyonunu sağlar. Yerel çekici faktörlerin dağılımının düşük ve orta yüzdelik dilimleri üzerinde büyük bir etkiye sahip olduğunu, finansal çekici faktörlerin (ör. reel efektif döviz kuru aşırı

değerlenmesi ve finansal açıklık) ve finansal itici faktörlerin (ör. küresel riskten kaçınma ve küresel politika belirsizliği) yabancı sermayenin penetrasyonuna zaten yüksek olduğunda daha büyük bir etkiye sahip olduğunu bulduk. İtici faktörlerinin etkisi zamanla azalırken, çekici faktörler EME'lere büyük miktarda girişin sağlanmasında önemli bir rol oynamaktadır.

Uluslararası sermaye hareketleri ile ilgili literatür çok büyüktür ve kapsamlı bir şekilde ele alınamaz. Ek-2 literatür listelenmiştir. Ek-2 yazar tarafından oluşturulmuştur.

4.1.3. Türkiye'deki ve Türkiye ile İlgili Ani Duruş Literatürü

Literatür yapılan araştırma sonucunda ani duruş konusunda yapılan çalışmalar aşağıda sunulmuştur.

Varlık (2006) 1990 ile 2005 yılları arasında Arjantin, Meksika, Kore, Tayland ve Türkiye ülkelerinin uluslararası sermaye akımlarındaki ani duruşların makroekonomik etkileri incelenmiştir. Beş ülkenin tecrübe ettiği dokuz ani duruş deneyimde bazı benzer etkiler ortaya çıkmıştır. Ani duruşlar cari işlemler hesabında geri dönüşlere neden olmuş ve reel tüketim, yatırım ve büyüme oranları üzerinde negatif sonuçlar doğurmuş, sermaye akımlarındaki ani duruşların tamamı menkul kıymet borsalarında ciddi oranlarda çöküşlerle kendini göstermiş, dokuz ani duruş yedi tanesi para krizleri, altı tanesi ise bankacılık krizleri eşliğinde ortaya çıkmıştır. Ani duruşların altı tanesi ise hem para hem de bankacılık krizlerinin birlikte meydana gelmiştir. Çalışmanın sonuçları, düşük yükümlülük dolarizasyonunun cari işlemler uyumu sürecinde ihracat büyümesini teşvik edeceği fikrini teyit etmektedir. Cari işlem uyumu, Kore'nin 1997 deneyimi dışında, yükümlülük dolarizasyonunun az olduğu ekonomilerde ihracatın artırılması yöntemiyle, fazla olduğu ekonomilerde ise ithalat daralmaları yöntemiyle elde edilmiştir. Çalışmanın diğer sonuçları, dış ticarete açıklığın cari işlemler uyumu sürecinde ihracat büyümesini teşvik edeceği fikrini desteklememektedir. Dış ticarete açıklığın ihracat üzerinde ortaya çıkarması beklenen pozitif etki, ani duruş durumu ile karşı karşıya kalan ülkenin ticaret ortağı yaptıkları ekonomilerdeki büyüme oranlarına ve ihracat piyasalarındaki şartlarına bağlıdır.

İnan (2006) çalışmanın amacı kamudan ziyade özeldeki net tasarruflardaki azalmanın altında yatan sebepleri ve buna bağlı olarak tasarruflardaki azalmanın yabancı

sermaye ile finanse etme sürecinin Ani Duruş olasılığını nasıl etkilediğini araştırmaktadır. Türkiye'nin 2002-2005 döneminde Ani Duruş olasılığını azaltan politikaların ekonomik düzende ne ölçüde entegre edildiği incelenmiştir. Ani Duruş olasılığını azaltan politika uygulamalarından bahsedilmiştir.

Varlık (2007) çalışmanın amacı Türkiye ekonomisinde ortaya çıkmış olan ani duruş dönemlerinin tespit edilmesi ve ortaya çıkan ani duruş dönemlerinde makroekonomik etkilerin araştırılmasıdır. Küresel finans sistemi içinde yer alan Türkiye ekonomisi 1994, 1998 ve 2001 yıllarında üç kez uluslararası sermaye akımlarında ani duruş (keskin geri dönüş- reversal) yaşamıştır. Ülkede 1994 ve 2001 yıllarında yaşanan ani duruşlar, ekonomide birbirine yakın etkiler yaratmıştır. 1994 ve 2001 yıllarındaki ani duruş sürecinde yatırım, tüketim ve milli gelir verilerinde ciddi çöküşler ile karşı karşıya kalınmış, banka kredi hacimlerinde ve BİST endeksinde ciddi oranda düşüşler yaşanmıştır. Hem 1994 hem de 2001 yıllarında yaşanan ani duruş sürecinde para ve bankacılık krizleri birlikte meydana gelmiş ve cari işlemler hesabında keskin geri dönüşler olmuştur. Ayrıca hem 1994 hem de 2001 yıllarında yaşanan ani duruş sürecinde TL para biriminin değer kaybetmesi sonucunda ithalat azalmış ve ihracat artmıştır. 1998 yılında görülen uluslararası sermaye akımlarındaki ani duruş deneyimde, ani duruş kriterlerinin bir kısmını kendini göstermemiştir. 1998 yılındaki ani duruş sürecinde cari işlemler hesabındaki geri dönüş esnasında ihracat azalmış, TL para biriminde reel değer kaybı sınırlı kalmıştır. Üstelik 1998 ani duruşunda, para ve bankacılık krizi ortaya çıkmamıştır.

Samur (2010) 1980 sonrası Türkiye ekonomisinde Ani Duruş (SS) kriz tecrübeleri üzerine çalışma yapmıştır. Türkiye'de 1980 sonrasında tecrübe edilen 1994 ve 2001 yılları vakaları deneysel olarak ani duruş krizi şeklinde tanımlanmıştır. 1994 krizi bir para krizi olmakla beraber aynı zamanda ani duruş krizidir. 2001 krizi bir ikiz para ve bankacılık krizi tecrübesi olmakla beraber aynı zamanda ani duruş krizidir. 1988 ve 1991 yıllarındaki para krizleri ani duruş olayını içermemektedirler, dolayısıyla ani duruş krizi değildirler. 1984 yılı finansal istikrarsızlık vakası hem krize dönüşmemiş hem de ani duruş olayını içermemektedir.

Varlık (2011) çalışması sonucunda yaptığı değerlendirme; ani duruşu önleyici politikalar, ani duruşu tamamen ortadan kaldırmamaktadır. Bu durumda bir ani duruş olayı kendini gösterdiğinde verilecek politika reaksiyonları, çıktı kayıplarını azaltmak açısından

son derece önemlidir. Ani duruşa karşı uygulanabilecek politika reaksiyonları, ulusal ve uluslararası düzeyde alınacak önlemlerden oluşacaktır. Bir ani duruş ve bir kriz sırasında para ve maliye politikalarının uygulama konusunda daraltıcı mı yoksa genişletici mi uygulanması konusunda bir tartışma sürmektedir. Yaşanan ülke deneyimleri ve deneysel çalışmalar, ani duruş sürecinde uygulamaya konan genişletici para ve maliye politikası önlemlerinin, daha az çıktı daralmaları ile sonuçlandığını göstermektedir. Ancak, bir ülkenin ani duruş karşısında genişletici politikalar uygulamasının ön şartı, ülke ekonomisinin oldukça güçlü bir makroekonomik ve finansal yapıda olmasıdır. Bu durumda genişleme dönemlerinde yurtiçi ekonomik şartları iyileştirmekten daha iyi bir tercih olamaz. Buna rağmen, ani duruşa yakalanan ülkelerde yurtiçi kırılganlıklar varsa, uluslararası kurumlardan alacakları destekler ya da yerinde politika önlemleri ile ani duruşun negatif etkilerini azaltılabilir.

Yılmaz ve Kurt (2012) çalışmanın amacı, 2008 Küresel Ekonomik Krizinin Türkiye ekonomisindeki gelişim sürecinde ani duruş krizi olup olmadığının değerlendirilmesi ve kaynağının tespit edilmesidir. Yapılan değerlendirmenin zaman aralığı 2006 – 2010 yıllarını kapsamaktadır. Uluslararası sermaye girişlerindeki azalmayı ölçmek için sermaye ve finans hesabının GSYİH'ya oranı hesaba katılmıştır. Bir önceki yıla göre %3,65 oranında farklılık gösterdiği veriler ile elde edilmiş ve kriter olarak alınan %3 oranının üzerinde olduğu tespit edilmiştir. Cari işlemler hesabında tersine dönüşü sayısal olarak tespit etmek için cari işlemler hesabının GSYİH'ya oranı hesaba katılmıştır. Bir önceki yıla göre %3,45 oranında tespit edilmiş ve eşik oran olan %3'ün üzerinde gerçekleşmiştir. Reel ekonomik daralma kapsamında veriler incelendiğinde bir önceki yıla göre %4,1 oranında düşme gerçekleşmiş, bu sonuçta ekonomik durgunluğun göstergesidir. Türkiye verileri üzerinden yapılan inceleme doğrultusunda 2008 küresel ekonomik krizinin Türkiye ekonomisi üzerinde bir Ani Duruş (SS) krizi etkisi yarattığı gözükmemektedir.

Blaskiewicz-Schwartzman ve Öz (2012) yaptıkları çalışmada ilk olarak Türkiye ekonomisinde art arda çoğalan kırılganlıkları ve gelecekte ortaya çıkabilecek bir kriz olasılığını değerlendirmektedirler. Sonrasında Türkiye'de var olan güvenlik açıklarını tespit etmek ve ekonomik sistemde yer alan sektörler arasında bir krizin kendini gösterebileceği bağlantılar üzerine araştırmaya çalışılmıştır. 2010 yılını baz alan çalışma Türkiye ekonomisinin kırılganlıklarının nedenlerini ve gelecekte ortaya çıkabilecek bir kriz olasılığını değerlendirmiştir. Çalışmanın sonuçları; birinci, geçmişte kriz deneyimi yaşayan

Ülkelerin ekonomik yapılarındaki temel zayıflıklar genellikle birbirine çok benzemektedir. İkincisi, önemli göstergelerdeki gelişmeler incelendiğinde, M2'nin rezervlere oranı, kısa vadeli borç rezerv oranı, ithalat ve ticaret hadlerinde yıllık değişim ikinci yarıda en çok uyarıyı göndermiştir. Kırılganlığın bir göstergesi olarak rezervlerin kısa vadeli borç stokunu karşılamadığının tespiti belki de bu raporun en önemli sonuçlarından biridir. Bunun nedeni ise Merkez Bankasındaki mevcut rezervlerin kısa vadeli borçlara oranının, sermaye akımlarının aniden tersine dönüşüyle ilgili olarak ortaya çıkabilecek risklerin yönetilebilmesi sürecinde yeterli olamayabileceğidir.

Dağlaroğlu, Demirel ve Varlık (2013) alışmada 2008-2012 yılları arasında Regresyon yöntemiyle Türkiye'ye gelen kısa vadeli sermaye akımlarının üzerinde itici ve çekici faktörlerin etkileri araştırılmıştır. Swap, faiz, JP Morgan MB, FED faiz oranı, reel döviz kuru, kaldıraç oranı ve CDS, MB politika faiz oranı, VIX değişkenleri modelde kullanılmıştır. Uzun dönemde incelendiğinde bütün değişkenlerle sıcak para arasında ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Kısa dönem incelendiğinde, kısa vadeli sermaye akımlarının reel döviz kuru, kaldıraç oranı ve TCMB politika faiz oranı ile pozitif yönlü ve istatistiki açıdan anlamlı bir ilişkisi olduğu yapılan çalışmada tespit edilmiştir. Dışsal faktörler açısından ise kısa vadeli sermaye akımları arasında negatif bir ilişki vardır. Bu ilişki Morgan Stanley Capital International (MSCI), VIX ve CDS'ler gibi küresel ve ülke riskini temsil eden değişkenlerde istatistiki olarak anlamlı çıkması kısa vadeli sermaye akımlarının risk iştahına bağlı olarak yön değiştirdiği kanıtlanmıştır. Sonuç olarak itici veya çekici risklerin artması ani duruş problemine yol açmakta ve ülke kırılganlığını arttırdığı sonucuna ulaşılmıştır.

Turgutlu (2015) alışmasında 2003Q1-2013Q3 yılları arasında yaptığı çalışmada Türkiye'de ani duruşların ve uluslararası rezervlerin banka kredileri üzerindeki etkisini araştırmıştır. Araştırmada GMM tahmin tekniği kullanılmış ve ülkeye gelen sermaye girişlerindeki ani duruşun bankaların kredi verme kararlarını olumsuz etkilediği sonucuna ulaşmıştır. Yapılan alışma sonucunda rezerv tutmanın ani duruş dönemlerinde bir tampon görevi gördüğü ve banka kredilerindeki azalmanın önüne geçtiği tespit edilmiştir. Çalışmadan elde edilen diğer sonuçlar ise; yüksek likidite ve yüksek mevduat oranının ani duruş evrelerinde bankaları kredi verme yönünde özendirdiği fakat yüksek sermaye oranının olumsuz negatif etkiye sebep olduğudur.

Adaş ve Kartallı (2016) yaptıkları çalışmada, ani duruşların teorik arka planı özetlenmiş, ardından Türkiye'de 1996-2009 dönemi ani duruşları tespit etmeye ve bu tür ani duruşların nedenleri sorgulanmaya çalışılmıştır. Küresel finansal krizlerin hemen öncesi ve sonrası dönemlere özellikle odaklanılmıştır. Ani duruşları belirlenme amaçlanmış ve kullanılan kriterler sonucunda beş ani duruş periyodu tespit edilmiştir. Türkiye'de ani duruş dönemleri Ağustos 1998 Rusya krizi, likidite problemleriyle başlayan Kasım 2000 krizi ve takibinde derinleşen Şubat 2001 krizi, Türkiye Parlamentosu tarafından Irak'a asker gönderme konusundaki 1 Mart kararının reddedildiği Mart 2003 dönemi ve küresel dalgalanmanın ani duruş olarak öne çıktığı Mayıs 2006'dır. Çalışmada aynı zamanda sermaye hareketlerinin oynaklığını en aza indirmek için giriş kontrol mekanizmaları bulunmaya çalışılmıştır. Çalışma, yalnızca iki kural sağlandığında yabancı sermaye girişine sınırlama getirilmesini önermektedir. İlk kurala göre, kontroller, sermaye girişleri ortalamasının bir standart sapma üzerinde olduğunda uygulanmalı ve sermaye girişi ortalamasının yarım standart sapma altında olduğunda durdurulmalıdır. İkinci kural, ilk kuralın uygulanması için sermaye girişinin GSYİH'nın en az %2'sine ulaşması gerektiği öne sürülmektedir.

Yiğiteli ve Turan (2018) yaptıkları çalışmada; Türkiye örnekleminde ani duruş problemi ve doğrudan sermaye yatırımların ani duruş problemini azaltıcı etkisi ve döviz yaratma potansiyelinin güçlü olduğu “savunma sanayi” kapsamında değerlendirmişlerdir. Değerlendirme sonucunda; vurgulanmak istenen esas nokta teknolojinin yoğun olduğu sektörlere yatırım yapan doğrudan yabancı sermaye, modern teknolojinin öğrenilmesi ve kullanılması olanağının ortaya çıkması sonucunda ekonomik sistem üzerindeki yayılma etkisinin yarattığı faydalardır. Bu faydaların sağlanabilmesi ancak ev sahibi ülkenin yüksek teknolojileri masnetme kapasitesinin yeterliliği sonucunda kendini gösterecektir. Buna bağlı olarak ülkenin beşerî sermayeni yani üretim faktörlerini kullanabilecek derecede işgücü sahibi olmayı gerektirecek eğitim politikaları önem arz etmektedir. Eğitim, teknolojinin öğrenilmesi ve yayılması arasında birbirini takip eden bir süreçtir. Doğrudan yatırımları ülkelere yönlendiren yerel faktörlerde önemlidir. Bu konuda, uluslararası yatırımcıların sermaye akımlarını bu ülkelere yönlendirmeleri kapsamında; şeffaf olan kurumsal yapıların oluşturulması, ülkenin istihdam teşvik mekanizmalarının ve işgücü piyasasındaki katılıkların giderilmesi önem arz etmektedir.

Özdemir ve Öbekcan (2020) yaptıkları çalışmada 2003:01 - 2019:09 döneminde Ani Duruş (SS) sorununun Türkiye ekonomisine etkilerini araştırmayı amaçlamaktadırlar. Ampirik metot olarak blok dışsallığına sahip SVAR modeli uygulanmıştır. Çalışmanın sonucu olarak; FED efektif faiz oranındaki beklenmedik bir artışın sermaye girişinde azalışa neden olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Sermaye girişi azaldıkça, sanayi üretimi, özel sektöre verilen krediler ve reel efektif döviz kuru azalmıştır. Diğer taraftan tüketici fiyat endeksi, faiz oranı ve cari işlemler dengesi artma eğilimi göstermiştir. Çalışmanın sonuçları dış etkenlerin ani duruş problemini tetiklemede etkili olduğunu göstermiştir.

Fendoğlu ve Ongena (2020) çalışmada Eylül 2008 ile Eylül 2009 arasındaki dönem ele alınmıştır. Lehman Brothers'ın Çöküşünden sonra Türkiye'ye yönelen uluslararası sermaye akımının aniden duruş sürecini ele alarak, kredi tedarik kanalı vasıtasıyla ekonomik sistemde ani bir duruşun nasıl nüfuz ettiği izlenmiştir. Önceden gelecekteki dış fonlama koşullarına ilişkin daha karamsar banka beklentilerinin ve daha yüksek banka çevirme risklerinin olduğu uluslararası toptan piyasalarda, ani bir duruştan sonra banka kredi arzındaki azalmayı önemli ölçüde artırdığını göstermişlerdir. Ayrıca, banka kredi arzındaki azalmaya bağlı olarak yerli üretim ağlarından kademeli reel sonuçlar ortaya çıkmakta ve kredi dar boğazının yatırım üzerindeki etkisini artırmaktadır. Mekanizmanın işleyişi, tedarikçilerin önceden küresel likiditeye ihtiyacı çok olan bankalarla daha fazla çalışarak, ani duruştan sonra işletmelere girdi tedariklerini daha fazla azaltmalarıdır.

4.2.Sermaye Akımlarında Ani Duruşlarının Tanımı ve Özellikleri

4.2.1.Sermaye Akımlarına İlişkin Veriler

IMF'nin Ödemeler Dengesi İstatistiklerinde (BOPS) rapor edilen sermaye akımı verileri, en fazla ülkeyi kapsamakta ve rafine metodolojiyi sağlamaktadır. Veriler, ülke yetkilileri tarafından IMF'ye rapor edilir ve çeşitli sermaye akımı bileşenlerinin (finansal hesabın alt bileşenleri olarak sunulur) yanı sıra cari ve sermaye transferleri dahil olmak üzere diğer tüm önemli uluslararası işlemleri kapsamaktadır. Sermaye akımı verileri genellikle her bir ana bileşen için hem brüt hem de net temelde mevcuttur. Ülkelerin çoğu için veriler üç aylık ve yıllık bazda mevcuttur ve genellikle iki ila dört aylık bir gecikmeyle yayınlanır.

Koepke ve Paetzold (2020) çalışmasında uluslararası sermaye akımlarına ilişkin veri mevcudiyeti, özellikle portföy akımları için yüksek frekanslı vekiiller olmak üzere son yirmi yılda önemli ölçüde iyileşmiştir. Yeni veri kaynakları, akademik araştırmaları ilerletmek ve politika kararlarını gerçek zamanlı olarak bilgilendirmek için değerli fırsatlar sunmaktadırlar. Bununla birlikte, bu veri kaynakları, araştırmacılar ve politika yapıcılar için yeni zorluklar da beraberinde getirmektedir. Bu veri kümelerini çevreleyen ve genel olarak sermaye akımı verileri hakkında uzun süredir devam eden yanlış anlamalarla birleşen çok sayıda kavramsal ve ölçüm sorunu bulunmaktadır.

Koepke ve Paetzold (2020)'e göre uluslararası sermaye akımı verilerinde gezinmek diğer ekonomik verilerin çoğundan daha zordur, bu da ekonomistler arasında birçok yaygın yanlış anlama ve sık sık yanlış iletişimle sonuçlanmaktadır. Bu kısmen, uluslararası sermaye akımlarının iki yönlü doğasından kaynaklanmaktadır: İçer döner yatırımlar, yerli varlıkların yabancı varlıklarındaki değışiklikleri yansıtırken, dışa döner yatırımlar, yabancı varlıkların yurt içi varlıklarındaki değışiklikleri yansıtmaktadır. Hem içe hem de dışa doğru yatırım akımları pozitif veya negatif olabilir. Ve ikisi, sermaye akımlarının "net" bir ölçüsünü elde etmek için birbirine karşı netleştirilebilir.

Koepke ve Paetzold (2020) çalışmayı ampirik araştırma projelerine başlayan akademisyenler ve kararlarını bildirmek için sermaye akımı gelişmeleri hakkında zamanında bilgiye ihtiyaç duyan politika yapıcılar için bir rehber olması amacıyla hazırlamışlardır. Sermaye akımı verileriyle ilgili yaygın yanlış anlamaları ele almışlar ve portföy akımları için yüksek frekanslı vekiiller arasındaki farkları tartışmışlardır. Ödemeler dengesi (BOP) verileriyle büyük ölçüde tutarlı aylık portföy akımlarından oluşan akademik kullanım için yeni bir veri seti oluşturmuşlardır. BOP ile tutarsız portföy akımı vekillerinin kullanımından kaynaklanan potansiyel önyargıların ele alınmasına yardımcı olmak için, ödemeler dengesi muhasebe ilkeleriyle geniş ölçüde tutarlı ve özellikle akademik kullanıma yönelik aylık gelişen piyasa portföy akımları hakkında bir veri seti oluşturmuşlardır. Veri seti, IIF tarafından derlenen ülke düzeyinde portföy akımlarına ilişkin aylık verilere benzer, ancak çevrimiçi olarak ücretsiz olarak erişilebilir olma avantajına sahiptir (Çoğunlukla finans kurumları olan üyelerle sınırlı oldukları için IIF verilerine çoğu akademisyen erişemez). Veri seti bu belgeyle birlikte çevrimiçi olarak yayınlanır ve periyodik olarak güncellenmektedir. Koepke ve Paetzold (2020) çalışması 14.03.2021, 16.09.2021 ve 11.03.2022 güncellenmiştir. Bu veri setini kullanmak, araştırmacıların, yerleşik BOP muhasebe

ilkeleriyle tutarlı, “gerçek” sermaye akımı verileri için geçerli ampirik bulgular elde etmesine yardımcı olabilir.

Koepke ve Paetzold (2020) akademik araştırma için portföy akımı verilerinin mevcudiyetindeki bir boşluğu ele almışlardır. Meta-çalışmalarında, akademik araştırmanın, yüksek veri frekanslarında BOP ile tutarlı portföy akımı verilerini çok az kullandığını göstermişlerdir. Bu kısmen abonelik gereksinimlerinden ve ülke örneklerinin oluşturulmasıyla ilgili sorunlardan kaynaklandığını belirtmektedirler.

Ekonometrik çalışmamız 2010 yılında başlayan ülkelere seçilmiştir. 2010 yılından başlayan 20 ülkedir. Ama 3 ülkenin (Şili, Hindistan ve Estonya) 5 yıllık CDS prim verilerine ve 1 ülkenin (Litvanya) aylık borsa kapanış bilgisini elde edilemediğinden uygulamaya 16 ülke ile devam edilmiştir. Ülkelerin listesi Çizelge 4.1’de yer almaktadır.

Çizelge 4.1. Ülkeler Listesi

Amerika	Avrupa	Asya/Pasifik	Afrika
Brezilya	Bulgaristan	Filipinler	Güney Afrika
Meksika	Çekya	Güney Kore	
	Letonya	Pakistan	
	Macaristan	Tayland	
	Polonya		
	Romanya		
	Slovenya		
	Türkiye		
	Ukrayna		

4.3. Metodoloji

4.3.1. Panel Probit Model

Bazen regresyon modellerinde bağımlı değişken olarak iki ya da daha fazla değer alan kukla değişkenler de kullanılabilir. İkili tercih modeli, bağımlı değişkenin iki değer (evet-hayır, var-yok vb.) belirlenmesi sonucunda tercih ya da karara bağlandığı modeller olarak adlandırılmaktadır. Literatürde ampirik uygulamalarda çoğunlukla

kullanılan ikili tercih modelleri doğrusal olasılık, probit, logit ve tobit modelleridir (Gujarati, 1995: 540-541; Wooldridge, 2014: 459-460). Doğrusal olasılık modeline baktığımızda; hata terimlerinin sabit varyanslı olmaması, hata terimlerinin normal dağılmaması, $0 \leq E(Y_i | X_i) \leq 1$ eşitliğinin sağlanamaması, R^2 'nin şüpheli olması gibi sorunlar bulunmaktadır (Gujarati, 1995: 542-545).

Doğrusal olasılık modelinde kendini gösteren bu sorunları ortadan kaldırmak için alternatif olarak probit ve logit modelleri geliştirilmiştir. Logit ile probit modeller arasındaki temel fark, probit modelin normal birikimli dağılım fonksiyonundan; logit modelin ise lojistik birikimli dağılım fonksiyonundan türetilmesidir.

Normal birikimli dağılım fonksiyonu ile türetilen probit modeli,

$$P = (Y = 1 | X) = \int_{-\infty}^{x'\beta} \varphi(t) dt = \Phi(x' \beta) \quad (4.1)$$

şeklinde formüle edilmektedir. $\Phi(\cdot)$ fonksiyonu standart normal dağılıma sahip fonksiyonu ifade etmektedir (Greene, 2003: 666).

Probit model bazı varsayımlara dayanmaktadır (Aldrich ve Nelson, 1984: 49). Birinci varsayım Y bağımlı değişkeninin iki durumlu (binary) bağımlı değişken olduğu farz edilmektedir. P parametresinin değeri Y değişkeninin 1'e eşit olma olasılığına eşittir ($P = P(Y = 1)$). Y değişkeninin K sayıda gözlemlenebilir değişkene bağlı olduğu farz edilmektedir ($X_k, k = 1, \dots, K$). Bu ilişki, $P = P(Y = 1 | X_1, \dots, X_k)$ ya da daha basit bir şekilde $P = P(Y | X)$ şeklinde anlatılabilir. X , K sayıda bağımsız değişken dizisi anlamına gelmektedir. İkinci varsayım bağımlı değişkenle ilgili gözlemlerin birbirinden bağımsız olması durumudur. Bu koşullarda otokorelasyon problemi olmamalıdır. Üçüncü varsayım bağımsız değişkenlerde lineer bağımlılığın olmamasıdır. Standart regresyon modelinde olduğu gibi Logit ve probit modelde de çoklu doğrusal bağlantı problemi kendini gösterebilir. Bu varsayımlar maddeler halinde aşağıdadır:

$$Y_i \in \{0, 1\} \quad i = 1, 2, 3, \dots, N$$

$$P(Y_i = 1 | X_i) = \Phi\left(\sum b_k X_{ik}\right) \text{ (birim normal birikimli dağılım fonksiyonu)}$$

$Y_1, Y_2, \dots, Y_N$ ' ler istatistiksel olarak bağımsızdır.

Bağımsız değişkenler arasında tam ya da yaklaşık lineer bağımlılık yoktur. Probit ve Logit modeller maksimum olasılık yöntemi ile tahmin edilmektedir. Var ($y|x$)’teki değişen varyans, yapılan tahmine x verildiğinde y ’nin dağılımına bağlı olduğundan kendiliğinden açıklanır. n büyüklükte rassal bir örnekleme sahip olunduğunu varsayalım. Açıklayıcı değişkenlere şartlı olarak maksimum olabilirlik tahmincisini sağlayabilmek için x_i verildiğinde y_i ’nin yoğunluğu sağlanmalıdır. Bu durum aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

$$F(y|x_i; \beta) = [G(x_i\beta)]^y [1 - G(x_i\beta)]^{1-y}, y = 0,1 \quad (4.2)$$

Basitlik amacıyla kesim katsayısını x_i vektörüne alınır. $y = 1$ olduğunda $G(x_i\beta)$ ’yi ve $y = 0$ olduğunda $1 - G(x_i\beta)$ ’yi elde ederiz. Log-olabilirlik fonksiyonu i gözlemi için parametrelerin ve (x_i, y_i) verisinin bir fonksiyonudur ve (X) denkleminin logaritması alındığında log-olabilirlik fonksiyonu elde edilebilir.

$$li(\beta) = y_i \log[G(x_i\beta)] + (1 - y_i) \log[1 - G(x_i\beta)] \quad (4.3)$$

n büyüklükte bir örneklem için log-olabilirlik (Y)’nin tüm gözlemler için toplanmasıyla elde edilmektedir. $L(\beta) = \sum_{i=1}^n li(\beta)$. β ’nin β ile ifade edilen maksimum olabilirlik tahmincisi bu log-olabilirliği maksimize eder. $G(.)$ standart normal birikimli dağılım fonksiyonu olduğunda β probit tahmincisidir (Wooldridge, 2014: 463-464).

Probit model tahmin ederken bağımsız değişkenin katsayısı, doğrudan bağımsız değişkendeki varyasyonun bağımlı değişkenin ortalaması (veya beklenen değeri) üzerindeki etkisi olarak açıklanamaz. Olasılık yoğunluk fonksiyonunun sürekli pozitif olması nedeniyle, açıklayıcı değişkenin işareti, açıklayıcı değişken ile olayın gerçekleşme olasılığı arasındaki ilişkinin yönünü belirlemektedir. Eğer $\beta_1 < 0$ ise açıklayıcı değişkendeki artış olayın gerçekleşme olasılığını azaltmakta; $\beta_1 > 0$ ise açıklayıcı değişkendeki artış, olayın gerçekleşme olasılığını artırmaktadır (Özer, 2004: 74). Modelde asıl ilgilendiğimiz nokta, katsayının büyüklüğü ya da küçüklüğü değil; katsayının işaretinin yönüdür.

Tartışmalı konular arasında ikili tercih modellerinin kullanıldığı panel veri analizinde “sabit etki” ya da “tesadüfi etki” modellerinden hangisinin kullanılacağı yer almaktadır. Panel probit uygulamalarda çoğunlukla rassal etki modeli olarak tercih edilmektedir. “Tesadüfi parametre problemi” sabit etkiler modelinin kullanıldığı ikili tercih modellerinde

ortaya çıkan maksimum olabilirlik tahmincisi tutarsız hale getirmektedir (Greene, 2003). Maddala (1987)'ye göre probit ve logit modelde kesit boyutu (N) zaman boyutundan (T) büyük ise sabit etkili modeli model ile tahmin, katsayıların tutarsız tahmini ile sonuçlanmaktadır. Özellikle rassal etkiler modeli probit model için daha uygundur. Bu nedenlere dayanarak bu çalışmada rassal etkiler modeli tercih edilmiştir.

Probit model varsayımları arasında yer alan açıklayıcı değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantının olmamasıdır (Aldrich ve Nelson, 1984). Regresyon analizinde bağımsız değişkenler arasında ilişki olması durumunda çoklu doğrusal bağlantı problemi ortaya çıkmaktadır. Klasik regresyon modellerinde VIF (variance inflation factor), çoklu doğrusal bağlantı varlığı tolerans değeri gibi parametreler yardımıyla incelenebilmektedir. Tolerans değeri 0,10'un altında ya da VIF değerinin 10'un üzerinde olduğu durumda çoklu doğrusal bağlantı problemi ortaya çıkmaktadır. Fakat ikili tercih modellerinde bu tip benzer istatistikler bulunmamaktadır. Bu nedenle doğrusal regresyon modelinden yararlanılması tavsiye edilmektedir (Alpar, 2017: 613). Bu çalışmada doğrusal regresyon modelinden yararlanarak çoklu doğrusal bağlantı probleminin varlığı hesaplanmıştır. Çoklu doğrusal bağlantı varlığı ele alınırken etkileşim değişkenleri aynı değişkenlerden oluştuğundan modelde yer verilmemiştir. Probit model varsayımlarından bir diğeri ise otokorelasyon probleminin olmamasıdır. Modellerde otokorelasyon probleminin olup olmadığı Wooldridge otokorelasyon testi ile incelenmiştir. Panel testlerinde genellikle karşılaşılan sorunlardan biride değişen varyans problemidir. Literatür incelendiğinde probit modelin kullanıldığı çalışmaların genelinde değişen varyans probleminin göz ardı edildiği tespit edilmiştir. Probit modellerde değişen varyans probleminin var olmasına bağlı olarak maksimum olabilirlik tahmincisi yanlı ve tutarsız parametrelere neden olabilmektedir (Yatchew ve Griliches, 1985). Bu çalışmada değişen varyans olup olmadığı "Langrange Multiplier (LM)" testi kullanılarak incelenmiştir.

Her bir model için yapılan diagnostik test sonuçlarına bakıldığında; modellerin hiçbirinde çoklu doğrusal bağlantı sorunu tespit edilmezken, bazı modellerde otokorelasyon bazı modellerde ise değişen varyans sorunu tespit edilmiştir. Cameron ve Triverdi (2009) kısa panellerde varsayımların sağlanamaması durumu ortaya çıktığında "cluster-robust" hata terimlerinin kullanılmasını önermektedir. Üstelik yazarlar varsayımların sağlandığı durumlarda da "cluster-robust" hata terimlerinin kullanılmasının daha sağlıklı olduğunu

belirtmektedirler. Bu nedene dayanarak bu çalışmada hem değişen varyans hem de otokorelasyona dirençli (cluster-robust) tahminci kullanılmıştır (Angrist ve Pischke, 2015).

Standart regresyon modellerinde belirlilik katsayısı (R^2) uyum iyiliği ölçülmesinde kullanılmaktadır. İkili tercih modellerinde oldukça düşük değerlere sahip olduğundan modelin uyum iyiliği hakkında bilgi sağlayan belirlilik katsayısı uygun bir ölçü olarak kabul edilmemektedir. Bu sebebe dayanarak bu tür modellerde R^2 yerine Pseudo R^2 kullanılmaktadır. Literatür incelendiğinde alternatif olarak farklı Pseudo R^2 ölçüleri (McFadden (1974), Kay ve Little (1986), Nagelkerke (1991), Estralla (1998), Cramer (1999) geliştirilmiştir. Bu çalışmada uyum iyiliği ölçüsü olarak McFadden R^2 kullanılmaktadır. McFadden R^2 şu şekilde elde edilmektedir (Greene, 2003:683).

$$RMF^2 = 1 - L1/L0$$

L0: Sadece sabit parametreye ait benzerlik oranı

L1: Tüm modele ait benzerlik oranı

Bu çalışmada tahmincilerin birlikte anlamlılığının test edilmesinde F testine benzeyen ama dağılımı ki-kare olan Wald testi kullanılmaktadır (Akay, 2015: 191).

4.3.2. Panel Dinamik Model

Statik yöntemlere göre panel dinamik modelin birtakım avantajları bulunmaktadır. Panel dinamik model, kesitlerin heterojenliğini ele alma açısından ve modelde yer alan değişkenlerdeki içsellik sorununu çözme başarısı konusunda gecikmeli değişkenler olarak da bilinmekte olan araç değişkenlerin kullanımı imkânı sağlamaktadır. Bunlara ek olarak modellerin içsel değişkenler beraber tahmini daha gelişmiş modellerin çalıştırılmasını olanaklı hale getirmektedir. Panel dinamik modelin bazı zayıf yönleri de mevcuttur. Birinci tahminciler dengesiz ve çalışmadan elde edilen değerler de örneklem özelliklerine bağlı olabilmektedir. İkincisi, gecikmeli değişkenler serisel korelasyon problemlerini tam olarak ortadan kaldıramamaktadır. Üstelik sadece zayıf araç değişkenler bulunabilirken birtakım içsel değişkenler için elverişli araç değişkenleri bulmak komplikedir. Bununla birlikte panel dinamik modelin en dikkate değer dezavantajı ise zaman boyutu gereğinden fazla birim

boyutu az olduğundan modelin aşırı tanımlanmış olabilmesidir (Labra ve Torrecillas, 2018: 32).

Son zamanlarda, panel dinamik modele yönelik literatür optimal doğrusal Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi (GMM) üzerine yoğunlaşmıştır. Bu yöntem, ortak değişkenli süreçlerin dışsallığının ek olarak heterojenite ve hata terimi süreçleri ile ilgili görece zayıf yardımcı hipotezlere dayanmaktadır. Yöntemdeki yaklaşımlardan bir tanesi, sürekli gözlenemeyen heterojenitenin kaldırılması için denklemin birinci farklarını almak ve önceden belirlenmiş (predetermined) serilerin birinci gecikmelerini ve içsel değişkenlere özgü araç değişkenlerin birinci farklarını alarak kullanmaktır. Fakat, serilerin yüksek derecede otoregressif ve zaman serisi gözlemlerinin bir dereceye kadar az olduğu panel dinamik modellerinde, bu standart GMM tahmincisinin büyük sonu olan örneklem sapmasına yol açtığı ve zayıf doğruluğa sahip olduğu gözlemlenmiştir (Blundell, Bond ve Windmeijer: 2001: 1).

Ekonometrik araştırmalarda yaygın hale gelen Arellano-Bond (1991), Arellano ve Bover (1995) ile Blundell ve Bond (1998) dinamik tahmincileri şu durumlar için tasarlanmıştır:

- Yatay kesit boyutunun az, zaman boyutunun fazla, olduğu paneller,
- Doğrusal fonksiyonel ilişkinin varlığı
- Kendi geçmiş değerlerine bağlı dinamik bir bağımlı değişkenin olduğu durumlar,
- Hata terimlerinin geçmiş ve cari değerleriyle korelasyonlu olan (katı bir şekilde dışsal olmayan) bağımsız değişkenlerin olduğu durumlar,
- Sabit bireysel etkilerin varlığı,
- Birimlere özgü (birimler arasında değil) değişen varyans ve otokorelasyonun olduğu durumlar (Roodman, 2009, s. 86).

Arellano ve Bond (1991) tahmincisi gözlemlene imkânı olmayan heterojenite ve önceden tanımlanmış açıklayıcı değişkenler ile dinamik panellerin tahmini için

geliştirilmiştir. Arellano ve Bond (1991) tahmincisinin pozitif yönlerinden birisi, az sayıda varsayımdan oluşması ve her birime ait az sayıda zaman serisi gözleminin yer aldığı panellerde bile tutarlı tahminler sağlamasıdır. Fakat bu tahminci yatay-kesit boyutunun büyük olmasını gerektirmektedir. Paneldeki birimlerin sayısı nispeten az olduğunda, özellikle analiz edilen değişkenler devamlı ise sonu olan örneklem performansı bir sorun kaynağı olabilmektedir (Moral-Benito, Allison ve Williams: 2017, 7-8).

Birinci farklar yönteminde hata terimleri ile korelasyonsuz fakat hedef değişkenler (modele dahil edilen regressörler) ile potansiyel olarak korelasyonlu araçlar kullanılmaktadır. GMM yöntemleri otoregresif panellerin ek olarak katı ya da zayıf bir şekilde dışsal regressörler ile genişletilmiş otoregresif panellere uygulanmaktadır. Fakat bu yöntemin bazı eksik yanları bulunmaktadır. Örneğin, AR (1) panellerinin Anderson ve Hsiao (1981) tahmincisi, otoregresif parametre göreceli olarak büyük olduğunda açıklayıcı değişkenler ile araçlar arasındaki zayıf korelasyonlar bağlı olarak zayıf küçük örneklem performansına sahiptir. Anderson ve Hsiao (1981)'den sonra tavsiye edilen GMM tahmincileri ancak daha sınırlı varsayımlar pahasına daha iyi küçük örneklem performansına sahiptir. Arellano ve Bond (1991) birinci fark tahmincisi, birinci farklardan ziyade gecikmeli düzeyleri araç olarak kullanmaktadır. Blundell ve Bond (1998) tarafından geliştirilen sistem GMM tahmincisi de belirlemeye yardımcı olan fakat dinamik süreçlerin başlatılması için güçlü ihtiyaçlar getiren ek moment şartlarını dikkate almaktadır. Sistem GMM yaklaşımı, başlangıç değerinin uzun periyotlu ortalamalardan sistematik olarak farklılaşmasına olanak tanımamaktadır (Chudik ve Pesaran, 2021: 1-2).

Eğer gözlemlene imkânı olmayan birime özel heterojenite durumu var ise gözlemlenen ve gözlemlene imkânı olmayan ve zamanla değişmeyen heterojenliğin etkilerini birbirinden ayırmak genel olarak güç olmaktadır. Standart sabit ve rassal etkiler tahmincileri, çoklu ilişki problemleri ve zaman boyutu kısa olmasından dolayı panel veri modellerinde Nickell (1981) sapması sebebiyle kullanılamamaktadır. Bu sebeple Arellano ve Bond (1991), Arellano ve Bover (1995), ve Blundell ve Bond (1998) tarafından önerilen GMM yöntemi kullanmak ampirik çalışmalarda yaygındır. Buna karşın, Binder ve diğerleri (2005) ile Bun ve Windmeijer (2010) tarafından vurgulandığı gibi, otoregresif parametre bire yaklaştığında veya gözlemlene imkânı olmayan birime has etkilerin varyansı büyük olduğunda GMM tahmincileri zayıf araç değişken sorununa sahip olabilmektedir. Bununla beraber, örneklem büyüklüğüne kıyasla araç değişken sayısı hızlıca daha büyük hale

gelmektedir. Araç değişken sayısının çoğalması, Roodman (2009)'da bahsediliği gibi, sapmalı katsayı ve standart hata tahminlerinden zayıflamış spesifikasyon testlerine kadar birçok probleme yol açmaktadır (Kripfganz ve Schwarz, 2015: 3-4). Ahn ve Schmidt (1995), Blundell ve Bond (1998) ve Hahn (1999), zayıf araç değişken sorunu, bağımlı değişken süreci üzerine daha çok sınırlama koyarak ve ortaya çıkan moment şartlarını kullanarak çözmeye çalışmışlardır. Fakat bu sınırlamalar uygulamada geçerli olmayabilir. Hahn, Hausman ve Kuersteiner (2007), Griliches ve Hausman'ı (1986) takip ederek, değişkenlerin düzeyleri ile farkları arasındaki korelasyonu geliştirmek için verilen uzun farkları kullanmışlardır. Fakat bu yaklaşımda var olan tüm veriler kullanılmamaktadır. Bu sebeple panel dinamik modellerinin tahmini halen ciddi bir sorun olarak devam etmektedir. Bu noktada Hausman ve Pinkovskiy (2017), panel dinamik modeller için, katı dışsallığın başarısızlığının neden olduğu otoregresif katsayı için birinci seviye şartındaki sapmalı terimlerin hesaplanmasına dayanan yeni bir tahmin edici önermişlerdir. Bu yaklaşımda da tıpkı Arellano ve Bond (1991) yaklaşımı gibi hata terimleri arasında otokorelasyon olmadığı varsayılmaktadır. Hausman ve Pinkovskiy (2017), köklerinden biri otoregresif parametrenin dengeli bir tahmincisi olan birinci dereceden şartın değiştirilmiş bir versiyonunu bulmuşlardır. Hausman ve Pinkovskiy (2017) tahmincisi önceden belirlenmiş bütün değişkenleri barındıracak biçimde genişletilmiştir. Bu, birinci seviye şartlarını, gerçek parametre değerlerinde sıfırın sapma olmadan tahmin edicileri yapmak için düzeltilmesi fikrine dayanmaktadır. Hausman ve Pinkovskiy (2017) tarafından yapılan simülasyonlar, geliştirdikleri tahmincinin sonu olan örneklerde gecikmeli bağımlı ve ortak değişken üzerindeki katsayıların hemen hemen sürekli olarak sapma olmadan tahminlerini ürettiğini ortaya koymuştur.

4.3.3. Veri Seti ve Ekonometrik Yöntem

Veri seti

Bu çalışmada kullanılan veriler aşağıda verilen Çizelge 4.2.'de yer almaktadır.

Çizelge 4.2. Değişkenlerin Tanımlanması

Değişkenler	Tanım / Hesaplama	Referans	Sıklık / Veri Kaynağı
Bağımlı Değişkenler	Öz Kaynak Portföy Akımları Borç Portföy Akımları		Aylık, Koepke ve Paetzold (Mart 2022)
Bağımsız Değişkenler			
Küresel Değişkenler	Tanım / Hesaplama	Referans	Sıklık / Veri Kaynağı
Küresel Büyüme	ABD, İngiltere ve Japonya'da endüstriyel üretim artış hızının ağırlıklı olmayan ortalaması, aylık % değişim.	Fratzscher (2012);Calderón ve Kubota (2013); Puy (2016); Cavallo ve diğerleri (2020)	Aylık, CEIC
Küresel Faiz Oranı	ABD 10 yıllık Tahvil Faiz Oranı	Ghosh ve diğerleri (2014); Gauvin ve diğerleri (2014); Cavallo ve diğerleri (2020)	Aylık, Investing
Küresel öz sermaye getirisi	Morgan Stanley Capital International (MSCI) Dünya Öz sermaye getirisi, % getiri.	Fratzscher (2012); Gauvin ve diğerleri (2014),	Aylık, Investing
Küresel likidite riski (Δ)	TED marjı, üç aylık LIBOR ile üç aylık T-bono faiz oranı arasındaki fark olarak hesaplanır. Aylık ortalamada değişim.	Fratzscher (2012); Gauvin ve diğerleri (2014)	Aylık, Thomson. Reuters
Küresel riskten kaçınma(Δ)	Chicago Board Options Exchange (CBOE) Volatilite endeksi (VIX). Aylık ortalamada değişim.	Fratzscher (2012); Forbes ve Warnock (2012); Calderón ve Kubota (2014); Gauvin ve diğerleri (2014); Cavallo ve diğerleri (2020)	Aylık, Thomson. Reuters
Emtia fiyatı şoku	Emtia fiyatlarındaki büyük hareketlerin etkisini yakalamak için gerçek ve trend emtia fiyat endeksi arasındaki log farkı olarak ölçülen Goldman Sachs Emtia Endeksi'ne (GSCI) dayanmaktadır.	Ghosh ve diğerleri (2014)	Aylık, Thomson. Reuters
Ekonomik haber şoku	Veri sürprizlerinin ağırlıklı tarihsel standart sapması olarak tanımlanan G10 ülkelerindeki Citigroup Ekonomik Sürprizler endeksi (CESI)	Calderón ve Kubota (2013); Gauvin ve diğerleri (2014); Puy (2016)	Aylık, Thomson. Reuters

Çizelge 4.2. (devam) Değişkenlerin Tanımlanması

Makroekonomik Politika Belirsizliği	ABD'deki makroekonomik politika belirsizliği, ekonomik belirsizlikle ilgili haberlerin ağırlıklı endeks değeri, süresi dolan vergi kanunu hükümleri ve tahmin dağılım bileşenleri. Baker ve diğerleri (2015) tarafından geliştirilmiştir. Aylık ortalamada değişiklik.	Calderón ve Kubota (2013); Gauvin ve diğerleri (2014); Fratzscher (2012)	Monthly, data available online (www.PolicyUncertainty.com)
Yurtiçi değişkenler	Tanım / Hesaplama	Referans	Sıklık / Veri Kaynağı
Endüstriyel üretim artışı	Yerli sanayi üretimi Y-o-Y büyümesi oranı	Fratzscher (2012)	Aylık, CEIC
Kısa vadeli faiz oranı	Para piyasası veya hazine bonosu oranı, %	Fratzscher (2012); Gauvin ve diğerleri (2014)	Aylık, CEIC
TÜFE enflasyonu	TÜFE enflasyon oranı, %	Fratzscher (2012); Calderón ve Kubota (2013); Cavallo ve diğerleri (2020)	Aylık, CEIC
Uluslararası yabancı rezervler (% GSYİH)	Nominal GSYİH'nin % olarak net uluslararası rezervler	Edwards (2004; 2007); Fratzscher (2012), Cowan ve Raddatz (2013); Cavallo ve diğerleri (2020)	Aylık, CEIC
Öz sermaye getirileri	Aylık %, borsa getirisi	Fratzscher (2012); Gauvin ve diğerleri (2014)	Aylık, Investing
Beklenen reel efektif döviz kuru (REER) düşüşü	Her bir ülkenin reel efektif döviz kuru serilerinin karşılık gelen HP (Hodrick-Prescott Filtresi) trendinden çıkarılması. Düşük REER değeri, para biriminin değer kazanması ihtimalinin arttığını gösterir.	Ghosh ve diğerleri (2014); Calderón ve Kubota (2014)	Aylık, CEIC
Kredi büyümesi	Yurtiçi kredinin yıllık büyüme oranı.	Edwards (2004; 2007); Fratzscher (2012); Cowan ve Raddatz (2013); Calderón ve Kubota (2013)	Aylık, CEIC

Çizelge 4.2. (devam) Değişkenlerin Tanımlanması

Ticari açıklık	GSYİH üzerinden ithalat ve ihracat toplamı	Faria ve diğerleri (2007); Fratzscher (2012); Calderón ve Kubota (2014); Puy (2016)	Aylık, CEIC
Finansal açıklık	Net sermaye akımlarının nominal GSYİH'ye oranı	Calderón ve Kubota (2013); Cavallo ve diğerleri (2020)	Aylık, CEIC
FDI entegrasyonu	Lane ve Milesi-Ferretti (2007) tarafından geliştirilen DYY yükümlülükleri artı GSYİH üzerindeki DYY varlıklarının stoğu. IIP verileri.	Calvo ve diğerleri (2008)	Aylık, CEIC
Portföy entegrasyonu	Lane ve Milesi-Ferretti (2007) tarafından geliştirilen portföy borçları artı portföy varlıkları stoğu. IIP verileri.	Calvo ve diğerleri (2008); Fratzscher (2012)	Aylık, CEIC
5 Yıllık CDS	5 yıllık kredi temerrüt takası	Gauvin ve diğerleri (2014)	Aylık, Thomson. Reuters
Cari Hesap Dengesi (%GSYİH)	GSYİH % olarak cari hesap dengesi	Edwards (2004); Calvo ve diğerleri (2008); Sula (2010); Agosin ve Huaita (2012); Fratzscher (2012); Calderón ve Kubota (2013)	Aylık, CEIC
Mali Denge(%GSYİH)	GSYİH % olarak konsolide mali denge	Calvo ve diğerleri (2008); Fratzscher (2012); Agosin ve Huaita (2012); Calderón ve Kubota (2013)	Aylık, CEIC
Bulaşıcılık Değişkeni	Tanım / Hesaplama	Referans	Sıklık / Veri Kaynağı
Coğrafya Bulaşma	Aynı bölgedeki en az bir ülke ani bir duruşa sahipse (t-1 döneminde) bire eşit bir kukla değişken.	Forbes ve Warnock (2012); Calderón ve Kubota (2014); Cavallo ve diğerleri (2020)	Aylık, kendimizin hesaplamaları

Çizelge 4.2’de yer alan değişkenler ile gerçekleştirilen ekonometrik analizlerde bu değişkenlerin hangi yapıda kullanıldıklarına ait açıklayıcı bilgiler aşağıda verilen Tablo 1’de yer almaktadır.

Çizelge 4.3. Değişkenlere Ait Açıklayıcı Bilgiler

<i>Bağımlı Değişken</i>	<i>Kısaltma</i>
Öz Kaynak Akımları	y ₁
Borç Akımları	y ₂
<i>Küresel Değişkenler</i>	<i>Kısaltma</i>
Küresel Büyüme	x ₁
Küresel Faiz Oranı	x ₂
Küresel Öz sermaye Getiri	x ₃
Küresel Likidite Riski	x ₄
Küresel Riskten Kaçınma	x ₅
Emtia Fiyat Şoku	x ₆
Makro Ekonomik Politika Belirsizliği	x ₇
Ekonomik Haber Şoku	x ₈
Bulaşıcılık	x ₉
<i>Yerel Değişkenler</i>	<i>Kısaltma</i>
Sanayi Üretim Büyümesi	x ₁₀
Kısa Vadeli Faiz Oranı	x ₁₁
TÜFE Enflasyon	x ₁₂
Uluslararası Yabancı Rezervler (% GSYİH)	x ₁₃
Hisse Senedi Getirileri	x ₁₄
Beklenen REER Düşüşü	x ₁₅
Kredi Büyümesi	x ₁₆
Ticari Açıklık (% GSYİH)	x ₁₇
Finansal Açıklık (% GSYİH)	x ₁₈
Portföy Entegrasyonu (% GSYİH)	x ₁₉
Portföy Entegrasyonu ²	x ₂₀
DYY Entegrasyonu (% GSYİH)	x ₂₁
5 Yıllık CDS	x ₂₂

Bu çalışmada öz kaynak ve borç portföy akımlarındaki Ani Duruş (SS) dönemi, Calvo ve diğerleri (2004) ile Forbes ve Warnock (2012) tarafından belirlenen koşullar yardımıyla elde edilecektir. Ani Duruş (SS) dönemlerinin tanımlanması, öz kaynak ve borç portföy akımlarının yıllık değişiminin (ABD doları cinsinden) örneklem ortalamasının altında bir standart sapma olduğu ve sonunda örneklem ortalamasının altında iki standart sapmaya ulaştığı ani bir duruş döneminin başlangıcı olarak tanımlanır. Yıllık değişim, örnek

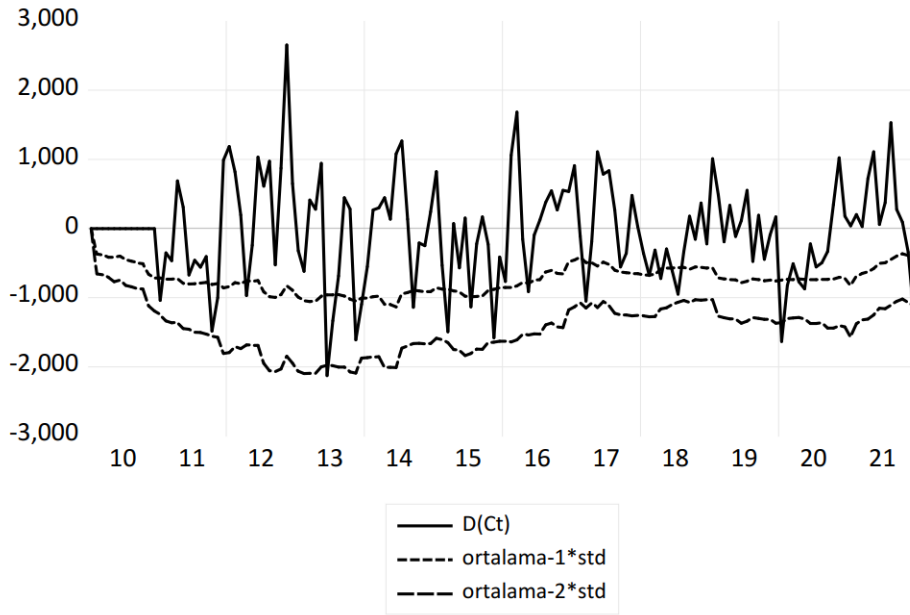
ortalamasının altında bir standart sapmanın üstüne çıktığında Ani Duruş dönemi sona ermektedir. P_t , (ABD doları cinsinden) aylık öz kaynak ve borç portföy akımlarını temsil etmektedir. Mevsimsel etkileri arındırmak amacıyla Li ve diğerleri (2018) tarafından yapılan çalışmaya benzer şekilde, C_t , 12 aylık öz kaynak ve borç portföy akımlarındaki gecikmeli değerlerin hareketli ortalaması olarak tanımlanır ve bir önceki yılın aynı ayındaki değişim ΔC_t 'dir:

$$C_t = \sum_{i=1}^{12} P_{t-i}, \quad t = 1, 2, \dots, T, \quad (1)$$

$$\Delta C_t = C_t - C_{t-12}, \quad t = 13, 14, \dots, T. \quad (2)$$

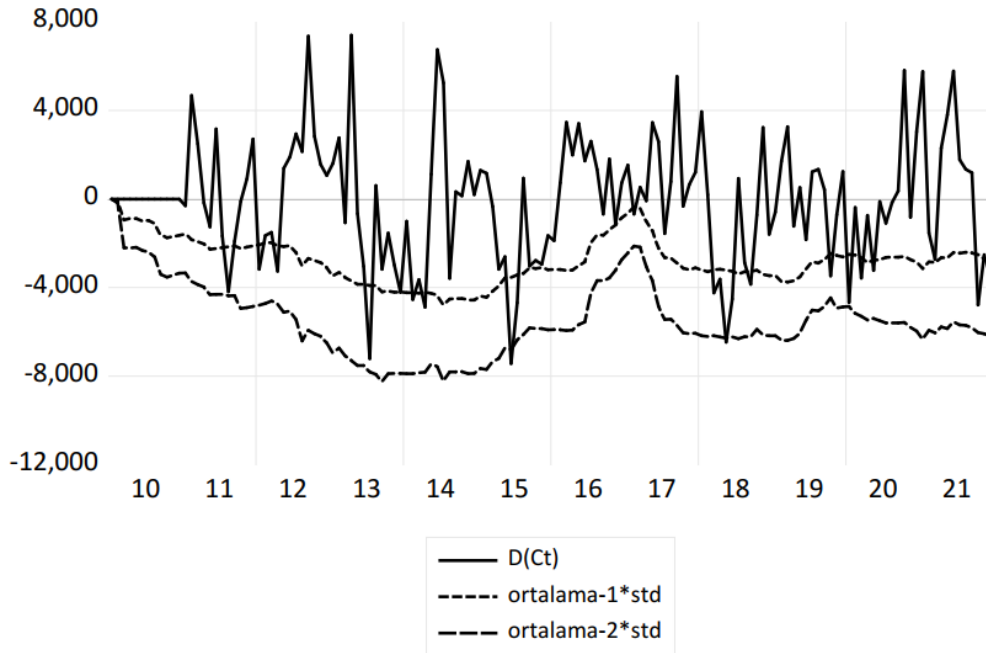
Sonraki aşamada ΔC_t 'nin hareketli ortalaması ile standart sapması hesaplanır. Eğer ΔC_t serisi, kendisinin 24 aylık hareketli ortalamasının bir standart sapma altına düşerse ve gene hareketli ortalamasının iki standart sapma altında en az bir ay ulaşırsa periyod ani duruş süreci olarak tanımlanır. Bu sürecin bitmesi ΔC_t serisinin 24 aylık hareketli ortalamasının bir standart sapma aşmasıyla son bulur.

Şekil 1 ve 2 sırasıyla, Türkiye için öz kaynak ve borç portföy akımlarında Ani Duruş (SS) dönemlerinin tanımını göstermektedir. Siyah düz çizgi ΔC_t serisini, kısa kesikli çizgi ΔC_t serisinin ortalamadan bir standart sapma alt sınırını ve uzun kesikli çizgi ise ΔC_t serisinin ortalamadan iki standart sapma alt sınırını göstermektedir.



Şekil 4.1. Türkiye’de Öz Kaynak Portföy Akımlarında Ani Duruşların Belirlenmesi

Not: Bu şekil ani duruşun nasıl belirlendiğini göstermektedir. $D(C_t)$ ve std sırasıyla ΔC_t serisi ile bu serinin standart sapmasını temsil etmektedir.



Şekil 4.2. Türkiye’de Borç Portföy Akımlarında Ani Duruşların Belirlenmesi

Not: Bu şekil ani duruşun nasıl belirlendiğini göstermektedir. $D(C_t)$ ve std sırasıyla ΔC_t serisi ile bu serinin standart sapmasını temsil etmektedir.

Şekil 1 ve 2’de elde edilen Ani Duruş (SS) dönemlerine ait tarihler Tablo 2’de yer almaktadır.

Çizelge 4.4. Türkiye’de Ani Duruş (SS) Dönemleri

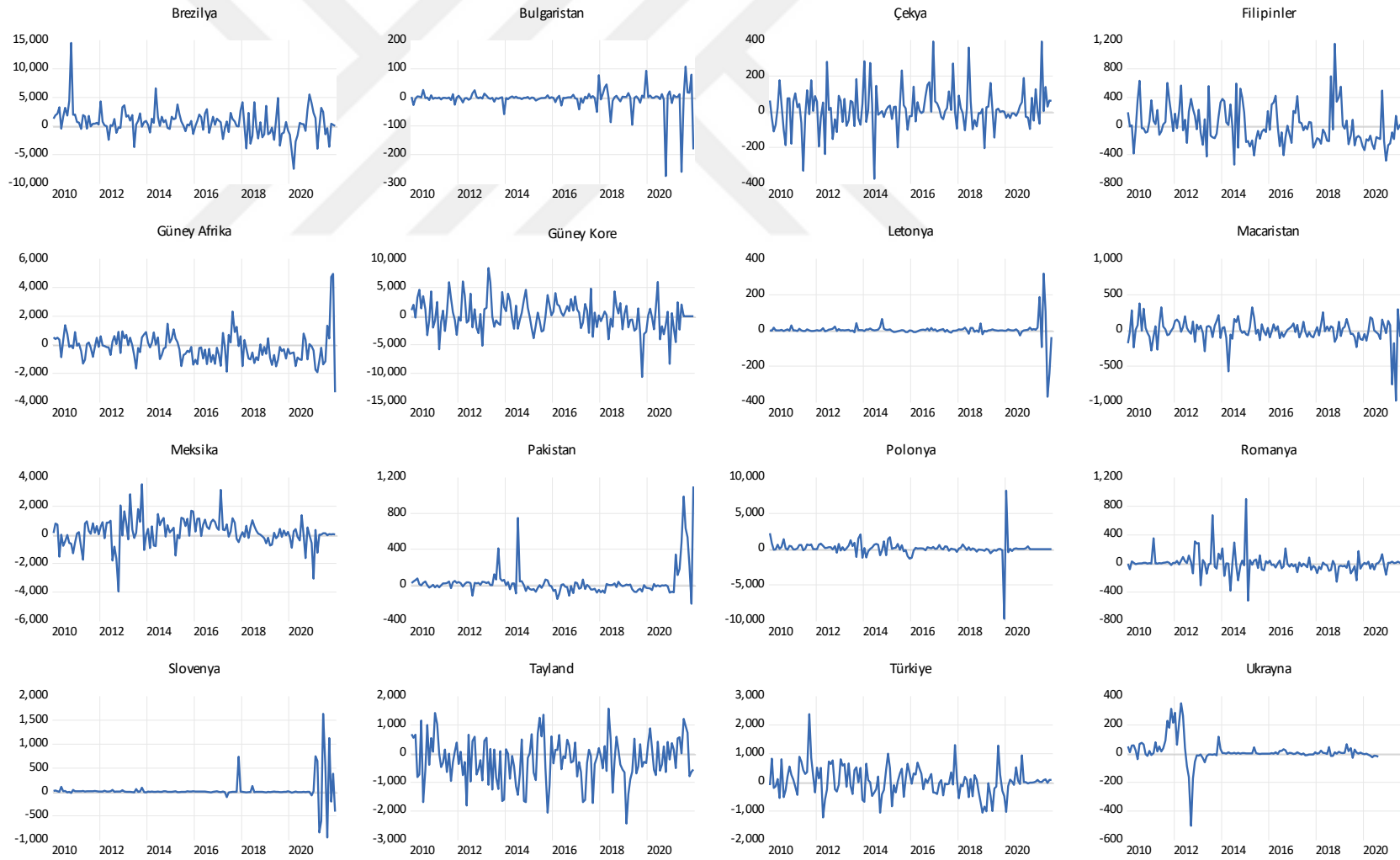
Değişkenler	Ani Duruş (SS) Dönemleri		
Öz Kaynak Portföy Akımları	2013:06-2013:07	2020:01	2021:12
Borç Portföy Akımları	2015:06-2015:07	2018:03-2018:05	

Bu tarihler dikkate alındığında elde edilen bulgular şu yöndedir. Tablo 2’den görüleceği üzere öz kaynak portföy akımlarında üç Ani Duruş (SS) dönemi ve borç portföy akımlarında ise iki Ani Duruş (SS) dönemi oluşmaktadır. Öz kaynak portföy akımları için ilk dönem 2013:06-07 tarihlerini işaret etmektedir. Gün, Kutlu ve Karamustafa (2016) çalışmasında 04/01/2010 ve 23/02/2015 tarihleri arasında, gezi parkı olaylarının Türkiye ekonomisi üzerine etkisini incelemiştir. Elde ettikleri bulgular, o dönem Türkiye’nin finansal anlamda ülke riskliliğin artmasına bağlı olarak Borsa İstanbul’u negatif etkilemiştir. Küresel açıdan bakıldığında ise ABD’nin mayıs ve haziran aylarında Taper Tantrum (FED’in varlık alımlarını azaltması buna bağlı olarak faizlerin yükselecek olması) açıklaması piyasalar tarafından erken çıkış sinyali olarak algılanmıştır. İkinci dönem dünya genelinde yıkıcı etkileri olan Covid-19 salgın döneminin başlangıcına denk gelmektedir. Covid-19 ilk olarak 17 Kasım 2019 tarihinde Çin’in Wuhan kentinde görülmüştür. Çin’in dışında ilk vaka 13 Ocak 2020 tarihinde görülmüş ve dünyaya yayılmaya başlamıştır. Covid-19 salgının yarattığı panik sonucunda kendini gösteren şok etkisi ivedilikle küresel finans piyasalarına yayılmıştır. 2020’nin başlarında, COVID-19 salgını, gelişmekte olan piyasalardan portföy akımlarında rekor düzeyde en keskin geri dönüşlerden birini tetiklemiştir (Koepke ve Paetzold, 2020: 4). Üçüncü dönem ise döviz kurunda meydana gelen spekülasyon hareketlerin başlamış olduğu dönemin başlangıcıdır. Türkiye ekonomisi için 2021 yılının en önemli konularından biri olarak Türk Lirası’nın değerinde kendini gösteren hızlı düşüş eğilimi olarak ifade edilmektedir. Diğer gelişmekte olan ülke para birimlerinin karşısında 2021 yılının son çeyreğinde Türk Lirası negatif yönde ayrılmıştır. ABD doları karşısında önemli ölçüde değer kaybetmiştir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası faiz oranının altı ay boyunca sabit tuttukten sonra Eylül, Ekim, Kasım ve Aralık aylarındaki dört toplantıda düşürmüştür. Borç portföy akımlarında meydana gelen ani duruş dönemlerinden ilki 2015 yılında gerçekleşen seçim dönemidir. Küresel ölçekte ise ABD’nin faiz artırımı kararını sürekli ertelemesi sonucunda piyasalar 2015 yılını dalgalı bir seyrinde tamamlamıştır. İkinci

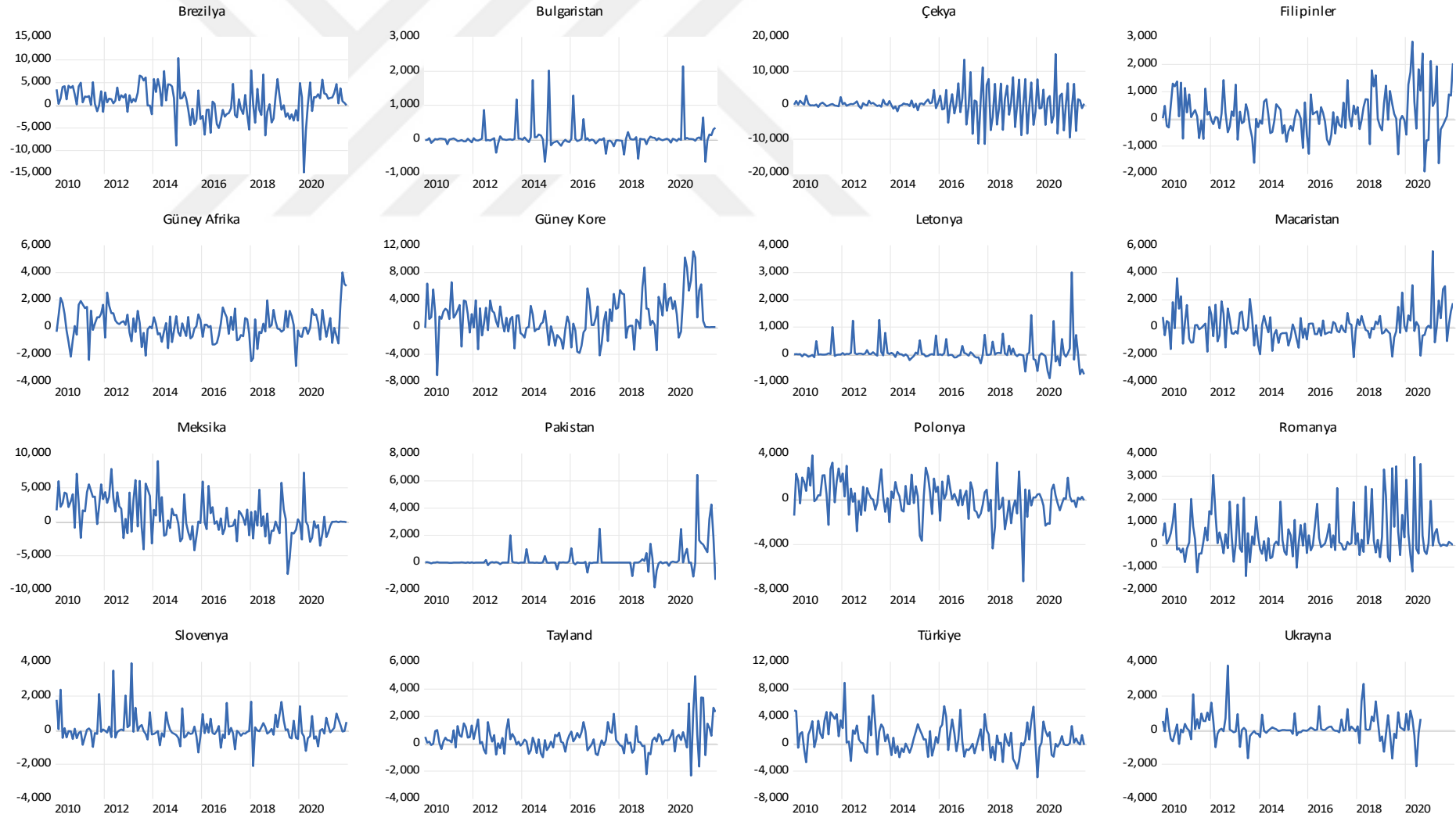
dönem ise 2018 Rahip Brunson davası ve Amerika ile F-35 savaş uçakları konusunun birlikte anıldığı sürece denk gelmektedir.

16 gelişmekte olan ülke ekonomisinde öz kaynak ve borç portföy akımlarına ait 2010:01-2021:12 döneminde zaman içerisindeki seyri aşağıda sırasıyla Şekil 3 ve 4'te verilmiştir.





Şekil 4.3. Öz kaynak Akışları



Şekil 4.4. Borç Akışları

Gelişmekte olan ülke piyasalarında Ani Duruş dönemlerine ait tarih bilgisi Çizelge 4.3'te özetlenmiştir.

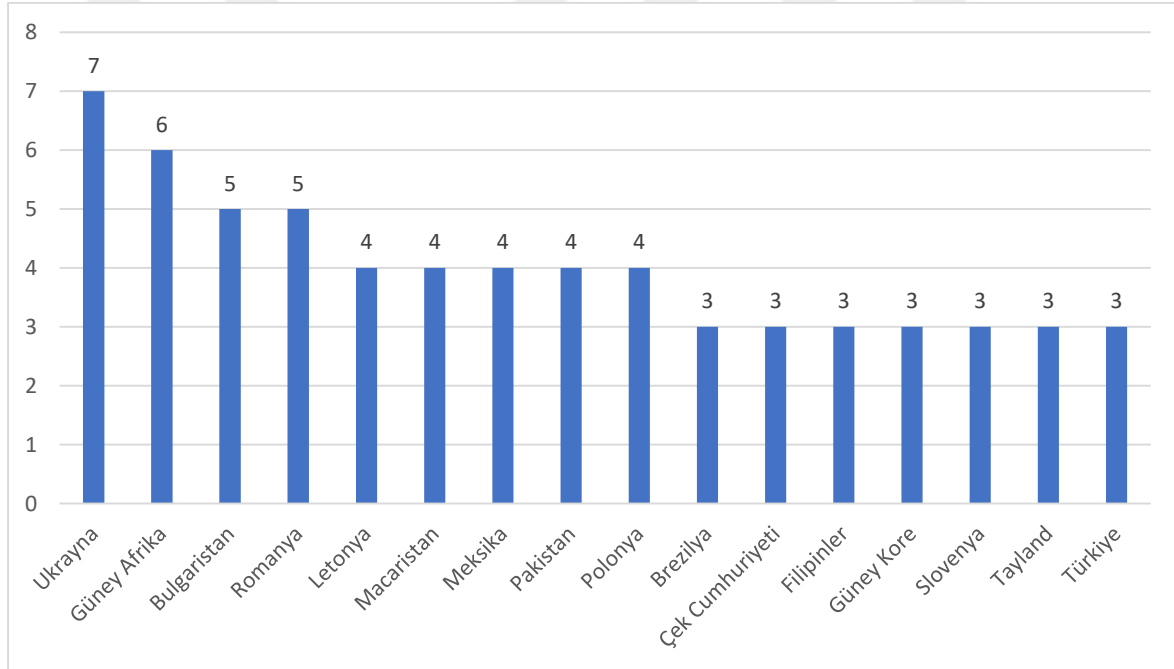
Çizelge 4.5. 2010-2021 Öz Kaynak ve Borç Portföy Akımlarında Ani Duruş Dönemleri

Ülkeler	Ani Duruş Dönemleri	
	Öz Kaynak Portföy Akımları	Borç Portföy Akımları
Brezilya	2011:04, 2015:05, 2017:03	2011:08-09, 2011:12, 2016:01, 2020:03
Bulgaristan	2011:08, 2011:12, 2014:01, 2019:06, 2020:11, 2021:07	2011:01, 2013:07, 2015:07, 2017:03, 2021:09
Çekya	2011:08, 2014:08, 2018:02	2011:09, 2013:02
Filipinler	2011:09-10, 2020:01	2011:09-10-11, 2019:11-12
Güney Afrika	2011:08, 2013:11, 2016:03-04-05-06, 2018:12, 2021:12	2011:09, 2013:06, 2016:10, 2018:04-05, 2020:03, 2021:11
Güney Kore	2018:10, 2020:02-03	2014:02, 2015:10
Letonya	2012:06, 2016:04, 2018:02-03, 2020:06	2013:12, 2015:01, 2015:04, 2017:05, 2021:04
Macaristan	2012:04, 2020:03-04, 2021:10	2012:03, 2017:04, 2018:06
Meksika	2013:05-06, 2018:10, 2021:09	2015:11, 2017:12, 2020:03
Pakistan	2011:03-04, 2013:05, 2016:04, 2017:06,	2015:04, 2018:12, 2020:03
Polonya	2011:11, 2016:11, 2020:10, 2021:10	2011:01-02, 2013:06, 2016:01, 2019:01-02, 2020:03-04
Romanya	2011:01, 2013:01, 2015:07, 2016:12, 2019:10, 2020:08	2011:03
Slovenya	2012:05, 2015:10, 2019:11	2012:03, 2015:02, 2018:05, 2019:02, 2021:03-04
Tayland	2011:08, 2012:10, 2018:05	-
Türkiye	2013:06-07, 2020:01, 2021:12	2015:06-07, 2018:03-04-05
Ukrayna	2013:12, 2014:01-02, 2016:02, 2017:08, 2018:10-11, 2020:10	2011:09, 2013:07, 2014:12, 2016:05,

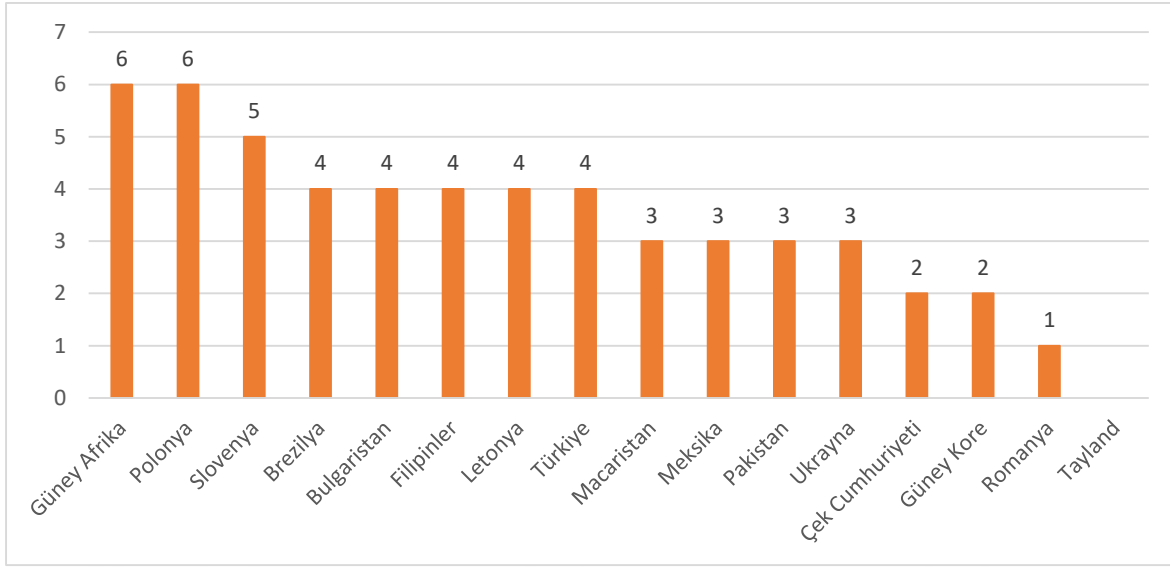
Yapılan çalışma sonucunda 16 geliştirmekte olan ülke için Ani Duruş (SS) dönemleri Çizelge 4.3.'te gösterilmiştir. 16 geliştirmekte olan ülke 2010:01 ve 2021:12 dönemleri içerisinde incelenmiştir. Bu dönem içinde 16 ülkede öz kaynak portföy akımlarında Ani Duruş

dönemleri tespit edilmiştir. Borç portföy akımları ise aynı dönem içinde Tayland hariç ani duruş dönemleri tespit edilmiştir. İncelenen dönem kapsamında ülkelerde halen genel olarak bakıldığında KFK'nin etkilerinin devam ettiği, Avrupa'daki ülkelere bakıldığında ise Avrupa borç krizi ve Yunanistan yaşanan krizin etkili olduğu gözlemlenmiştir. Küresel bazda baktığımızda ise FED'in faiz artırımları, 2015 ve 2020'de Çin'de iki "kara pazartesi" olması ve Covid-19 Sağlık ve Ekonomi Krizi sermaye hareketlerinde ani duruş yaşanmasında neden olmuştur.

16 gelişmekte olan ülkenin 2010:01-2021:12 (144 dönem) döneminde tecrübe ettikleri Ani Duruş dönemlerinin yüzde oranına ait bilgi Şekil 5 ve 6'te gösterilmiştir.



Şekil 4.5. GOÜ Öz Kaynak Portföy Akımlarında Ani Duruş Dönemlerinin Yüzde Oranı



Şekil 4.6. GOÜ Borç Portföy Akımlarında Ani Duruş Dönemlerinin Yüzde Oranı

Not: Tayland borç portföy akımlarında 2010-2021 döneminde herhangi bir Ani Duruş tecrübe etmemiştir.

Şekil 5’te gelişmekte olan ülkelerde öz kaynak portföy akımlarında Ani Duruş dönemlerinin yüzde oranı incelendiğinde; en fazla Ukrayna ve en az Türkiye’de yüzdelik oran olarak Ani Duruş dönemi tespit edilmiştir. Şekil 6’da gelişmekte olan ülkelerde borç portföy akımlarında Ani Duruş dönemlerinin yüzde oranı incelendiğinde; en fazla Güney Afrika ve Polonya’dır. Tayland’da borç portföy akımlarında Ani Duruş dönemi analizde tespit edilmemiştir. Şekil 5 ve Şekil 6’da ortak bir noktadan baktığımızda Türkiye öz kaynak portföy akımları ve borç portföy akımlarında Brezilya ve Filipinler’le aynı yüzdelik oran olarak ani duruş dönemi tecrübe etmiştir.

Şekil 5 ve Şekil 6’da şunu da analiz ettik. Ülkelerin yaşamış oldukları Ani Duruş dönemleri var ama bu Ani Duruş dönemlerinin uzunlukları itibarıyla ülkelerin değerleri nasıl bunu da inceledik. Tüm toplam 144 dönem içerisinde ülkelerin Ani Duruşu tecrübe ettiklerin dönemlerin yüzdesini aldığımız da öz kaynak incelendiğin de en fazla Ukrayna en az Türkiye Ani Duruşu tecrübe ederken borç portföy akımlarında en fazla Güney Afrika ve Polonya ve en az Romanya’dır. Borç portföy akımlarına Ani Duruş tecrübesi olmayan ülke Tayland’dır. Tüm dönem içerisinde toplam tecrübe ettikleri dönemlerin payıdır. Bu bize şunu göstermiş oluyor bu ülkeler evet belki bir ya da iki defa mahsus Ani Duruşu görmüş olabilirler ama bu Ani Duruş’ta kaldıkları dönem sayısı fazla olabilir. Yani Ani Duruş sayısı az ama Ani Duruş dönemi fazla olabilir. Bu da analizlerde ve literatürde dikkat edilmesi gereken bir husustur.

Bu tez kapsamında faydalanılacak Ekonometrik Yönteme ait detaylar aşağıda belirtilmiştir.

Ekonometrik Yöntem

Yaklaşım 1: Panel Probit Model Analizi

Calvo ve diğerleri (2008), Calderón ve Kubota (2013) ile Ghosh ve diğerleri (2014) tarafından yapılan çalışmaların ışığında, gelişmekte olan ülkeler için öz kaynak ve borç portföy akımlarında Ani Duruşların meydana gelmesinde etkili olan değişkenlerin incelenmesi için bir panel probit modeli kullanılacaktır.

Panel veri içerisinde yer alan ülke boyutu $i = 1, 2, \dots, N$ olmak üzere Probit modelin tahmininde 16 ülkeden meydana gelen veriler kullanılacaktır. Modelin genel yapısı aşağıdaki gibidir:

$$Pr(SS_{it}) = F(B'_K X_{i,t-1}^{Küresel}, B'_Y X_{i,t-1}^{Yerel}, B'_B X_{i,t-1}^{Bulaşıcılık}), \quad (3)$$

burada $Pr(.)$ olasılık iken SS_{it} , aşağıdaki gibi tanımlanır:

$$SS_{it} = \begin{cases} 1 & t \text{ anında Ani Duruş olması durumu} \\ 0 & \text{diğer durumlar,} \end{cases} \quad (4)$$

$X_{i,t-1}^{Küresel}$, $X_{i,t-1}^{Yerel}$ ve $X_{i,t-1}^{Bulaşıcılık}$ ise sırasıyla küresel, yerel ve bulaşıcılık değişkenleri içeren vektörlerdir. Buna ek olarak, B_K , B_Y ve B_B tahmin edilen parametre vektörleridir. $F(.)$ kümülatif fonksiyonu standart normal dağılım olan probit fonksiyonudur. Modelde yer alan değişkenler Calderón ve Kubota (2013) ile Forbes ve Warnock (2012)'de belirtildiği sebeplerden şekliyle gecikmelidir.

Yaklaşım 2: Dinamik Panel Veri Analizi

Dinamik panel veri analiziyle öz kaynak ve borç portföy akımlarında Ani Duruş etkisi incelenecektir. Yapılan literatür taramasında uluslararası sermaye hareketlerinde ani duruş etkisi konusunda bu kapsamda bir çalışma bulunamamıştır. Gerçekleştirilecek uygulamada temel modellerin kapalı formu aşağıdaki gibidir:

$$eq_{it} = f(eq_{i,t-1}, SS_{it}^{eq}, e_{1,it}), \quad (5)$$

$$debt_{it} = f(debt_{i,t-1}, SS_{it}^{debt}, e_{2,it}) \quad (6)$$

burada eq_{it} ve $debt_{it}$ sırasıyla ülkelerin öz kaynak ve borç sermaye miktarları, SS_{it}^{eq} ve SS_{it}^{debt} bu değişkenlere ait ani duruş dönemleri ve $e_{1,it}$ ve $e_{2,it}$ modellerin hata terimleridir.

Yaklaşım 3: Türkiye için Probit Model Analizi

Yaklaşım 1'dekine benzer şekilde gelişmekte olan ülke grubu ile Türkiye'nin bireysel sonuçlarının karşılaştırılabilmesi için benzer bir model tahmini yapılacaktır. Türkiye'de öz kaynak ve borç portföy akımlarında Ani Duruşların meydana gelmesinde etkili olan değişkenlerin incelenmesinde Yaklaşım 1'e benzer şekilde bir probit modeli kullanılacaktır:

$$Pr(SS_t) = F(B'_{K,Tr} X_{t-1}^{Küresel}, B'_{Y,Tr} X_{t-1}^{Yerel}), \quad (7)$$

burada SS_t , aşağıdaki gibi tanımlanır:

$$SS_t = \begin{cases} 1 & t \text{ anında Ani Duruş olması durumu} \\ 0 & \text{diğer durumlar,} \end{cases} \quad (8)$$

$X_{t-1}^{Küresel}$ ve X_{t-1}^{Yerel} ise sırasıyla küresel ve yerel değişkenleri içeren vektörler iken buna ek olarak, $B_{K,Tr}$ ve $B_{Y,Tr}$ Türkiye için yapılan bireysel analizden elde edilen tahmine ait parametre vektörleridir. $F(.)$ kümülatif fonksiyonu standart normal dağılım olan probit fonksiyonudur. Modelde yer alan değişkenler Calderón ve Kubota (2013) ile Forbes ve Warnock (2012)'de belirtildiği sebeplerden şekliyle gecikmelidir.

Yaklaşım 4: Türkiye için Dinamik Model Analizi

Dinamik panel veri analiziyle gerçekleştirilen analizin bir benzeri Türkiye özelinde de yapılacaktır. Gelişmekte olan ülkeler için elde edilen bulgular ile Türkiye için bireysel olarak öz kaynak ve borç portföy akımlarında ani duruş etkisine ait sonuçların karşılaştırılması amaçlanmaktadır. Gerçekleştirilecek uygulamada temel modellerin kapalı formu aşağıdaki gibidir:

$$eq_t = f(eq_{t-1}, SS_t^{eq}, e_{1t}), \quad (9)$$

$$debt_t = f(debt_{t-1}, SS_t^{debt}, e_{2t}) \quad (10)$$

burada eq_t ve $debt_t$ sırasıyla Türkiye'nin öz kaynak ve borç sermaye miktarları, SS_t^{eq} ve SS_t^{debt} bu değişkenlere ait ani duruş dönemleri ve e_{1t} ve e_{2t} modellerin hata terimleridir.

Yaklaşım 5: Mali ve Cari Hesap Dengesinin Ani Duruş Üzerindeki Etkisinin Analizi: Gelişmekte Olan Ülkeler Örneği

Çizelge 4.6. Değişkenlere Ait Açıklayıcı Bilgiler

<i>Bağımlı Değişkenler</i>	Kısaltma
Öz Kaynak Portföy Akımları	y ₁
Borç Portföy Akımları	y ₂
<i>Küresel Değişkenler</i>	Kısaltma
Küresel Büyüme	x ₁
Küresel Faiz Oranı	x ₂
Küresel Öz sermaye Getiri	x ₃
Küresel Likidite Riski	x ₄
Küresel Riskten Kaçınma	x ₅
Emtia Fiyat Şoku	x ₆
Makro Ekonomik Politika Belirsizliği	x ₇
Ekonomik Haber Şoku	x ₈
Bulaşıcılık	x ₉
<i>Yerel Değişkenler</i>	Kısaltma
Uluslararası Yabancı Rezervler (% GSYİH)	x ₁₃
Mali Denge (% GSYİH)	x ₂₃
Cari Hesap Dengesi (% GSYİH)	x ₂₄

Bu aşamada gerçekleştirilen analizlerin teknik yapısı *Yaklaşım 1: Panel Probit Model Analizi* 'ndeki gibidir.

Yaklaşım 6: Mali ve Cari Hesap Dengesinin Ani Duruş Üzerindeki Etkisinin Analizi: Türkiye Örneği

Bu aşamada gerçekleştirilen analizlerin teknik yapısı *Yaklaşım 5: Mali ve Cari Hesap Dengesinin Ani Duruş Üzerindeki Etkisinin Analizi: Gelişmekte Olan Ülkeler Örneği* 'ndeki gibidir.

4.4. Ampirik Bulgular

4.4.1.Öz Kaynak ve Borç Portföy Akımlarında Ani Duruşu Belirleyen Faktörler: Gelişmekte Olan Ülkeler Örneği

Yaklaşım 1: Panel Probit Model Analiz Sonuçları

Çizelge 4.7. Ani Duruş (SS) Dönemlerinin Meydana Gelmesine Ait Temel Modeller

Küresel Değişkenler	Öz Kaynak Portföy Akımları				Borç Portföy Akımları			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(1)	(2)	(3)	(4)
X ₁	-0.025***	-0.021***	-0.019***	-0.020***	-0.005***	-0.008***	-0.005***	-0.008***
X ₂	0.205***	0.357***	0.359***	0.356*	0.261**	0.787**	0.846**	0.912*
X ₃	-3.431***	-3.516***	-3.769***	-3.765***	-2.269***	-4.068***	-3.233***	-3.327***
X ₄	0.006***	0.007***	0.006***	0.006***	0.002***	0.001**	0.001***	0.001***
X ₅	-0.004***	-0.007***	-0.006***	-0.006***	-0.028***	-0.029**	-0.026**	-0.028**
X ₆	0.055	0.134	0.118	0.103	1.310	1.494	1.274	1.146
X ₇	0.001	0.001	0.001	0.001***	0.000	-0.001	-0.001	-0.001
X ₈	0.000	0.000	0.000	0.000***	-0.002	-0.002	-0.002	-0.002
Coğrafi Bulaşıcılık (x ₉)		0.259***	0.240**	0.237**		0.699*	0.697	0.685*
Yerel Değişkenler								
X ₁₀			0.011**	0.021**			0.022**	0.021**
X ₁₁			0.008**	0.008*			0.035**	0.035**
X ₁₂			0.007***	0.007***			-0.044***	-0.042**
X ₁₃			-0.005	-0.008***			-0.031***	-0.042
X ₁₄			0.388	0.397			-1.154***	-1.115***
X ₁₅			-0.003**	-0.003**			-0.016**	-0.014**
X ₁₆			-0.002**	-0.001*			-0.015*	-0.013*
X ₁₇			0.001	0.002			0.002	0.003
X ₁₈			0.008*	0.008*			-0.005**	-0.003*
X ₁₉			-0.053	-0.044**			-0.181**	-0.293**
X ₂₀				-0.009**				-0.053**
X ₂₁			0.080	0.001			0.001	0.001
X ₂₂			-2.325	0.079			-0.011*	-0.031*
Sabit	-1.853	-1.911***	0.466**	-2.306*	-1.937	-2.084	-2.002**	-1.794**

Çizelge 4.7. (devam) Ani Duruş (SS) Dönemlerinin Meydana Gelmesine Ait Temel Modeller

N	2288	2288	2288	2288	2288	2288	2288	2288
LR chi2(8)	13.37	17.14	24.35	25.00	25.02	49.24	84.22	91.50
Pseudo R2	0.02	0.03	0.04	0.04	0.04	0.08	0.14	0.16

Not: Bağımlı değişken, ani bir duruş meydana geldiğinde bir değeri alan ikili bir değişkendir. Tüm modeller probit model kurularak tahmin edilmiştir. Açıklayıcı değişkenler bir dönem gecikmelidir. ***, ** ve * sırasıyla %90, %95 ve %99 güven düzeyinde anlamlılıkları göstermektedir.

Örneklem ülke grubumuz üzerinde yapılan 2010:01 ve 2021:12 tarihleri aralığını kapsayan panel probit model sonuçlarına baktığımızda;

Öz kaynak portföy akımlarında küresel değişkenler; küresel faiz oranı ve küresel likidite riski, ABD makroekonomik politika belirsizliği ve ekonomik haber şoku pozitif ilişkili iken; küresel büyüme, küresel öz sermaye getirisi, küresel riskten kaçınma negatif ilişkilidir. Öz kaynak portföy akımlarında emtia fiyat şoku arasında anlamlı bir ilişki yoktur. Borç portföy akımlarında küresel değişkenler ise; küresel faiz oranı ve küresel likidite riski pozitif ilişkili iken küresel büyüme, küresel öz sermaye getirisi ve küresel riskten kaçınma negatif ilişkili çıkmıştır. Borç portföy akımlarında emtia fiyat şoku, ABD makroekonomik politika belirsizliği ve ekonomik haber şoku değişkenleri arasında anlamlı bir ilişki yoktur. Öz kaynak ve borç portföy akımlarında küresel değişkenler arasında en etkili değişken küresel faiz oranıdır. Küresel değişkenlerden küresel faiz oranı ve küresel likidite riski hem öz kaynak hem de borç portföy akımlarında pozitif ilişkilidir. Öz kaynak ve borç portföy akımlarında ani duruş sadece küresel değişkenlerde bir yere kadar anlamlı iken aslında olması gereken yerel değişkenlerin olduğu modellerin anlamlı çıkması beklenebilir.

Bulaşıcılık değişkenine bakıldığında ise; öz kaynak portföy akımlarında yerel değişkenler modele eklendiğinde ilişkinin anlamlılık düzeyi yükselmektedir. Aynı durum borç portföy akımlarında da geçerlidir. Ama borç portföy akımlarında bulaşıcılık değişkeninin anlamlılık seviyesi yerel değişkenler modele dahil olduğunda %99 olmaktadır.

Öz kaynak portföy akımlarında yerel değişkenler; sanayi üretim büyümesi, kısa vadeli faiz oranı, enflasyon, rezervler, finansal açıklık pozitif ilişkili iken; beklenen REER düşüşü, kredi büyümesi, portföy entegrasyonu, portföy entegrasyonu x 2, negatif ilişkilidir. Öz kaynak portföy akımlarında hisse senedi getirileri, ticari açıklık, doğrudan yatırımlar ve 5 yıllık CDS primleri arasında anlamlı ilişki bulunamamıştır. Borç portföy akımlarında yerel değişkenler; sanayi üretim endeksi ve kısa vadeli faiz oranı, pozitif ilişkili iken, enflasyon, hisse sendi getirileri, beklenen REER düşüşü, kredi büyümesi, finansal açıklık, portföy yatırımı, portföy yatırımı x 2 ve 5 yıllık CDS primleri negatif ilişkilidir. Borç portföy akımlarında rezervler, ticari açıklık ve doğrudan yatırımlar arasında ilişki yoktur. Öz kaynak portföy akımlarında yerel değişkenlerde en etkili değişken kısa vadeli faiz oranı ve finansal açıklıktır. Borç portföy akımlarında ise sanayi üretim endeksi ve kısa vadeli faiz oranıdır.

4.4.2. Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Ani Duruş Etkisi: Gelişmekte Olan Ülkeler Örneği

Yaklaşım 2: Dinamik Panel Veri Analiz Sonuçları

Çalışmanın bu kısmında uluslararası sermaye hareketlerinde ani duruş etkisi panel dinamik model kapsamında ölçülmüştür. Model kısmında öz kaynak ve borç portföy akımları için kurulan denklem verilmiştir.

Çalışmamız 2010:10 ve 2021:12 tarih aralığını kapsamaktadır. Bu tarihler arasında uygulanan panel dinamik model analizine ait sonuçlar, öz kaynak ve borç portföy akımları için sunulmuştur.

Çizelge 4.8. Öz Kaynaklar Portföy Akımları için Panel Dinamik Model Sonucu

eq_{it}	Katsayı	Standart Hata	z	p-değeri	%95 Güven Aralığı	
eq_{it-1}	0.176	0.0106	11.19	0.000*	0.146	0.207
SS_{it}^{eq}	-959.761	0.000	124.247	0.000*	-1203.280	-716.241
Sabit	68.744	22.130	3.11	0.002*	25.370	112.118
	Katsayı	p-değeri				
AR(1)	0.234	0.589				
AR(2)	0.113	0.456				

Not: ***, ** ve * sırasıyla %90, %95 ve %99 güven düzeyinde anlamlılıkları göstermektedir. Sargan test istatistiği 1670.584 ve olasılık değeri=0.835'tir. AR(1) ve AR(2) sırasıyla I. ve II. dereceden otokorelasyon sınavasını göstermektedir.

Çizelge 4.5'te elde edilen modelin yorumlanabilmesi için Sargan aşırı tanımlama kısıtlarının geçerliliği testinde¹ temel hipotezin reddedilmemesi gereklidir.

H_0 : Aşırı Tanımlama Kısıtları Geçerlidir.

H_1 : Aşırı Tanımlama Kısıtları Geçerli değildir.

Test istatistiğine ait olasılık değeri 0.835, 0.05'ten büyük olduğu için temel hipotez reddedilemez. Bu modele ait I. ve II. dereceden otokorelasyon sınavasında temel ve

¹ Daha fazla bilgi için bakınız: Arellano, M., and S. Bond. 1991. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies* 58: 277–297. <https://doi.org/10.2307/2297968>.

alternatif hipotezler aşağıdaki gibidir:

H_0 : I. (II.) dereceden otokorelasyon katsayıları istatistiksel olarak anlamsızdır.

H_1 : I. (II.) dereceden otokorelasyon katsayıları istatistiksel olarak anlamlıdır.

Elde edilen otokorelasyon katsayılarına ait olasılık değerleri 0.05 hata payından büyük olduğu için modelde otokorelasyon sorunu bulunmamaktadır.

Gelişmekte olan 16 ülke üzerinde yapılan model uygulaması sonucunda ülkelerin piyasalarında öz kaynaklarda meydana gelen bir ani duruşun öz kaynaklar üzerindeki etkisi yaklaşık olarak 960 milyon \$'lık bir sermaye çıkışıdır.

Çizelge 4.9. Borç Portföy Akımları için Panel Dinamik Model Sonucu

$debt_{it}$	Katsayı	Standart Hata	z	p-değeri	%95 Güven Aralığı	
$debt_{it-1}$	0.007	0.016	0.440	0.657	-0.025	0.039
SS_{it}^{debt}	-1898.095	238.756	-7.95	0.000*	-2366.048	-1430.142
Sabit	407.271	41.172	9.890	0.000*	326.575	487.967
	Katsayı	p-değeri				
AR(1)	0.189	0.678				
AR(2)	0.177	0.897				

Not: ***, ** ve * sırasıyla %90, %95 ve %99 güven düzeyinde anlamlılıkları göstermektedir. Sargan test istatistiği 1609.532 ve olasılık değeri= 0.1683'tir. AR(1) ve AR(2) sırasıyla I. ve II. dereceden otokorelasyon sınavasını göstermektedir.

Çizelge 4.6'te elde edilen modelin yorumlanabilmesi için Sargan aşırı tanımlama kısıtlarının geçerliliği testinde temel hipotezin reddedilmemesi gereklidir.

H_0 : Aşırı Tanımlama Kısıtları Geçerlidir.

H_1 : Aşırı Tanımlama Kısıtları Geçerli değildir.

Test istatistiğine ait olasılık değeri 0.1683, 0.05'ten büyük olduğu için temel hipotez reddedilemez. Bu modele ait I. ve II. dereceden otokorelasyon sınavasında temel ve alternatif hipotezler aşağıdaki gibidir:

H_0 : I. (II.) dereceden otokorelasyon katsayıları istatistiksel olarak anlamsızdır.

H_1 : I. (II.) dereceden otokorelasyon katsayıları istatistiksel olarak anlamlıdır.

Elde edilen otokorelasyon katsayılarına ait olasılık değerleri 0.05 hata payından büyük olduğu için modelde otokorelasyon sorunu bulunmamaktadır.

Gelişmekte olan 16 ülke üzerinde yapılan model uygulaması sonucunda ülkelerin piyasalarında borçlarda meydana gelen bir ani duruşun borçlar üzerindeki etkisi yaklaşık olarak 1900 milyon \$'lık bir sermaye çıkışıdır.

Öz kaynak ve borç portföy akımlarındaki ani duruş etkisi karşılaştırıldığında; ani duruş sürecinde borç portföy akımlarındaki etki öz kaynaklara göre finansal tutar olarak daha fazla olduğu bulunmuştur. Bu sonuç yatırımların büyüklüğü açısından bakıldığında uluslararası yatırımcıların öz kaynak portföy akımlarından ziyade borç portföy akımlarına yatırım yaptığına ulaşılabilir.

4.4.3. Öz Kaynak ve Borç Portföy Akımlarında Ani Duruşu Belirleyen Faktörler: Türkiye Örneği

Yaklaşım 3: Türkiye için Probit Model Analizi Sonuçları

Çalışmanın bu kısmında, probit modeller kullanılarak elde edilen bulgulara yer verilmiştir. Sonuçlar Tablo 5'te görülmektedir.

Çizelge 4.10. Türkiye için Ani Duruş (SS) Dönemlerinin Meydana Gelmesine Ait Temel Modeller

Küresel Değişkenler	Öz Kaynak Portföy Akımları			Borç Portföy Akımları		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
X ₁	0.027	-0.209*	-0.291*	-0.060	-0.417*	-0.672*
X ₂	5.289*	76.491*	137.069*	8.979*	69.520*	58.729*
X ₃	-11.011	-99.591*	-225.962*	-15.177*	-249.044*	-174.342*
X ₄	-0.031*	0.340*	-0.391*	0.074*	0.385*	0.322*
X ₅	-0.015	-0.505*	-0.818*	-0.073*	-0.794*	-0.576*
X ₆	0.000	0.007*	-0.006*	-0.003*	-0.026*	-0.016*
X ₇	0.181	2.072*	2.769*	-3.974*	33.400*	22.194*
X ₈	0.003	-0.041*	-0.083*	-0.012*	-0.338*	-0.269*
Yerel Değişkenler						
X ₁₀		0.561*	1.082*		-1.087*	-1.589*
X ₁₁		-5.167*	-2.288*		4.575*	5.184*
X ₁₂		3.360*	1.838*		-5.718*	-7.869*
X ₁₃		25.598*	13.200*		22.516*	16.429*
X ₁₄		-11.123*	-77.938*			
X ₁₅		-1.026*	-0.063**		-0.150*	-0.229*
X ₁₆		0.373*	0.703*		2.218*	2.154*
X ₁₇		-2.149*	-2.554*		-4.149*	-3.462*
X ₁₈		981.764*	-2355.59*		4035.242*	5589.642*
X ₁₉		-985.284*	2344.435*		-4059.34*	-5601.24*
X ₂₀			-1.961*			7.114*
X ₂₁		-1026.96*	2312.052*		-4092.05*	-5633.73*
X ₂₂		-0.037*	-0.031*		-0.416*	-0.321*
Sabit	-2.418	-37.172*	-83.787*	15.381*	-260.951*	-168.096*

Not: Bağımlı değişken, ani bir duruş meydana geldiğinde bir değeri alan ikili bir değişkendir. Tüm modeller probit model kurularak tahmin edilmiştir. Açıklayıcı değişkenler bir önem gecikmelidir. ***, ** ve * sırasıyla %90, %95 ve %99 güven düzeyinde anlamlılıkları göstermektedir.

Öz kaynak portföy akımlarında küresel değişkenler; küresel büyüme, küresel faiz oranı, emtia fiyat şoku, ABD makroekonomik politika belirsizliği ve ekonomik haber şoku pozitif ilişkili iken; küresel öz sermaye getirisi, küresel likidite riski ve küresel riskten kaçınma negatif ilişkilidir. Borç portföy akımlarında küresel değişkenler ise; küresel faiz oranı küresel likidite riski pozitif ilişkili iken küresel büyüme, küresel öz sermaye getirisi, küresel riskten kaçınma, emtia fiyat şoku, ABD makro politika belirsizliği ve ekonomik haber şoku negatif ilişkili çıkmıştır. Öz kaynak ve borç portföy akımlarında küresel değişkenler arasında en etkili değişken küresel faiz oranıdır. Öz kaynak ve borç portföy akımlarında ani duruş sadece küresel değişkenlerde bir yere kadar anlamlı iken aslında olması gereken yerel değişkenlerin olduğu modellerdir.

Öz kaynak portföy akımlarında yerel değişkenler; sanayi üretim büyümesi, enflasyon, rezervler, kredi büyümesi, finansal açıklık pozitif ilişkili iken; kısa vadeli faiz oranı, hisse senedi getirileri, beklenen REER düşüşü, ticari açıklık, portföy entegrasyonu (x2 olduğun da pozitif), doğrudan yatırımlar ve 5 yıllık CDS primleri negatif ilişkilidir. Borç portföy akımlarında yerel değişkenler; kısa vadeli faiz oranı, rezervler, kredi büyümesi, finansal açıklık pozitif ilişkili iken, sanayi üretim endeksi, enflasyon, beklenen REER düşüşü, ticari açıklık, portföy yatırımı, doğrudan yatırımlar ve 5 yıllık CDS primleri negatif ilişkilidir. Öz kaynak ve borç portföy akımlarda yerel değişkenlerde en etkili değişken rezervler ve finansal açıklıktır.

4.4.4.Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Ani Duruş Etkisi: Türkiye Örneği

Yaklaşım 4: Türkiye için Dinamik Model Analiz Sonuçları

Çalışmanın bu kısmında uluslararası sermaye hareketlerinde Türkiye için ani duruş etkisi dinamik model kapsamında ölçülmüştür. Model kısmında öz kaynak ve borç portföy akımları için kurulan denklem verilmiştir.

Çalışmamız 2010:10 ve 2021:12 tarih aralığını kapsamaktadır. Bu tarihler arasında uygulanan dinamik model analizine ait sonuçlar, öz kaynak ve borç portföy akımları için sunulmuştur².

Çizelge 4.11. Türkiye’de Öz Kaynaklar Portföy Akımları için Dinamik Model Sonucu

eq_t	Katsayı	Standart Hata	z	p-değeri	%95 Güven Aralığı	
eq_{t-1}	0.2692	0.069	3.892	0.0002*	0.1324	0.4059
SS_t^{eq}	-721.9373	295.5686	-2.44	0.000*	-1306.329	-137.5457
Sabit	56.0674	44.71015	7.58	1.254019	-32.3323	144.4673
	Katsayı	p-değeri				
AR(1)	0.0198	0.967				
AR(2)	0.034	0.855				

Not: ***, ** ve * sırasıyla %90, %95 ve %99 güven düzeyinde anlamlılıkları göstermektedir. AR(1) ve AR(2) sırasıyla I. ve II. dereceden otokorelasyon sınavasını göstermektedir.

Bu modele ait I. ve II. dereceden otokorelasyon sınavasında temel ve alternatif hipotezler aşağıdaki gibidir:

H_0 : I. (II.) dereceden otokorelasyon katsayıları istatistiksel olarak anlamsızdır.

H_1 : I. (II.) dereceden otokorelasyon katsayıları istatistiksel olarak anlamlıdır.

Elde edilen otokorelasyon katsayılarına ait olasılık değerleri 0.05 hata payından büyük olduğu için modelde otokorelasyon sorunu bulunmamaktadır.

Türkiye için dinamik model uygulaması sonucunda öz kaynaklarda meydana gelen bir ani duruşun öz kaynaklar üzerindeki etkisi yaklaşık olarak 721 milyon \$’lık bir sermaye çıkışıdır.

² Panel dinamik model analizine özgü Sargan Aşırı Tanımlama testi panel veri modellerine özgü olmasından dolayı Türkiye için gerçekleştirilen bireysel dinamik model analizinde kullanılmamıştır.

Çizelge 4. 12. Türkiye’de Borç Portföy Akımları için Dinamik Model Sonucu

$debt_t$	Katsayı	Standart Hata	z	p-değeri	%95 Güven Aralığı	
$debt_{t-1}$	0.275483	0.075686	3.639	0.0000*	0.125839	0.425127
SS_t^{debt}	-1703.989	321.9180	-5.293	0.0000*	-2340.478	-1067.500
Sabit	728.1318	213.8521	3.407	0.0000*	305.3081	1150.955
	Katsayı	p-değeri				
AR(1)	0.0456	0.732				
AR(2)	0.0367	0.845				

Not: ***, ** ve * sırasıyla %90, %95 ve %99 güven düzeyinde anlamlılıkları göstermektedir. AR(1) ve AR(2) sırasıyla I. ve II. dereceden otokorelasyon sınavasını göstermektedir.

Bu modele ait I. ve II. dereceden otokorelasyon sınavasında temel ve alternatif hipotezler aşağıdaki gibidir:

H_0 : I. (II.) dereceden otokorelasyon katsayıları istatistiksel olarak anlamsızdır.

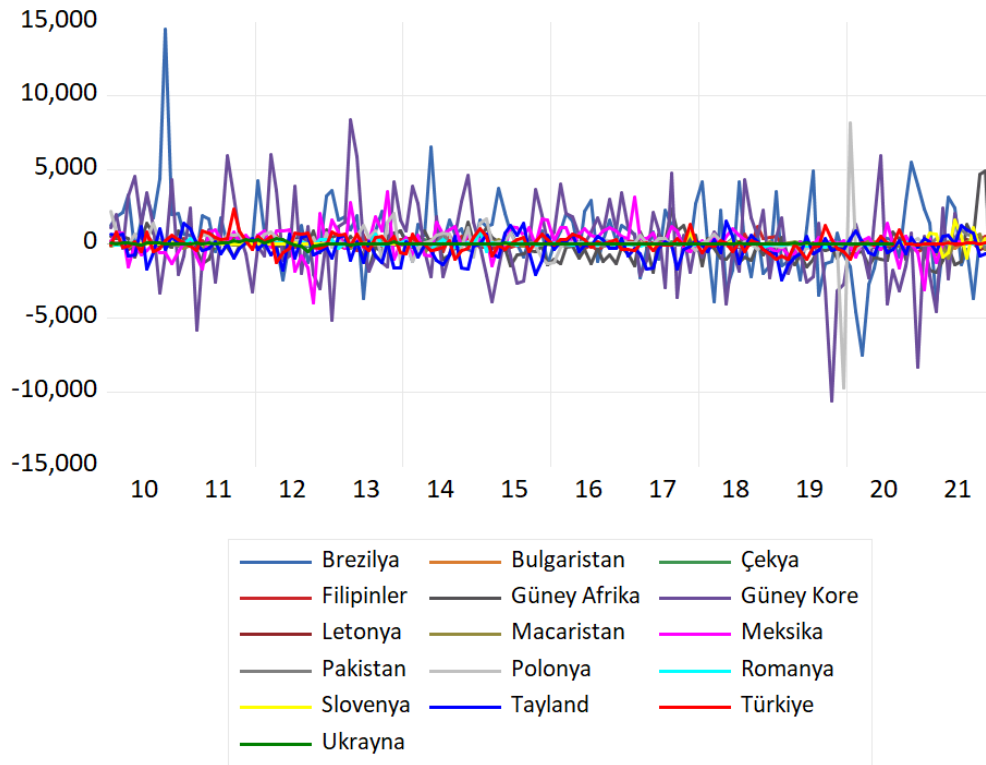
H_1 : I. (II.) dereceden otokorelasyon katsayıları istatistiksel olarak anlamlıdır.

Elde edilen otokorelasyon katsayılarına ait olasılık değerleri 0.05 hata payından büyük olduğu için modelde otokorelasyon sorunu bulunmamaktadır.

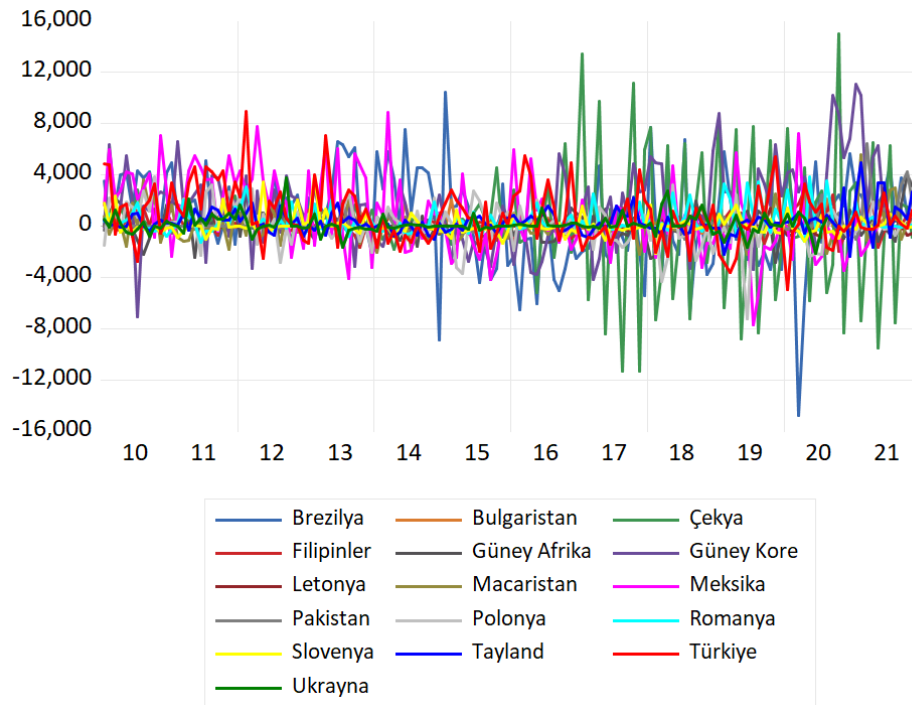
Türkiye için dinamik model uygulaması sonucunda borçlarda meydana gelen bir ani duruşun borçlar üzerindeki etkisi yaklaşık olarak 1.700 milyon \$’lık bir sermaye çıkışıdır.

Türkiye için öz kaynak ve borç portföy akımlarındaki ani duruş etkisine ait sonuçlar karşılaştırıldığında; ani duruş sürecinde borç portföy akımlarındaki etki öz kaynaklara göre finansal tutar olarak daha fazla olduğu bulunmuştur. Bu sonuç yatırımların büyüklüğü açısından bakıldığında uluslararası yatırımcıların öz kaynak portföy akımlarından ziyade borç portföy akımlarına yatırım yaptığına ulaşılabilir.

Gelişmekte olan ülkelerin öz kaynak ve borç portföy akımlarındaki Ani duruş etkisinin Türkiye ile ilgili elde edilen bulguların karşılaştırabilmesi açısından tüm ülkelerin bu değişkenlerine ait serilerin zaman içerisindeki seyri Şekil 7 ve 8’de sırasıyla tekrar gösterilmiştir.



Şekil 4.7. GOÜ Öz Kaynak Portföy Akımlarındaki Sermaye Hareketleri



Şekil 4.8. GOÜ Borç Portföy Akımlarındaki Sermaye Hareketleri

Şekil 7 ve 8 birlikte ele alındığında kırmızı düz çizgi ile gösterilen Türkiye ait öz kaynak ve borç portföy akımlarında gelişmekte olan ülkelerin bu serilerdeki zaman içerisindeki seyrini merkezinde yer aldığı görülmektedir. Böylece ***Yaklaşım 2*** ve ***Yaklaşım 4***'ten elde edilen bulgularda Türkiye ile gelişmekte olan ülkeler grubunun ayrışmadığı birbirleriyle uyumlu bir yapı sergilediği sonucuna ulaşılır.



4.4.5. Mali ve Cari Hesap Dengesinin Ani Duruş üzerindeki Etkisinin Analizi: Gelişmekte Olan Ülkelerine ait Bulgular

Yaklaşım 5: Mali ve Cari Hesap Dengesinin Ani Duruş üzerindeki Etkisinin Analizi: Gelişmekte Olan Ülkeler Örneği Sonuçları

Çizelge 4.13. Ani Duruş (SS) Dönemlerinin Meydana Gelmesine Ait Alternatif Modeller: Mali ve Cari Hesap Dengesi Açısından

Küresel Değişkenler	Öz Kaynak Portföy Akımları	Borç Portföy Akımları
X ₁	-0.02294**	0.008445**
X ₂	0.344459**	0.779902**
X ₃	-3.90256***	-3.29375**
X ₄	-0.00699***	-0.00177***
X ₅	-0.00695***	-0.02648***
X ₆	-0.24339	-1.37032**
X ₇	0.000683	-0.00058***
X ₈	-0.00015	-0.00223***
Coğrafi		
Bulaşıcılık (x ₉)	0.251263**	0.717109
Yerel Değişkenler		
X ₁₃	0.505834***	-1.28075
X ₂₃	0.022957**	-0.09702**
X ₂₄	-0.07268**	0.028905*
Sabit	-1.9085	-2.16665***
N	2288	2288
LR chi2(8)	23.00	89.88
Pseudo R2	0.14	0.22

Not: Bağımlı değişken, ani bir duruş meydana geldiğinde bir değeri alan ikili bir değişkendir. Tüm modeller probit model kurularak tahmin edilmiştir. Açıklayıcı değişkenler bir dönem gecikmelidir. ***, ** ve * sırasıyla %90, %95 ve %99 güven düzeyinde anlamlılıkları göstermektedir.

4.4.6. Mali ve Cari Hesap Dengesinin Ani Duruş üzerindeki Etkisinin Analizi: Türkiye'ye ait Bulgular

Yaklaşım 6: Mali ve Cari Hesap Dengesinin Ani Duruş üzerindeki Etkisinin Analizi: Türkiye Sonuçları

Çizelge 4.14. Türkiye için Ani Duruş (SS) Dönemlerinin Meydana Gelmesine Ait Alternatif Modeller: Mali ve Cari Hesap Dengesi Açısından

Küresel Değişkenler	Öz Kaynak Portföy Akımları	Borç Portföy Akımları
X ₁	-0.063543***	0.193175*
X ₂	-0.952003	5.464293**
X ₃	6.828103	-10.35973**
X ₄	-0.064393*	-0.007780
X ₅	-0.019725	-0.069617
X ₆	-2.554236	-11.64775**
X ₇	0.002485	-0.007349
X ₈	0.000247	-0.028076*
Coğrafi Bulaşıcılık (x ₉)	-0.054433	1.553942**
Yerel Değişkenler		
X ₁₃	-10.97248*	-5.114381**
X ₂₃	1.049242	1.328520
X ₂₄	0.008770	-0.476126**
Sabit	-1.757939*	-3.264354*
T	143	143
LR chi2(8)	5.284053	17.80409
Pseudo R2	0.181445	0.410638

Not: Bağımlı değişken, ani bir duruş meydana geldiğinde bir değeri alan ikili bir değişkendir. Tüm modeller probit model kurularak tahmin edilmiştir. Açıklayıcı değişkenler bir dönem gecikmelidir. ***, ** ve * sırasıyla %90, %95 ve %99 güven düzeyinde anlamlılıkları göstermektedir.

Çizelge 4.9 ve 4.10 birlikte ele alındığında Türkiye'nin de içerisinde yer aldığı gelişmekte olan ülke grubunda öz kaynak ve borç portföy akımları için sermaye çıkışını belirleyen faktörler içerisinde küresel değişkenlerin yanı sıra yerel ülke değişkenleri yerine modelde uluslararası yabancı rezervler, mali ve cari denge yer aldığı modellerin her ikisinde de etkili oldukları görülmektedir. Buna karşın, Türkiye ekonomisi tek başına analiz edildiğinde uluslararası yabancı rezervler, mali ve cari dengeye ait etkinin sınırlı olduğu sonucuna varılmaktadır. Gelişmekte olan ülke grubu içerisinde yer alan Türkiye'nin öz kaynak ve borç portföy akımlarında meydana gelen ani duruş dönemleri analiz edildiğinde ilgili ülke grubunun dinamikleri içerisinde değerlendirilmesi durumunda küresel değişkenlere ek olarak uluslararası yabancı rezervler, mali ve cari denge etkili hale gelmektedir.

5.SONUÇ

Uluslararası finansal entegrasyonun iki büyük potansiyel faydası olduğuna inanılmaktadır. Bunlardan birincisi sermayenin küresel dağılımını iyileştirmek, ikincisi ise tüketim oynaklığını azaltarak ülkelerin riski daha iyi paylaşmasına yardımcı olmaktır (Kose, Prasad ve Terrones,2003:119). Finansal entegrasyon sürecinde özellikle gelişmekte olan ülkelerin düşük seviyeli fiziksel sermayeleri ve ülkelerin ekonomik yapılarından kaynaklanan oynaklık seviyesinin yüksek olması göz önüne alındığında, finansal entegrasyon sürecinden en fazla kazanacak olan taraf gelişmekte olan ülkeler olarak görülmektedirler. Küresel finansal şartları yönlendirme konusunda gelişmekte olan ülkelerin çok fazla aktif bir rolü yoktur. Gelişmekte olan ülkelerin aktif rolü olmamasından dolayı küresel piyasa koşullarında ortaya çıkan değişikliklere sonucunda gelişmekte olan ülkeler, sermaye akımlarında artış (inflow) ve çıkış (outflow) döngüleri yaşanmasına oldukça yatkındırlar.

1980'lerin başındaki Latin Amerika krizlerinden 1994'teki Meksika krizine ve en son patlak veren Covid-19 sağlık ve ekonomi krizi de dahil finansal krizlerin tarihinde ani duruşların neden olduğu dönemlerle doludur. Çalışmamızda finansal kriz tarihinde oldukça yer kaplayan ani duruş çalışılmıştır.

İkinci bölümde finansal krizler ve uluslararası sermaye hareketleri ile etkileşimi anlatılmıştır. Üçüncü bölümde Ani Duruş ve finansal sistem üzerindeki etkileri temel alınarak Ani Duruşu etkileyen faktörlere ve Ani Duruşu Krizini önleme politikalarında bahsedilmiştir.

Dördüncü bölümde ise uluslararası sermaye hareketlerinde Ani Duruş etkisi 16 gelişmekte olan ülke grubunda incelenmiştir. Bu bölümde öncelikle, dünya literatüründe yer alan Ani Duruş çalışmaları, uluslararası sermaye hareketleri konusunda yapılan çalışmalar ve Türkiye’de çalışılmış Ani Duruş çalışmalarından bahsedilmiştir. Sonrasında, sermaye akımları (öz kaynak ve borç portföy akımları) ile çalışma yapılan ülkeler ile ilgili bilgi verilmiştir. Daha sonraki aşamada panel probit ve panel dinamik modeller hakkında bilgi verilmiştir. Çalışmanın başlangıcında 2010:01-2021:12 dönem aralığında 16 gelişmekte olan ülke grubu ve Türkiye özelinde meydana gelen Ani Duruş dönemleri tespit edilmiştir. Daha sonra ekonometrik çalışma altı konu başlığı altında araştırılmıştır. Birinci ve üçüncü çalışma

konu başlığı altında 2010:01-2021:12 dönem aralığında 16 gelişmekte olan ülke grubu ve Türkiye özelinde öz kaynak ve borç portföy akımlarında meydana gelen küresel, yerel ve bulaşıcılık (sadece birinci konu başlığı altında) değişkenlerine ait aylık veriler kullanılarak probit model ile açıklamıştır. İkinci ve dördüncü çalışma konu başlığı altında 2010:01-2021:12 dönem aralığında 16 gelişmekte olan ülke grubu ve Türkiye özelinde ise uluslararası sermaye hareketlerinde Ani Duruş Etkisi panel dinamik modelle açıklanmıştır. Beşinci ve altıncı çalışma konu başlığı altında 2010:01-2021:12 dönem aralığında 16 gelişmekte olan ülke grubu ve Türkiye özelinde mali ve cari dengenin Ani Duruş üzerindeki etkisi panel probit modelle açıklanmıştır.

Bu altı konu başlığı altındaki analizlerin sonuçlarına değindiğimizde;

1.Yaklaşım öz kaynak ve borç portföy akımlarında Ani Duruşu Belirleyen Faktörler: gelişmekte olan ülkeler örneğinde;

Öz kaynak ve borç portföy akımlarında küresel değişken olarak en etkili değişken küresel faiz oranıdır. Bulaşıcılık değişkeni borç portföy akımlarında %99 anlamlı çıkmıştır. Yerel değişkenlerde öz kaynak portföy akımlarında en etkili değişken kısa vadeli faiz oranı ve finansal açıklık iken; borç portföy akımlarında ise kısa vadeli faiz oranı anlamlı çıkmıştır. Yerel değişkenler modele eklendiğinde sonuçlar daha anlamlı çıktığı sonucuna ulaşılmıştır. Analizde dikkat çeken bir konu küresel değişkenlerde yer alan makro ekonomik politika belirsizliği ve ekonomik haber şoku değişkenleri öz kaynak portföy akımlarında anlamlı çıkarken borç portföy akımlarında anlamsız çıkmaktadır. Bunun nedeni portföy akımların vade yapılarının farklı olmasından kaynaklanmaktadır.

2.Yaklaşım uluslararası sermaye hareketlerinde Ani Duruş Etkisi: gelişmekte olan ülkeler örneğinde;

Öz kaynak ve borç portföy akımlarındaki ani duruş etkisi karşılaştırıldığında; ani duruş sürecinde borç portföy akımlarındaki etki öz kaynak portföy akımlarına göre finansal tutar olarak daha fazla olduğu bulunmuştur. Borç portföy akımlarından 1900 milyon \$ tutar çıkış olurken öz kaynak portföy çıkışlarından 960 milyon \$ tutar çıkış gerçekleşmiştir.

3.Yaklaşım öz kaynak ve borç portföy akımlarında Ani Duruşu Belirleyen Faktörler: Türkiye Örneği;

Türkiye için yapılan sonuçlarda öz kaynak ve borç portföy akımlarında en etkili küresel değişken küresel faiz oranıdır. Öz kaynak portföy akımlarında yerel değişken olarak rezervler(%GSYİH) en fazla anlamlı çıkan değişkendir. Borç portföy akımlarında ise kısa vadeli faiz oranı, rezervler ve finansal açıklık en fazla anlamlı çıkan değişkendir. Yerel değişkenler modele eklendiğinde sonuçlar daha anlamlı çıktığı sonucuna ulaşılmıştır.

4.Yaklaşım uluslararası sermaye hareketlerinde Ani Duruş Etkisi: Türkiye örneği;

Öz kaynak ve borç portföy akımlarındaki ani duruş etkisi karşılaştırıldığında; ani duruş sürecinde borç portföy akımlarındaki etki öz kaynak portföy akımlarına göre finansal tutar olarak daha fazla olduğu bulunmuştur. Borç portföy akımlarından 1700 milyon \$ çıkış olurken öz kaynak portföy çıkışlarından 721 milyon \$ çıkış gerçekleşmiştir.

5.Yaklaşım mali ve cari hesap dengesinin Ani Duruş üzerindeki etkisi analizi: gelişmekte olan ülkeler örneği;

Türkiye'nin de içerisinde yer aldığı gelişmekte olan ülke grubunda öz kaynak ve borç portföy akımları için sermaye çıkışını belirleyen faktörler içerisinde küresel değişkenlerin yanı sıra yerel ülke değişkenler yerine modelde uluslararası yabancı rezervler, mali ve cari dengenin yer aldığı modellerin her ikisinde de etkili oldukları görüldüğü sonucuna ulaşılmıştır.

6.Yaklaşım mali ve cari hesap dengesinin Ani Duruş üzerindeki etkisi analizi: Türkiye örneği;

Türkiye ekonomisi tek başına analiz edildiğinde uluslararası yabancı rezervler, mali ve cari dengeye ait etkinin sınırlı olduğu sonucuna varılmıştır.

1. yaklaşım ve 3.yaklaşım karşılaştırıldığında; 16 gelişmekte olan ülke grubu ve Türkiye'nin için öz kaynak ve borç portföy akımlarında Ani Duruş'u belirleyen faktörler açısından küresel değişken olarak küresel faiz oranından en fazla etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. 16 gelişmekte olan ülke grubu yerel değişkenlerde öz kaynak portföy

akımlarında en etkili değişken kısa vadeli faiz oranı ve finansal açıklık iken; Türkiye için öz kaynak portföy akımlarında yerel değişken olarak rezervler(%GSYİH) en fazla anlamlı çıkan değişkendir. 16 gelişmekte olan ülke grubu yerel değişkenlerde borç portföy akımlarında ise kısa vadeli faiz oranı anlamlı çıkarken Türkiye için borç portföy akımlarında ise kısa vadeli faiz oranı, rezervler ve finansal açıklık en fazla anlamlı çıkan değişkendir.

2. yaklaşım ve 4. Yaklaşım karşılaştırıldığında; Türkiye için dinamik panel analizi ile yapılan ani duruş etkisinin sonucu olarak Türkiye'nin içinde bulunduğu 16 ülke grubunun ortalamasının altında bir tutar öz kaynak ve borç portföy akımları olarak ülke dışına çıkış yapmıştır (grafikleri verilmiştir).

Ayrıca çalışmanın kapsamında ülkelerin yaşamış oldukları Ani Duruş dönemlerinin uzunlukları itibarıyla ülkelerin değerlerini incelenmiştir. İncelenen toplam 144 dönem içerisinde ülkelerin Ani Duruşu tecrübe ettiklerin dönemlerin yüzdesini aldığımızda öz kaynak portföy akımları incelendiğin de en fazla Ukrayna en az Türkiye'nin Ani Duruşu tecrübe ettiğini; borç portföy akımlarında en fazla Güney Afrika ve Polonya ve en az Romanya olduğunu tespit ettik. Borç portföy akımlarına Ani Duruş tecrübesi olmayan ülke Tayland'dır. Bu sonuç tüm dönem içerisinde toplam tecrübe ettikleri dönemlerin payıdır. Bu bize şunu göstermiş olmaktadır. Bu ülkeler evet belki bir ya da iki defaya mahsus Ani Duruş tecrübe etmiş olabilirler ama bu Ani Duruş'ta kaldıkları dönem sayısı fazla olabilir. Yani Ani Duruş sayısı az ama Ani Duruş dönemi fazla olabilir. Bu da analizlerde ve literatürde dikkat edilmesi gereken bir husustur.

Diğer çalışmalarla karşılaştırdığımızda ise; Analizde yer alan 1. yaklaşım ve 3.yaklaşım sonucunda küresel değişkenler yerel değişkenler dahil olduğunda daha anlamlı çıktığı sonucuna ulaşılmıştır. Calvo ve Talvi (2005) Rothenberg ve Warnock (2011), Forbes ve Warnock (2012a), Ghosh ve diğerleri (2014), Burger ve Ianchovichina (2014), Calderon ve Kubota (2014), Rey (2018) ve Li ve diğerleri (2019) çalışması ile paralellik gösterirken Forbes ve Warnock (2020) paralellik göstermemektedir. Yaptığımız analizde öz kaynak ve borç portföy akımlarında küresel değişken olarak en etkili değişken küresel faiz oranıdır. Fratzscher (2012), Milesi-Ferretti ve Razin (1998), Calvo (2003) ve Guidotti ve diğerleri (2004), Cerutti ve diğerleri (2014) ve Koepke (2015) paralel sonuçlar elde edilirken Bruno ve Shin (2015a) tam tersi bir sonuca ulaşmıştır.

Bu sonuçlara bakarak Türkiye'nin Ani Duruş Krizleri'ne karşı ekonomik yapındaki kırılganlıkları azaltması gerekmektedir. Sağlam ekonomik temel kapsamında ülkede mali, finansal ve fiyat istikrarının olması, ülke risk seviyesinin düşük olması ve yerel değişkenlere etki edecek bütün etkenlerin dengeli olması gerekmektedir. Kısaca hem uluslararası yatırımcıya hem de yerel yatırımcıya yatırım yapabilmesi için güven ortamı sağlanmalıdır.

Gelecekte araştırmalar kapsamında; sektörel bazda ani duruş krizlerinde işletmelerin sermaye yapısı üzerinde yarattığı etki, ani duruş krizlerinde işletmelerin değerlerinde yarattığı etki, ani duruş krizleri esnasında türev ürünlerinin kullanılma etkinliği, ani duruş dönemlerinde ihracat verisi ile rezerv verisinin ödemeler bilançosunu finanse etme konusundaki etkinliği, Ani Duruş'larla moratoryum ilişkisi var mı yok mu, Ani Duruş'un ne kadarı moratoryuma götürmüş olduğu, hangi şiddette moratoryum yaratmış ya da yaratmamış olduğu ve Uluslararası Muhasebe Standartlarının benimsenmesinin Ani Duruş Krizleri üzerine etkisi incelenebilir. Ayrıca Türkiye ile diğer gelişmekte olan ülkeler ve gelişmiş ülkeler karşılaştırılabilir, uluslararası sermaye akımları brüt giriş ve çıkışlar kapsamında incelenebilir, farklı ekonometrik modellerle analiz yapılabilir, bağımsız değişkenler artırılabilir ya da frekans aralığı olarak günlük veriler alınarak çalışma alanı ve içeriği genişletilebilir.



KAYNAKLAR

- Acar, M. (2009). Küresel Finansal Kriz ve Türkiye'ye Etkileri, http://www.musiad.org.tr/img/yayinlarraporlar/cerceve_dergisi_50_03.pdf.
- Accominotti, O. and Eichengreen, B. (2013). "The Mother Of All Sudden Stops: Capital Flows And Reversals In Europe, 1919-32". *NBER Working Paper Series*, Working Paper No 19580.
- Acharya, V.V. and Krishnamurthy, A. (2018). "Capital Flow Management With Multiple Instruments", *NBER Working Paper Series*, Working Paper No 24443.
- Adalet, M. and Eichengreen, B. (2007). "Volume Title: G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment, Title: Current Account Reversals: Always a Problem?". *University of Chicago Press*, 205-245.
- Adas, C.G. ve Kartalli, F.Y. (2016). "Sudden Stops and Capital Controls: When to Apply in Turkey". *International Journal of Economics and Finance*; Vol. 8, No. 4, 289-305.
- Adler, G., Djigbenou, M.L. and Sosa, S. (2014). "Global Financial Shocks and Foreign Asset Repatriation: Do Local Investors Play a Stabilizing Role?". *IMF Working Paper*, WP/14/60.
- Afşar, O. (2011). "Küresel Kriz ve Türk Bankacılık Sektörüne Yansımaları". *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 6(2), 143-171.
- Agosin, M. R. and Huaita, F. (2012). "Overreaction in capital flows to emerging markets: booms and sudden stops". *Journal of International Money and Finance*, 31(5), 1140-1155.
- Agosin, M.R., Díaz Maureira, J. and Karnani, M. (2016). "Sudden stops of capital flows: the role of outflows as a mechanism to offset sudden stops of inflows". Facultad, Economía y Negocios, Universidad De Chile, Departamento De Economía, *Serie De De Trabajo*, Documentos, SDT 436
- Agosin, M.R. Diaz, J.D. and Karnani, M. (2019). "Sudden stops of capital flows: Do foreign assets behave differently from foreign liabilities?". *Journal of International Money and Finance*, 96, 28-36
- Aguiar, M. and Gopinath, G. (2007). "Emerging Market Business Cycles: The Cycle Is The Trend". *National Bureau Of Economic Research*, Working Paper 10734, 1-45.
- Ahn, S. C. ve Peter S. (1995). "Efficient estimation of models for dynamic panel data". *Journal of Econometrics*, 68(1), 5-27.
- Ahmed, S. and Zlate, A. (2014). "Capital flows to emerging market economies: A brave new world?". *Journal of International Money and Finance*, 48, 221-248.
- Aizenman, J. (2003). "On the Hidden Links Between Financial and Trade Opening". *NBER Working Paper Series*, Working Paper No. 9906.

- Aizenman, J. and Noy, I. (2004). "Endogenous Financial And Trade Openness: Efficiency and Political Consideration". *University of Hawaii at Manoa, Department of Economics*, Working Papers, 200404.
- Aizenman, J and Riera-Crichton, D. (2006). "Real Exchange Rate And International Reserves In The Era Of Growing Financial And Trade Integration". *NBER Working Paper Series*, Working Paper No 12363.
- Akay Çağlayan, Ebru (2015). "**Panel Nitel Tercih Modelleri.**" *Stata ile Panel Veri Modelleri*, (Der.: Selahattin Güriş). İstanbul: Der Yayınları.
- Akerlof, G. A. (1970). "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism". *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3, 488-500.
- Aksoy, A. ve Yalçınar, K. (2013). **İşletme Sermayesi Yönetimi** (Beşinci Baskı). Ankara: Detay Yayıncılık.
- Aksoy, A. ve Tanrıöven, C. (2014). **Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi** (Beşinci Baskı). Ankara: Detay Yayıncılık.
- Aktaş, Z., Erduman, Y. ve Kaya Ekşi, N. (2018a). "The Effect of FED's Future Policy Expectations on Country Shares in Emerging Market Portfolio Flows". *TCMB Çalışma Tebliği*, No.18/09.
- Aktaş, Z., Erduman, Y. ve Kaya Ekşi, N. (2018b). "Gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımları: Pastadan kim daha fazla pay alacak?." [https://tcmbblog.org/tr/gelistmekte-olan-ulkelere-yonelen-portfoy-akimlari-pastadan-kim-daha-fazla-pay-alacak/\(17.04.2021\)](https://tcmbblog.org/tr/gelistmekte-olan-ulkelere-yonelen-portfoy-akimlari-pastadan-kim-daha-fazla-pay-alacak/(17.04.2021)).
- Alberola, E., Erce, A. and Serena, J. M. (2016). "International reserves and gross capital flows Dynamics". *Journal of International Money and Finance*, Volume 60, Issue C, 151-171.
- Aldrich, J. and Nelson, F. (1984). **Linear Probability, Logit, and Probit Models**. Iowa: Sage Publications.
- Alfaro, L., Kalemli-Ozcan, S. and Volosovych, V. (2008). "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? An Empirical Investigation". *The Review of Economics and Statistics*, 90(2), 347-368.
- Alfaro, L. and Kanczuk, F. (2009). "Optimal Reserve Management and Sovereign Debt". *Journal of International Economics*, 77, 23-36
- Allen, F and Gale, D. (1998). "Optimal Financial Crises". *The Journal of Finance*, 53 (4), Papers and Proceedings of the Fifty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association, Chicago, Illinois, January 3-5, 1245-1284
- Allen, M., Rosenberg, C., Keller, C., Setser, B. and Roubini, N. (2002). "A Balance Sheet Approach to Financial Crisis". *IMF Working Paper*, Volume 2002, Issue 2010.

- Aloğlu, Z.T. (2005). *Bankacılık Sektörünün Karşılaştığı Riskler ve Bankacılık Krizler Üzerindeki Etkileri*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara.
- Alpar, R. (2017). **Çok Değişkenli İstatistiksel Yöntemler**. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Altun, O. ve Can Mutan, O. (2007). *Küresel fon Akımlarının Gelişmekte Olan Ekonomilere ve Türkiye Ekonomisine Etkisi (Türkiye'ye Yönelik Sermaye Akımlarına İlişkin Ampirik Çalışma)*. **Sermaye Piyasası Kurulu**, Araştırma Raporu (Kamuya Açık), Ankara.
- Alzate Mahecha, J. O. (2013). "Sudden stops in emerging markets: How to minimize their impact on GDP?". **CEDE Centro de Estudios sobre Desarrollo Económico**, Serie Documentos Cede, 2013-06.
- Anderson, T. W. and Hsiao, C. (1981). "Estimation of dynamic models with error components". **Journal of the American Statistical Association**. 76(375), 598-606.
- Angrist, J. D. ve Pischke, J.S (2015). *Mastering Metrics*, Princeton University Press, New Jersey.
- Annual Report (1998). The Central Bank of The Russian Federation.
- Apak, S. ve A. Aytaç. (2009). **Küresel Krizler Kronolojik Değerlendirme ve Analiz**, İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Aretis, P. and Basu, S. (2004). "Financial Globalisation and Regulation". **Research in International Business and Finance**, 18, 129-140.
- Arellano, M. and Bond, S. (1991). "Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations". **Review of Economic Studies**, 58(2), 277-297.
- Arellano, M. and Bover, O. (1995). "Another look at the instrumental variable estimation of error-components models". **Journal of Econometrics**, 68(1), 29-51.
- Arellano, C. and Mendoza, E.G. (2002). "Credit Frictions And 'Sudden Stops' In Small Open Economies: An Equilibrium Business Cycle Framework For Emerging Markets Crises". **NBER Working Paper Series**, Working Paper No 8880, 1-88.
- Armas, A. and Webb, R. (2003). "Monetary Policy in a Highly Dollarized Economy: The Case of Peru". **International Monetary Fund**, (Editör: P.C. Ugolini, A. Schaechter, M.R. Stone), Washington, 15-37.
- Arteta, C.Ó. (2003). "Are Financially Dollarized Countries More Prone to Costly Crises?". **Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers**, Number 763, 1-51.
- Arslan, Y. and Cantú, C. (2019). "The Size of Foreign Exchange Reserves". **Bank for International Settlements (BIS)**, BIS Papers No 104.
- Ataman, Erdönmez Pelin. (2009). "Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi". **Bankalar Dergisi**, 68, 85-102.

- Avdjiev, S., Gambacorta, L., Goldberg, L.S. and Schiaff, S. (2020). "The shifting drivers of global liquidity". *Journal of International Economics*, 125, 103324,1-17.
- Ayhan, F. (2019). "Türkiye için Kısa Vadeli Sermaye Akımları ve Reel Döviz Kurunun Ekonomik Büyüme Üzerine Etkilerine İlişkin Uygulamalı Bir Araştırma". *Journal of Yaşar University*, 14(54), 106-118.
- Bacchetta, P. and Wincoop, E.V. (2000). "Chapter Title: Capital Flows to Emerging Markets: Liberalization, Overshooting, and Volatility". Editor: Sebastian Edwards, Capital Flows and the Emerging Economies: Theory, Evidence and Controversies, Conference Date: February 20-21, 1998,61-98.
- Bachmann.A and Leist, S. (2013). "Sudden Stop regimes and output: a Markov switching analysis". University of Bern, Faculty of Business, Economics and Social Sciences, Department of Economics, Discussion Papers 13-07.
- Baele, F., Ferrando, A., Hördahl, P., Krylova, E. and Monnet, C. (2004). "Measuring Financial Integration in The Euro Area". *European Central Bank*, Occasional Paper Series 14.
- Balance of Payments and International Investment Position Manual. Six Edition (BPM6) (2009). Washington, D.C., International Monetary Fund.
- Baig, T. and Goldfajn, I. (1999). "Financial Market Contagion in the Asian Crisis". *International Money Fund*, IMF Staff Papers, 46(2),167-195.
- Baig, T. and Goldfajn, I. (2000). "The Russian Default and The Contagion to Brazil". *Texto Para Discussão*, Departamento De Economia Puc-Rio, 420, 1-49.
- Balance of Payments BPM5 Basis (start date:1980) (CE139)
<https://www.banxico.org.mx/SieInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?accion=consultarCuadro&idCuadro=CE139&locale=en>
- Balance of Payments and International Investment Position Manual. (2009). Washington, D.C., International Monetary Fund.
- Bannister, G., Gardberg, M. and Turunen, J. (2018). "Dollarization and Financial Development", *International Monetary Fund*, Working Paper 200.
- Bennett, A., Borensztein, E. and Baliño, T.J. (1999). "Monetary Policy in Dollarized Economies". *International Monetary Fund*, Occasional Paper 171.
- Barrot, L-D and Servén, L. (2018). "Gross Capital Flows, Common Factors, and the Global Financial Cycle". *World Bank Group*, Policy Research Working Paper 8354.
- Bastı, E. (2006). "Kriz Teorileri Çerçevesinde 2001 Türkiye Krizi". Yayın No:191, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara.
- Bathia, D., Bouras, C., Demirer, R. and Gupta, R. (2020). "Cross-border capital flows and return dynamics in emerging stock markets: Relative roles of equity and debt flows". *Journal of International Money and Finance*, 109 (2020), 102258

- Batini, N. and Durand, L. (2020). “Analysis and Advice on Capital Account Developments: Flows, Restrictions and Policy Toolkits”, *International Monetary Fund* BP/20-02/03.
- Batini, N. (2020). “The COVID-19 Crisis and Capital Flows”. *IEO Background Paper* No. BP/20-02/05 for the IEO evaluation on “IMF Advice on Capital Flows” (Washington: International Monetary Fund).
- Barrot, L.D. and Servén, L. (2018). “Gross Capital Flows, Common Factors, and the Global Financial Cycle”. *World Bankgroup*, Policy Research Working Paper 8354.
- Baek, I. M. (2006). “Portfolio investment flows to Asia and Latin America: Pull, push or market sentiment?”. *Journal of Asian Economics*, 17(2), 363–373.
- Beck, R. and Rahbari, E. (2008). “Optimal Reserve Composition In The Presence Of Sudden Stops The Euro And The Dollar As Safe Haven Currencies”. *European Central Bank (ECB)*, Working Paper Series No: 916.
- Becker, T and Mauro, P. (2006). “Output Drops and the Shocks That Matter”. *International Monetary Fund*, 2006(172), 4-29.
- Becker, C. and Noone, C. (2008). “Volatility and persistence of capital flows, Regional financial integration in Asia: present and future”. *Bank for International Settlements (BIS)*, BIS Papers No 42, Bank for International Settlements Press & Communications CH 4002 Basel, Switzerland
- Benigno, G., Foerster, A., Otrok, C. and Rebucci, A. (2020). “Sudden Stops and COVID-19: Lessons from Mexico’s History”. *FEDERAL RESERVE BANK OF SAN FRANCISCO*, 2020-3.
- Berg, A. and Borensztein, E. (2000a). “The Pros and Cons of Full Dollarization”. *International Money Fund*, IMF Working Paper, WP/OO/50.
- Berg, A. and Borensztein, E. (2000b). “The Dollarization Debate”. *International Money Fund*, 37(1).
- Bianchi, J. and Mendoza, E.G. (2020). “A Fisherian approach to financial crises: Lessons from the Sudden Stops Literature”. *Review of Economic Dynamics*, 37 (2020), 254–283.
- Bilgili, E. (1998). “Dış Ticaret, Ekonomik Kalkınma ve Sanayi Devrimi”. <https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/509993>.
- Binder, M., Hsiao, C. and Pesaran, M. H. (2005). “Estimation and inference in short panel vector autoregressions with unit roots and cointegration”. *Econometric Theory*, 21 (4), 795–837.
- Bird, G and Rajan, R.S. (1999). “Time To Reconsider The Tobin Tax Proposal?”. <https://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.43.7039&rep=rep1&type=pdf.02.02.2021>.
- BIS (2001) (Bank for International Settlements). Annual Report. Basel: BIS.

- BIS (2021). Changing patterns of capital flows, Committee on the Global Financial System, Papers No 66, 1-98.
- Bhagwati, J. (1998). "The Capital Myth: The Difference between Trade in Widgets and Dollars", *Foreign Affairs*, 77(3), 7-12.
- Bluedorn, J. C., Duttagupta, R., Guajardo, J. and P. Topalova, (2013). "Capital Flows are Fickle: Anytime, Anywhere". *International Monetary Fund*, Working Paper No. 13/183
- Blundell, R. ve Bond, S. (1998). "Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models". *Journal of Econometrics*, 87(1), 115-143.
- Blundell, R., Bond, S. and Windmeijer, F. (2001). "Estimation in dynamic panel data models: Improving on the performance of the standard GMM estimator". *Emerald Group Publishing Limited*, 1-46.
- Bordo, M. (2007). "The Crisis of 2007, The Same Old Story, Only the Players Have Changed". FEDeral Reserve Bank of Chicago and International Monetary Fund conference; Globalization and Systemic Risk. Chicago, Illinois, http://michael.bordo.googlepages.com/The_same_old_story.pdf
- Bordo, M., Eichengreen, B., Klingebiel, D. and Martina-Peria, M S. (2001). "Is the crisis problem growing more severe?". *Economic Policy*, 32, 53-82.
- Bordo, M.D., Cavallo, A.F. and Meissner, C.M. (2010). "Sudden stops: Determinants and output effects in the first era of globalization, 1880–1913". *Journal of Development Economics*, 91, 227–241.
- Bosupen, M. (2018). "What Drives Sudden Stop Variations In Emerging Markets? A Probit Analysis". *The Open Journal of Economics and Finance*, 2(1), 1-10
- Boyer, B. H., Kumagai, T. and Yuan, K. (2006). "How Do Crises Spread? Evidence from Accessible and Inaccessible Stock Indices". *Journal of Finance*, 61(2), 957-1003.
- Braudel, F. (2013). **Kapitalizmin Kısa Tarihi** (Birinci Baskı), Özgün Adı: La dynamique du capitalisme, Les Edition Arthaud, Paris 1985, Say Yayınları, Çev. İsmail Yerguz. İstanbul.
- Brei, M. (2007). "The Impact Of Sudden Stops On Bank Lending". *Social and Economic Studies*, 56(4), Crisis, Chaos and Change: I, 21-45.
- Broner, F., Didier, T., Erce, A. and Schmukler, S. L. (2010). "Financial Crises And International Portfolio Dynamics". <https://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.381.6929&rep=rep1&type=pdf>, 08.06.2020
- Broner, F., Didier, T., Erce, A., and Schmukler, S. L. (2013). "Gross capital flows: Dynamics and crises". *Journal of Monetary Economics*, 60(1), 113–133.

- Broto, C., Díaz-Cassou, J. and Erce, A. (2011). “Measuring and explaining the volatility of capital flows to emerging countries”. *Journal of Banking & Finance*, 35 (2011), 1941–1953.
- Brunnermeier, M.K. (2009). “Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008”. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 77–100.
- Bruno, V. and H. S. Shin (2015a). “Cross-border banking and global liquidity”, *Review of Economic Studies*, 82(2), 535-564.
- Bruno, V. and Shin, H. S. (2015b). “Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy”. *Journal of Monetary Economics*, 71, 119-132.
- Budak, Z.H. (2017). “Finansal Bulaşma Üzerine Bir Literatür İncelemesi”. *Marmara Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 39(2), 451-472.
- Bun, M. J. G. and Windmeijer, F. (2010). “The weak instrument problem of the system GMM estimator in dynamic panel data models”. *Econometrics Journal*, 13 (1), 95– 126.
- Buono, I., Corneli, F. and Di Stefano, E. (2020): “Capital inflows to emerging countries and their sensitivity to the global financial cycle”. *Bank of Italy*, Working Papers, 1262.
- Burgaz, N. (2020). “Borç Dolarizasyonunun İmalat Sanayi Firmaları Üzerindeki Bilanço Etkisi”. *Türkiye Sosyal Araştırmalar Dergisi* 24 (3), 511-522.
- Burger, Martijn J. and Ianchovichina, Elena I. (2014). “Surges and Stops in FDI Flows to Developing Countries Does the Mode of Entry Make a Difference?”. *The World Bank*, Policy Research Working Paper 6771.
- Burger, J.D. Sengupt, R., Warnock, F. E. and Warnock, V.C (2015). “U.S. Investment in global bonds: as the FED pushes, some EMEs pull”. *Economic Policy*, 30(84), 729–766.
- Bussière, M.; Schmidt, J. and Valla, N. (2016). “International financial flows in the new normal: Key patterns (and why we should care)”. *European Investment Bank (EIB)*, EIB Working Papers, No. 2016/02.
- Byrne, J. and N. Fiess (2011).” International Capital Flows to Emerging and Developing Countries: National and Global Determinants”. *Journal of International Money and Finance*, 61, 82-100.
- Caballero, R. J. and Krishnamurthy, A. (2004). “Inflation targeting and sudden stops”. *Massachusetts Institute of Technology Department of Economics Working Paper Series*, Working Paper 03-10, 1-28.
- Caballero R.J. and Panageas, S. (2004). “Insurance and Reserves Management in a Model of Sudden Stops”.
https://www.researchgate.net/publication/240051125_Insurance_and_Reserves_Management_in_a_Model_of_Sudden_Stops, 14.01.2021.

- Caballero, R. J. and Panageas, S. (2005). "A Quantitative Model of Sudden Stops and External Liquidity Management". *National Bureau Of Economic Research*, Working Paper No 11293, 1-51.
- Calderón, C. and Kubota, M. (2011). "Sudden Stops Are Global and Local Investors Alike?". *The World Bank*, Policy Research Working Paper 5569.
- Calderon, C. and Kubota, M. (2013). "Sudden stops: Are global and local investors alike?". *Journal of International Economics*, 89(1), 122–142.
- Calderón, C. and Kubota, M. (2014). "Ride the Wild Surf An Investigation of the Drivers of Surges in Capital Inflows". *The World Bank*, Policy Research Working Paper 6753.
- Calderón, C. and Kubota, M. (2019). "Ride the Wild Surf: An investigation of the drivers of surges in capital inflows". *Journal of International Money and Finance*, 92, 112–136.
- Calvo, A.G. (1998). "Capital Flows And Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops". *Journal of Applied Economics*, I(1), 35-54.
- Calvo, G.A (1999). "Contagion in Emerging Markets: When Wall Street is a Carrier". <https://drum.lib.umd.edu/bitstream/handle/1903/4036/ciecrp8.pdf?sequence%3D1,31.01.2021>.
- Calvo, G.A. (2000). "Wanted Financial Stability, In chapter: Capital Market Contagion and Recession: An Explanation of the Russian Virus" Edited By: Eduardo Fernandez-Arias ve Ricorda Hausmann, *Published by the Inter-American Development Bank Distributed by The Johns Hopkins University Press*.
- Calvo, G.A. (2001). "Capital Markets and the Exchange Rate, with special reference to the Dollarization Debate in Latin America". *Journal of Money Credit and Banking*, 33, Part 2, 312-334.
- Calvo, G. A. (2003). "Explaining Sudden Stops, Growth Collapse And Bop Crises: The Case Of Distortionary Output Taxes". *National Bureau Of Economic Research*, Working Paper No 9864, 1-37.
- Calvo, G.A. (2006). "Monetary Policy Challenges In Emerging Markets: Sudden Stop, Liability Dollarization, And Lender Of Last Resort". *NBER Working Paper Series*, Working Paper No 12788.
- Calvo, G. A. (2007). "Crises In Emerging Market Economies: A Global Perspective". *National Bureau Of Economic Research*, Working Paper No 11305, ss:1-41.
- Calvo, A.G. (2014). "Sudden Stop and Sudden Flood of Foreign Direct Investment: Inverse Bank Run, Output, and Welfare Distribution". *Scand. J. of Economics* 116(1), ss:5-19.
- Calvo, G. A. and Mendoza, E. G. (1996a). "Petty Crime and Cruel Punishment: Lessons from the Mexican Debacle". *American Economic Review*, Papers and Proceedings, 86(2), 170-175.
- Calvo, G. A. and Mendoza, E.G. (1996b). "Mexico's Balance-of-Payments Crisis: A Chronicle of a Death Foretold". *Journal of International Economics*, 41, 235-264.

- Calvo, G.A. and Mendoza, E.G. (1999). "Rational Contagion and The Globalization of Securities Markets". *NBER Working Paper Series*, Working Paper No 7153, ss:1-42.
- Calvo, G.A. and Mishkin, F. (2003). "The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Markets Countries". *Journal of Economic Perspectives*, 17(4), 99–118.
- Calvo, G.A. and Reinhart, M.C. (1999). "Capital Flow Reversals, The Exchange Rate Debate Rate Debate, and Dollarization", *International Money Fund*, 36(3).
- Calvo, G.A. and Reinhart, M.C. (2000a). "When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options". *MPRA*, Paper No. 6982
- Calvo, G.A. and Reinhart, C.M. (2000b). "Fixing for Your Life", **National Bureau of Economic Research**, Working Paper No 8006.
- Calvo, G.A. and Reinhart, C.M. (2000c). "Fear of Floating", **National Bureau of Economic Research**, Working Paper No 7993.
- Calvo, G. and Reinhart, C.M. (2002). "Fear of floating". <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/14000/>, 19.02.2021.
- Calvo, A.G. and Talvi, E. (2005). "Sudden Stop, Financial Factors And Economic Collapse In Latin America: Learning From Argentina And Chile". *NBER Working Paper Series*, Working Paper No 11153.
- Calvo, G.A., Leiderman, L. and Reinhart, C. M. (1993). "Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors". *International Money Fund*, IMF Staff Papers, 1992(062),1-56.
- Calvo, G.A., Leiderman, L. and Reinhart, C.M. (1994a). "Capital inflows to Latin America: the 1970s and 1990s". *International Money Fund*, 1992(085), 1-26.
- Calvo, G.A., Leiderman, L. and Reinhart, C.M. (1994b). "The capital inflows problem: concepts and issues". *MPRA*, Paper No. 13902.
- Calvo, G. A., Leiderman, L. and Reinhart, C. M. (1996). "Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s". *Journal of economic perspectives*, 10(2), 123-139.
- Calvo, G. A., Izquierdo, A. and Talvi, E. (2003). "Sudden stops, the real exchange rate, and fiscal sustainability: argentina's lessons". *NBER Working Paper Series*, Working Paper 9828, 1-50.
- Calvo, G.A., Izquierdo, A. and Talvi, E. (2006). "Phoenix Miracles In Emerging Markets: Recovering Without Credit From Systemic Financial Crises". **National Bureau Of Economic Research**, Working Paper 12101.
- Calvo, G.A., Izquierdo, A and Talvi, E. (2006). "Sudden Stops and Phoenix Miracles in Emerging Markets". *The American Economic Review*, 96(2), 405- 410.
- Calvo, G.A., Izquierdo, A. and Mejía, L-F. (2004). "On The Empirics Of Sudden Stops: The Relevance Of Balance-Sheet Effects". *NBER Working Paper Series*, Working Paper No 10520.

- Calvo, G.A., Izquierdo, A. and Mejia, L-F. (2008). “Systemic sudden stops: the relevance of balance-sheet effects and financial integration”. *NBER Working Paper Series*, Working Paper No 14026.
- Calvo, G. A., Izquierdo, A: and Loo-Kung, R. (2006). “Relative Price Volatility Under Sudden Stops: The Relevance of Balance Sheet Effects”. *Journal of International Economics*, 69 (2006), 231-254.
- Calvo, A.G., Izquierdo, A. and Loo-Kung, R. (2012). “Optimal Holdings Of International Reserves: Self-Insurance Against Sudden Stop”. *NBER Working Paper Series*, Working Paper No 18219.
- Calvo, S. and Reinhart, C.M. (1996). “Capital Flows to Latin America: Is There Evidence of Contagion Effects?”. <https://mpira.ub.uni-muenchen.de/7124/>
- Cameron, A. C. and Trivedi, P. K. (2009). **Microeconometrics Using Stata**. Texas: A Stata Press Publication.
- Caner, M., Koehler-Geib, F. and Vincelette, A.G. (2009). “When Do Sudden Stops Really Hurt?”. *The World Bank*, Policy Research Working Paper 5021, 1-18.
- Caramazza, F. and Aziz, J. (1998). “Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s”. *International Money Fund*, Economic Issues 13.
- Cardarelli, R., Elekdag, S. and Kose, M. A. (2010). “Capital inflows: Macroeconomic implications and policy responses”. *Economic Systems*, 34, 333-356.
- Carney, M. (2019). “Pull, Push, Pipes: Sustainable Capital Flows for a New World Order”. Institute of International Finance Spring Membership Meeting, Tokyo.
- Casanova, C., Scheubel, B. and Stracca, L. (2021). Old risks in new clothes: The changing nature of capital flows, <https://voxeu.org/article/changing-nature-capital-flows>, 09.06.2021
- Catão, L.A.V (2005), Volume Title: The Decline of Latin American Economies: Growth, Institutions, and Crises, Title: “Sudden Stops and Currency Drops: A Historical Look”, University of Chicago Press, 243-289
- Catao, L. A.V. and Milesi-Ferretti, G.M. (2014). “External liabilities and crises”. *Journal of International Economics*, 94 (2014), 18–32
- Cavoli, T. (2009). “Is fear of floating justified? The East Asia experience”. *Journal of Policy Modeling*, (31), 1–16.
- Cavallo, E. A. (2004). “Trade, Gravity and Sudden Stops: On How Commercial Trade can increase the stability of capital flows”. mimeograph, Harvard University.
- Cavallo, E.A.(2019). “International Capital Flow Reversals (Sudden Stops)”, <https://doi.org/10.1093/acrefore/9780190625979.013.303>, <https://oxfordre.com/economics/view/10.1093/acrefore/9780190625979.001.0001/acrefore-9780190625979-e-303>.

- Cavallo, A.E. and Frankel, A.J. (2008). “Does openness to trade make countries more vulnerable to sudden stops, or less? Using gravity to establish causality”. *Journal of International Money and Finance*, 27, 1430-1452.
- Cavallo, E., Izquierdo, A. and Leon-Diaz, J.J. (2016). “Prevented Sudden Stops”. This Version: September 15, 2016 Preliminary Version <http://econweb.umd.edu/~leon/PreventedSS.pdf>.
- Cavallo, E., Izquierdo, A. and Leon-Diaz, J.J. (2017). “Domestic antidotes to sudden stops”. *Inter-American Development Bank, Inter-American Development Bank IDB*, Working Paper Series No IDB-WP-851.
- Cavallo, E.A.; Izquierdo, A. and León, J. J. (2020). “Preventing sudden stops in net capital flows”. *Inter-American Development Bank (IDB)*, IDB Working Paper Series, No. IDB-WP-1132, 1-55.
- Cavallo, E. A., Powell, A., Pedemonte, M. and Tavella, P. (2015). “A New Taxonomy of Sudden Stops: Which Sudden Stops Should Countries Be Most Concerned About?”. *Journal of International Money and Finance*, 51, 47-70.
- Cenedese, G. and Mallucci, E. (2016). “What moves international stock and bond markets?”. *Journal of International Money and Finance*, 60 (2016), 94–113.
- Cerutti, E., Claessens, S. and Ratnovski, L. (2014). “Global Liquidity and Drivers of Cross-Border Bank Flows”. *International Money Fund*, IMF Working Paper No. 14/69.
- Cerutti E., Claessens, S. and Puy, D. (2019). “Push Factors and Capital Flows to Emerging Markets: Why Knowing Your Lender Matters More Than Variables”. *International Monetary Fund*, IMF Working Paper 15/267.
- Cerutti, E., Claessens, S. and Andrew K. Rose (2017). “How important is the global financial cycle? Evidence from capital flows”. *NBER Working Paper Series*, Working Paper No 236.99
- Cerutti, E., Claessens, S. and Rose, A. K. (2019). “How important is the global financial cycle? Evidence from capital flows”. *International Monetary Fund*, IMF Economic Review, 67(1), 24-60.
- Cecchetti, S. and Schoenholtz, K. (2018). “Sudden stops: A primer on balance-of-payments crises”. <https://voxeu.org/content/sudden-stops-primer-balance-payments-crises>, 09.01.2019.
- Committee on the Global Financial System (2011): Global liquidity-concept, measurement and policy implications, BIS, CGFS Papers, No 45.
- Chan-Lau, G.A. (2003). “Anticipating Credit Events Using Credit Default Swaps, with An Application to Sovereign Debt Crises”. *International Monetary Fund*, Working Paper Issue 106, 1-16.
- Chari, A. Stedman, K.D. and Lundblad, C. (2017). “Taper Tantrums: QE, Its Aftermath And Emerging Market Capital Flows”. *National Bureau Of Economic Research*, Working Paper 23474.

- Chuhan, P. Claessens, S. and Mamingi, N. (1998). “Equity and bond flows to Asia and Latin America: The Role of Global and Country Factors”. *The World Bank*, International Economics Department WPS 1160
- Cifuentes, R.ve Jara, A. (2016). “Facing volatile capital flows: the role of exchange rate flexibility and foreign assets”. *Macprudential Regulation of International Finance*, 256–284.
- Cihangir Kurt, Ç. (2019). **Parasal Düzen ve Türkiye Değerlendirmesi** (Birinci Baskı). Ankara: Gazi Kitabevi.
- Cihangir Kurt, Ç. (2019). “Küresel Faktörlerden Uluslararası Hisse Senedi Piyasalarına Volatilite Yayılma Etkileri”. *İzmir İktisat Dergisi*, 34(3), 361-383.
- Cihangir Kurt, Ç. (2020). “Volatility Spillover Effects From Global And National Variables To Sovereign CDS Spreads: Evidence From Turkey”. *Süleyman Demirel University Visionary Journal*, 11(26), 45-61.
- Cihangir Kurt, Ç. ve Tanrıöven, C. (2016). “ABD Devlet Tahvili Faiz Oranlarındaki Değişimin Kurlara Etkisi; Kırılgan Paralar, Kırılgan Ekonomiler”. *İşletme Araştırma Dergisi*, 8(4), 1-14.
- Chudik, A. ve Pesaran, M. H. (2021). “An augmented Anderson–Hsiao estimator for dynamic short-t panels”. *Econometric Reviews*, 1-32.
- Claessens, S., Klingebiel, D. and Laeven, L. (2004). “Resolving Systemic Financial Crises: Policies and Institutions”. *World Bank*, World Bank Document, WPS3377.
- Claessens, S. and Kose, M. A. (2013). “Financial Crises: Explanations, Types, and Implications”. *International Money Fund*, IMF Working Paper, WP/13/28.
- Claessens, S. Kose, M. Ayhan and Terrones, M.E. (2010). “The global financial crisis: How similar? How different? How costly?”. *Journal of Asian Economics*, 21, 247–264.
- Clark, J., Converse, N., Coulibaly, B. and Kamin, S.B. (2020). “Emerging market capital flows and US monetary policy”. *International Finance- WILEY*, 23, 2–17.
- Committee on International Economic Policy and Reform (CIEPR) (2012). Banks and Cross-Border Capital Flows: Policy Challenges and Regulatory Responses <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/06/09-ciepr-banking-capital-flows.pdf>, 12.10.2020.
- Conaghan, D. and Smith, D. (2014). **Para Kitabı: Finans Dünyasının Nasıl Çalıştığıyla İlgili Bilmeniz Gerekenler**. Özgün Adı: The Book Of Money: Everything You Need To Know About How World Finances Work (2013), Çev: Cem Duran, NTV Yayınları, 1.Baskı, İstanbul.
- Constâncio, V. (2012). “Contagion and the European debt crisis”. *Banque de France*, Financial Stability Review, 16, 109-121.

- Cowan, K. and De Gregorio, J. (2005). "International borrowing, capital controls and the exchange rate lessons from Chile", *National Bureau Of Economic Research*, Working Paper 11382.
- Cowan, K., De Gregorio, J. Micco, A. and Neilson, C. (2008). "Financial Diversification, Sudden Stops, And Sudden Starts". *Central Bank of Chile*, Working Papers No: 423.
- Cramer, J. S. (1999). "Predictive Performance of the Binary Logit Model in Unbalanced Samples". *Journal of the Royal Statistical Society*, 48(1), 85-94.
- Cuddington, J.T. (1986). "Capital Flight: Estimates, Issues, and Explanations". *Princeton Studies In International Finance*, 58, 1-44.
- D'Arista, J. (2004). "Dollars, Debt, and Dependence: The Case for International Monetary Reform A Source". *Journal of Post Keynesian Economics*, 26(4), 557-572.
- Dağlaroğlu, T., Demirel, B. ve Varlık, C. (2013). "Bilanço Düzeltme Sürecinde Gelişmekte Olan Piyasa Ekonomilerinde Ani Duruş Problemine Karşı Makro Basiretli Politikalar". International Conference On Eurasian Economies 2013, 579-588.
- Daude, C. and Fratzscher, M (2006). "The Pecking Order Of Cross-Border Investment" *European Central Bank*, Working Paper Series No. 590
- David, A.C. and Gonçalves, E.C. (2019). "In Search of Lost Time: Examining the Duration of Sudden Stops in Capital Flows". *International Money Fund*, IMF Working Papers, WP/19/230.
- David, A.C. and Gonçalves, C.E. (2021). "In search of lost time: Examining the duration of growth reducing sudden stops". *Journal of International Money and Finance*, 117 (2021) 102450, 1-8.
- Davis, E.P. (1992). "Debt, Financial Fragility, and Systemic Risk". Oxford University Press, Clarendon Press, Reviewed by Guttentag, J. (1994), *Journal Of Economic Literature*, 32(3), 1238-1240.
- Davis, J.S., Devereux, M.B. and Yu, C. (2020a). "Sudden Stops And Optimal Foreign Exchange Intervention". *National Bureau Of Economic Research*, Working Paper 28079.
- Davis, J.S., Devereux, M.B. ve Yu, C. (2020b). "Sudden Stops in Emerging Economies: The Role of World Interest Rates and Foreign Exchange Intervention". *FEDeral Reserve Bank of Dallas*, Globalization Institute Working Paper 405.
- Davis, J.S, Valente, G. and Van Wincoop E. (2019). "Global Capital Flows Cycle: Impact on Gross and Net Flows". *National Bureau of Economic Research*, Working Paper No. w25721.
- Davis, J.S., Valente G. and Van Wincoop, E. (2021): "Global drivers of gross and net capital flows". *Journal of International Economics*, 128(2021),103397.
- De Crescenzo, A., Kokenyne A., Reinhart, D., and Schmid, J. (2020) Global Policy Responses to Capital Flow Volatility, IMF Blog.

- De Freitas, M.L., Nunes, L.C. and Rodrigues, M.S. (2018). "Euro area membership and the probability of a sudden stop: an empirical assessment". *JCMS* **2018**, 56(4), 818–836.
- Dedola, L. and Lombardo, G. (2010). "Financial frictions, financial integration and the international propagation of shocks". https://conference.nber.org/confer/2010/SI2010/IFM/Dedola_Lombardo.pdf.16.08.2020.
- Dellas, H. and Stockman, A. (1993). "Self-Fulfilling Expectations, Speculative Attack, and Capital Controls". *Journal of Money, Credit and Banking*, 25(4), 721-730.
- Demiray Erol, Ece. (2013). **İktisat Teorisinin Sorunları ve Türkiye'nin Kriz Dönemleri Üzerine Uygulamalı Yaklaşım**. Konya: Çizgi Kitabevi.
- Detragiache, E., and A. Spilimbergo (2001). "Crises and Liquidity: Evidence and Interpretation". *International Money Fund*, IMF Working Paper No. 01/2.
- Deveci Tunç, T. ve Demir, E. E. (2016). "Finansal Serbestleşme ve Kriz: Türkiye İçin Bir Analiz". *Bulletin of Economic Theory and Analysis*, I(1), 71-86.
- Devereuxa, M.B., Young, E.R and Yu, C. (2019). "Capital controls and monetary policy in sudden-stop economies". *Journal of Monetary Economics*, 103, 52-74.
- Devereux, M.B. and Yetman, J. (2010). "Leverage Constraints And The International Transmission Of Shocks". *National Bureau Of Economic Research*, Working Paper No 16226, ss:1-53.
- Dong, L., Kho, B.C. and Stulz, R., (2000). "US banks, crises and bailouts: from Mexico to LTCM". *American Economic Review*, 90, 28–37.
- Dungey, M., Fry, R. A., González-Hermosillo, B. and Martin, V. (2010). **Transmission of Financial Crises and Contagion: A Latent Factor Approach**. New York: Oxford University Press.
- Dooley, M. (2000). "Can Output Losses Following International Financial Crises be Avoided?". *National Bureau of Economic Research*, NBER Working Paper 7531.
- Dornbusch R. (1982). "Flexible Exchange Rates and Interdependence". *International Money Fund*, IMF Staff Papers, 30(1), 3-30.
- Dornbusch, R. (1997). "The folly, the crash, and beyond: Economic policies and the crisis. In Anatomy of an emerging market crash: Mexico 1994". ed. Sebastian Edwards and N. Naim. Washington, D.C. Carnegie Endowment.
- Dornbusch, R. Goldfajn, I. Valdés, R.O., Edwards, S. and Bruno, M. (1995). "Currency Crises and Collapses". *Brookings Papers on Economic Activity*, 1995(2), 219- 293.
- Dornbusch, R., Park, Y.C. and Claessens, S. (2001). "Contagion: Why Crises Spread and How This Can Be Stopped". <https://www.researchgate.net/publication/245782232>, ss:177-197.

- Durdu, C. B., Mendoza, E. G. ve Terrones, M. E. (2009). "Precautionary Demand for Foreign Assets in Sudden Stop Economies: An Assessment of the New Mercantilism". *Journal of Development Economics*, 89(2), 194-209.
- Edwards, S. (1993). "Openness, Trade Liberalization, and Growth in Developing Countries". *Journal of Economic Literature*, 31(3), 1358- 1393.
- Edwards, S. (1997). "The Mexican Peso crisis: How much did we know? When did we know it?". *National Bureau of Economic Research*, Working Paper No 6334.
- Edwards, S. (1999a). "How Effective are Capital Controls?". *Journal of Economic Perspectives*, 13(4), 65–84.
- Edwards, S. (1999). "Crisis Prevention: Lessons from Mexico and East Asia". *National Bureau of Economic Research*, Working Paper Series, No. 7233
- Edwards, S. (2000). "Contagion". *University of California, Los Angeles And National Bureau of Economic Research*, 1-40.
- Edwards, S. (2001). "Does the Current Account Matter?". National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 8275.
- Edwards, S. (2004a). "Financial openness, sudden stops and current account reversals". *American Economic Review*, 94 (2), 59-64.
- Edwards, S. (2004b). "Thirty years of current account imbalances, current account reversals and sudden stops". *International Money Fund*, IMF Staff Papers, 51 (Special issue).
- Edwards, S. (2005). "Capital Controls, Sudden Stops and Current Account Reversals", *National Bureau of Economic Research*, Working Paper No 11170, 79-119.
- Edwards, S. (2007). "Capital Controls, Sudden Stops, and Current Account Reversal, Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences". University of Chicago Press, 73-119.
- Edwards, S. (2009). "Sequencing of reforms, financial globalization, and macroeconomic vulnerability". *J. Japanese Int. Economies*, 23, 131–148.
- Edwards, S., Cavallo, D.F., Fraga, A. and Frankel, J. (2003). "Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies", Title: Exchange Rate Regimes, University of Chicago Press, ISBN:0-226-24109-2, *National Bureau of Economic Research*, <http://www.nber.org/chapters/c9774>.
- Efremidze, L. (2009). "Sudden stops, currency crises, and twin deficits" PHD Thesis, Ekonomi Fakültesi Claremont Graduate University.
- Efremidze, L. and Tomohara, A. (2010). "Have the Implications of Twin Deficits Changed?: Sudden Stops over Decades". *Int Adv Econ Res* (2011) 17, 66–76 Published online: 31 October 2010, International Atlantic Economic Society 2010.

- Efremidze, L., Sula, O. and Willett, T. (2013). "Capital Flow Reversals, Sudden Stops, and International Reserve Adequacy: Further Evidence from the Global Financial Crisis". *International Journal of Financial Research*, 10(1), 52-67
- Efremidze, L., Rutledge, J. and Willett, T.D. (2016). "Capital Flow Surges As Bubbles: Behavioral Finance And Mckinnon's Over-Borrowing Syndrome Extended". *The Singapore Economic Review*, 62(1), 1640023, 1-27.
- Efremidze, L., Kim, S., Sula, O. and Willett, T.D. (2017). "The relationships among capital flow surges, reversals and sudden stops". *Journal of Financial Economic Policy*, 9(4), 393-413
- Eğilmez, M. (2017). **Küresel Finans Krizi- Piyasa Sisteminin Eleştirisi** (Ondördüncü Baskı). İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Eğilmez, M. (2018). **Tarihsel Süreç İçinde Dünya Ekonomisi**. (Beşinci Baskı), İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Eğilmez, M. (2020). "Dolarizasyon Yeniden Zirveye Giderken". **Kendime Yazılar**, Eylül 26, 2020 <https://www.mahfiegilmez.com/2020/09/dolarizasyon-yeniden-zirveye-giderken.html>, 28.12.2020
- Eichengreen, B. (2003). **Capital Flows and Crises**. The MIT Press.
- Eichengreen, B. and Haussmann, R. (1999). "Exchange Rates and Financial Fragility". *National Bureau of Economic Research*, Working Paper 7418.
- Eichengreen, B. and Gupta, P. (2015). "Tapering talk: The impact of expectations of reduced Federal Reserve security purchases on emerging markets". *Emerging Markets Review*, 25 (2015), 1–15.
- Eichengreen, B. and Gupta, P. (2016). "Managing Sudden Stops". *World Bank Group*, Research Working Paper 7639, 1-37.
- Eichengreen, B., Rose, A.K. and Wyplosz, C. (1995). "Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks". *Economic Policy*, 10(21), 249-312.
- Eichengrenn, B., Rose, A.K. and Wyplosz, C. (1997). "Contagious Currency Crises". <https://www.nber.org/papers/w5681.pdf> .18 Mart 2018.
- Eichengreen, B., Gupta, P. and Mody, A. (2008). Sudden Stops and IMF-Supported Programs, In *Financial Markets Volatility and Performance in Emerging Markets*, University of Chicago Press, ss:219-266.
- Eichengreen, B., Gupta, P. and Masetti, O. (2017). "Are capital flows fickle? Increasingly? And does the answer still depend on type?". *World Bank*, Policy Research Working Paper, 7972.
- Eichengreen, B., Hausmann, R. and Panizza, U. (2002). "Original Sin: The Pain, the Mystery and the Road to Redemption". <https://repository.graduateinstitute.ch/record/%20286974/>. 27.12.2020.

- Eichengreen, B., Hausmann, R. and Panizza, U. (2003). "Currency Mismatches, Debt Intolerance And Original Sin: Why They Are Not The Same And Why It Matters". **National Bureau of Economic Research**, Working Paper 10036.
- Eller, M., Huber, F. and Schuberth, H. (2020). "How important are global factors for understanding the dynamics of international capital flows?". **Journal of International Money and Finance**, 109 (2020) 102221.
- Emter, L. (2020). "Leverage Cycles, Growth Shocks, and Sudden Stops in Capital Inflows". **Central Bank of Ireland**, Research Technical Paper, 2020(6).
- Ercan, M.K. (2001). "Doğrudan Yabancı Yatırımlar ile Ülkenin Kalkınmışlığı ve Krizler Arasındaki İlişki". Gazi Üniversitesi, **İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 2/2001, 81-92.
- Erce, Aitor and Riera-Crichton, D. (2015). "Catalytic IMF? A gross flows approach". **European Stability Mechanism (ESM)**, Working Paper Series 9.
- Ergül, Ö. (2012). *Sermaye Kontrolleri: Uygulanışı, Etkinliği ve Türkiye Üzerine Yorumlar*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- Erkan, N. (2005). "Finansal Bütünleşme". *Sermaye Piyasası Kurulu*, Araştırma Raporu.
- Ertuna, Ö. (2007). "Aşırı Değerli TL ve Türkiye Ekonomisine Etkileri". **The Journal of Accounting and Finance**, 35, 1-12 .
- Estralla, A. (1998). "A New Measure of Fit for Equations with Dichotomous Dependent Variables". **Journal of Business & Economic Statistics**, 16(2), 198-205.
- Farhı, E. and Werning, I. (2014). "Dilemma Not Trilemma? Capital Controls and Exchange Rates with Volatile Capital Flows". International Money Fund, **IMF Economic Review**, 62(4), 569-605.
- Faucette, J. E., Rothenberg, A. D. and Warnock, F. E. (2005). "Outflows–induced sudden stops". **The Journal of Policy Reform**, 8(2), 119-129.
- Feige, E.L. (2002). "The Dynamics of Currency Substitution, Asset Substitution and De facto Dollarization and Euroization in Transition". <https://econwpa.ub.uni-muenchen.de/econ-wp/mac/papers/0302/0302005.pdf>.05.06.2020.
- Feldstein, M. and Horioka, C. (1979). "Domestic Savings And International Capital Flows". **National Bureau Of Economic Research**, Working Paper No. 310.
- Fendoğlu, S. and Ongena, S. (2020). "Tracing the Impact of a Sudden Stop: The Role of Bank Rollover Risks, Expectations, and Domestic Production Networks". **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası**, Working Paper No: 18/18.
- Fernandez-Arias, E. (1996). "The new wave of private capital inflows: push or pull?". **Journal of Development Economics**, 48 (2), 389–418.

- Fernández-Arias, E and Montiel, P.J. (1996) “The Surge in Capital Inflows to Developing Countries: An Analytical Overview”. *The World Bank Economic Review*, 10(1), 51-77.
- Fernandez-Arias, E. ve Hausmann, R. (2001). “Is Foreign Direct Investment a Safer Form of Financing?”. *Emerging Markets Review*, 2, 34-49.
- Fırat, E. (2013). “Ekonomik Kriz ile Mücadelede Maliye Politikasının Rolü”. *Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi*, 6(1), 298-313.
- Fischer, S. (2001). “Distinguished Lecture on Economics in Government Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?”. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 3–24.
- Fleming, J.M. (1962). “Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates”, *International Monetary Fund*, Staff Papers, Nov., 1962, Vol. 9, No. 3, 369-380 Published by: Palgrave Macmillan Journals on behalf of the International Monetary Fund Stable URL: <https://www.jstor.org/stable/3866091>
- Flood, R.P. and Marion, N.P. (1982). “The Transmission of Disturbances under Alternative Exchange-Rate Regimes with Optimal Indexing”. *Quarterly Journal of Economics*, 97(1), 43-66.
- Forbes, K.J. (2012). “The “Big C”: Identifying and Mitigating Contagion”. Paper prepared for 2012 Jackson Hole Symposium hosted by the FEDeral Reserve Bank of Kansas City on 08/31/12 to 09/01/12.
- Forbes, K. J. and Rigobon, R. (2002). “No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Co-Movements”. *Journal of Finance*, 57(5), 2223–2261.
- Forbes, K.J. and Warnock, F.E. (2012a). “Capital flow waves: Surges, stops, flight, and retrenchment”. *Journal of International Economics*, 88, 235–251.
- Forbes, K. J. and Warnock, F. E. (2012b). “Debt- and Equity-Led Capital Flow Episodes.” *National Bureau of Economic Research*, Working Paper No 18329.
- Forbes, K.J. and Warnock, F.E. (2021). “Capital flow waves—or ripples? Extreme capital flow movements since the crisis”. *Journal of International Money and Finance*, 116 (2021) 102394, 1-24.
- Frankel, J.A. (1999). “No Single Currency Regime is Right For All Countries or At All Times”. *National Bureau of Economic Research*, Working Paper 7338.
- Frankel, J.A. and Rose, A.K. (1996). "Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment". Board of Governors of The FEDeral Reserve System, *International Finance Discussion Papers*, 534, 1-28.
- Frankel, J.A. and Schmukler, S.L. (1996). “Country Fund Discounts And The Mexican Crisis Of December 1994: Did Local Residents Turn Pessimistic Before International Investors?”. Board of Governors of the FEDeral Reserve System, *International Finance Discussion Papers*, 563, 1-41.

- Frankel, J.A. and Romer, D. (1999). "Trade and growth: an empirical investigation". *American Economic Review*, 89, 379–399.
- Frankel, J.A. and Cavallo, E.A. (2004). "Does Openness to Trade Make Countries More Vulnerable to Sudden Stops, Or less? Using Gravity to Establish Causality". *National Bureau of Economic Research*, Working Paper 10957.
- Fratzscher, M. (2012). "Capital flows, push versus pull factors and the global financial crisis". *Journal of International Economics*, 88, 341–356.
- Fratzscher, M., Lo Duca, M. and Straub, R. (2013). "On the international spillovers of US Quantitative Easing". *European Central Bank*, Working Paper Series No 1557, 1-65.
- Fratzscher, M.; Lo Duca, M. ve Straub, R. (2016). "ECB Unconventional Monetary Policy Actions: Market Impact, International Spillovers and Transmission Channels" *15th Jacques Polak Annual Research Conference Hosted by the International Monetary Fund Washington*, DC—November 13–14, 2014, IMF Economic Review, 64(1), (2016), 36-74
- Freund, C. and Warnock, F.E. (2007). Volume Title: G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment, Title: "Current Account Deficits in Industrial Countries: The Bigger They Are, The Harder They Fall?". University of Chicago Press, 113-167.
- Friedrich, C. and Guérin, P. (2016). "The dynamics of capital flow episodes". Bank of Canada, Staff Working Paper, No. 2016-9.
- Friedman M. and Schwartz, A.J. (1963). A Monetary History of the United States. 1867-1960. Princeton University Press, Princeton.
- Fumagalli, A. and Mezzadra, S. (2012). **Küresel Ekonomide Kriz- Finansal Piyasalar, Toplumsal Mücadeleler ve Yeni Politik Senaryolar**. Çev. Irmak Ertuna Howison, Kitabın Orijinal Adı: Crisi dell'economia globale, Ombre Corte, 2009, 1. Basım, İstanbul.
- Furman, J. Stiglitz, J.E., Bosworth, B.P. and Radelet, S. (1998) "Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia". *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 1-135.
- Galindo, A. and Leiderman, L. (2005). "Living With Dollarization and the Route to Dedollarization". *Inter-American Development Bank*, Banco Interamericano De Desarrollo (BID) Research Department, Working Paper 526.
- García, P. and Soto, C. (2004). "Large hoardings of international reserves: are they worth it?". *Central Bank of Chile*, Working Papers No 299.
- Gauvin, L., McLoughlin, C. and Reinhardt, D. (2014). "Policy uncertainty spillovers to emerging markets — evidence from capital flows". *Bank of England*, Working Paper No. 512.
- Giannetti, M. (2007). "Financial liberalization and banking crises: The role of capital inflows and lack of transparency". *J. Finan. Intermediation*, 16, 32–63.

- Giannetti, M. and Laeven, L. (2012). "The flight home effect: Evidence from the syndicated loan market during financial crises". *Journal of Financial Economics*, 104(1), 23–43.
- Ghosh, A. R., Qureshi, M. S., Kim, J. I., and Zalduendo, J. (2014). "Surges". *Journal of International Economics*, 92(2), 266–285.
- Ghosh, A. R., Ostry, J. and Tsangarides, C. (2012). "Shifting motives: explaining the buildup in official reserves in emerging markets since 1980s". *International Money Fund*, IMF Working Papers, WP/12/34.
- Glick, R. and Hutchinson, M. (2001). "Capital Controls and Exchange Rate Stability in Developing Countries", *FRBSF Economic Letter*, 2001(21), 323.
- Glick, R. and Hutchison, M. (2011). "Currency Crises". *FEDeral Reserve Bank Of San Francisco*, Working Paper 2011(22), 1-31.
- Glick, R. and Rose, A. K. (1998). "Contagion and Trade: Explaining the Incidence and Intensity of Currency Crises". Revised Draft: December 16, 1998, <http://faculty.haas.berkeley.edu/arose/GRLong.pdf>.
- Globan, T. (2015). "From Financial Integration to Sudden Stops? New Evidence from EU Transition Countries". *Finance a Uver*; 65(4), 336-359.
- Goldberg, P. K. and Knetter, M. M. (1996). "Goods Prices and Exchange Rates: What Have We Learned?". *National Bureau of Economic Research*, Working Paper 5862.
- Gomez-Gonzalez, J. E., Valencia, O. M. and Sanchez, G. A. (2021). "Sudden Stops, Sovereign Risk and Fiscal Rules". *Inter-American Development Bank (IDB)*, IDB Working Paper Series, No. IDB-WP-1207, 1-19
- Gorton, G.G. (2017). **Finansal Krizleri Yanlış Anlamak – Krizlerin Gelişini Neden Göremiyoruz**, Kitabın Orijinal Adı: Misunderstanding Financial Crisis - Why We Don't See Them Coming, Oxford University Press, 2012, Çev:Mehmet Doğan, 1.Basım, Boğaziçi Üniversitesi Yayınevi, İstanbul.
- Gourevitch, P. A. (1986). **Politics in Hard Times: Comparative Responses to International Economic Crises**, Cornell University Press, Birinci Basım, Ithaca and London.
- Gourinchas, P. O. ve Obstfeld, M. (2012). "Stories of the Twentieth Century for the Twenty-First". *American Economic Journal: Macroeconomics*, 4(1), 226–265.
- Grabel, I. (2003a). "The revenue and double dividend potential of taxes on international private capital flows and securities transactions". **WIDER** Discussion Paper, No. 2003/83, 1-19.
- Grabel, I. (2003b). "Averting crisis? Assessing measures to manage financial integration in emerging economies". *Cambridge Journal of Economics* 27, 317-336.
- Greene, H. W. (2003). **Econometric Analysis**. Prentice Hall: New Jersey.

- Griliches, Z. and Hausman, J. (1986). "Errors in variables in panel data". *Journal of Econometrics*, 3(1), 93-118.
- Griffith-Jones, S. (1997). "Causes and Lessons of the Mexican Peso Crisis". *The United Nations University*, Working Paper No.132, 1-51.
- Gujarati, D.N. (1995). **Basic Econometrics**. (4th Edition). New York United State Military Academy.
- Guidotti, P.E., Sturzenegger, F. ve Villar, A. (2003). "Aftermaths of Current Account Crisis: Export Growth or Import Contraction?". *Universidad Torcuato Di Tella*, Documento de Trabajo 06.
- Guidotti, P: E., Sturzenegger, F. and Villar, A. (2004). On the Consequences of Sudden Stops, *Economia*, 4(2),171-214.
- Han, B. and Park, M. (2018). "Optimal Reserve Accumulation with Capital Controls". http://www.apeaweb.org/confer/LA18/papers/Han_Bada.pdf, 12.12.2020.
- Hahn, J. (1999). "How informative is the initial condition in the dynamic panel model with fixed effects?". *Journal of Econometrics*, 93(2), 309-326.
- Hahn, J., Hausman, J. and Kuersteiner, G. (2007). "Long difference instrumental variables estimation for dynamic panel models with fixed effects". *Journal of Econometrics*, 140(2), 574-617.
- Hancock, D. (2020). **Uluslararası Finans**. (Birinci Baskı). Çeviri: Ali İhsan Karacan, Scala Yayıncılık, İstanbul.
- Hannan, S.A. (2017). "The Drivers of Capital Flows in Emerging Markets Post Global Financial Crisis". *International Money Fund*, IMF Working Paper, WP/17/52
- Hartmann, P., Straetmans, S. and De Vries, C.G. (2004). "Asset Market Linkages in Crisis Periods". *Review of Economics and Statistics* 86(1), 313-326.
- Hau, H. and Lai, S. (2013). "The role of equity funds in the financial crisis propagation". *Social Science Research Network*, Scholarly Paper ID 1742065.
- Hausman, R and Powell, A. (1999). "Dollarization: issues of implementation". <https://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.517.8036&rep=rep1&type=pdf> (21.09.2021).
- Hausman, R., Gavin, M., Pages-Serra, C. and Stein, E. (1999). "Financial Turmoil and The Choice of Exchange Rate Regime". *Inter-American Development Bank*, Working Paper 400.
- Hausler, G. (2002). "The Globalization of Finance". *International Monetary Fund*, 0039(001).
- Hausman, J. A. and Pinkovskiy, M. (2017). "Estimating dynamic panel models: Backing out the Nickell bias". *Econstor*, 1-26.

- Henderson, C. (2000). **Asya'nın Çöküşü: Asya Krizi ve Sonrası**. Özgün Adı: Asia Falling (1998). Çev: Meral Güneç, Alfa Yayınları, İstanbul.
- Hernandez, L. and Rudolph, H. (1995). "Sustainability of private capital flows to developing countries: is a generalized reversal likely?". **The World Bank**, Working Paper Series 1518.
- Hernandez, L. and Valdes, R. (2001). "What Drives Contagion? Trade, Neighborhood or Financial Links?". **International Review of Financial Analysis** (10), 11-16.
- Herrmann, S and Mihaljek, D. (2011). "The determinants of cross-border bank flows to emerging markets: New empirical evidence on the spread of financial crises". **Bank of Finland**, BOFIT Discussion Papers 3, 1-48.
- Honohan, P. and Shi, A. (2001). "Deposit Dollarization And The Financial Sector In Emerging Economies, **The World Bank**, Policy Research Working Paper 2748.
- Hooper, V. and Kim, S.J. (2007). "The Determinants of Capital Inflows: Does Opacity of Recipient Country Explain the Flows?". **Economic Systems**, 31(1), 35-48.
- Hossain, M. (2013). "Capital Flows to Least Developed Countries: What Matters?" **MPRA**, Paper No. 51229.
- Hördahl, P. and Shim, I. (2020). "EME Bond Portfolio Flows And Long-Term Interest Rates During The Covid-19 Pandemic". **Bank for International Settlements**, BIS Bulletin, No:18.
- Hutchison, M.M. and Noy, I. (2006). "Sudden stops and the Mexican wave: Currency crises, capital flow reversals and output loss in emerging markets". **Journal of Development Economics**, 79, 225-248.
- Hwang S. and Salmon M. (2004). "Market Stress And Herding". **Journal Of Empirical Finance**, 11(4), 585- 616.
- IBRD Articles of Agreement (2012), <https://www.worldbank.org/en/about/articles-of-agreement/ibrd-articles-of-agreement,03.05.2020>
- İlhan, A. ve Özdemir, M. (2019). "Türkiye'de Yeni Politika Bileşiminin Finansal İstikrar ve Fiyat İstikrarı Üzerindeki Etkilerine İlişkin Bir Değerlendirme 1". **Business and Economics Research Journal**, 10(4), 789-806.
- IMF (1998). Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability in Financial Crises: Causes and Indicators, World Economic and Financial Surveys World Economic Outlook.
- IMF (2004). Global Financial Stability Report, Market Developments and FIssues. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- IMF. (2012). Balance of Payments Manual.
- IMF (2016). Understanding the Slowdown in Capital Flows in Emerging Markets, World Economic Outlook, International Monetary Fund, Chapter 2, April 2016.

- IMF (2020). Articles of Agreement, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/pdf/aa.pdf>
- İMKB Araştırma Müdürlüğü, Güneydoğu Asya Krizi: Türkiye Ekonomisi ve İMKB'ye Etkileri, 1998, İstanbul.
- İnan, E. A. (2006). "Türkiye'de 2002-2005 Döneminde Tasarruf Dengeleri ve Ani Kesinti İhtimali". *Bankacılar Dergisi*, 59, 16-38.
- İnandım, Ş. (2005). Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi: *Türkiye Örneği*, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara.
- Iancu, A., Anderson, G., Ando, S., Boswell, E., Gamba, A., Hakobyan, S., Lusinyan, L., Meads, N. and Wu Y. (2020). "Reserve Currencies in an Evolving International Monetary System,". *International Monetary Fund*, 2020(002).
- Ito, T. (2000). "Capital Flows in Asia. In Capital flows and the emerging economies". ed. Sebastian Edwards, 255–98. Chicago: University of Chicago Press.
- Ize, A. and Powell, A. (2004). "Prudential Responses to De Facto Dollarization". *International Money Fund*, IMF Working Paper, WP/04/66.
- Ize, A. and Yeyati, E.L. (2003). "Financial Dollarization". *Journal of International Economics*, 59, 323–347.
- Ize, A. and Yeyati, E.L. (2005). "Financial De-Dollarization: Is It for Real?". *International Money Fund*, IMF Working Paper, WP/05/187.
- Janus, T. and Riera-Crichton, D. (2013). "International gross capital flows: New uses of balance of payments data and application to financial crises". *Journal of Policy Modeling*, 35, 16–28.
- Janus, T. and Riera-Crichton, D. (2016). "Banking Crises, External Crises and Gross Capital Flows". *Federal Reserve Bank of Dallas Globalization and Monetary Policy. Institute*, Working Paper No. 273.
- Jeanneau, S. and M. Micu (2002). "Determinants of International Bank Lending to Emerging Market Countries". *Bank for International Settlements*, BIS Working Paper 112.
- Jeanne, O. and Rancière, R. (2006). "The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications". *International Money Fund*, IMF Working Paper 06/229.
- Jeanne ve Ranciere (2011). "The optimal level of international reserves for Emerging market countries: a new formula and Some applications". *The Economic Journal*, 121, 905–930.
- Jinjarak, Y. and Zheng, H. (2010). "Financial panic and emerging market funds". *Applied Financial Economics*, 2010, 1–13
- Jinjarak, Y., Wongswan, J. and Zheng, H. (2011). "International fund investment and local market returns". *Journal of Banking and Finance*, 35(3), 572-587

- Johnson, H.G. (1969). The Case For Flexible Exchange Rates", *Federal Reserve Bank Of St. Louis*, 12-24.
- Jotikasthira, C., Lundblad, C. and Ramadorai, T. (2009). "Asset Fire Sales and Purchases and the International Transmission of Financial Shocks". *CEPR*, Discussion Paper 7595
- Joyce and Nabar (2009). Sudden stops, banking crises and investment collapses in emerging markets". *Journal of Development Economics*, 90, 314–322.
- Kalyoncu, H. ve Yücel, F. (2010). "Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri ve Ülke Ekonomilerini Etkileme Kanalları: Türkiye Örneği". *Maliye Dergisi*, 159, 53-69.
- Kaminsky (2006). "Currency crises: Are they all the same?". *Journal of International Money and Finance*, 25, 503-527.
- Kaminsky, G. (2008). "Crises and sudden stops: evidence from international bond and syndicated loan markets", *National Bureau of Economic Research*, Working Paper 14249.
- Kaminsky, G.L. ve Reinhart, C.M. (1999). "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-Of-Payments Problems". *The American Economic Review*, 89(3), 473- 500.
- Kaminsky, G.L., Reinhart, C.M. and Ve'gh, C. A. (2003). "The Unholy Trinity of Financial Contagion" *Journal of Economic Perspectives*, 17(4), 51–74.
- Kaminsky, G., Lyons, R., Schmukler, S. (2004). "Managers, Investors, and Crises: Mutual Fund Strategies in Emerging Markets". *Journal of International Economics*, 64 (1), 113-134.
- Kang, T. S. and Kim, K. (2019). "Push vs. Pull Factors of Capital Flows Revisited: A Cross-country Analysis Asian". *Economic Papers*, 18(1), 39–60.
- Kansas, D. (2009). **Wall Street'in Sonu, Orijinal Adı: The End Of Wall Street As We Know It** , Çev:Ümit Şensoy, 1. Baskı, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, İstanbul.
- Kansu, Aydan. (2010). *Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri*, Üçüncü Basım, Scala Yayıncılık, İstanbul.
- Kara, H. (2012). *Küresel Kriz Sonrası Para Politikası*, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Çalışma Tebliği No: 12/17.
- Karabulut, G. (2002). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizin Nedenleri*, Der Yayınları, İstanbul.
- Karaçor, Z. (2006). "Öğrenen Ekonomi Türkiye: Kasım 2000 – Şubat 2001 Krizinin Öğrettikleri". Selçuk Üniversitesi, *Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 16, 379-391.
- Karakaş, M. ve Adak, M. (2013). "Küreselleşen Dünya Ekonomisi ve IMF'in Değişen Rolü". *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 9(18), 157-180.
- Karluk, R. (2005). **Cumhuriyetin İlanından Günümüze Türkiye Ekonomisinde Yapısal Dönüşüm**. Beta Yayınları: İstanbul.

- Kaufman, G.G. (1990). "Lender Of Last Resort: A Contemporary Perspective". Federal Reserve Bank of Dallas, Research Paper, 9008, 1-33.
- Kay, R. and Little, S. (1986). "Assesing the Fit of the Logistic Model: A Case Study of Children with the Haemolytic Uraemic Syndrome". *Journal of the Royal Statistical Society*, 35(1), 16-30.
- Kehoe, T.J. and Ruhl, K.J. (2009). "Sudden stops, sectoral reallocations, and the real exchange rate". *Journal of Development Economics*, 89, 235–249.
- Kho, B.C. and Stulz, R.M. (2000). "Banks, the IMF, and the Asian crisis". *Pacific-Basin Finance Journal*, 8, 177–216.
- Kılıcı, E.N. (2017). "CDS Primleri ile Ülke Kredi Riski Arasındaki İlişkinin Değerlendirilmesi; Türkiye Örneği". *Maliye Finans Yazıları*, 108, 71-86.
- Kim, Y. (2000). "Causes of capital flows in developing countries". *Journal of International Money and Finance*, 19, 235–253.
- Kim, S. (2016). "What Is Learned from a Currency Crisis, Fear of Floating, or Hollow Middle? Identifying Exchange Rate Policy in Crisis Countries". *International Journal of Central Banking*, 12(4), 105-146.
- Kindleberger, P. C. (2004). **Cinnet, Panik ve Çöküş**, Orijinal Adı: Manias, Panics and Crashes, Çev: Neşenur Domaniç, Scala Yayıncılık, İstanbul.
- Kindleberger, P. C. (1978). **Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises**, New York: Basic Books
- Kines, M.B. (2018). "Sermaye Hareketleri ve Kontrol Mekanizmaları", **Press Academia Procedia**, 8, 46-50.
- King, Mervyn A. and Wadhwani, S. (1989). "Transmission of Volatility Between Stock Markets". *National Bureau of Economic Research*, Working Paper No 2910, 1-43
- Koepke, R. (2015). "What Drives Capital Flows to Emerging Markets? A Survey of the Empirical Literature". *MPRA*, Paper No. 75887, 1-46.
- Koepke, R. (2018). "FED policy expectations and portfolio flows to emerging markets". *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 55(2018) 170–194.
- Koepke, R ve Paetzold, S. (2020). "Capital Flow Data – A Guide for Empirical Analysis and Real-Time Tracking". *International Money Fund*, IMF Working Paper, WP/20/171, This Version: March11.2022.
- Kodres, L. E., and Pritsker, M. (2002). "A Rational Expectations Model of Financial Contagion". *Journal of Finance*, 57(2), 769-799.
- Korinek, A. and Mendoza, E.G. (2013). "From Sudden Stops To Fisherian Deflation: Quantitative Theory And Policy Implications". *National Bureau of Economic Research*, Working Paper 19362.

- Kose, M.A, Prasad, E.S and Terrones, M.E. (2003). “Financial Integration and Macroeconomic Volatility”. *International Monetary Fund*, Staff Papers, 50, Special Issue.
- Kose, M. A., Prasad, E., Rogoff, K. and Wei, S. J. (2009). “Financial globalization: A reappraisal”. *International Money Fund*, IMF Staff Papers, 56(1),8–62.
- Kose, M, Prasad, E and Taylor, A. (2011). “Thresholds in the process of international financial integration”. *Journal of International Money and Finance*, 30, 147-179.
- Kose, M.A. and Prasad, E. (2004). “Back to Basics: Liberalizing Capital Account Restrictions”. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2004/09/pdf/basics.pdf>
- Kripfganz, S. ve Schwarz, C. (2019). “Estimation of linear dynamic panel data models with time- invariant regressors”. *Journal of Applied Econometrics*, 34(4), 526-546.
- Krugman, P. (1979). “Increasing Returns, Monopolistic Competition, and International Trade”. *Journal of International Economics*, 9, 469-479.
- Krugman, P. (1979). “A Model of Balance-of-Payments Crises”. *Journal of Money, Credit and Banking*, 11(3), 311-325.
- Krugman, P. (1998). “Saving Asia: It’s Time to get Radical”. *Fortune*, 74–80.
- Krugman, P. (1998). “Asia: What Went Wrong”. *Fortune*, 32. <https://archive.fortune.com/magazines/fortune>
- Krugman, P. R. and Obstfeld, M. (2006). *International Economics Theory and Policy* (Seventh Edition). ABD: Pearson International Edition.
- Krugman, Paul. (2010). **Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü ve Küresel Kriz** (Altıncı Basım). İstanbul: Literatür Yayınları, Çev. Neşenur Domanıç.
- Kurul, Z. (2016). *Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Kurumsal Gelişmişlik İlişkisi*, Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Bölümü, Doktora Tezi, Ankara.
- Labra, R. and Torrecillas, C. (2018). “Estimating dynamic panel data: A practical approach to perform long panels”. *Revista Colombiana de Estadística*, 41(1), 31-52.
- Lane, P.R and Milesi-Ferretti, G.M. (2007). “The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004”. *Journal of International Economics*, 73, 223–250.
- Lane, P.R. and Milesi-Ferretti, G.M. (2012). “External Adjustment And The Global Crisis”. *Journal of International Economics* 88, 252–265.
- Le, Q. and Zak, P. J. (2001). “Political Risk and Capital Flight”. *Claremont Colleges, Working Papers in Economics*, 2001(10), 1-25.
- Lehto, T. (1994). “The level of a central bank's international reserves: theory and cross-country analysis”. *Bank of Finland*, Discussion Papers, No. 15/1994.

- Lensink, R.; Hermes, N. and Murinde, V. (1998). "Capital Flight and Political Risk", *University of Groningen*, 1-43.
- Levchenko, A.A. and Mauro, P. (2006). "Do Some Forms of Financial Flows Help Protect from Sudden Stops?". Working paper 202. Washington: International Monetary Fund.
- Levchenko, A.A. and Mauro, P. (2007). "Do Some Forms of Financial Flows Help Protect against "Sudden Stops"?". *The World Bank, Economic Review*, 21(3), 389–411.
- Levy-Yeyati, E. (2003). "Financial Dollarization: Where Do We Stand?". Conference on Financial Dedollarization: Policy Options, IADB, Washington, D.C.
- Levy-Yeyati, E. and Sturzenegger, F. (2003). "To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes on Growth". *The American Economic Review*, 93(4), 1173-1193.
- Levy-Yeyati, E. and Sturzenegger, F. (2007). "Fear of Floating in Reverse: Exchange Rate Policy in the 2000s". <https://www.researchgate.net/publication/252583333>, 18.02.2021.
- Li, S., De Haan, J. and Scholtens, B. (2019). "Sudden stops of international fund flows: Occurrence and magnitude." *Review of International Economics*, 27(1), 468-497.
- Li, S., De Haan, J. and Scholtens, B. (2018). "Cyclical behavior of international fund flows". *Research in International Business and Finance*, 43, 99–112.
- Li, S., De Haan, J., and Scholtens, B. (2018). "Surges of international fund flows". *Journal of International Money and Finance*, 82, 97–119.
- Li, S. and Yang, H. (2017). "Interactions of International Portfolio Flows: an Empirical Study Based on Network Analysis". *Procedia Computer Science*, 122, 826–833.
- Li, S., De Haan, J., Scholtens, B. and Yang, H. (2015). "Are international fund flows pro- or counter-cyclical?". *Applied Economics Letters*, 22(5), 378-384.
- Lim, J.J., Mohapatra, S. and Stocker, M. (2015). "Tinker, Taper, QE, Bye? The Effect of Quantitative Easing on Financial Flows to Developing Countries". *The World Bank, Policy Research Working Paper* 6820.
- Liu, W. (2007). "Short-Term Foreign Funds, A Comparative Study Between China And Victim Countries Of 1997 Asian Financial Crisis". *Global Journal of Finance and Banking*, 1(1), 41-56.
- Lo Duca, M. (2012). "Modeling the Time Varying Determinants of Portfolio Flows to Emerging Markets". *European Central Bank, ECB Working Paper Series*, No 1468.
- Lopez-Mejia, A. (1999). Large Capital Flows: A Survey of the Causes, Consequences, and Policy Responses. *Internaitonal Money Fund*, IMF Working Paper. No: 99/17.
- López, G.G and Stracca, L. (2021). "Changing patterns of capital flows". *BIS, CGFS Papers*, No 66.

- Lorenz, EN (1963). “Deterministic nonperiodic flow”. *Journal of the Atmospheric Sciences*, 20, 130– 141.
- Luca, A. and Petrova, I. (2003). “Credit Dollarization in Transition Economies: Is It Firms’ or Banks’ “Fault”?”. <https://www.grips.ac.jp/teacher/oono/hp/docu01/paper08.pdf>. 25.10.2020.
- Maddala, G. S. (1987). “Limited Dependent Variable Models Using Panel Data”. *The Journal of Human Resources*, 22(3), 307-338.
- Maggiori, M., Neiman, B. and Schreger J. (2020). “International Currencies And Capital Allocation”. *Journal of Political Economy*, 128(6), 2019-2066.
- Magud, N. and Reinhart, C.M. (2006). “Capital Controls: An Evaluation”. *National Bureau of Economic Research*, Working Paper 11973.
- Magud, N., Reinhart, C.M. and Rogoff, K.S. (2011). “Capital Controls: Myth and Reality – A Portfolio Balance Approach”. *National Bureau of Economic Research*, Working Paper 16805.
- Marshall, D. (1998). “Understand The Asian Crisis: Systemic Risk As Coordination Failure”. *Federal Reserve Bank of Chicago*, Economic Perspectives, 3 Rd Quarter, 13-28.
- Martín, F.E., Joy, M., Maurini, C., Moro, A., Landi, V.N., Schiavone, A. and Van Hombeeck, C. (2020). “Capital flows during the pandemic: lessons for a more resilient international financial architecture”. *Bank of Italy*, Occasional Paper No. 589.
- Martinez, C.O. (1998). “What Lessons Does The Mexican Crisis Hold For Recovery in Asia?”. *International Monetary Fund*, Not for Redistribution, 6-9.
- Masson, P.R. (1999). “Multiple Equilibria, Contagion, and the Emerging Market Crises”. *Interantional Money Fund*, IMF Working Paper WP/99/164.
- McFadden, D. (1974). “The Measurement of Urban Travel Demand”. *Journal of Public Economics*, 3(4), 303-328.
- McKinnon, R ve Schnabl, G. (2004). “The East Asian Dollar Standard, Fear of Floating, and Original Sin”. *Review of Development Economics*, 8(3), 331–360.
- Mclean, B. and Shrestha, S. (2002). “International Financial Liberalisation and Economic Growth” *Reserve Bank of Australia*, Research Discussion Paper, January
- Medvedev, A. (2001). “International Investors, Contigaion and Russian Crisis”. *Bofit*, Discussion Papers, No.6.
- Mendoza, E.G. (2002), “Credit, Prices, and Crashes: Business Cycles with a Sudden Stop,” in Preventing Currency Crises in Emerging Markets, ed. by S. Edwards and J. Frankel, University of Chicago Press.

- Mendoza, Enrique G. (2004). "Sudden Stops' in an Equilibrium Business Cycle Model with Credit Constraints: A Fisherian Deflation of q ". **Department of Economics**, University of Maryland.
- Mendoza, E. G. (2005a). "Sudden Stops in a Business Cycle Model with Credit Constraints: A Fisherian Deflation of Tobin's Q ". http://public.econ.duke.edu/~staff/wrkshop_papers/2005Fall/Mendoza.pdf. 24.05.2020.
- Mendoza, E.G. (2005b). "Real Exchange Rate Volatility And The Price Of Nontradables In Sudden-Stop-Prone Economies". **National Bureau Of Economic Research**, Working Paper 1169.
- Mendoza, E.G. (2006). "Lessons from the Debt-Deflation Theory of Sudden Stops". **American Economic Review**, 96(2), 411–416.
- Mendoza (2010). "Sudden Stops, Financial Crises, and Leverage". **The American Economic Review**, 100(5), 1941-1966.
- Mendoza, E.G. and Smith, K.A. (2002). "Margin Calls, Trading Costs, And Asset Prices In Emerging Markets: The Financial Mechanics Of The 'Sudden Stop' Phenomenon". **National Bureau Of Economic Research**, Working Paper No 9286, 1-54.
- Mendoza, E.G. and Smith, K.A. (2006). "Quantitative Implication of A Debt-Deflation Theory of Sudden Stops and Asset Prices", **National Bureau of Economic Research**, Working Paper No 10940, 1-48.
- Mendoza, G.E. and Terrones, M.E. (2012). "An Anatomy Of Credit Booms And Their Demise". **National Bureau Of Economic Research**, Working Paper 18379.
- Mendoza, G.E. and Rojas, E. (2019). "Liability Dollarization, Sudden Stops & Optimal Financial Policy". https://economics.clas.ufl.edu/files/gravity_forms/1-71f791102117c58de1ec4b8df2843ad7/2019/10/Draft_October222019.pdf, 21.12.2020.
- Menon, J. (1996). The degree and determinants of exchange rate pass-through: market structure, non-tariff barriers and multinational corporations". **The Economic Journal**, 106(435), 434-444.
- Mercado, R. and Park, C. Y. (2011). "What Drives Different Types of Capital Flows and Their Volatilities in Developing Asia?". **International Economic Journal**, 25(4), 655–680.
- Merkez Bankalarında Rezerv ve Risk Yönetimi (2011). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Rezerv ve Risk Yönetimi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- Milesi-Ferretti, G.M. and Razin, A. (1998). "Sharp reductions in current account deficits An empirical analysis". **European Economic Review**, 42, 897-908.
- Milesi Ferretti, G.A. and Razin, A. (1999). Current Account Deficits and Capital Flows in

- East Asia and Latin America: Are the Early Nineties Different From the Early Eighties, In Changes in Exchange Rates in Rapidly Development Countries: Theory, Practice, and Policy Issues". University of Chicago Press, Editörler: Ito Takatoshi ve Anne O. Krueger, 57-108.
- Milesi Ferretti, G.A. and Razin, A. (2000). "Current Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities, In Currency Crisis, University of Chicago Press, ss:285-323.
- Milesi-Ferretti, G.A. and Tille, C. (2011). "The Great Retrenchment: International Capital Flows during the Global Financial Crisis". *Economic Policy*, 26(66), 289-346.
- Miranda-Agrippino, S. and H. Rey (2015). "World asset markets and the global financial cycle". *National Bureau Of Economic Research*, Working Paper No 21722.
- Mishkin, F.S. (1990). "Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective. www.nber.org/papers/w3400
- Mishkin, F.S. (1991). "Anatomy Of A Financial Crisis". *National Bureau Of Economic Research*, Working Paper No 3934, 1-28.
- Mishkin, F. S. (1994). "Preventing Financial Crises: An International Perspective". *National Bureau Of Economic Research*, Working Paper No 4636, 1-48.
- Mishkin, F.S. (1996). "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective". Annual World Bank Conference on Development Economics, The World Bank, 29-62.
- Mishkin, F.S. (1999a). "Lessons from Asian Crisis". *Journal of International Money and Finance*, 18, 709-723.
- Mishkin, F.S. (1999b). "Lessons from the Tequila Crisis". *Journal of Banking & Finance*, 23, 1521-1533.
- Mishkin, F. S. (1999c). "Global financial instability: framework, events, issues". *The Journal of Economic Perspectives*, 13(4).
- Mody, A. and Murshid, A.P. (2005). "Growing up with capital flows". *Journal of International Economics*, 65, 249-266.
- Montiel, P. and Reinhart, C. M. (1999). "Do Capital Controls Influence the Volume and Composition of Capital Flows? Evidence from the 1990s". *Journal of International Money and Finance* 18, 619-635.
- Moral-Benito, E., Allison, P. D. and Williams, R. A. (2017). "Dynamic panel data modelling using maximum likelihood: An alternative to arellano-bond". *Applied Economics*, 51(20), 2221-2232.
- Moser, T. (2003). "What Is International Financial Contagion?". *International Finance* 6(2), 157-178.
- Mundell, R. A. (1963). "Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates". *The Canadian Journal of Economics and Political Science*, 29(4), 475-485.

- Mutlu, A. A. (2017). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Dalgalanma Korkusu, Nedenleri ve Etki Dereceleri*. Doktora Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Gazi Üniversitesi.
- Mutlu, A. ve E. Polat. (2009). “2007 Küresel Finansal Krizin Türkiye’nin Maliye Politikalarına Yansıması”. <http://iys.inonu.edu.tr/webpanel/dosyalar/1427/file/AbdullahMutlu.pdf>.
- Nagelkerke, N.J.D. (1991). “A Note on General Definition of the Coefficient of Determination”. *Biometrika*, 78(3), 691-692.
- Navruz, B. (2019). “Bankacılıkta Sistemik Risk Sorunu ve Pigovian Çözüm Yaklaşımı: Türk Bankacılık Sektörü Açısından Bir Değerlendirme”. *Türkiye Bankalar Birliği*, Yayın No: 330, İstanbul.
- Neumann, R. M., Penl, R. and Tanku, A. (2009). “Volatility of capital flows and financial liberalization: Do specific flows respond differently?”. *International Review of Economics and Finance*, 18, 488–501.
- Nickell, S. (1981). “Biases in dynamic models with fixed effects”. *Econometrica*, 49(6), 1417–1426.
- Obstfeld, M. (1983). “Balance-Of-Payments Crises And Devaluation, *National Bureau Of Economic Research*, Working Paper No 1103, 1-17.
- Obstfeld, M. (1993). “International Capital Mobility In The 1990s”. *National Bureau Of Economic Research*, Working Paper No. 4534.
- Obstfeld, M. and Rogoff, K. (1995). “The Mirage of Fixed Exchange Rates”. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 73–96.
- Obstfeld, M., Ostry, J. and M. Qureshi (2017): “A Tie That Binds: Revisiting the Trilemma in Emerging Market Economies”. *The Review of Economics and Statistics*, 101(2), 279–293.
- Obstfeld, M, Shambaugh, J. and Taylor, A. (2010). “Financial stability, the trilemma, and international reserves”. *American Economic Journal Macroeconomics*, 2(2), 57–94.
- OECD (2011). International capital flows: Structural reforms and experience with the OECD Code of Liberalisation of Capital Movements, Report from the OECD to the G20 Sub-Group on Capital Flow Management, <https://www.oecd.org/economy/48972216.pdf>, 26.11.2021.
- O’Kane, D. and Turnbull, S. (2003). “Valuation of Credit Default Swaps, Fixed Income Quantitative Credit Research”. *Lehman Brothers*, 1-19.
- O’Kane, D. and Sen, S. (2004). “Credit Spreads Explained, Fixed Income Quantitative Credit Research”. *Lehman Brothers*, 1-23.
- Oomes, N. (2003). “Network Externalities and Dollarization Hysteres: The Case of Russia”. *International Monetary Fund*, Working Paper, 03/96

- Oskooee M.B. ve Domaç, İ. (2003). “On the Link between Dollarization and Inflation: Evidence from Turkey”. <https://core.ac.uk/download/pdf/7061455.pdf>. 04.01.2020.
- Ostry, J. D., Ghosh, A., Habermeier, K., Chamon, M., Qureshi, M. S. and Reinhardt, D.B.S. (2010). “Capital Inflows: The Role of Controls”. *International Money Fund*, IMF Staff Position Note 10/04.
- Önder, İ. (2009). “Küresel Kriz ve Türkiye Ekonomisi”. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (42), 12-25.
- Özatay, F. (2009). **Finansal Krizler ve Türkiye**. İstanbul: Doğan Kitap.
- Özçam, M. (2004). “Döviz Kuru Politikaları ve Türkiye’de Döviz Kuru Oynaklığının Etkileşimi”, Sermaye Piyasası Kurulu, Araştırma Raporu, Ankara.
- Özdemir, M. (2019). “Kalıcı Durgunluktan Finansal Döngüye: Küresel Kısıtlar Ve TCMB’nin Politika Açmazları”. *TESAM Akademi Dergisi-Turkish Journal of TESAM Academy*, Türkiye Ekonomisi Özel Sayısı, 213-264.
- Özdemir, B.K. ve Öbekcan, M. (2020). “The Effects of Sudden Stops on the Turkish Economy: A Structural VAR Approach”. *Business and Economics Research Journal*, 11(2), 307-321.
- Özer, H. (2004). Nitel Değişkenli Ekonometrik Modeller. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Özmen, E. ve Yalçın, C. (2007). Küresel Finansal Riskler Karşısında Türkiye’de Reel Sektör Finansal Yapısı ve Borç Dolarizasyonu, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü, Çalışma Tebliği No:07/06.
- Önder, Y. (2007). *Dalgalanma Korkusu ve Türkiye Örneği*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara.
- Pagliari, M.S. and Hannan, S.A (2017). “The Volatility of Capital Flows in Emerging Markets: Measures and Determinants”. *International Monetary Fund*, 2017(041).
- Pais, A. and Stork, P. A. (2011). “Contagion Risk in the Australian Banking and Property Sectors”. *Journal of Banking & Finance*, 35(3), 681-697.
- Parthasarathi, P. (2019). **Avrupa Zenginleşirken Asya Neden Yoksul Kaldı? Küresel Ekonomik Ayrışma 1600-1850**. İstanbul: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları.
- Pazarlıoğlu, M.V. ve Gülay, E. (2007). “Net Portföy Yatırımları ile Reel Faiz Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği:1992: I – 2005: IV”. Dokuz Eylül Üniversitesi, *Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 9(2), 201-221.
- Pindyck, R.S. and Rotemberg, J.J. (1990). “The Excess Co-Movement of Commodity Prices”. *The Quarterly Journal of Economics*, 1173-89.
- Pindyck, R.S. and Rotemberg, J.J. (1993). “The Comovement of Stock Prices”. *The Quarterly Journal of Economics*, 1073-1104.

- Porison, H. (2001). "How Do Countries Choose Their Exchange Rate Regime?". **International Money Fund**, IMF Working Paper, WP/01/46.
- Powell, A., Ratha, D. and Mohapatra, S. (2002). "Capital Inflows and Capital Outflows: Measurement, Determinants, Consequences" **Centro de Investigación en Finanzas**, Documento de Trabajo 07/2002.
- Puy, D. (2013). "Institutional Investors Flows And The Geography Of Contagion". **European University Institute**, Department of Economics ECO 2013/06
- Puy (2016). "Mutual funds flows and the geography of contagion". **Journal of International Money and Finance**, 60, 73–93.
- Qureshi, M. S. and Sugawara, N. (2018). "Surges and reversals in capital flows". **International Review of Economics and Finance**, 56, 92–98.
- Raddatz, C. and Schmukler, S.L. (2011). "On The International Transmission Of Shocks: Micro-Evidence From Mutual Fund Portfolios". **National Bureau Of Economic Research**, Working Paper No 17358.
- Raddatz, C. Schmukler, S. L. and Williams, T. (2017). "International asset allocations and capital flows: The benchmark effect". **Journal of International Economics**, 108, 413–430
- Radelet, S. and Sachs, J.D. (1998a). "The East Asian Financial Crises: Diagnosis, Remedies, Prospects". **Brookings Papers on Economic Activity**, 1998(1), 1-90.
- Radelet, S. and Sachs, J.D. (1998b). "The onset of the East Asian Financial Crisis". **National Bureau of Economic Research**, Working Paper No 6680, 1-81.
- Rajan, R. (2001). "Economic Globalization and Asia: Trade, Finance, and Taxation". **CIES**, Discussion Paper 0108.
- Raluca, I and Witowski, B. (2010). "Theories about the financial crises". Alexandru Ioan Cuza University of Iași, **Studies and Scientific Researches**, Economic Edition, 15, 32-37.
- Ratanamaneichat, C. and Schreyer, S.M. (2015). "A Panel Vector Autoregression Analysis of Sudden Stops and Banking Crises". **Journal of International Business and Economics**, 3(1), 24-33.
- Razin, A. and Rubinstein, Y. (2005). "Evaluation Of Exchange-Rate, Capital Market, And Dollarization Regimes In The Presence Of Sudden Stops". **National Bureau of Economic Research**, Working Paper 11131, 1-46
- Razin, A. and Rubinstein, Y. (2006). "Evaluation of Currency Regimes: The Unique Role of Sudden Stops", **National Bureau of Economic Research**, Working Paper No: 11785.
- Reinhart, C. M. and Rogoff, K. S. (2004). "Serial Default and the "Paradox" of Rich to Poor Capital Flows". **National Bureau of Economic Research**, Working Paper No 10296.

- Reinhart, C.M. and Rogoff, S. K. (2010). **Bu Defa Farklı** (Birinci Baskı), Özgün Adı: This Time Is Different Eight Centuries of Financial Folly, Princeton University Press, 2009, NTV Yayınları, Çev. Levent KONYAR, İstanbul.
- Reinhart, C. M. and Reinhart, V. R. (2009). “Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present”. *NBER International Seminar on Macroeconomics 2008*, University of Chicago Press.
- Remund, D. L. (2010). “Financial Literacy Explicated: The Case for a Clearer Definition in an Increasingly Complex Economy”. *The Journal of Consumer Affairs*, 44(2), 276-295.
- Rennhack, R. ve Nozaki, M. (2006). “Financial Dollarization in Latin America”. *International Money Fund*, IMF Working Paper, WP/06/7.
- Rey, H. (2018). “Dilemma not Trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence”. *National Bureau Of Economic Research*, Working Paper 21162.
- Reyes-Heroles, R. and Tenorio, G. (2019). “Regime-switching in emerging market business cycles: Interest rate volatility and sudden stops”. *Journal of International Money and Finance*, 93, 81–100.
- Rickards, J. (2017). **Çöküşe Giden Yol**, Özgün Adı: The Road To Ruin, Çev. Mert Akcanbaş, Destek Yayınları, İstanbul.
- Rodrik, D. (1999). **Yeni Küresel Ekonomi ve Gelişmekte Olan Ülkeler: Dışa Açılma Nasıl Gerçekleştirilmeli?**, Özgün Adı: The New Global Economy and Developing Countries: Making Openness Work(1999), Çev: Sultan Gül, Sabah Kitapları 107, Ayhan Matbaası, İstanbul.
- Rodrik ve Velasco (1999). “Short-Term Capital Flows”. *National Bureau Of Economic Research*, Working Paper No 7364.
- Romelli, D., Terra, C. and Vasconcelos, E. (2018). “Current Account And Real Exchange Rate Changes: The Impact Of Trade Openness”. *European Economic Review*, 105, 135–158.
- Roodman, D. (2009). “How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata”. *The Stata Journal*, 9(1), 86-136.
- Rose, A. (2002). “A Reason Why Countries Pay their Debts: Renegotiation and International Trade”, *National Bureau Of Economic Research*, Working Paper No 8853.
- Rothenberg, A. D. and Warnock, F. E. (2011). “Sudden Flight and True Sudden Stops”. *National Bureau Of Economic Research*, Working Paper 12726, 1-32.
- Rothenberg, D. and Warnock, F. (2006). “Sudden Flight and True Sudden Stops”. NBER Working Paper 12726.
- Roubini, N. (2008). **Evet Gökyüzü Gerçekten Çöküyor**. Küresel Kriz ve Sonrası, Çev. Volkan Ersoy, OM Yayıncılık, İstanbul.

- Roubini, N. and Mihov, S. (2017). **Kriz Ekonomisi- Dünya Ekonomisinin Çöküşü ve Geleceği** (İkinci Baskı). Pegasus Yayınları, 2.Baskı, Özgün Baskı: Crisis Economics, Çev. Işıl Tezcan.
- Roux-Dufort, C. (2007). I's Crisis Management (Only) A Management of Exceptions". *Journal of Contingencies and Crisis Management*, 15 (2), 105-114.
- Rudiger Dornbusch, Ilan Goldfajn ve Rodrigo O. Valdes, "Currency Crises and Collapses", *Brooking Papers on Economic Activity*, 1995(2), 219-293.
- Sachs, J., Tornell, A. and Velasco, A. (1995). "The Collapse of The Mexican Peso: What Have Learned?". *National Bureau Of Economic Research*, Working Paper, No.5142.
- Salas, M.B., Alaminos, D. Fernandez, M.A. and Lopez-Valverde, F. (2020)." A global prediction model for sudden stops of capital flows using decision trees". *PLoS ONE* 15(2): e0228387.
- Samur, C. (2010). "Bir Finansal Kriz Türü Olarak SS Krizi ve 1980 Sonrasında SS Krizi Tecrübeleri". İstanbul Üniversitesi, *İktisat Fakültesi Mecmuası*, 60(2), 83-133.
- Sarı, İ. (2007). Makroekonomik Değişkenlerin Dolarizasyon Sürecine Etkisi: Ampirik Bir Yaklaşım, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Uzmanlık Yeterlilik Tezi.
- Sarno, L., Tsiakas, I. and Ulloa, B. (2016). What drives international portfolio flows" *Journal of International Money and Finance*, 60, 53–72.
- Scheubel, B, Stracca, L. and Tille, C. (2019). "The global financial cycle and capital flow episodes: a wobbly link?". *European Central Bank*, ECB Working Paper Series, No:2337.
- Schmidt, T. and Zwick, L. (2013). "Uncertainty and Episodes of Extreme Capital Flows in the Euro Area". *Ruhr Economic Papers* 0461.
- Schmidt, T. and Zwick, L. (2015). "Uncertainty and episodes of extreme capital flows in the Euro Area". *Economic Modelling*, 48, 43–356.
- Serdengeçti, S. (2005). Dolarizasyon / Ters Dolarizasyon, TCMB,3 Ekim 2005, Eskişehir.
- Sevim, Cüneyt. (2012). **Öncü Göstergeler Yaklaşımına Göre Finansal Krizler ve Türkiye Örneği**, BDDK Kitapları, No:11, Ankara.
- Seyidoğlu, H. (1999). **Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama** (13.Baskı), İstanbul: Kurtiş Matbaası.
- Seyidoğlu, H. ve Yıldız, R. (2006). **Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri**, İstanbul: Arıkan Kitabevi.
- Singh, A. and Kincaid, G.R. (2003). "Argentina request for Stand-By Arrangement". International Monetary Fund.
- Siverekli Demircan, Esra. (2004). "Türkiye, Ekonomik Kriz, Borç Üçgeni". T.C. Muğla Üniversitesi, İktisadi İdari Bilimler Fakültesi, Tartışma Tebliğleri No:2004/2.

- Shafer, J. R. (1986). "Managing Crises In The Emerging Financial Landscape". *OECD Economic Studies*, 8, 55-77.
- Shijaku, G. (2013). "The Probability Of Sudden Stop Of Capital Flows - The Case Of Albania". *MPRA*, Paper No. 79138, 1-16.
- Shu, C., He, D., Dong, J. and Wang, H. (2018). "Regional pull vs global push factors: China and US influence on AsiaPacific financial markets". *Journal of International Money and Finance*, 87(579), 112-132.
- Somçağ, Selim. (2007). **Türkiye'nin Ekonomik Krizi Oluşumu ve Çıkış Yolları** (2.Basım), İstanbul: 2006 Yayınevi.
- Steven, R. ve Sachs. J. (1998). "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects", *Brookings Paper*, 28(1), 1-74.
- Stiglitz, E. J. (2016). **Eşitsizliğin Bedeli. Bugünün Bölünmüş Toplumu Geleceğimizi Nasıl Tehlikeye Atıyor?** (Beşinci Baskı), Özgün Adı:The Price of Inequality. How Today's Divided Society Endangers Our Future, 2012, İletişim Yayınları, Çev. Ozan İŞLER, İstanbul.
- Suh, S. (2017). "Sudden stops of capital flows to emerging markets: A new prediction approach". *International Review of Economics and Finance*, 48, 289–308.
- Sula, O. (2010). "Surges and sudden stops of capital flows to emerging markets". *Open economies Review*, 21(4), 89-605.
- Taylor, J.B. (2009). "The Financial Crisis And The Policy Responses: An Empirical Analysis Of What Went Wrong". *National Bureau Of Economic Research*, Working Paper No 14631, 1-32.
- Taylor, M.P and Sarno, L. (1997). "Capital Flows to Developing Countries: Long- and Short-Term Determinants". *The World Bank Economic Review*, 11(3), 451–470.
- TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistikleri, 11.03.2020.
- TCMB. (2013). Parasal Aktarım Mekanizması. ISBN (elektronik): 978-605-5758-89-9
- Terada-Hagiwara, A. (2004). "Explaining the Real Exchange Rate during Sudden Stops and Tranquil Periods". *Asian Development Bank* <https://econwpa.ub.uni-muenchen.de/econ-wp/if/papers/0504/0504006.pdf>
- Tillmann, P. (2013). "Capital inflows and asset prices: Evidence from emerging Asia". *Journal of Banking & Finance*, 37(3), 717-729.
- Tobin, J. (1978). "A Proposal for International Monetary Reform": *Eastern Economic Journal*, 3(4), 53-159.
- Toprak, Metin. (2001). **Küreselleşme ve Kriz**, Ankara: Siyasal Kitabevi.

- Tuncel, C.O. (2012). “Finansal Liberalizasyon ve Küresel Krizin Yapısal Nedenleri: Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Dersler”. http://mpira.ub.uni-muenchen.de/42422/1/Finansal_Liberalizasyon_ve_Küresel_Krizin_Yapısal_Nedenler_i.pdf.
- Turan, Z. (2001). “Dünyadaki ve Türkiye’deki Krizlerin Ortaya Çıkış Nedenleri ve Ekonomik Kalkınmaya Etkisi”. *Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi*, 4(1), ss.56-80.
- Turgut, Ahmet. (2006/2007). “Türleri, Nedenleri ve Göstergeleri ile Finansal Krizler”. *TÜHİS İş Hukuku ve İktisat Dergisi*, 20(4-5), 35-46.
- Turgutlu, E. (2015). “Impact Of Sudden Stops And International Reserves On Bank Lending: Evidence From Turkey”. *Hacettepe University Journal of Economics and Administrative Sciences*, 33(3), 131-148.
- Tymoigne, É. (2011). “Measuring Macprudential Risk”. *Levy Economics Institute of Bard College*, Annandale-on-Hudson, Working Paper, No. 654, 1-29.
- Umberto Collode (2021). “Finding a needle in a haystack: Do Early Warning Systems for Sudden Stops work?”. *Paris School of Economics*, Working Paper No 2021(20).
- Uzunoğlu, S. (2009). **Güncel Ekonomik Sorunlar: Global Kriz** (Birinci Basım). Yazarlar: Ahmet Atakişi, Uğur Civelek, Seyhun Doğan, İsmail Orçun Gündüz, Cahit Sönmez, Gökhan Sönmezler, Sadi Uzunoğlu, İstanbul: Literatür Yayınları.
- Vardaereri, D. ve G. Dursun (2010). “Asimetrik Bilgi Çerçevesinde 2008 Küresel Krizin İncelenmesi”. *Bilgi Ekonomisi ve Yönetimi*, 5(2), 137-150.
- Varlık, C. (2006). “Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Akımlarındaki Ani durmalar ve Makroekonomik Etkileri”. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 3(2), Sayı:1, 3:76-116
- Varlık, C. (2007). “Türkiye Ekonomisinde Sermaye Akımlarındaki Geri Dönüşler ve Ani Durmalar”. *Ege Akademik Bakış / Ege Academic Review* 7(1), 193–216.
- Varlık, C. (2011). “Sermaye Akımlarındaki Ani Durmalar ve Politika Seçenekleri”. *Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi*, (22), 147-177.
- Wei, S.J., Zhang, Z., and Du, Q. (2010). “Does the global fireman inadvertently add fuel to the fire? New evidence from institutional investors’ response to IMF program announcements”. *Journal of International Money and Finance*, 29 (2010), 728–741.
- WHO, (2020). Coronavirus disease 2019 (COVID-19): Situation Report,51. World Health Organization.
- World Bank ve IMF (2005). Financial Sector Assessment, A Handbook, 33797.
- Wooldridge, J. (2014). Introduction to Economics, Cengage Learning, Boston.
- Wu, S., Hu, B. and Pan, Q. (2019). “The Impact of the US Interest Rate Hike on Emerging Market Economies and the Belt and Road Initiative”. *China & World Economy*, 27(3), 126-142.

- Wyplosz, C. (1984). “Capital Controls and Balance Of Payments Crises” Edith Penrose Associate Dean: Research and Development Insead. Printed by INSEAD, Fontainebleau France, No: 84/05.
- Wyplosz, C. (2001). “How Risky Is Financial Liberalization In The Developing Countries?”. *CEPR*, Discussion Paper No. 2724, 1-40.
- Yalçın, K. (2012). **Uluslararası Finansman** (İkinci Baskı). Ankara: Detay Yayıncılık.
- Yetiz, F. (2016). “Finansal Derinleşme ve Ekonomik Büyüme”. *Çukurova Üniversitesi İİBF Dergisi*, 20(1), 109-125.
- Vo, X.V., Nguyen, D.P., Ho, V.T. and Nguyen, T.T (2017). “Where do the advanced countries invest? An investigation of capital flows from advanced countries to emerging economies”. *J. Int. Financ. Markets Inst. Money*, 51, 142–154.
- Yang, H., Shi, F., Wang, J. and Jing, Z. (2019).” Investigating the relationship between financial liberalization and capital flow waves: A panel data analysis”. *International Review of Economics and Finance*, 59, 120–136.
- Yatchew, A. and Griliches, Z. (1985). “Specification Error in Probit Models”. *The Review of Economics and Statistics*, 67(1), 134-139.
- Yavuz, H.H. (2009). “Kamu Borç Yönetiminde Yabancı Para Cinsinden Borçlanmanın Etkileri: Türkiye Örneği”. *Maliye Dergisi*, 157, 277-292.
- Yazdani, M., Tayebi, S. K. and Harvie, C. (2013). “Sudden Stops of Capital Flows and Currency Crises: Evidence from Asia”. [http://www.akes.or.kr/eng/papers\(2013\)/35.full.pdf](http://www.akes.or.kr/eng/papers(2013)/35.full.pdf)
- Yeldan, E. (2009). “Kapitalizmin Yeniden Finansallaşması ve 2007/2008 Krizi: Türkiye Krizin Neresinde?”. *Çalışma ve toplum Dergisi*, <http://www.calismatoplum.org/sayi20/yrlndan.pdf>. 06.05.2019.
- Yıldızoğlu, E. (2020). Koronavirüs Salgını: Ekonomik Depresyonu Gıda Krizi mi İzleyecek? BBC News Türkçe. Erişim: <https://www.bbc.com/turkce/haberler-dunya-52319796>. (Erişim Tarihi: 06.06.2020).
- Yılmaz, C. ve Kurt, Ü. (2012). “Türkiye Ekonomisinde Küresel Ekonomik Krizin Bir Kriz Türü Olan SS Krizi Kapsamında Değerlendirilmesi”. II. Bölgesel Sorunlar ve Türkiye Sempozyumu, 321-330.
- Yiğit, F. (2015). *Finansal Krizlerin Şirket Sermaye Yapıları Üzerindeki Etkileri*. Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Yiğitli, N. Ve Turan, D. (2018). “Ani Duruş Sorunu, Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Savunma Sanayi Özelinde Bir Değerlendirme”. *Bulletin of Economic Theory and Analysis*, 3(2), 79-108.
- Zehri, C. (2020). “Policies for managing sudden stops”. *Zb. rad. Ekon. fak. Rij.*, 38(1), 9-33.

Zhang, G. T. (2016). “Factors of cross-border capital flows in emerging market countries: An empirical study based on factor analysis”. *Shijie Jingji Yanjiu (World Economy Studies)*, 2016(9), 42–61.

Zhao, Y., Haan, J., Scholtens, B: and Yang, H. (2014). “Sudden Stops and Currency Crashes”. *Review of International Economics*, 22(4), 660–685.

İnternet Kaynakları

https://www.wto.org/english/thewto_e/whatis_e/wto_dg_stat_e.htm,03.05.2020

<https://www.bis.org/about/mission.htm> 04.05.2020

<https://www.bis.org/about/index.htm?m=1%7C1> 04.05.2020

<https://www.coe.int/en/web/compass/globalisation>. 10.05.2020

<https://www.economicsdiscussion.net/international-capital-movements/international-capital-movements-meaning-and-effects-economic>

https://en.wikipedia.org/wiki/IMF_Stand-By_Arrangement, 22.06.2020.

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/economics/capital-flight/>(22.07.2021)

<https://economictimes.indiatimes.com/definition/sovereign-risk>. (25.08.2020).

<https://www.bis.org/about/history.htm>. (15.04.2020)

https://www.wto.org/english/thewto_e/whatis_e/who_we_are_e.htm.(03.05.2020)

(<https://www.mahfiegilmez.com/2012/03/kapitalizm-ve-uc-buyuk-kriz.html>.) (15.05.2021)

(https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/ERP/pages/8845_2000-2004.pdf.) (27.06.2021).

(<https://www.stlouisfed.org/education/economic-lowdown-podcast-series/episode-9-functions-of-money>,21.05.2021)





EKLER

EK-1. Ani Duruş (SS) Literatür Tablosu

YAZARLAR	ÇALIŞMA YILI	ÜLKE SAYISI	YÖNTEM	BULGULAR
Cuddington (1986)	1974-1982	Arjantin, Meksika, Venezuela, Uruguay, Şili, Brezilya, Kore, Peru	Regresyon	Anket sonucunda, tekrar tekrar reel dövizin aşırı değerlenmesine (ve muhtemelen büyük bir devalüasyon korkularına) ve bazı durumlarda, sermaye kaçışlarının önemli belirleyicileri olarak yüksek yurtiçi enflasyon oranlarına işaret edilmiştir. Basit bir ekonometrik analizle sermaye kaçışının nedenlerinin baskın rolü teyit etmişlerdir.
Calvo, Leiderman and Reinhart (1993)	Ocak 1988- Aralık 1991	Arjantin, Bolivya, Brezilya, Şili, Kolombiya, Ekvador, Meksika, Peru, Uruguay, Venezuela	Kendi geliştirdikleri model VAR	Latin Amerika'ya sermaye akımının yenilenmesinin bir kısmının dış etkenlerden kaynaklandığını ve bölgede yaygın olan bir dış şok olarak kabul edilebileceğini ileri sürmektedir.
Milesi Ferretti ve Razin (1998)	1971-1992	86 düşük ve orta gelirli ülke	Panel probit model	Hem cari hesap dengesi, açıklık ve rezerv seviyesi gibi yerel değişkenlerin hem de ticaret hadleri şokları, ABD reel faiz oranları ve sanayileşmiş ülkelerdeki büyüme gibi dış değişkenlerin açıklamada cari hesap dengesizliklerindeki tersine dönüşler önemli bir rol oynadığını tespit etmişlerdir.
Rodrik ve Velasco (1999)	1988-1998	16 gelişmekte olan ülke	Panel	Sermaye akımının Ani Duruş'u, bir para birimi ve ödemeler dengesi kriziyle ilişkili sermaye girişlerinin tersine dönmesini içerir.

Montiel Reinhart (1999)	ve	1990-1996	Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Kosta Rika, Çek Cumhuriyeti, Mısır, Endonezya, Kenya, Malezya, Meksika, Filipinler, Sri Lanka, Tayland ve Uganda	Panel	Spesifik olarak, toplam sermaye akımları ve özellikle portföy akımları, bazı iç politika temellerini ve sermaye piyasasının bazı özelliklerini kontrol ettikten sonra bile, teorinin önerdiği doğrultuda ABD faiz oranlarındaki değişikliklere sistematik olarak yanıt verir. Ayrıca, ABD faiz oranları, sermaye akımlarının bileşimini de önemli ölçüde değiştiriyor gibi görünmektedir. Gelişmekte olan Asya'ya sermaye akımının doğasının, giriş döneminin sonraki aşamalarında belirgin bir şekilde değiştiği ve ülkeleri giderek artan bir şekilde piyasa dalgalanmalarına, oynaklığa ve Ani Duruş'lara maruz bıraktığı gerçeğini yeterince açıklayacak tek bir açıklama yoktur.
Calvo Reinhart (2000)	ve	1990-1996	20 gelişmekte olan ülke	Panel	Sermaye kontrollerinin kısa vadelerden uzaklaşan akımların bileşimini etkilediğini gösterirken, bu tür politikaların, ani sermaye akımının tersine dönmesi sorununa uzun vadeli bir çözüm olma olasılığının düşük olduğu sonucuna varılmaktadır. Yine de dalgalanma korkusu nedeniyle, birçok EM'nin kontrollere olan bağımlılığı artma eğilimindedir. Dolarizasyon, Ani Duruş (SS) sorununu ortadan kaldırmaya bile iyileştirmek için daha piyasa odaklı bir seçenek olarak avantaja sahip gibi görünebilir.
Milesi Ferretti ve Razin (2000)		1970-1996	48 Afrika ülkesi, 26 Asya ülkesi, Latin Amerika'dan 26 ülke ve Karayipler ve 5 Avrupa ülkesi	Panel	Sermaye geri dönüş ve kriz göstergelerine ilişkin bulgularımız, hem yurtiçi faktörler (rezerv seviyesi gibi) hem de dış faktörler (ticaret hadleri ve dünya faiz oranları gibi) geri dönüşleri ve krizleri tetiklemekte rol oynamaktadır. Bir döviz krizinden önceki ve sonraki çıktı performansının, cari hesabın tersine çevrilmesinden önce ve sonra olduğundan çok daha fazla "devamlılık" sergilediğini ve tersine çevirmelerin çoğunun bir döviz krizinden önce veya eşlik etmediğini görülmektedir.

Powell diğerleri (2002)	ve	1980-1999	69 ülke	Panel VAR	Sermaye girişleri ve çıkışları arasındaki belirleyicileri, sonuçları ve karşılıklı ilişkileri incelerken, aralarındaki etkileşimi kontrol etmektedirler. Daha düşük sermaye girişi / daha yüksek sermaye çıkışı, daha düşük büyümeye yol açar ve diğer etkilerin yanı sıra, daha düşük girişlere / daha yüksek çıkışlara geri beslenen daha yüksek bir mali açıkla sonuçlanır.
Calvo diğerleri (2006)	ve	1980-2004	Cezayir, Arjantin, Brezilya, Bulgaristan, Fildişi Sahili, Şili, Kolombiya, Hırvatistan, Çek Cumhuriyeti, Dominik Cumhuriyeti, Ekvador, El Salvador, Macaristan, Endonezya, Lübnan, Malezya, Meksika, Fas, Nijerya, Panama, Peru, Filipinler, Polonya, Rusya, Güney Afrika, Güney Kore, Tayland, Tunus, Türkiye, Ukrayna, Uruguay ve Venezuela	Panel	Gelişmekte olan piyasa ekonomilerindeki son sermaye piyasası krizlerinin, finansal sistemdeki ciddi arızaların varlığını yansıttığı görüşünü desteklemektedir (örneğin, aşırı kısa vadeli borç verme ve Borç Dolarizasyonu). Bu ekonomileri aksi takdirde hafif durgunluklarla sonuçlanacak şoklara karşı savunmasız hale getirmektedir. Bununla birlikte, ilginç bir şekilde, EM'lerdeki çıktı-çöküş bölümleri, iyileşmenin hızlı olabileceğini ve Phoenix benzeri bir şekilde kredi olmadan gerçekleşebileceğini göstermektedir. Kredisiz kurtarma kulağa paradoksal gelmekte ama düşününce öyle değildir. Geliştirilen modelde gösterildiği gibi, bir çıktı çöküşü, faiz oranlarındaki keskin bir artışın kısıktırdığı bir "likidite sıkışıklığının" sonucu olabilir. Bununla birlikte, likidite, bir yatırım projelerinin durdurulması olmak üzere farklı yollarla geri yüklenebilir. Bu şekilde, likidite ve çıktı artarken, yatırım (normal koşullar altında büyümenin temel lokomotif) çökmektedir. Sistematik Ani Duruş (3S) bağlamında çıktı azalmaları meydana gelmektedir
Edwards (2004a)		1970-2001	157 Ülke	Panel	Ani Duruş'ların ve cari hesap tersine dönmelerinin yakından ilişkili olduğunu göstermektedir. Büyük (gecikmeli) cari hesap açığı, yüksek dış borç oranı, hızlı iç kredi büyüme hızı, düşük başlangıç GSYİH'si ve Ani Duruş'ların yüksek olduğu ülkelerde tersine dönme olasılığının daha yüksek olduğunu göstermektedir. Daha yüksek seviyede net uluslararası rezervlere sahip olan ülkelerin tersine dönme olasılığı daha düşüktür. Kısa vadeli borç katsayıları

				beklenen işarete sahiptir, ancak önemli olma eğilimindedir. Bu makalenin konusu açısından özellikle önemli olan, finansal açıklık endeksinin katsayısı tüm regresyonlarda negatiftir ve tüm örneklem için anlamlı derecede negatiftir. Bu, daha yüksek derecede finansal açıklığa sahip ülkelerin cari işlemler hesabının tersine dönme olasılığının daha düşük olduğunu gösteren bazı (zayıf) kanıtlar sağlar. Kısaca; ticarete açıklığın daha az Ani Duruş’la ilişkili olduğunu ampirik çalışmalarla bulmuştur.
Edwards (2004b)	1970-2001	157 Ülke	Panel	Cari işlemler açıklarındaki büyük tersine dönmeler, sermaye girişlerinin “Ani Duruş’uyla” ilişkilendirilme eğilimindedir. Bir ülkenin tersine dönme olasılığı, (gecikmeli) cari hesabın GSYİH’ye oranını, dış borcun GSYİH’ya oranını, uluslararası rezervlerin seviyesini, iç kredi yaratma ve borç hizmetlerini içeren az sayıda değişken tarafından yakalanmaktadır. Cari hesaptaki tersine dönmelerin büyüme üzerindeki olumsuz etkisinin ülkenin açıklık derecesine bağlı olacağını gösteren ikna edici bir kanıttır. Daha açık ülkeler, daha düşük bir açıklığa sahip ülkelere göre daha düşük büyüme açısından daha az zarar görecektir. Ticarete açıklığın daha az Ani Duruş’la ilişkili olduğunu ampirik çalışmalarda bulmuştur. Likidite birimi ve Ani Duruş krizleri, kısa vadeli borç ve portföy girişlerine, sabit veya aşırı değerli döviz kurlarına, cari hesap, kısa vadeli dış borçlara, rezervlere ve ticarete açıklığa dayanma ile ilişkilendirilmiştir.
Edwards (2007)	1970-2000	157 ülke	Regresyon	Daha yüksek sermaye hareketliliğine sahip ülkelerin, daha düşük hareket kabiliyetine sahip ülkelere göre daha yüksek kriz vakalarına sahip olma eğiliminde olduklarını veya daha yüksek bir kriz yaşama olasılığıyla karşı karşıya kalma eğiliminde olduklarını gösteren sistematik bir kanıt bulunamamıştır. Sonuçlar, bir kriz meydana geldiğinde, daha yüksek sermaye hareketliliğine sahip ülkelerin, büyüme düşüşü açısından daha yüksek bir maliyetle karşılaşma eğiliminde olduklarını göstermiştir.

Catão (2005)	1870-1913	16 ülke	Regresyon	Şimdi Ani Duruş (SS)'lar ile o zamanki Ani Duruş (SS)'lar arasındaki diğer çarpıcı paralellikleri vurgulamamıza olanak tanımaktadır. Birinci benzerlik, çeşitli ülkeler arası bazda GSYİH'nın (zirveden dibe kadar ölçülen) medyan yaklaşık %5'i ile, bu dönemler sırasında net yabancı sermaye girişlerindeki büyük büyüklükteki düşüşlerdir. İkinci benzerlik, sermaye girişlerinin tamamen toparlanması için geçen süre nispeten uzundur (ortalama dört yıl). Üçüncü benzerlik, bu tür olayların zaman içinde gruplanmasıdır. Çekirdek ülkelerden dünyanın geri kalanına sermaye ihracatında Ani Duruş (SS)'ların gecikmeli uluslararası faiz oranlarıyla birlikte olduğunu göstermektedir. Görünüşte daha iyi düzenlenmiş bankalara ve daha derin finansal piyasalara sahip ekonomiler, tipik olarak daha yumuşak bir geniş para çarpanına sahiptir ve aynı zamanda, uluslararası (altın) rezervleri olan yerel banka yükümlülükleri veya kâğıt para için tutarlı bir şekilde daha yüksek bir destek sağlamayı başarmış ve onlar, para birimlerine bağlı kalarak Ani Duruş (SS) şokunun üstesinden gelmeyi başarmışlardır. Finansal açıkların ortalamada daha yüksek olduğu ve gerçek hükümet harcamalarının döngüsel olarak daha fazla olduğu ülkeler tipik olarak Ani Duruş (SS)'lar ile kur düşüşlerinin yan yana gelmesine tanık olunmaktadır.
Razin ve Rubinstein (2005)	1971-2002	43 Afrika ülkesi, 26 Asya ülkesi, 26 Latin Amerika ve Karayip Ülkesi, 5 Avrupa ülkesi	Panel	Bir politika-rejim değişikliğinin düşük biçimli marjinal etkisi, Ani Duruş Krizi olasılığının büyüklüğüne ve dolarizasyonun derecesine bağlıdır.
Hutchison ve Noy (2006)	1975-1997	24 gelişmekte olan ülke	Panel	Ani Duruş Krizleri'nin, döviz krizlerinde bulunan etkinin ötesinde, çıktı büyümesi üzerinde büyük bir olumsuz, ancak kısa süreli etkiye sahip olduğunu görüyoruz. Ampirik modelin öngördüğü Meksika Dalgası, 1995 krizi sırasında sadece Meksika'da değil, aynı zamanda Türkiye, Endonezya ve Kore gibi Ani Duruş'larla

				karşılaşan çok farklı ülkelerde de görüldü. Bir döviz krizi sırasında sermaye akımının tersine dönmelerinde kilit bir unsur olarak harici bir kredi sıkışıklığına işaret eden teoriyle tutarlı görünmektedir. Ani Duruş'lar, ithal malların çöküşü ve yerli yatırımlarda dramatik bir düşüşle ilişkilidir. Sermaye akımının Ani Duruşu, bir likidite ve ödemeler dengesi kriziyle ilişkili sermaye girişlerinin tersine dönmelerini içermektedir.
Terada-Hagiwara (2004)	1980Q1-2000Q4	Arjantin, Brezilya, Şili, Meksika, Endonezya, Kore, Filipinler, Tayland	VAR	Ani Duruş ve sakin zamanlarda asimetrik bir tepki olduğunu keşfetmektedirler. 1980'lerdeki borç krizleri sırasında yaşananlar ile 1990'larda yaşananlar arasındaki Ani Duruş'ları karşılaştırarak, reel döviz kurundaki dalgalanmaları açıklamada Ani Duruş'ların daha belirgin hale geldiğini ortaya koymaktadır.
Becker ve Mauro (2006)	1970-2001	167 ülke	Panel Multivariate Probit	Gelişmekte olan piyasalar için, beklenen en büyük maliyetler finansal ve makroekonomik şoklarla ilgilidir özellikle finansal akımlarda Ani Duruş'lar ancak ticaret hadleri şokları da önemlidir. Gelişmekte olan piyasalar için Ani Duruş'lar ve döviz krizleri beklenen en büyük maliyetleri taşır. Tipik gelişmekte olan veya yükselen ülke için, Ani Duruş'lar ve ticaret hadlerinin kötüleşmesi gibi bazı şok türlerinin, savaşlar ve doğal afetler gibi diğer şok türlerinden beklenenden çok daha yüksek maliyete sahip olduğunu göstermektedir.
Bordo (2006)	1870-1913	12 ülke	Regression	1914 öncesi Ani Duruş'lar, son olaylarla karşılaştırılabilir önemli üretim kayıplarıyla ilişkilendirilmiş ve etkileri, tıpkı bugün olduğu gibi, bir ülkenin ekonomik koşullarına bağlı olarak önemli ölçüde farklılık göstermektedir.
Durdu ve Mendoza (2006)		NFE, BMR, NSCG ve SCG ekonomileri	Panel	Dünya sermaye piyasası sürüşmelerinin neden olduğu küreselleşme tehlikesinin varlığında, gelişmekte olan piyasa varlıkları için ön fiyat garantileri sağlamanın Ani Duruş'ları kontrol altına almak için etkili bir araç olabileceğini göstermektedir. Ön fiyat garantileri, küreselleşme tehlikesini ortadan kaldırmanın

				faydaları ile uluslararası ahlaki tehlikenin maliyetleri arasında bir değiş tokuş yaratmaktadır.
Eichengreen ve diğerleri (2006)	1980-2003	24 ülke	Probit, Regresyon ve Tobit	IMF programları azalması ve dış borcun GSYİH üzerindeki seviyesi Ani Duruş ihtimalini artırmıştır. Açıklığın önemli bir etkisi olmadığı tespit edilmiştir.
Rothenberg ve Warnock (2006)	1989-2005	28 gelişmekte olan ülke	Brennan and Cao (1997) model	Ani Duruş diliyle ilgili olarak, gerçek Ani Duruşlar (i) küresel piyasalar hakkında olumsuz (özel) bir sinyal nedeniyle tüm piyasalardan geri çekilen küresel yatırımcılardan veya (ii) küresel yatırımcıların sinyal algılanan bir yükselen bir piyasa hakkında (genel) olumsuzluğu yanlış yorumlaması ve aşırı tepki vermesi nedeniyle olabilir. Ani uçuş, bunun tersine, yerel ekonomiye ilişkin olumsuz (özel) bir sinyal nedeniyle yerel halkın pazarlarından çıkmasına borçludur. Diğer bir sonuç, ani uçuş olaylarına göre, Ani Duruş'ların ülkeler arasında zaman içinde toplanması gerektiğidir.
Mendoza ve Smith (2006)	1970-1995	Meksika	Sayısal Çözüm Yöntemi	Çalışma finansal sürtüşmelere sahip bir denge varlık fiyatlandırma modelinin nicel tahminlerinin Ani Duruş olgusunun temel özellikleriyle tutarlı olduğunu göstermektedir. Yabancı tüccarlar, yerli araçlarla varlık alım satımında maliyetlere maruz kalır ve bir teminat kısıtlaması, dış borcu yerel öz sermaye varlıklarının piyasa değerinin bir kısmıyla sınırlanmaktadır. Bu kısıtlama bağlayıcı olmadığında, standart üretkenlik şokları tipik gerçek iş döngüsü etkilerine neden olur. Aynı şoklar, kaldıraç oranına ve varlık piyasası likiditesine bağlı olarak çarpıcı biçimde farklı etkilere neden olur. Yüksek kaldıraç ve likit bir piyasa ile, şoklar varlıkların satışını ateşe vermeye zorlar ve Fisher'in borç deflasyon mekanizması varlık fiyatlarının, tüketimin ve cari hesabın tepkilerini güçlendirir. Uzun süreçte ihtiyati tasarruf, bu Ani Duruş'ları seyrek hale getirmektedir.

Calvo diğerleri (2006)	ve	1990-2001	15 gelişmekte olan ülke ve 17 gelişmiş ülke	Panel ARCH	Potansiyel bilanço etkilerindeki artış nedeniyle Ani Duruş yaşama olasılığındaki artışın, varlık getirilerinin daha değişken hale gelme olasılığını ifade ettiği, daha iyi bilgi elde etmek için teşvikler sağladığı ve göreceli fiyatlarda daha fazla dalgalanma yol açtığı iddia edilebilmektedir. Reel döviz kurunun bir ölçüsü olan TEFE / TÜFE oranı gibi önemli bir göreceli fiyatın özelliklerinin rasgele gözlemlenmesi, Ani Duruş'ların bu oranın oynaklığındaki artışlarla ilişkili olduğunu göstermektedir. Volatilitedeki büyük değişiklikler, gelişmekte olan ülkelerde Ani Duruş'larla ilişkilendirilir, ancak gelişmiş ülkelerde nadiren böyle olmaktadır. Ani Duruş'ların yanı sıra potansiyel bilanço etkilerinin oynaklıktaki keskin artışların anlaşılmasında oldukça alakalı olduğunu doğrulamaktadır. Bu bilanço faktörlerinin TEFE / TÜFE oranının koşullu varyansını etkilediği etkiler, teorik modelimiz tarafından vurgulanan bilgilendirme yönleri hesaba katıldığında, bilanço etkilerinin Ani Duruş yaşama olasılığını etkilediğine dair önceki bulgumuzla tutarlı olduğunu tespit etmişlerdir.
Jeanne Ranciere (2006)	ve	1975-2003	34 orta gelirli ülke	Probit Model	Rezervler, ülkenin Ani Duruş'lara yanıt olarak yurtiçi emilimini yumuşatmasına izin vermekte, ancak ülkenin uzun vadeli borcunun faiz oranından daha düşük bir getiri sağlamaktadır. Bununla birlikte, Asya'daki son rezerv birikimi, Ani Duruş'lara karşı bir sigorta gerekçesinin ima edeceğinden daha fazla görünmektedir.
Brei (2007)		1991-2004	11 Doğu Asya ve Latin Amerika Ülkesi	Panel	Ani Duruş'ların banka kredileri üzerindeki etkisi üzerine çalışma sonucunda büyük, likit, iyi sermayeli ve yabancı bankaların ve para birimi uyumsuzluğu olmayan bankaların artan hacmi, zıt özelliklere sahip bankalara göre Ani Duruş'tan daha az etkilenmelidir. Ani Duruş'ların, yurtiçi kredi hacmindeki GSYİH'nın %10-%15'i düzeyindeki azalmalarla ilişkili olduğunu sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca, yüksek sermayeli ve yabancı banka mevcudiyetine sahip bankacılık sektörleri, ani duruşların yurt içi kredi hacmi üzerindeki

				olumsuz etkilerini hafifletme ve dolayısıyla etkilenen ekonomileri güçlendirme eğilimindedir.
Cowan diğerleri (2007)	ve	1975-2004	21 gelişmiş ülke ve 32 gelişmekte olan ülke	Panel
				Anı Duruş'ları yani sermaye hesabındaki büyük ters dönüşleri giriş kaynaklı ve çıkış odaklı tersine çevirmeler olarak ikiye ayırmışlardır. Son literatürde vurgulanan uluslararası sermaye piyasalarından kaynaklanan şoklara tekabül eden şeyin eski olduğunu ve bu geri dönüşlerin gerçek Anı Duruş'lar olduğunu savunmaktadırlar. Giriş kaynaklı Anı Duruş'ların en büyük üretim ve yatırım maliyetlerine sahip olduğunu göstermekte ve bu tür bir şokun, birleşen piyasa ekonomileri için gerçekten maliyetli olduğunu teyit etmektedirler. Genellikle önerildiğinin aksine brüt akımlarda büyük geri dönüşlerle, gelişmiş ekonomiler için uluslararası finans piyasalarının gelişmekte olan piyasalar kadar çalkantılı olduğunu göstermektedirler. Temel ayrım, gelişmekte olan piyasa ekonomileri için, girişlere (veya çıkışlara) yönelik şokların, çıkışlardan (girişlerden) gelen karşıt bir hareketle dengelenmemesi gibi görünmektedir. Bu, şokların doğasındaki farklılıklardan (verimlilik şoklarına karşı risk primi şokları) veya sadece girişlerin tersine çevrilmesini sağlayacak uluslararası varlıkların eksikliğinden kaynaklanıyor olabilir. Ayrıca, giriş ve çıkışlar arasındaki negatif kovaryansın, yüksek uluslararası varlık stokları ve kişi başına geliri daha yüksek olan ülkeler için daha yüksek olduğunu görmektedirler. Birlikte ele alındığında, bu, gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin, ortalama olarak çok daha küçük yabancı varlık stoklarına sahip olmaları nedeniyle, girişlerdeki Anı Duruş'ları daha az karşılayabileceklerini ve girişin daha düşük gerçekleşen veya beklenen akıma yanıt verdiğinden bunu yapmaya daha az istekli oldukları anlamına gelir çünkü yurtiçi finans piyasaları başarısızlıklara maruz kalmakta veya yerli ve yabancı ajanlar, ekonomi finansal olarak kırılğan ise brüt akım tersine dönme maliyetlerini öngörmektedirler.

Levchenko ve Mauro (2007)	1970-2003	142 Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke	Panel	Akım türleri arasındaki farklılıklar, oynaklık, kalıcılık, ülkeler arası hareket ve yurtiçinde veya dünya ekonomisindeki büyüme ile korelasyon açısından sınırlıdır. Bununla birlikte, geleneksel anlayışla tutarlı olarak, DYY, net brüt akımların ortalama büyüklüğü dikkate alındığında, sermaye akımının en az değişken biçimidir. Sermaye akımlardaki (bir önceki yıla göre GSYİH'nın yüzde puanlarından daha fazla toplam net finansal girişlerdeki düşüşler olarak tanımlanır) Ani Duruşlar sırasında farklılıklar dikkat çekicidir. Bu tür olaylarda, DYY oldukça istikrarlıdır ve portföy öz sermayesi sınırlı bir rol oynamaktadır. Portföy borcu, nispeten hızlı bir şekilde toparlansa da bir tersine dönüş yaşar ve diğer akımlar (banka kredileri ve ticari krediler dahil) ciddi düşüşler yaşar ve genellikle birkaç yıl boyunca depresif kalır.
Adalet ve Eichengreen (2007)	1880–1914 1918–1939	Arjantin, Avustralya, Avusturya, Brezilya Kanada, Danimarka Finlandiya, Fransa Almanya, İtalya Japonya, Hollanda Norveç, Portekiz İspanya, İsveç İsviçre, Birleşik Krallık, Amerika Birleşik Devletleri Arjantin, Avustralya, Brezilya, Belçika, Kanada, Danimarka Finlandiya, Fransa Almanya, Yunanistan, İtalya	Panel	Kişi başına düşen GSYİH'sı lider ülkeninkinin en az %60'ı olan bir ülke örneğini incelediğimizde ve geri dönüşleri tutarlı bir şekilde ölçtüğümüzde, son yıllarda geri dönüşlerin görülme sıklığının alışılmadık derecede büyük olduğunu görülmektedir. Geri dönüşlerin sıklığı ve büyüklüğü açısından son otuz yıla denk gelen önceki dönem, sermaye akımlarının istikrarsızlığıyla ün salmış 1920'ler ve 1930'lardı. Buna karşılık, BrettonWoods ve I. Dünya Savaşı öncesi altın standart dönemlerinde tersine dönüşler hem daha az yaygın hem de daha küçüktü. Bretton Woods yıllarının farklı olması şaşırtıcı değildir: Sermaye kontrolleri yaygındı ve sınır ötesi sermaye akımlar bastırılmıştı. Cari hesap ters dönüşleri daha azdı çünkü cari hesap açıkları daha küçüktü ve bu sınırlı finansmanı yansıtmaktaydı. Aynı zamanda, geri dönüşler meydana geldiğinde etkileri şiddetli olabilmektedir. Ülkeler arası regresyonlar ve vaka çalışmaları, benzer şekilde, ülkelerin aynı gözlemlenebilir özelliklerinin (ileride büyük cari hesap ve bütçe açıkları, ardından yurtiçinde ve yurtdışında büyümeye olumsuz şoklar) hem 1914'ten önce hem de 1971 sonrasında geri dönüşlerin olayları açıklamaya

		Kolombiya, Kosta Rika, Danimarka, Mısır, Finlandiya, Fiji, Fransa, Gabon, Almanya, Grenada, Yunanistan Macaristan, İzlanda İrlanda, İran, İsrail, İtalya, Jamaika, Japonya, Ürdün Kore, Malezya, Meksika, Malta, Romanya, Rusya Seyşeller, Singapur Güney Afrika, İspanya, İsveç, İsviçre, Tayland Trinidad ve Tobago, Türkiye, Birleşik Krallık, Amerika Birleşik Devletleri, Uruguay, Venezuela		
Freund ve Warnock (2007)	1987-2004	Avustralya, Avusturya, Belçika, Kanada, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Yunanistan, İzlanda, İrlanda, İtalya, Yeni Zelanda, Norveç, Portekiz, İspanya, İsviçre, Birleşik Krallık, Amerika Birleşik Devletleri	Panel	Açıklık seviyesinin döviz ayarlamasının büyüklüğünü azalttığına dair yalnızca zayıf kanıtlar vardır. Finansman tarafında, cari açık kötüleşirken girişlerin doğasının sonucu etkilemediğini görülmektedir. Yani, açığın finansmanının öz sermaye, doğrudan yatırım, tahvil veya banka mevduatı girişlerinden gelip gelmediği, muhtemelen sanayileşmiş ülkelerdeki finansal sistemlerin bu akımlara oldukça iyi aracılık etmesi nedeniyle, uyum süreci üzerinde belirgin bir etkiye sahip değildir. Son olarak, yabancı yükümlülükler pozisyonunun büyüklüğü, uyum süreci ile ilişkisiz görünmektedir.

Calvo diğerleri (2008)	ve	1990-2004	21 gelişmiş ülke ve 89 gelişmekte olan ülke	Panel Probit	Sistemik Ani Duruşlar, bilanço etkilerinin önemli bir bileşeni olan büyük RER dalgalanmalarıyla birlikte olma eğilimindedir. Finansal duruş, parasal ve döviz kuru düzenlemeleri gibi pek çok açıdan farklı olan ülkeleri bir araya getirerek, Ani Duruş'lar demet halinde oluşmaktadır. Bu özel gruplama türü, Ani Duruşlar analiz edilirken, dış şoklara karşı finansal kırılmalıkların dikkatli bir şekilde dikkate alınması gerektiğini göstermektedir. Küçük bir ticareti yapılabilir mal arzı (ticarete konu olan malların emilimine göre), RER'deki büyük potansiyel değişikliklerin bir temsilcisi ve Yurtiçi Sorumluluk Dolarizasyonu, Ani Duruş olasılığının temel belirleyicileridir. Ülkeler, yabancı alacaklılar tarafından test edilebilir, ancak Ani Duruşlara karşı savunmasızlık, ticarete konu olan malların arzını etkileyen tarife ve rekabetçilik politikaları ve Yurtiçi Yükümlülük Dolarizasyonuna neden olan kötü yönetilen maliye ve para politikaları gibi yerel faktörler tarafından artırılmaktadır. Bilanço faktörlerinin Ani Duruş olasılığı üzerindeki etkisi oldukça doğrusal olmayabilmektedir. Özellikle, ticarete konu olanların emiliminin yüksek kaldırıcı ve yüksek Yurtiçi Sorumluluk Dolarizasyonunun tehlikeli bir kokteyl olabilir. Ani Duruş olasılığı, başlangıçta finansal entegrasyonla artmakta düşük finansal entegrasyon seviyelerinden ayrılmakta ancak sonunda azalmakta ve yüksek entegrasyon seviyelerinde neredeyse sıfır olmaktadır. Gelişmekte olan piyasalar, büyük ölçüde, gelişmiş ve diğer gelişmekte olan ülkeler arasındaki gri bir alanda durmaktadır, burada Ani Duruş olasılığı en yüksektir, daha sofistike ve güvenilir finansal araçların kullanımını destekleyecek kurumların geliştirilmesi eşlik etmediğinde finansal entegrasyonun riskli olabileceğini öne sürmektedir.
------------------------------	----	-----------	--	--------------	---

Cavallo ve Frankel (2008)	1970-2002	141 ülke	Panel	Diğer ülkelerle daha az ticaret yapan ekonomiler, Ani Duruş'lara ve kur çöküşlerine daha yatkındır. Bu şokların diğer makul belirleyicilerini kontrol ederek ve tanımlama problemlerinden kaçınmak için yerçekimi tahminleriyle ticaret açıklığını araç haline getirerek, ticarete açık olmama ile sermaye akımların istikrarsızlığı arasında nedensel bir bağlantı bulmaktadırlar. Aslında, denediğimiz kontroller setinden sadece şok öncesi cari açığın boyutu, Ani Duruş'ların önemli göstergeleri olarak ticaret açıklığı ile aynı seviyede görünmektedir. Ticarete açıklık, rezervler ve nominal döviz kuru katılığı da analiz edilen diğer dış kriz türlerinin önemli belirleyicileri olarak görünmektedir. Ticarete açıklığın Ani Duruş olasılığı üzerindeki etkisi yalnızca niteliksel olarak sağlam değil, aynı zamanda niceliksel olarak da önemli görünmektedir.
Beck ve Rahbari (2008)	Ocak 1993 - Aralık 2005	24 gelişen piyasa ülkesi: Arjantin, Brezilya, Şili, Çin, Kolombiya, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Hindistan, Endonezya, Ürdün, Kore (Güney), Kuveyt, Meksika, Pakistan, Peru, Filipinler, Polonya, Rusya, Suudi Arabistan, Slovakya, Güney Afrika, Tayland, Türkiye ve Venezuela	İki varlıklı model Portföy modeli	24 gelişen piyasa ülkesi için optimal dolar ve euro hisselerini ampirik olarak tahmin edilmekte ve optimal rezerv portföylerine çapa para birimlerinin hâkim olduğunu ve cari borç rezerv oranlarında işlem talebinin getirilmesinin nispeten mütevazı bir etkiye sahip olduğu bulunmaktadır. Ayrıca, Ani Duruş'larda euro ve dolar tahvillerinin güvenli liman para birimleri olarak hareket ettiğini görülmektedir. Dolar, Asya ve Latin Amerika'daki küresel Ani Duruş'lar ve bölgesel Ani Duruş'lar için daha iyi koruma sağlarken, Euro, gelişmekte olan Avrupa'daki Ani Duruş'lar için daha iyi bir riskten korunma aracıdır. Gelişmekte olan piyasa rezervlerinde doların payındaki son düşüşü niteliksel olarak yeniden üretiyoruz ve döviz borcunun optimal rezerv portföyleri için çok az önemi olduğunu görülmektedir.

Edwards (2009)	1970-2004	Latin Amerika ve Karayipler, Asya, Afrika, Orta Doğu, Doğu Avrupa seçilen ülkeler	Panel Probit	Sonuçlar, sermaye kontrollerinin gevşetilmesinin, bir ülkenin Ani Duruş olasılığını artırdığını göstermektedir. Ayrıca sonuçlar, “önce finansal serbestleşme” stratejilerinin dış krizlere karşı kırılganlık derecesini artırdığını göstermektedir. Bu, özellikle bu stratejinin sabit döviz kurları ile izlenmesi ve büyük cari hesap dengesizliklerine yol açması durumunda geçerlidir.
Joyce ve Nabar (2009)	1976-2002	26 Gelişmekte Olan Piyasa Ekonomileri	Dinamik panel	Bankacılık sektörü sistemik bir kriz yaşamazsa, Ani Duruş olaylarının yatırım üzerinde önemli bir etkisi olamaz. Banka krizleri ise, eş zamanlı bir Ani Duruş Krizi yaşanmasa bile yatırımı önemli ölçüde olumsuz etkilemektedir. Ayrıca sermaye akımlarında açıklığın, bankacılık krizlerinin yatırım üzerindeki olumsuz etkisini daha da kötüleştirdiğini görülmektedir. Ekonomilerini uluslararası sermaye akımlara açan ülkeler için sermaye kaçışının olumsuz etkilerine dayanabilecek güçlü bir bankacılık sektörünün gerekli olduğu şeklindeki politika görüşüne istatistiksel destek sağlamaktadır. Bir banka krizinin etkisinin, daha yüksek derecede finansal açıklığa sahip ekonomilerde daha kötü olduğunu tespit etmişlerdir.
Caner ve diğerleri (2009)	1993-2006	43 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke	Panel	Sermaye akımlarında Ani Duruş olduğunda kişi başına GSYİH da ani ve keskin bir düşüşler olduğu tespit edilmiştir. Muhtemelen Ani Duruş (SS) krizinde dışsal kırılganlığın önemli ölçüde etkisi olduğunun net göstergesi olmuştur. Üstelik dışsal kırılganlığın üretim artışında Ani Duruş (SS) anlık etkisini kötüleştirmekte, fakat uzun dönemde eski durumuna dönmek için büyüme zaman almakta olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Kehoe ve Ruhl (2009)	1988-2000	Meksika	Statik uygulamalı genel denge model	Model, ülke Ani Duruş'a maruz kaldığında, ticaret dengesi tersine dönmelerini ve reel döviz kuru amortismanını hesaba katmakta, ancak GSYİH ve TFP'deki düşüşleri açıklayamamakta. Modeli emek sürtüşmelerini ve değişken sermaye kullanımını içerecek şekilde genişletirken, diğer değişkenlerin hareketlerini açıklama yeteneğini kaybetmeden çıktı ve üretkenliğin dinamiklerini nicel olarak açıklayamayacağını görülmektedir. Ani Duruş'ların çıktıda artışa yol açtığını, ancak bu etkinin bu sürtüşmelerin olumsuz etkisinden etkilendiğini iddia edilmektedir.
Efremidze (2009)	1990-2003	25 gelişmekte olan ülke	Regresyon	Ani Duruş'ların ortalama olarak yarısından daha azının döviz krizleri ile eşzamanlı gerçekleştiğini, döviz krizlerinin %60'ından daha azının Ani Duruş'larla çakıştığını sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca Ani Duruş'ların döviz krizlerinden önce gelme olasılığının daha yüksek olduğunu görüyoruz. İnceleme, çeşitli Ani Duruş ve kur krizi olaylarını şu kategorilerde gruplandırmamıza yol açtı: ikiz krizler (döviz krizlerinin eşlik ettiği Ani Duruş) ve döviz krizi olmaksızın Ani Duruş'lardır. İkiz krizler en yüksek çıktı kayıplarını göstermektedir. Buna ek olarak, deneysel kanıtlar, yüksek cari açıklar ile aşırı portföy ve banka akımlarının ikiz krizleri tahmin etmek için erken uyarı sinyalleri olarak kullanılabileceğini göstermektedir. İkiz açıklar ve Ani Duruş'lar araştırması, ikiz açıkların 1970-2004 yıllarında Ani Duruş'ları tetiklemede önemli bir rol oynadığını ortaya koymaktadır. İkiz açıkların krizi öngörmedeki önemi 70'li yıllardan sonra azalmış, ancak 80'li ve 90'lı yıllarda ikiz açıklar ortadan kalkmamış ve Ani Duruş'a dönüşecek spekülasyon saldırıyı davet etmek için önemli bir tehlike oluşturmaktadır.

Efremidze ve Tomohara (2010)	1970- 2004	42 gelişmekte olan ülke	Panel	Gelişmekte olan ülkelerin Ani Duruş'lardan kaçınmaları için sağlam bir cari hesap tutmanın gerekli olduğunu göstermektedir.
Bordo diğerleri (2010)	1880-1913	20 yükselen piyasa ülkesi: Arjantin, Avustralya, Avusturya, Belçika, Brezilya, Kanada, Şili, Danimarka, Finlandiya, Yunanistan, Hindistan, İtalya, Japonya, Yeni Zelanda, Norveç, Portekiz, Rusya, İspanya, İsveç ve Amerika Birleşik Devletleri	Probit	Ani Duruşların belirleyicileri ve çıktı etkilerine ilişkin analizimiz 1880 ile 1913 yılları arasında gelişen ekonomilerdeki ani duruşların 1990'ların ve 21. yüzyılın ilk yıllarının deneyimine oldukça benzer olduğunu göstermektedir. Bir asır önce finansal küreselleşme, bugün olduğu gibi birçok ülkeyi sermaye girişleri yoluyla dış şoklara karşı oldukça savunmasız hale getirmiştir. GSYİH'ya göre düşük seviyelerde döviz yükümlülüklerinin, yüksek seviyelerde ticari açıklık ve sağlam para politikalarının Ani Duruş yaşama olasılığını azaltmada önemli olduğunu bulmuşlardır. Finansal krizlerle ilişkili Ani Duruş'lar, çıktı açığı üzerinde olumsuz bir etkiye sahip ancak trend büyümesi üzerinde fark edilebilir bir etkisi yoktur. Ayrıca, yüksek düzeyde orijinal günah ve para biriminin değer kaybetmesinin bir sonucu olan bilanço hızlandırıcıları da önemli bir rol oynayabilir. Bir kez kriz meydana geldiğinde ve zayıflıklar temerrüt yoluyla bir ekonomiden arındırıldığında ve bu şekilde büyüme trend seviyesinde devam ediyor gibi görünmektedir. Öte yandan, krizlerin eşlik etmediği Ani Duruş'lar, düşük trentli büyüme ile ilişkili görünmektedir.

Forbes Warnock (2012)	ve	1980-2009	58 ülke	Regresyon	Küresel likiditenin veya küresel faiz oranlarının seviyesinin dalgalanma veya duruş olasılığını etkilediğine dair hiçbir kanıt yoktur. Birçok yerel faktörün sermaye akımı oynaklığı üzerinde yalnızca sınırlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Sermaye kontrollerinin bir ekonomiyi sermaye akım dalgalarına karşı yalıtılabileceğine dair hiçbir kanıt bulunamamıştır. Küresel faktörlerin ve krizleri yönlendirmede bulaşmanın önemli bir rolüne işaret etmekte, bu da küresel kurumlar ve ülkeler arası iş birliği için sermaye akımı oynaklığını azaltmada önemli bir rol olduğunu göstermektedir. Küçük açık ekonomilerin şiddetli dalgalanmalara veya sermaye akımlarının Ani Duruş'una karşı savunmasız olduğunu ve küresel risklerin ticaret ve finans kanalları aracılığıyla gelişmekte olan piyasalara aktarıldığını bulunmuştur.
Sula (2010)		1990-2003	38 Gelişmekte Olan Piyasa Ekonomisi	Panel Probit model	Sermaye girişlerindeki bir artışın Ani Duruş olasılığını önemli ölçüde artırmaktadır. Buna ek olarak, yüksek bir cari hesap açığının veya değerlenen bir reel döviz kurunun eşlik ettiği bir dalgalanmanın Ani Duruş ile ilişkilendirilmesi daha olasıdır. Doğrudan yatırımdan ziyade özel krediler ve portföy akımlarının hâkim olduğu bir dalgalanmanın Ani Duruş ile bitme olasılığı daha yüksektir.
Mendoza (2010)		1993: I-2005-II	Meksika	Panel	Zamanlar arası borç ve işletme sermayesi finansmanını etkileyen bir Fisherian teminat kısıtlamasına sahip bir denge iş döngüsü modelinin Ani Duruş'ların birkaç temel özelliğinin açıkladığını göstermektedir. Model aynı zamanda Ani Duruş olaylarının gözlemlenen dinamiklerini eşleştirmede de başarılıdır. Ani Duruş'lardan önce genişleme dönemleri ve dış açıklar gelir, ardından Ani Duruş'lar gerçekleştiğinde dış hesaplarda büyük resesyonlar ve tersine dönmeler ve ardından zayıf bir toparlanma izlemektedir.

Calderón ve Kubota (2011)	1970-2007	82 ülke	Regression	Katı döviz kuru rejimleri ve finansal piyasalara yüksek entegrasyon, ülkenin küresel yatırımcıların kaprislerine karşı kırılganlığını artırmaktadır. Yerel yatırımcılar, makroekonomik çerçeve sağlam olmadığında (yüksek enflasyon nedeniyle) ve / veya yurtdışındaki satışlardan elde edilen kazançlarda bir patlama olduğunda (yani cari hesap fazlası) paralarını yurtdışına yatırmaya eğilimlidir. Yükselen uluslararası finansal entegrasyon, yerel yatırımcıların kaynaklarını yabancı varlıklara yönlendirmesini kolaylaştırmaktadır. Finansal açıklık, yerel ülkeyi küresel yatırımcılar veya yerel sakinlerin neden olduğu Ani Duruş'lara karşı daha savunmasız hale getirmektedir. Girişe bağlı Ani Duruş'lar, toplam akımda daha yüksek DYY payına sahip ülkelerde daha az sıklıkta görülürken, yerel yatırımcıların yurtdışında daha yüksek DYY payına sahip ülkelere yatırım yapma olasılığı daha yüksektir. Yerli yatırımcıların fiyat istikrarının olmayışının işaret ettiği gibi makroekonomik kötü yönetim zamanlarında veya dış tasarrufların yüksek olduğu zamanlarda sermayelerini yurtdışına yatırdıklarını görülmektedir.
Milesi-Ferretti ve Tille (2011)	2006Q1-2009Q3	28 gelişmiş ülke, 47 gelişmekte olan ülke	Multivariate Regression Analiz	Büyük miktarda borç ve banka pozisyonuna sahip ülkeler, kriz sırasında ve krizden hemen sonraki dönemde sermaye girişlerinde daha büyük bir daralma görülmektedir. Dış finansmana daha az bağımlı olan, yani borçlanma araçlarında daha güçlü bir net dış pozisyonu olan ülkelerin, sermaye akımlarının dönüşünden daha az etkilendiklerini görülmektedir. Sermaye akımlarındaki hareketler, ticaret ortaklarındaki makroekonomik gelişmelerle bağlantılıdır, ancak kriz sırasında ticaret akımlarındaki düşüşle sıkı bir şekilde bağlantılı değildir. Makroekonomik koşullar da özellikle gelişmekte olan ekonomiler için bir rol oynamaktadır. Kişi başına GSYİH'nın daha yüksek olduğu, kriz öncesi büyüme oranlarının daha hızlı olduğu ve kriz öncesi kredi büyümesinin daha yüksek olduğu iyileşme dönemine göre giriş değişikliklerinin olduğu ülkelerde girişlerde daha büyük bir düşüş olmuştur. Büyüme

					beklentilerinde ve kamu maliyesinin görünümünde belirgin bir bozulma görülen ülkelerde sermaye girişlerinin en çok nasıl düştüğünü belgelenmiştir. Bulunan sonuçlar riskin yeniden değerlendirilmesinin ve gelecekteki olasılıkların kriz sırasında sermaye akımlarındaki değişikliklerin önemli bir itici gücü olduğu fikriyle açıkça tutarlıdır.
Jeanne Ranciere (2011)	ve	1975-2003	34 orta gelirli ülkede	Panel Probit	Yükselen piyasa Asya'da rezervlerin birikmesi, ancak, Ani Duruş'ların büyük bir beklenen çıktı maliyeti ve yüksek düzeyde riskten kaçınma olduğu varsayılırsa açıklanabilmektedir.
Alberola diğerleri (2012)	ve	1991-2009	44 gelişmekte olan ülke ve 19 gelişmiş ülke	Panel	OECD ülkelerinde dış girişler ve iç çıkışlar sistematik bir şekilde daralmaktadır. Tersine, OECD dışı ülkelerde finansal girişler rezerv seviyesi ne olursa olsun düşerken, yurtiçi çıkış dinamikleri uluslararası rezerv varlıklarına bağlı olarak değişmektedir. Rezervin yüksek olduğu ülkelerde, yerel çıkışlar finansal stres sırasında önemli ölçüde daha düşüktür, düşük rezervli ülkelerde ise böyle bir kısıntı yoktur ve hatta sermaye kaçışının işaretlerini bulmaktadırlar. Ülkeye özgü değişkenlerin gayri safi yurtiçi çıkışları açıklamada küresel faktörlere göre daha az önemli olduğunu göstermektedir. Sermaye kaçışı da yerel makroekonomik faktörlerden önemli ölçüde etkilenirken, küresel faktörlerden kaynaklanmadığı tespit edilmektedir.
Agosin ve Huaita (2012)	ve	1976-2003	42 gelişmekte olan ülke	Panel	Net girişlerdeki (finansal hesap) bir patlamanın daha sonraki Ani Duruş'ları en güçlü şekilde açıklayan değişken olduğunu bulmaktadır. DYY dışı sermaye akımlarının DYY'dan daha kısa bir ufka sahip olduğunu ve tersine çevrilmeye açık olduğunu, DYY sermaye akımlarının ise daha uzun bir ufka sahip olduğunu ve bu kadar kolay tersine çevrilemeyeceğini iddia etmektedir. Uluslararası bulaşma, Ani Duruş olasılığını artırmaktadır.

Mendoza ve Terrones (2012)	1960-2010	40 gelişmekte olan ve 21 sanayileşmiş ülke	Panel	Anı Duruş'larla ilgili ampirik çalışmalar, kredi patlamalarının çöküşünü izleyen derin durgunlukları ve fiyat düzeltmelerini belgelemektedir. Kredi patlamaları ile üretim ve emilimde, varlık fiyatlarında, reel döviz kurlarında, sermaye girişlerinde ve dış açıklarda bir patlamaçöküş döngüsü arasında sistematik bir ilişki olduğunu göstermektedir. Kredi patlamaları uluslararası olarak senkronize edilir ve endüstriyel ve gelişmekte olan ekonomilerde üç çarpıcı benzerlik gösterir: (1) kredi patlamaları, kredinin döngüsel değişkenliği ile normalleştirilen süre ve büyüklük bakımından benzerdir; (2) bankacılık krizleri, döviz krizleri veya Ani Duruş'lar genellikle kredi patlamalarını takip eder ve bunu endüstriyel ve gelişmekte olan ekonomilerde benzer sıklıklarda yaparlar; ve (3) kredi patlamaları genellikle sermaye girişlerindeki, TFP kazançlarındaki ve mali reformlardaki dalgalanmaları takip eder ve yönetilen döviz kurlarından çok daha yaygındır.
Calvo ve diğerleri (2012)	1980-2010	Gelişmekte Olan Asya (6), Latin Amerika (9), Gelişmekte Olan Avrupa (9), Diğer Gelişmekte Olan Ülkeler (3)	Panel Probit	Uluslararası rezervlerin optimal stoku konusunu, rezervlerin, borç dolarizasyonunun bilanço etkilerini azaltarak hem Ani Duruş olasılığını hem de ilişkili çıktı maliyetlerini etkilediği bir istatistiksel model açısından ele alınmaktadır. Para birimi uyumsuzluğu ve cari açıklar gibi değişkenlerin, uluslararası rezervlerin düzeyinin belirlenmesinde politika yapıcılar tarafından dikkate alındığını göstermektedir. Bununla birlikte, dikkate değer bir şekilde, KFK arifesinde gözlemlenen rezervler ortalama olarak bu modelde türetilen optimal rezervlerden uzak değil, bu da gelişmekte olan piyasalarda rezerv aşırı birikiminin açık olmadığını göstermektedir. Bununla birlikte, bölgeler arasında heterojenlik hakimdi: ihtiyati bir bakım açısından, Latin Amerika modele dayalı optimal seviyelere en yakinken, Doğu Avrupa'daki rezervler optimal seviyelerin altında ve Asya'dakiler yukarıda yer almaktadır. Bununla birlikte, rezerv birikimi için başka güdüler de vardır: gözlemlenen rezervler ile ihtiyati güdümlü optimal rezervler arasındaki farklılıkların, kısmen, son kredi merciinin algılanan varlığı veya büyük bir petrol üreticisi olmak gibi özellikler tarafından açıklandığını tespit etmişlerdir.

Bachmann ve Leist (2013)	1980Q2-2010Q4 1990Q2-2011Q2	Meksika Endonezya	Markov Switching SAR (MSVAR)	Ani Duruş hem büyüme hem de GSYİH düzeyinde olumsuz etkileri olduğunu tespit etmişlerdir.
Efremidze ve diğerleri (2013)	1990-2005	39 gelişmekte olan ülke	Panel	Yüksek rezerv seviyelerinin, yoğunluğun döviz piyasası baskısındaki değişimin büyüklüğü veya sermaye akımı tersine dönme boyutuyla ölçüldüğü daha düşük yoğunluklu krizlerle ilişkili olduğunu tespit etmektedirler. Ayrıca, krizler sırasında rezervlerin hafifletici etkilerine dair kanıt bulmaktadırlar. Rezervler, sermaye akımının tersine dönmesi karşısında kullanıldığında, krizin olumsuz çıktı etkilerini azaltabilir. Son olarak, bulgularımız rezerv yeterliliğinin potansiyel krizin niteliğine göre değerlendirilmesi gerektiğini göstermektedir. İhracat rekabetçiliği, para birimindeki değer kaybının olası bilanço etkilerinden daha önemliyse, uluslar rezervleri kullanmaktan kaçınmayı tercih edebilir.
Yazdani ve diğerleri (2013)	1970-2011	20 Asya ülkeleri	Logit regression	Ani Duruş sonucunda ülkelerdeki para krizi şiddetlenmektedir. Büyük sermaye akımları, Ani Duruş'un yayılması, cari işlemler açığı, dış borç/ GDP, sabit döviz kuru rejimi, ticaret haddindeki değişiklik ve açıklık gelişmekte olan ülkelerde ani duruşun ana göstergeleridir. Para krizlerinde uluslararası sermaye hareketlerinde dalgalanmalarda kur riskinin en önemli belirleyici olduğu tespit edilmiştir.
Accominotti ve Eichengreen (2013)	1919-1932	28 ülke	Regresyon	Sermaye dalgalanmasını ve Ani Duruş'unu açıklamada başta borsa oynaklığı olmak üzere küresel faktörlerin önemini ortaya koymaktadır. Her Ani Duruş olayı farklıdır ve bu Ani Duruş'un özellikleri ve belirleyicileri otomatik olarak bu tür diğer durumlara taşınmamaktır. Bununla birlikte, iki savaş arası deneyim, küresel faktörlerin, ülkelerin tabi olduğu sermaye girişlerini ve çıkışlarını şekillendirmeye nasıl yardımcı olduğunu vurgulamaktadır.

Cowan ve Raddatz (2013)	1975-2005	47 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke	Panel	Finansal sürtüşmelerin önemli olmasıyla tutarlı olarak, özellikle finansal olarak daha az gelişmiş ülkelerde, dış finansmana daha bağımlı olan endüstrilerin Ani Duruş sırasında önemli ölçüde daha fazla düştüğünü göstermektedir. Özellikle, daha yüksek düzeyde dış finansman gerektiren endüstrilerin, özellikle toplam düzeyde, Ani Duruş durgunluklarla çakıştığında ve özellikle finansal olarak daha az gelişmiş ülkelerde bu olaylardan daha fazla zarar gördüğünü gösteriyoruz. Bu durum, bu dönemlerin bir özelliğinin finansman kısıtlamalarının sıkılaştırılması olduğunu ve Ani Duruş'ların olumsuz sonuçlarının arkasında mikro düzeydeki finansman katılıklarının olduğunu kuvvetle göstermektedir
Adler ve diğerleri (2014)	1990Q1-2012Q4	38 gelişmekte olan ülke	Panel VAR	Yerel yatırımcıların küresel belirsizlik ve uzun vadeli faiz oranlarında şoklarla karşılaştıklarında, yabancı yatırımcılardan gelen girişlerdeki düşüşü etkisiz hale getirebileceklerini tespit etmektedirler. Böyle bir rolün kanıtını bulunmakta, ancak varlığı ve büyüklüğü şokun doğasına bağlıdır. Yerel yatırımcılar, küresel belirsizlik şokları ve uzun vadeli ABD faiz oranlarındaki şoklar karşısında anlamlı bir istikrar sağlayıcı rol oynamaktadır. Ülke sakinleri ve yerleşik olmayanlar, kısa vadeli ABD faiz oranı şoklarına tepki olarak benzer şekilde davranmaktadırlar. ABD faiz oranlarını, ABD GSYİH büyümesini ve emtia fiyatlarını kontrol ettikten sonra küresel belirsizlik şoklarının EME'lerden net sermaye çıkışlarına yol açtığını, ancak etkinin genel olarak kısa ömürlü ve nispeten ılımlı olduğunu tespit etmektedirler. Aslında, olumsuz şok olayları sırasında yabancılar EME'lerden gelir elde ederken, sakinlerin yabancı varlıkları ülkelerine geri göndererek anlamlı bir dengeleme rolü oynadıklarına dair kanıt bulmaktadırlar. Yerel yatırımcılar, kısa vadeli faiz şokları durumunda hafifletici bir rol oynamıyor gibi görünmektedir.

Schmidt ve Zwick (2015)	1991-2012	Fransa, Almanya, İrlanda, İtalya, İspanya, Yunanistan, Portekiz, Finlandiya, Avusturya, Belçika, Lüksemburg ve Hollanda	Panel	İç volatilitenin (yani ekonominin evrimi ve uygulanan ekonomi politikası hakkındaki belirsizlik) brüt akımların dinamiklerini belirlemede önemli bir rol oynadığı ve verilerde gözlenen yerel yatırımcı önyargısındaki artış sonucuna varmaktadırlar. Ülkeye özgü risk faktörlerinin aşırı sermaye akımı dönemlerini göstermede önemli bir rol oynadığını görülmektedir. Küresel riski, sermaye akımlarındaki büyük değişikliklerle ilgili önemli bir faktör olarak bulunmaktadır
Bluedorn ve diğerleri (2013)	1980-2011	147 ülke	Panel	Sermaye akımlarının yüksek değişkenliği ve düşük öngörülebilirliğinin tüm ekonomilerde yaygın olduğunu ve artan finansal küreselleşme ortamında muhtemelen devam edeceğini gösterilmektedir. Dolayısıyla, gelişmekte olan piyasa ekonomileri, sermaye akımlarında gelişmiş ekonomilere göre daha büyük bir kararsızlığa maruz kalmamaktadır. Bu nedenle, her yerdeki politika yapıcılarının bu dalgalanma ile yaşamaları ve bu tür dalgalanmalara karşı genel ekonomik ve finansal direncin korunmasına yardımcı olan makroekonomik ve makro ihtiyati tedbirler kullanmaları gerekmektedir.
Janus ve Riera-Crichton (2013)	1970–2009	43 ülke	Logit modeli	Ani Duruş (SS) tahmini amaçlı bir çalışmadır. Net girişleri iki brüt akım bileşeni yerine dörde ayırmanın, son altı finansal krizi açıklamaya ve ampirik olarak ani duruşları tahmin etmeye yardımcı olabileceğini göstermektedir. Bu ayrımın, son finansal krizleri daha iyi anlamaya yardımcı olduğunu ve dört yönlü ayrıştırmanın, son altı finansal krizin daha iyi anlaşılmasını sağladığını ve Ani Duruş'ları standart bir iki yönlü ayrıştırmadan daha iyi tahmin ettiğini göstermektedirler. Tahmin için en önemli değişkenlerin Cari Hesap/GSYİH ve Yurtiçi Kredi/ GSYİH olduğu tespit edilmiştir.

Shijaku (2013)	2004-2012	Arnavutluk	Probit	Arnavutluk'un Ani Duruş'lar yaşadığı görüşünü desteklemekte ancak bu krizlerin finansal ve küresel krizlerden sonra daha sık olduğu görülmektedir. Ampirik analiz, Ani Duruş olasılığının yurtiçi büyüme oranı tarafından olumsuz yönde ve ciddi ölçüde maliye ve borç politikalarına bağlı risk tarafından olumlu yönde belirlendiğini ortaya koymaktadır. Artan finansal açıklık ve bağlantılar, Arnavutluk'u yerel veya küresel yatırımcıların neden olduğu Ani Duruş'lara karşı daha savunmasız hale getirmektedir. Ayrıca, Arnavutluk'un çıkış kaynaklı Ani Duruş'lardan ziyade giriş kaynaklı Ani Duruş'lara daha yatkın olduğu bulunmuştur. Son olarak, Ani Duruş olasılığının U şeklinde olduğu bulunmuştur.
Zhao ve diğerleri (2014)	1980-2012	23 gelişmiş ülkeler 62 ülke geliştirmekte olan ülkeler	Panel Logit Model	Nispeten düşük ticaret açıklığına, sık bir finans sektörüne ve cari hesap dengesizliklerine sahip ekonomilerin, kur çökmeleriyle Ani Duruş'lara karşı en savunmasız olduğunu göstermektedirler.
Globan (2015)	1997Q1-2011Q4	Bulgaristan, Hırvatistan, Çekya, Macaristan, Letonya, Litvanya, Polonya ve Romanya	SVAR	AB geçiş ülkelerine sermaye girişlerindeki kriz öncesi büyük artışın, finansal bileşen ile gözlemlenen sermaye girişleri arasındaki korelasyondaki güçlü artışla aynı zamana denk geldiğini bulunmuştur. Bu eğilimlerin sonuçları, sermaye girişlerinin yüksek oynaklığına ve finansal kriz sırasındaki gerilemelerine yansımaktadır. Analizler ayrıca, AB geçiş ülkelerindeki Ani Duruş olaylarının neredeyse tamamının, sermaye girişlerinin finansal bileşenlerinin oynaklığındaki ani artışlarla karakterize edildiğini göstermektedir.
Ratanamaneichat ve Schreyer (2015)	1980Q1-2005Q4	- 30 geliştirmekte olan ülke	VAR	Ülkeler finansal sistemlerine likidite sağlamaya çalışırken, Ani Duruş'ların yurtiçi kredilerdeki artışın izlediğine dair kanıtlar bulunmaktadır. Banka krizleriyle birlikte meydana gelen Ani Duruş'ların ekonomik büyümeye özellikle neden zararlı olduğu konusunda baş suçlu krediler olduğunu tespit edilmiştir.

Cavallo diğerleri (2015)	ve	1998-2010	32 Gelişmekte Olan Ülkeler ve 31 Gelişmiş Ülkeler	Panel	Brüt ve net sermaye akımlarının davranışına bağlı tanımları olan yedi kategoriden oluşan yeni bir Ani Duruş'lar taksonomisi önermektedir. Brüt Girişlerdeki azalmalarla ilişkili Net Akımlardaki Ani Duruş'lar, Brüt Çıkışlardaki Ani Başlangıçların hâkim olduğu durumlardan daha büyük çıktı düşüşleriyle ilişkilidir. Net Akımlarda keskin bir daralmaya neden olmayan Brüt Girişlerdeki Ani Duruş'ların, özellikle bankacılık akımlarını içeren “diğer akımlar” tarafından yönlendirilen Ani Duruş'ların da yıkıcı olabileceği bulunmuştur.
Cifuentes Jara (2016)	ve	1990Q1-2010Q4	34 gelişmekte olan ülke ve 25 gelişmiş ülke	Panel	Hem daha esnek bir döviz kuru rejiminin hem de yurtdışında tutulan varlıkların, Ani Duruş gerçekleştiğinde bir tasarrufun meydana gelme olasılığını önemli ölçüde artırdığını görülmekte; daha düşük sermaye kontrolleri ise bir dalgalanma durumunda kaçış olasılığını artırmaktadır. Döviz kurunun esnekliğinin, Ani Duruş'ların telafi edilmesinin arkasındaki en önemli politika aracı olmaya devam ettiği ve sermaye kontrollerinin ani artışların dengelenmesi için olduğunu görülmektedir.
Cavallo diğerleri (2017)	ve	1980-2004 2005-2014	109 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke	Panel	Brüt girişlerdeki Ani Duruş'lar küresel koşullarla ilişkilendirilirken, iç borçlanma derecesi, ekonomik büyüme ve kurumsal altyapı gibi yurtiçi faktörlerin, bu atakların net Ani Duruş'lara dönüşmesini önlemek için önemli olduğuna dair kanıtlar tespit edilmiştir. Küresel sıkıntı dönemlerinde, bir ülkenin sermaye çıkışlarına karşı direnç geliştirme kabiliyetinin büyük ölçüde kendi iç koşullarının sağlamlığına bağlı olduğunu görülmektedir. Kapsamlı bir değişkenler kümesini değerlendirerek, Ani Duruş'ların önlenmesi olaylarının, büyük Ani Duruş'lardan farklı olarak küresel koşullardaki değişikliklerle ilişkili olmadığı, ancak bunların yurt içi büyüme ve kurumsal altyapı ile olumlu bir şekilde ilişkili olduğu ve ülkenin yabancı yükümlülükler düzeyiyle olumsuz olarak ilişkili olduğu tespit edilmiştir.

Agosin ve diğerleri (2016)	1976-2010	22 Gelişmiş 37 Gelişmekte Olan Ülke	Multinomial Logit Model	Gelişmiş ülkelerin, gelişmekte olan ekonomilerle karşılaştırıldığında, girişlerde Ani Duruş'lar yaşama şansının yaklaşık olarak aynı olduğunu tespit edilmiştir. Bununla birlikte, gelişmekte olan ülkeler finansal hesapta gelişmiş ülkelere göre çok daha sık Ani Duruş'larla karşı karşıya kalmaktadır. Girişlerdeki patlamaların gelecekteki Ani Duruş'lardan önce geldiğine dair modelimizin tahminleriyle güvence verilmektedir. Girişler ve çıkışlar arasındaki korelasyonun gelecekteki Ani Duruş olaylarını nasıl önemli bir şekilde tahmin edebildiği ile ilgilidir.
Eichengreen ve Gupta (2016)	1991-2002, 2003-2014	34 gelişmekte olan ülke	Panel	Ani Duruş'ların sıklığı ve süresi değişmeden kalmaktadır. Küresel faktörler, ülkeye özgü özellikler ve politikalara göre daha önemli hale gelmiş gibi görünmektedir. Ani Duruşlar artık dünyanın farklı bölgelerini etkileme eğilimindedir yani bölgesel olarak gruplamak yerine aynı anda meydana gelmektedir. Sermaye akımlarında daha büyük geri dönüş; döviz kuru ayarlamasının daha küçük pozitif etkisi sonucuna ulaşılmıştır.
Janus ve Riera-Crichton (2016)	1970-2009	68 ülke	Panel	Döviz ve Ani Duruş Krizleri de dahil olmak üzere yerel bankacılık krizleri ile dış finansal krizler arasındaki karşılıklı bağımlılıkları incelenmesi sonucunda GIR ile Ani Duruş'lar arasında doğrudan bir ilişkinin bulunamamıştır. GIR, cari hesapla zayıf bir şekilde ilişkilidir ve Ani Duruş'lar için bir vekil değildir.
Efremidze ve diğerleri (2017)	1980-2010	46 yükselen piyasa ülkeleri	Panel	Literatürde birkaç farklı önlemlerle tanımlanan dalgalanma sayısındaki büyük farklılıklara rağmen, dalgalanmaların çoğunun bir tür tersine dönüşle sonuçlandığı bulunmuştur. Net sermaye akımlarındaki artışlar için yüzdelere yarımından biraz fazla olma eğilimindedir, ancak ortalama olarak brüt artışların %70'i Ani Duruş'larla sonuçlanmaktadır. Ayrıca, yaygın inanışın aksine, Ani Duruş'ların ve net sermaye akımındaki geri dönüşlerin yaklaşık yarısında dalgalanmalar olmaz. Ayrıca, daha uzun süre devam eden dalgalanmaların Ani Duruş'lara ve geri dönüşlere dönüşme olasılığının daha yüksek olduğu bulunmuştur.

Eichengreen ve diğerleri (2017)	1990Q1-2015Q4	34 gelişmekte olan ülke	Panel	Gelişmekte olan piyasalara DDY girişleri, DDY dışı girişlerden daha istikrarlı olmaya devam etmekte: DDY girişleri daha düşük volatilitelere sahip; daha kalıcıdır ve ülkeye özgü ani duruş ve küresel duruş bölümlerinde daha küçük miktarlarda azalır. DDY dışı girişlerde, 2000'lerin ortalarında yükselen bankalara akımlar, ülkeye özgü ani duruş ve küresel duruş bölümlerinde en değişken, en az kalıcı ve en keskin şekilde azalmaktadır. Gelişmekte olan piyasalardan gelen DDY çıkışları büyümüş ve önemli ölçüde daha değişken hale gelmiştir. Ödemeler dengesinin sermaye hesabına yönelik şoklar açısından, bulgularımız hem DDY hem de banka ile ilgili akımlar olmak üzere gelişmekte olan piyasalardan çıkışların büyüyen bir rol oynamaktadır.
Suh (2017)	1971-2014	48 gelişmekte olan ülke	Sinyal ve lojistik regresyon birleştiren yeni bir model	Model gelişmekte olan ülkelerde Ani Duruş (SS)'u tahmin kapasitesini önemli ölçüde artırdığını göstermiş ve Cari Hesap / GSYİH, Dış Borç / İhracat Oranı, Ticaret Hadleri, Reel Döviz Kuru ve M2-Uluslararası Rezervler Oranının önemli değişkenler olduğunu bulunmuştur. Sonuçlarına rağmen, çalışma modelin doğruluğunun (%70) önemli ölçüde iyileştirilebileceğini tespit edilmiştir.
Acharya ve Krishnamurthy (2018)	2004-2017	Hindistan	Panel	Rezervlerdeki artışın kısmen kısa vadeli dış borç artışına neden olduğu mekanizmaya işaret edilmektedir. EM'lerdeki varlık fiyatı değişikliklerinin, küresel şoklara bağlı olduğunu göstermektedir. Küresel faktörün etkisinin EM'nin likiditesine bağlı olduğu tespit edilmiş bu da merkez bankasının döviz rezervlerine ve EM'nin dış kısa vadeli borcuna bağlı olarak, Ani Duruş'lara karşı tampon görevi göreceği tespit edilmiştir.
Romelli ve diğerleri (2018)	1970-2011	181 gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerin	Panel	Sermaye akımlarında Ani Duruş ve ani para değer kaybı dönemlerini tespit etmişler ve bu dönemlerde, para birimindeki değer kaybının ticarete daha açık olan ülkelere cari hesapta daha büyük gelişmelerle ilişkili olduğu tespit edilmiştir. Açıklık derecesinin cari işlemler ve ticaret dengesi değişiklikleri üzerinde olumlu bir etkisi olduğunu görüyoruz. Daha açık ekonomiler, cari işlemler hesabının tersine çevrilmesi ihtiyacını gerektiren dış şokların üstesinden daha iyi gelebilmektedir.

Bosupen (2018)	1980-2015	45 ülke Afrika Ülkeleri; Mısır, Güney Afrika, Cezayir, Fas, Angola, Sudan, Etiyopya, Kenya, Tanzanya, Gana, Tunus, Kongo Dem. Cumhuriyet, Fildişi Sahili, Libya, Kamerun Asya Ülkeleri; Afganistan, Ermenistan, Azerbaycan, Bahreyn, Bangladeş, Butan, Brunei Sultanlığı, Çin, Hindistan, Endonezya, İran İslam Cumhuriyeti, Irak, Kazakistan, Moğolistan, Rusya Federasyonu Amerika Ülkeleri; Uruguay, Panama, Antigua ve Barbuda, Meksika, Brezilya, Grenada, Peru, Ekvador, St. Lucia, Jamaika, Kolombiya, Surinam, Arjantin. Venezuela, Guatemala	Probit Model	Tüm ekonomilerde cari denge ve ihracata yönelik dış borcun Ani Duruş'a katkıda bulunma olasılığının düşük olduğunu gösterilmektedir. Açıklık, Ani Duruş için önemli bir belirleyicidir ancak düşük marjinal etkilere sahiptir.
----------------	-----------	---	--------------	---

De Freitas, Nunes ve Rodrigues (2018)	1995-2014	AB ülkeleri	Panel	2000-2008 döneminde daha yüksek bir bonanza yaygınlığı ve 2008'den sonra daha yüksek bir Ani Duruş yaygınlığı bulunmaktadır. AB üyeliğinin, bir ülkenin Ani Duruş döneminden geçme olasılığını düşürdüğünü tespit edilmektedir. Bonanzalara gelince, sermaye akımlarının zamanlamasını açıklamada küresel risk için önemli bir rol buluyoruz, ancak çekici değişkenlerinin coğrafyalarını belirlemedeki etkisi genel olarak zayıf bulunmuştur.
Li ve diğerleri (2019)	Ocak 2000 (2008)-Haziran 2015	65 ülke	Panel Probit	Öz sermaye ve tahvil akımlarındaki Ani Duruş'ların ortak değişkenlerini incelemenin sonucunda; küresel, bulaşıcı ve yerel faktörlerin Ani Duruş olasılığı ile ilişkili olduğunu göstermektedir. Hisse senedi akımlarındaki Ani Duruş'lar için, yüksek gelirli ekonomilerde küresel faktörler daha önemli bir rol oynamaktadır. Tahvil akımlarındaki Ani Duruş'lar için, küresel değişkenler gelişmekte olan ekonomilerde en önemli ortak değişkenler iken, yüksek gelirli ekonomilerde yurtiçi değişkenler daha önemli bir rol oynamaktadır. Ayrıca, küresel ve bulaşıcı faktörlerin Ani Duruş'ların büyüklüğü ile ilişkili olduğunu bulmuşlardır.
Wu ve diğerleri (2019)	1990-2018	30 Yükselen Piyasa Ekonomileri	Panel Regression Model	Daha iyi altyapıya, güçlü bankacılık sistemine ve yüksek büyüme potansiyeline sahip ekonomiler, dış şokların neden olduğu Ani Duruş'lardan daha az etkilenmektedir.
Newell (2019)		Ayrık zamanda küçük bir açık ekonomi	Cryptocurrency Model	Bu literatüre katkıda bulunarak, Mikhail Dmitriev ile ortak çalışmada, cari hesabı yönetmek, kriz öncesi ortaya çıkan aşırı borçlanmayı sınırlandırmak ve Ani Duruş'ların maliyetlerini azaltmak için elektronik para birimi kullanımını önerilmektedir. Geliştirilen modelde, küçük açık ekonominin Ani Duruş'lara maruz kaldığını ve yazarların katkısı, elektronik bir para biriminin Ani Duruş'ları ele almak için pratik bir politika aracı olarak nasıl kullanılabileceğini göstermek olduğunu varsaymaktadırlar.

Bianchi Mendoza (2020)	ve	1979-2016	23 gelişmiş ekonomi ve 35 gelişmekte olan ülke	Panel	Dünyanın geri kalanından gelen kredi girişi Ani Duruş'a doğru genişler, ardından Ani Duruş vurduğunda keskin bir şekilde geri döner ve iki yıl sonra hala olumsuz olduğunu tespit etmişlerdir. Ani Duruş (SS) olayları seyrek, ancak gelişmekte olan ülkelerde meydana gelme olasılığı gelişmiş ekonomilere göre iki kat daha fazladır. Ani Duruş (SS) etkinlikleri "büyük etkinlikler" etrafında kümelenmiştir. Ani Duruş (SS) olayları, genişlemelerden önce gelen keskin ekonomik gerilemelerle ve ardından uzun süreli durgunluklarla ilişkilidir. Dolayısıyla, cari işlemler hesabının tersine dönmesine yansıyan keskin kredi ters dönüşü hem hisse senedi fiyatları hem de göreceli tüketici fiyatları olmak üzere nispi fiyatlardaki deflasyonla çakışmaktadır.
------------------------------	----	-----------	--	-------	---

Zehri (2020)	1985 - 2019	200 gelişmiş ve gelişmekte ülke	Panel Logit Model	Etkili yönetimin ani duruş olasılığını azalttığını göstermektedir. Tatmin edici düzeyde döviz rezervleri, küçük dış borçlanma ve Ani Duruş (SS) ortaya çıkmadan önce sermaye kontrolleri başlatan ülkelerin, zengin ekonomilerden daha kırılgan olan gelişmekte olan ekonomilere göre yayılma riskinden daha az etkilendiğini göstermektedir.
--------------	-------------	---------------------------------	-------------------	---

Emter (2020)	1990-2018	98 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke	Panel	Gayri safi sermaye girişlerindeki bu keskin tersine dönüşlerin analizini, geniş bir ülke örneklemindeki yurtiçi ekonomik gelişmelere ilişkin yeni verilerle birleştirerek, yerel faktörlerin Ani Duruş'ların itici gücü olarak rolüne yeni bir ışık tutmaktadır. Yurt içi kaldıraç döngülerinin negatif büyüme şokları ile birleştiğinde, genel brüt sermaye girişlerinde Ani Duruş olasılığı ile önemli ölçüde ilişkili olduğunu tespit etmişlerdir. Ani Duruş olaylarını belirlemede yerel değişkenlerin önemini vurgulamaktadır.
--------------	-----------	-------------------------------------	-------	--

Salas diğerleri (2020)	ve	1960-2016	73 gelişmekte olan ülke ve 30 gelişmiş ülke dahil olmak üzere 103 ülke	Karar Ağacı ve Yapay Zeka	Ani Duruş (SS) tahmini modellerini daha sağlam hale getirmeye yardımcı olmak için bu çalışma, Ani Duruş (SS) tahminine yönelik yeni bir küresel model geliştirmiştir. Bu araştırmada elde edilen sonuçlar, % 87,12 – 93,89 doğruluk aralığı ile mevcut literatürde elde edilenlerden önemli ölçüde daha yüksektir. Model %85'in üzerinde doğruluk seviyeleri ile tüm ülkeler için tahmin kapasitesine sahiptir. Elde edilen sonuçlar siyasi temsilcilerin gelecekteki kararları üzerinde önemli etkilere sahip olup, Ani Duruş (SS) olaylarından ve olası ilişkili maliyetlerden kaçınmayı mümkün kılmaktadır. Ayrıca, bu ajanların finansal piyasalara uyarı sinyalleri göndermesine ve Ani Duruş (SS) olgusundan kaynaklanan finansal krizlerden kaçınmasına yardımcı olmaktadır.
Cavallo diğerleri (2020)	ve	1980Q1 2017Q4	- 112 ülke	Panel	2008 KFK, tüm ülkelerin uluslararası kredilerin kesilmesi riskine karşı savunmasız olduğunu açıkça ortaya koymaktadır. Bununla birlikte, bazı ülkelerin brüt girişlerdeki düşüşün net sermaye akımlarında maliyetli Ani Duruş'a dönüşmesini önlemede diğerlerinden daha başarılı oldukları da ortaya çıkmıştır. Bu önemlidir çünkü net sermaye akımlarında Ani Duruş'ları önleyebilen ülkeler, genellikle kendileriyle ilişkili olan maliyetli ayarlamalardan da kaçınabilmektedir. Ampirik bir bakış açısından, cevap, bunların çoğunlukla “yerli faktörler” olduğu, yani bunların politika müdahalelerine uygun faktörler olduğudur. Düşük borç dolarizasyonu seviyelerini korumak, güçlü bir kurumsal çerçeveye sahip olmak, enflasyonu kontrol altında tutmak ve güvenilir ve tutarlı para rejimlerine sahip olmak, dış finansman şoklarına karşı direncin artmasına yardımcı olmaktadır.

Davis diğerleri (2020a)	ve			Açık ekonomi modeli: Ülke, temsili bir hane halkı, bir finans sektörü ve bir merkez bankası	Küçük bir açık gelişen piyasa ekonomisinde sermaye akımlarında Ani Duruş'u önlemek için döviz müdahalesinin kullanılabileceğini göstermektedir. Rezerv birikimi, ani duruş riskini azaltarak önceden fayda sağlarken, müdahale verimsiz kaldıraç azaltmayı sınırlayarak sonradan fayda sağlamaktadır. Ancak müdahalenin kendisi kısıtlamalarla karşı karşıya kalmaktadır. Merkez bankasının rezerv stoğu düşük olduğunda, döviz müdahalesi bile Ani Duruş'u engelleyememektedir.
Davis diğerleri (2020b)	ve	1970–2015	EMBI+ kapsamındaki ekonomiler: Cezayir, Arjantin, Azerbaycan, Beyaz Rusya, Belize, Brezilya, Bulgaristan, Şili, Çin, Kolombiya, Fildişi Sahili, Hırvatistan, Dominik Cumhuriyeti, Ekvador, Mısır Arap Cumhuriyeti, El Salvador, Gabon, Gürcistan, Gana, Yunanistan, Guatemala, Macaristan, Hindistan, Endonezya, Irak, Jamaika, Ürdün, Kazakistan, Kore Cumhuriyeti, Lübnan, Litvanya,	Panel	Küçük bir açık ekonomide Ani Duruş'un ortaya çıkabileceği basit bir model çalışması sonucunda acentelerin kaldıraçlarını azaltmalarının teminat fiyatı üzerindeki etkisini içselleştirmemelerinde maddi bir dışallık vardır ve bu nedenle dünya risksiz faiz oranındaki nispeten küçük bir artış için bile ekonomi ani bir duruş dengesine düşebilmektedir. Kaldıraç düşürmenin teminat fiyatı üzerindeki etkisini içselleştiren bir politika yapıcı, ekonomiyi bu Ani Duruş dengesinin dışında tutmak için politika belirleyecektir. Dünya risksiz faiz oranındaki artıştan kaynaklanan Ani Duruş'a karşı koruma sağlamak için merkez bankası tarafından tutulan optimal yabancı tahvil stokunu belirlemek için bir rezerv stoku tutmanın marjinal maliyetlerini ve marjinal faydalarını değerlendirmek için bir çerçeve sunmaya çalışılmıştır.

	Malezya, Meksika, Moğolistan, Fas, Namibya, Nijerya, Pakistan, Panama, Peru, Filipinler, Polonya, Rusya Federasyonu, Senegal, Güney Afrika, Sri Lanka, Tayland, Trinidad ve Tobago, Tunus, Türkiye, Ukrayna, Uruguay, Venezuela RB, Vietnam, Zambiya Gelişmiş ekonomiler: Avusturya, Avustralya, Kanada, Çek Cumhuriyeti, Danimarka, Estonya, Finlandiya, Fransa, Almanya, İzlanda, İrlanda, İsrail, İtalya, Japonya, Letonya, Hollanda, Yeni Zelanda, Norveç, Portekiz, Slovakça Cumhuriyet, Slovenya, İspanya, İsveç	
--	--	--

David ve Gonçalves (2021)	1970Q1 2018Q2	-	165 lke	Panel	Dalgalı dvız kuru rejimlerine sahip ülkelerin, daha katı rejimlere sahip ülkelere göre daha kısa büyüme azaltıcı Ani Duruş'lar yaşamasıdır. Sabit ve esnek dvız kuru rejimleri üzerine 1990'ların hararetli politika tartışmasını farklı bir açıdan yeniden ele alınmış ve esnek dvız kurlarının bir başka önemli şok emici rolünü ortaya çıkarmışlardır.
Collode (2021)	1995Q4- 2017Q1		31 gelişmekte olan lkeler- Arjantin, Bangladeş, Beyaz Rusya, Bolivya, Brezilya, Bulgaristan, şili, Kolombiya, Ekvador, El Salvador, Guatemala, Macaristan, Hindistan, Endonezya, Kazakistan Malezya, Meksika, Pakistan, Peru, Filipinler, Polonya, Kore Cumhuriyeti, Romanya, Rusya Federasyonu, Güney Afrika, Sri Lanka, Tayland, Türkiye, Ukrayna, Uruguay, Venezuela	Panel	alışma yerel ve küresel faktörlerin bir kriz olasılığı üzerindeki marjinal etkisi arasında neredeyse bir denklik bulmakta: bu sonuç, erken uyarı sistemlerin yalnızca bir gözetim olarak değil, aynı zamanda politika yapıcılar için mevcut bir istikrar aracı olarak oynayabileceği rolü vurgulanmaktadır.

Gomez diğerleri (2021)	ve	1980Q1- 2015Q4	62 ülke Latin Amerika ve Karayipler; Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Kosta, Rika Ekvador, Meksika, Panama, Paraguay, Peru, Uruguay OECD; Avustralya, Avusturya, Belçika, Kanada, Çekya, Danimarka Estonya Finlandiya Fransa Almanya Yunanistan Macaristan İzlanda İrlanda İsrail İtalya Japonya Letonya Litvanya Lüksemburg Hollanda Yeni Zelanda Norveç Polonya Portekiz Slovakya Slovenya İspanya İsveç İsviçre Birleşik Krallık Amerika Birleşik Devletleri Gelişen ve diğerleri; Bulgaristan Cape Verde Hırvatistan	Panel	Birçok ülkeyi mali kuralın getirilmesinin hem ülke riskini hem de Ani Duruş olasılığını azalttığı için ülkeler için faydalı olduğunu gösterilmektedir. Etkiler, gelişmekte olan piyasa ekonomileri için gelişmiş ülkelere göre daha büyüktür. Finansal kuralların uygulanmasının ek bir faydasının hükümetlerin finansman maliyetlerini azaltmak ve uluslararası sermaye akımlarında daha fazla istikrar sağlamak olduğunu gösterilmiştir. Bu avantaj, sermaye akımının arttığı ve tersine dönmelerin genel makroekonomik istikrarsızlığa yol açtığı yükselen piyasa ekonomileri için özellikle önemlidir.
------------------------------	----	-------------------	--	-------	---

		Kıbrıs Gürcistan Hindistan Endonezya Malezya Malta Mauritius Moğolistan Karadağ Namibya Pakistan Romanya Sırbistan Singapur Sri Lanka Uganda		
BIS (2021)	2000Q1-2018Q4	33 gelişmekte olan ülke (Arjantin, Ermenistan, Azerbaycan, Bolivya, Brezilya, Bulgaristan, Şili, Çin, Kolombiya, Kosta Rika, Ekvador, El Salvador, Gürcistan, Guatemala, Macaristan, Endonezya, Ürdün, Makedonya, Malezya, Mauritius, Meksika, Fas, Paraguay, Peru, Filipinler, Polonya, Romanya, Rusya Federasyonu, Güney Afrika, Tayland, Türkiye, Ukrayna ve Uruguay)	Panel regresyon ve makine öğrenimi	ABD para politikasındaki sıkılaştırma, KFK sonrası portföy tahvil akımlarında Ani Duruş olasılığını artırırken, küresel riskten kaçınmanın önemsiz olduğu ortaya tespit edilmiştir. KFK'den sonra daha güçlü yerel büyümenin her tür akışta Ani Duruş olasılığını azalttığına dair sağlam kanıtlar tespit edilmiştir. Potansiyel yayılma etkileri, bir ülkedeki ani duruş komşu ülkelerde Ani Duruş olasılığını önemli ölçüde artırması bakımından öne çıkmaktadır.

EK-2. Uluslararası Sermaye Hareketleri Literatür Tablosu

YAZARLAR	ÇALIŞMA YILI	ÜLKE SAYISI	YÖNTEM	BULGULAR
Calvo ve diğerleri (1993)	1988-1991	10 Latin ülkesi (Arjantin, Bolivya, Brezilya, Şili, Ekvador, Meksika, Peru, Uruguay, Venezuela)	VAR	Dikkate alınan çoğu durumda, yurtdışındaki faiz oranlarındaki artışın bu ülkelerden sermaye çıkışına neden olduğunu doğrulamaktadır. ABD faiz oranlarındaki düşüşün, diğer her şey eşit olduğunda, kafa karıştırıcı olmasına rağmen, resmi rezervlerin birikmesine ve çoğu ülkede reel döviz kurunun değerlendirilmesine yol açacağını göstermektedir.
Chuhan ve diğerleri (1993)	Ocak 1988-Eylül 1992	9 Latin Amerika ve 9 Asya ülkesi	Panel	ABD faiz oranlarındaki düşüş ve ABD sanayi üretimindeki yavaşlama gibi küresel faktörlerin sermaye girişlerini açıklamada önemli olmasına rağmen, gelişmekte olan ülkelerdeki yurtiçi faktörlerin bu akımları belirlemede en az onun kadar önemli olduğunu görülmektedir.
Fernandez-Arias (1996)	1989- 1992 ve 1993'ün ilk yarısı	13 ülke	Panel	Küresel faiz oranları yakında daha yüksek seviyelere dönerse, son zamanlardaki sermaye girişlerinin sürdürülemez olduğu ortaya çıkacaktır.
Taylor ve Sarno (1997)	1988-1992	9 Latin Amerika ülkesi (Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Ekvador, Jamaika, Meksika, Uruguay ve Venezuela) ve 9 Asya ülkesi (Çin, Hindistan, Endonezya, Kore Cumhuriyeti, Malezya,	Panel	Uzun vadeli hisse senedi ve tahvil akımlarının küresel ve ülkeye özgü faktörlere yaklaşık olarak eşit derecede duyarlı olduğuna ve dolayısıyla her iki değişken grubunun da dikkate alınan gelişmekte olan ülkelere ABD portföy akımlarını açıklamaya yardımcı olduğuna dair kesin kanıtlar sunmaktadır.

		Pakistan, Filipinler, Tayvan (Çin) ve Tayland)		
Kim (2000)	1957-1995 1980-1995 1976-1995 1970-1995	Meksika, Şili Kore Malezya	VAR	Dört gelişmekte olan ülkedeki (Meksika, Kore, Şili ve Malezya) sermaye hareketlerinin büyük ölçüde dünya faiz oranlarındaki düşüşler ve sanayileşmiş ülkelerdeki durgunluk gibi dış nedenlerden kaynaklandığını bulunmuştur. Ülkeye özgü üretkenlik şokları ve talep şokları dahil olmak üzere yerel faktörler nispeten daha az önemlidir.
Baek (2006)	1989- 2002	Latin Amerika ülkeleri (Arjantin, Brezilya, Şili, Meksika ve Venezuela) Asya ülkeleri (Endonezya, Kore, Filipinler ve Tayland)	Regresyon	Yabancı portföy yatırımını çeken ve iten faktörlerin Asya ve Latin Amerika ekonomileri arasında farklılık gösterdiğini ortaya koyulmaktadır. Asya'daki portföy yatırımı, ağırlıklı olarak yatırımcıların risk iştahı ve diğer dış faktörler tarafından yönlendirilirken, elverişli iç ekonomik koşullar portföy yatırımcılarını çekmede ihmal edilebilir bir rol oynamaktadır. Öte yandan, Latin Amerika ekonomilerindeki portföy yatırımlarının, bir şekilde güçlü ekonomik büyüme tarafından çekilmekte ve ayrıca piyasanın risk iştahı tarafından değil, dış finansal faktörler rol oynamaktadır.
Hooper ve Kim (2007)	2000	35 ülke	Regresyon	DYY akımları için yolsuzluk ve ekonomideki opaklıklara yanıt olarak önemli ölçüde daha düşük sermaye akımları bulunmuş; portföy akımları için ekonomi ve muhasebe opaklıkları ve bankacılık akımları için yasal, muhasebe ve düzenleyici opaklıklar bulunmuştur. Ancak daha da ilginç, DYY akımları için daha yüksek muhasebe ve düzenleyici opaklıklarla ilişkili sermaye akımlarında önemli bir artış bulunmuş; portföy akımları için yolsuzluk ve düzenleyici opaklıklar ve bankacılık akımları için yolsuzluk ve ekonomik opaklıklar bulunmuştur.

Wei ve diğerleri (2010)	1996-2005	94 gelişmekte olan ülke	Regresyon	Uluslararası kurumların IMF program duyurularının yayınlandığı aylarda yatırımlarını artırdıklarına dair güçlü kanıtlar bulunmuştur. Bu, IMF programlarının krizdeki ülkelere yardımcı olarak görülme eğiliminde olduğu ve dolayısıyla yatırımcıların bu ekonomilere olan güvenini artırma eğiliminde olduğu anlamına gelmektedir.
Raddatz ve Schmukler (2011)	1996-2010	124 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler	Panel	Hem yatırımcılar hem de yöneticiler ülke getirilerine ve krizlerine tepki vermekte ve yatırımlarını önemli ölçüde ayarlamaktadır. Yatırım fonu varlıkları, zaman içinde önemli ölçüde ve döngüsel olarak dalgalanır. Yatırım fonlarından sermaye akımlarının istikrar sağlayıcı bir rolü olmadığı ve portföylerindeki ülkeleri dış şoklara maruz bıraktığı görülmektedir. Ülke getirileri değiştiğinde veya krizler grev yaptığında hem yatırımcıların hem de yöneticilerin tüm portföydeki yatırımlarını ayarlayarak yanıt verdiğini ve böylece ülkeler arasında şoklar yaydığı tespit edilmiştir. Dahası, davranışları döngüsel olma eğilimindedir.
Jotikasthira ve diğerleri (2009)	1996-2008	25 gelişmekte olan ülke	Panel	Finansal şokların uluslararası sınırların ötesine iletildiği kanallar hakkında yeni kanıtlar sunmuşlardır. Gelişmiş ülkelerde yerleşik çok sayıda küresel yatırım fonunun yaşadığı fon şoklarının, dünya çapında yirmi beş gelişmekte olan piyasada bu fonlar tarafından zorunlu portföy yeniden tahsisine yol açtığını bulunmuştur. Belki daha da önemlisi, gelişmekte olan hisse senedi piyasalarının ağırlıklı olarak bu fon şoklarına en çok maruz kalan küresel fonlara ait olduğu zamanlarda, gelişmiş hisse senedi piyasaları ile önemli ölçüde yüksek korelasyonlara sahip olduklarını da görülmektedir. Küresel yatırım yöneticilerinin ve karşılaştıkları kısıtlamaların, gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalar arasındaki finansal şoklar için önemli bir aktarım kanalı oluşturduğu sonucuna varmışlardır.
Puy (2013)	2001-2011	80 ülke	Regresyon	Uluslararası fon akımlarının, özellikle de gelişmekte olan ülkeler için, son derece döngüsel olma eğiliminde olduğunu, fonların ülke içinde finansal koşullar kötüleştiğinde (yani, gelişmiş piyasalarda) tüm ülkelere maruziyetlerini azalttığını ve evdeki koşullar iyileştiğinde bunları artırdığını bulunmuştur. Aynı zamanda küresel bulaşmaya dair güçlü kanıtlar bulunmuştur. Küresel dalgalar gelişmiş ülkelerde ortaya çıksa da yükselen piyasaların finansmanı çok daha fazla etkilenmektedir. Gelişmiş piyasa yatırımcılarının “itici” etkilerinin, büyük ölçüde gelişmekte olan ülkeleri etkilediğini göstermektedir.

Kaminsky ve diğerleri (2004)	Nisan 1993'ten Ocak 1999'a	Brezilya, Meksika, Asya, Rusya, ABD	Momentum ticareti ve bulaşma ticareti testi	Yükselen piyasa yatırım fonlarının gerçekten de momentum ticaretine girdiğini gösterilmektedir. Stratejileri olumlu bir ivme sergiler sistematik olarak kazananları satın almakta ve kaybedenleri satmaktadırlar. Bunun nedeni hem fon yöneticileri hem de fon yatırımcıları (ikincisi itfa/giriş yoluyla) tarafından yapılan momentum ticaretidir. Eş zamanlı momentum ticareti, krizler sırasında daha güçlüdür ve yöneticiler ve yatırımcılar için eşit derecede güçlüdür. Gecikmiş momentum ticareti, fon yöneticileri için daha güçlüdür. Ayrıca bulaşma ticaretinin ilk kanıtını da sağlamış: fonlar, varlık fiyatları bir başka ülkede düştüğünde (yükseldiğinde) bir ülkeden sistematik olarak varlık satmakta (satın almakta) dır. Bulaşma ticareti hem yöneticiler hem de yatırımcılar tarafından uygulanmaktadır, ancak yatırımcılar arasında daha yaygındır.
Daude ve Fratzscher (2006)	1999-2003	77 ülke	Panel	Her tür yatırım için DYY, portföy hisse senetleri, borç senetleri ve krediler için böyle bir hiyerarşi düzeninin gerçekten var olduğunu göstermişlerdir. Bu hiyerarşi düzeninin iki temel belirleyicisine odaklanılmaktadır. Bunlar bilgi sürtüşmeleri ve ev sahibi ülke kurumlarının kalitesidir. Genel olarak, özellikle DYY ve bir dereceye kadar da kredilerin, portföy öz sermayesine ve borç menkul kıymetlerine yatırımdan daha fazla bilgi sürtüşmelerine karşı önemli ölçüde daha duyarlı olduğunu bulunmuştur. Ayrıca, bir ülkenin aldığı DYY'nin payının ve boyutunun ev sahibi ülkelerdeki kurumsal faktörlere büyük ölçüde duyarlı olduğunu, portföy yatırımının ise kurumların kalitesine açık ara en duyarlı olduğunu göstermişlerdir.
Becker ve Noone (2008)	1980Q1-2005Q4	6 gelişmiş sanayi ekonomisi (Avustralya, Almanya, Japonya, İsveç, Birleşik Krallık ve Amerika Birleşik Devletleri) 3 Doğu Asya ekonomisi (Kore, Filipinler ve Tayland),	Panel	Farklı sermaye biçimleri arasındaki ikame edilebilirliğin sanayi ekonomileri için yükselen piyasa ekonomilerine göre daha güçlü olduğu göz önüne alındığında, sermaye akımlarına ve finansal piyasa gelişimine açıklığın sermaye ve cari hesaplardaki genel istikrar ile olumlu bir şekilde ilişkili olabileceğini önerilmektedir. Bununla birlikte, gelişmiş sanayi ekonomilerinde genel sermaye hesabının istikrarının, sermaye akımlarının yapısal özelliklerine atfedilmesinin pek olası olmadığını düşünülmektedir. Bunun yerine, bu ülkeler muhtemelen küresel pazarlara daha sorunsuz entegre olmalarını sağlayan belirli ön koşulları karşılanmakta ve bu da dış hesaplarına yansıtılmaktadır.

		3 Latin Amerika ülkesi (Arjantin, Brezilya ve Meksika)		
Neumann ve diğerleri (2009)	1973-2000	26 ülke (15 olgun ekonomi ve 11 yükselen piyasa)	Regresyon	Farklı sermaye akımlarının finansal serbestleşmeye farklı tepki verdiği bulunmuştur. Şaşırtıcı bir şekilde, portföy akımları sermaye serbestleşmesine çok az tepki gösterirken, doğrudan yabancı yatırım akımları, özellikle dikkate alınan yükselen piyasalar için oynaklıkta önemli artışlar gösterilmektedir. Özellikle, finansal serbestleşmenin yükselen piyasalar için doğrudan yabancı yatırım girişleri üzerinde önemli bir olumlu etkisi olduğu görülüyor ve bu da finansal serbestleşmeyle bağlantılı oynaklıkta artışlara işaret edilmektedir. Hem portföy öz sermayesi hem de borçtan oluşan portföy sermaye akımları, farklı özelliklerde gelişmekte olan piyasalar için önemsiz tepkiler gösterme eğilimindedir.
Cardarelli ve diğerleri (2010)	1987-2007	52 ülke	Panel	Büyük sermaye girişlerinden kaynaklanan istikrar sorunlarının, önemli cari hesap dengesizlikleri olan ülkeler için en ciddi olduğunu ima edilmektedir. Özellikle görece esnek olmayan döviz kuru politikaları bağlamında, politika yapıcılarının aşırı ısınmayı ve çıktı istikrarsızlığını önlemek için kullanılabilecek en etkili aracın mali kısıtlama olması muhtemeldir. Sermaye girişleri başladığında bir merkez bankası başlangıçta nominal döviz kuru değerlenmesine direnmek için müdahale etse bile, girişler devam ederse bu duruşun kademeli olarak gevşetilmesi gerektiğini göstermektedir. Ayrıca yurt içi finansal piyasaların kalitesi de önemlidir.
Jinjaraka ve Zheng (2010)	2003-2009	(1) Yükselen Asya (Asya, Japonya hariç yalnızca Asya ülkelerine yatırım yapan fonlar dahil); (2) Yükselen Avrupa bölgesel, Orta Doğu ve Afrika (EMEA);	VAR	İyi belgelenmiş olumlu geri bildirim ticaretinin, genel olarak gelişmekte olan piyasa fonlarının finansal paniğe yeni yatırım çekmesinin daha zor olduğu sakin bir dönem olgu olduğunu görülmektedir. Getiri üzerindeki akımın tahmin gücü, sakin dönemde fiyat baskısı ve bilgi etkilerinin birleşiminden kaynaklanırken, finansal paniğe enformasyon etkisi hakimdir. Gelişmekte olan piyasa fonları arasındaki akımın altında yatan ortak hareketler veya bulaşıcılık, akım ve getiri arasındaki ilişkiyi etkilemektedir. Genel olarak, bulgularımız, akım ve geri dönüş analizinde devlete bağlı dinamiklerin yanı sıra bölgeler arası ortak hareketlerin veya bulaşmanın da hesaba katılmasının önemini vurgulamaktadır.

		(3) Latin Amerika (Latin) ve (4) Küresel Gelişen Pazar (GEM, Asya, EMEA ve Latin'de yatırım yapan fonlar dahil).		
Milesi-Ferretti ve Tille (2011)	1993 Q1 - 2009 Q4	75 ülke	Panel	Sermaye akımındaki daralmanın büyüklüğü ile kriz öncesi diğer makroekonomik koşullar arasında güçlü bir sistematik ilişki tespit etmek daha zor olsa da kanıtlar, sermaye girişlerindeki düşüşün büyüme ve mali görünümdeki aşağı yönlü revizyonların boyutuyla ticaret ortaklarında büyüme düşüşlerinin yanı sıra bağlantılı olduğunu göstermektedir. Gelişmekte olan piyasalar için, kanıtlar ayrıca ticaret ve emtia fiyatlarının ihracat gelirleri üzerindeki etkisiyle işleyen sermaye akımları arasında bir bağlantı olduğunu göstermektedir.
Broner ve diğerleri (2010)	1970-2009	103 ülke (Yüksek gelir Ülkeler, Orta Gelir Ülkeler, Düşük Gelir Ülkeler)	Panel	Brüt sermaye akımlarının davranışı hakkında bir dizi önemli, stilize edilmiş gerçek sunulmaktadır. Brüt sermaye akımlarının oynaklığı zamanla artarken, bu artış aynı büyüklükte daha değişken net sermaye akımlarına dönüşmemiştir. Brüt sermaye akımları döngüseldir. Toplam brüt sermaye akımları krizler sırasında, özellikle şiddetli krizler ve sistemik krizler sırasında önemli ölçüde düşer. Rezervler orta ve düşük gelirli ülkelerde önemli bir rol oynamasına ve DYY akımlarının diğer akım türlerinden daha az etkilenmesine rağmen, krizler sırasında brüt sermaye akımlarının davranışı tek bir bileşen tarafından yönlendirilmez.
Fratzscher (2012)	Kasım 2005-22 Kasım 2010	50 ülke	Panel	Belirli kriz olayları, küresel likidite ve risk koşullarındaki değişiklikler gibi ortak şokların küresel sermaye akımları üzerinde önemli bir etki yarattığını göstermektedir. Ayrıca, bu tür küresel faktörlerin etkileri kriz sırasında önemli ölçüde değişmiştir. Özellikle riskteki artış ve önemli kriz olayları, kriz sırasında birçok EME'den bazı AE'lere akımların yeniden tahsis edilmesini tetiklerken, kriz öncesi ve sonrasında tam tersi bir etkiye sahip oldular, bu da kriz sırasında "emniyete uçuş" hipotezi ile tutarlıydı. Ortak şoklara karşı ülkeler arası heterojenliğin çoğunun ülkeye özgü belirleyicilerle ilişkili olduğu ve bu etkilerin gerçekten ekonomik olarak anlamlı olduğudur.

Forbes ve Warnock (2012)	1980-2009	58 yükselen ve gelişmiş ekonomi	Regresyon	Küresel faktörlerin ve özellikle küresel riskin, yerli ve yabancı yatırımcılar tarafından aşırı sermaye akımı dönemlerini anlamının anahtarı olduğunu ortaya koyuyor. Küresel riskteki artışlar, yabancıların sermaye akımlarında Ani Duruş'ları ve yerli yatırımcıların sermaye akımlarında kesintiye gitmelerini öngörülmektedir. Küresel riskteki azalmalar, yabancıların sermaye girişlerindeki artışları ve yerli yatırımcıların sermaye çıkışlarındaki kaçışını öngörmektedir. Küresel büyüme ayrıca belirli dönem türlerini (dalgalanmalar, duruşlar ve kesintiler) öngörebilmektedir. Finansal bağlantılar, ticaret akımları veya basit coğrafi yakınlık yoluyla bulaşma da önemlidir. Bölümlerde yerel faktörlerin daha az önemli bir role sahip olduğunu göstermektedir. Sermaye akım dalgalılarının dinamiklerini anlamak için yabancı ve yerli yatırımcıların sermaye akımlarını ayırmanın önemli olduğunu göstermektedir.
Broner ve diğerleri (2013)	1970-2009	103 ülke	Panel	Brüt sermaye akımları hem mutlak olarak hem de net sermaye akımlarının boyutu ve oynaklığına göre büyük ve değişkendir. Bu model 2000'lerde 1970'lerden daha güçlüdür. Bunun nedeni, brüt sermaye akımlarının oynaklığı arttıkça, brüt sermaye girişleri ile çıkışları arasındaki pozitif korelasyonun da artmasıdır. Brüt sermaye akımları döngüseldir. Genişlemeler sırasında hem brüt sermaye girişleri hem de çıkışlar artar ve ekonomik gerileme dönemlerinde azalır. Krizler sırasında, yatırımcılar dış piyasalardan çekildiği için toplam brüt sermaye akımları çöker. Küresel krizler sırasında meydana gelenler daha güçlü olmasına rağmen, bu tasarruflar hem yerel hem de küresel krizler sırasında ortaya çıkar. Ayrıca, bu tasarruflar bankacılık, para birimi ve borç krizleri sırasında meydana gelir. Krizler sırasında tasarruflar, doğrudan yatırımlar, diğer yatırımlar, portföy borcu ve portföy öz sermayesi dahil olmak üzere her tür brüt sermaye akımı için gerçekleşir. Rezervlerin davranışı gelir gruplarına göre farklılık gösterir ve orta gelirli ülkelerde önemli bir rol oynar ve yüksek gelirli ülkelerde hiçbir rol oynamaz. Krizlerin, ülke riski veya asimetrik bilgi varlığında olduğu gibi, yerli ve yabancı ajanları asimetrik olarak etkilediği modellerle kanıtlar daha tutarlıdır.

Rey (2018)	1990Q1-2012Q4	7 Bölge Kuzey Amerika (2), Latin Amerika (8), Orta ve Doğu Avrupa (14), Batı Avrupa (20), Gelişmekte Olan Asya (4), Asya (4), Afrika (1)	Panel	Sermaye akımlarında, varlık fiyatlarında ve kredi büyümesinde küresel bir finansal döngü vardır. Bu döngü, piyasaların belirsizliği ve riskten kaçınma ölçüsü olan VIX ile birlikte hareket eder. Daha fazla kredi girişi olan ülkelerdeki varlık piyasaları küresel döngüye daha duyarlıdır. Küresel finansal döngü, ülkelerin belirli makroekonomik koşullarıyla uyumlu değildir. Belirtiler, finansal krizlerin en iyi tahmin edicileri arasında yer alan, iyi huylu varlık fiyat balonlarından ve aşırı kredi oluşumuna kadar gidebilir. Bir VAR analizi, küresel finansal döngünün belirleyicilerinden birinin, küresel bankaların kaldırıcını, sermaye akımlarını ve uluslararası finansal sistemdeki kredi büyümesini etkileyen merkez ülkedeki para politikası olduğunu göstermektedir. Sermayenin serbestçe hareket ettiği her durumda, küresel finansal döngü, döviz kuru rejiminden bağımsız olarak ulusal para politikalarını kısıtlar.
Hau ve Lai (2013)	Temmuz 2002-Haziran 2007	ABD'deki finansal olmayan hisse senetleri	Panel	Sıkıntılı öz sermaye fonlarına olan sahiplik bağlantıları, en çok maruz kalan finansal olmayan hisse senetlerinin büyük geçici düşük performansına yol açmaktadır. Sıkıntılı hisse senedi fonları, portföylerinde daha iyi performans gösteren hisse senetlerini tercih edilen tasfiye seçeneği haline getirir, bu da yangın satış indirimlerinin yüksek getiri oranlarındaki hisse senetleri arasında kümelenmesi anlamına gelmektedir. Genel fon sahipliği daha yüksek olan hisse senetleri kriz boyunca genellikle daha iyi performans göstermektedir. Bulgularımız, aynı zamanda, Amihud likidite azlığı ölçüsü, alacak satış oranı, fiyat defter oranı, kaldıraç oranı, kısa vadeli borç varlık oranı ve temettü verimi gibi çeşitli firma özelliklerinin kontrolü için de buna ek olarak endüstri tarafından sabit etkileri de sağlamdır.
Miranda-Agrippino ve Rey (2015)	1980-2010	7 bölge 54 ülke	Panel	Bir küresel faktörün, dünyadaki riskli varlık fiyatlarının getirilerinin büyük bir kesitinin varyansının önemli bir bölümünü açıkladığını göstermektedir. Stilize edilmiş bir model kullanarak, bu faktörün dünya hisse senedi piyasalarındaki toplam oynaklıktaki hareketleri ve zamanla değişen piyasa riskinden kaçınmayı yansıttığı şeklinde yorumlanabileceğini bulunmuştur. Dolar küresel araçlar için önemli bir fonlama para birimi ve büyük portföylerin dünya çapındaki kısmı dolar cinsindendir. ABD'den dünyanın geri kalanına güçlü para politikası yayılmalarına dair kanıtlar tespit edilmiştir. ABD Federal Rezervi sıkılaştığında, yurt içi üretim, yatırım ve enflasyon daralır. Ancak, daha da önemlisi, uluslararası finansal değişkenlerde de önemli hareketler görülmekte: varlık fiyatlarındaki küresel faktör düşmekte, spreadler yükselmekte, küresel yerel ve

				sınır ötesi krediler çok önemli ölçüde düşmekte ve ilk olarak ABD broker bayileri arasında ve küresel Euro bölgesi ve İngiltere'deki bankalar, ardından ABD ve Avrupa'daki daha geniş bankacılık sektörü arasında kaldıraç düşmektedir. Ayrıca, Birleşik Krallık'ta ve Euro bölgesinde para politikası oranlarının içsel bir tepkisine dair kanıtlar tespit edilmiştir. Bu nedenle, ABD para politikasının Küresel Mali Döngünün önemli bir itici gücü olduğunu görülmektedir.
Aizenman ve diğerleri (2014)	27 Kasım 2012-3 Ekim 2013	16 kırılğan ülke 20 gelişmiş ülke	Panel	Çok kısa vadede (duyuruyu takip eden 24 saat) azalmanın, kırılğan olanlara kıyasla güçlü EM'lerde finansal koşulların daha keskin kötüleşmesiyle ilişkili olduğunu bulunmuştur. Yüksek kaliteli kurumlar veya düşük kamu borcu şeklindeki "iyi" temellerin yalıtım sağlama eğiliminde olduğu tespit edilmiştir. Yükselen piyasa varlık fiyatlarının en çok FED Başkanı Bernanke'nin açıklamalarına ve diğer FED yetkililerine çok daha az tepki verdiğini görülmektedir. Gelişmekte olan piyasaları temelleri "sağlam" olanlar (cari hesap fazlaları, yüksek uluslararası rezervler ve düşük dış borç) ve "kırılğan" temellere sahip olanlar olarak gruplandırdık ve ilginç bir şekilde, sağlam grubun döviz kurlarının (ve hisse senedi fiyatlarının ve CDS marjlarının daha az uzatılmasının) kırılğan gruba göre tapering haberlerden daha fazla olumsuz etkilendiği tespit edilmiştir. Bununla birlikte, bir ay sonra incelen duyuruların kümülatif etkileri hem güçlü hem de kırılğan gelişmekte olan piyasalar için oldukça benzer görünmektedir.
Eichengreen ve Gupta (2015)	2010-2012	Doğu Asya ve Pasifik (9), Orta Doğu ve Kuzey Afrika (5), Güney Asya (3), Avrupa ve Orta Asya (19), Latin Amerika ve Karayipler (13), Sahra-altı Afrika (4)	Panel	Portföylerini yeniden dengelemek isteyen yatırımcıların, hedef ülke büyük ve likit bir piyasaya ve yabancı sermayenin varlığına sahip olduğunda bunu daha kolay ve rahat bir şekilde yapabilmeleri olarak yorumlanmaktadır. Bu, bir ülke sınırlarının ötesinden gelen finansal şoklara maruz kaldığında, büyük ve likit bir pazara sahip olmanın karışık bir nimet olabileceğini düşündürmektedir. Önceki dönemde kontrollerin varlığının veya sıkılaştırılmasının sivrilme konuşmalarından izolasyon sağladığına dair çok az kanıt vardır. Daha da önemlisi, genel olarak tanımlanmış makro ihtiyati politikaların, yabancı sermaye girişlerine tepki olarak reel döviz kurunun değerlendirilmesini sınırlamak ve cari açığı genişletmek için kullanıldığını düşünülmektedir.

Puy (2016)	2001 -2011 özsermaye 2005 -2011 tahvil	58 ülke 73 ülke 7 bölge (i) North America, (ii) Latin America, (iii) Developed Europe, (iv) Emerging Europe, (v) Middle East and Africa, (vi) Developed Asia and (vii) Emerging Asia	Regresyon	Küresel bulaşmaya dair güçlü kanıtlar bulunmuştur. Gelişmiş piyasalardaki finansal koşullar değiştiğinde, gelişmekte olan piyasaların finansmanı büyük ölçüde etkilenmektedir. Bu bulguyu, bulaşmanın nerede ve hangi yoğunlukta yayıldığını gösteren bulaşma haritaları türeterek açıklanmıştır. Genel olarak, sonuçlar, gelişmiş piyasa yatırımcılarının itici etkilerinin, kitlesel olarak gelişmekte olan ülkeleri etkilediğini ve onları ani duruş ve dalgalanmalara maruz bıraktığını göstermektedir. Sonuçlar:1) hisse senedi ve tahvil akımlarında kesin dünya ve bölgesel dinamikleri tanımlar. Sadece bir avuç ülkenin tek başına fon aldığını / kaybettiğini görülmektedir. 2) hem hisse senedi hem de tahvil akımlarında küresel bulaşmaya dair güçlü kanıtlar tespit edilmiştir. Gelişmiş piyasalarda yüksek (düşük) finansal stres dönemleri ve kötü (iyi) makroekonomik görünüm, dünya düzeyinde öz sermaye ve tahvil çıkışları (girişleri) ile ilişkilendirilmektedir. Bu küresel dalgalar, gelişmiş "çekirdek" ülkelerden kaynaklansa da yükselen pazarların finansmanı, gelişmiş pazarlardan çok daha fazla etkilenmektedir. 3) küresel bulaşmaya karşı böylesi bir duyarlılığın belirleyicilerini resmi olarak araştırdıktan sonra, siyasi riskin düzeyinin yanı sıra fonun konumu ile alıcı ülke arasındaki mesafenin bulaşma duyarlılığının en iyi belirleyicileri olduğu tespit edilmiştir. Sonuçlarımız, mesafenin ve politik riskin yatırımcıların ve yöneticilerin gözünde ana risk kriterleri olduğunu ve bu nedenle kırılgan gelişmekte olan ülkeleri Ani Duruş'lara (veya dalgalanmalara) maruz bıraktığını göstermektedir.
Ghosh ve diğerleri (2014)	1980-2011	56 gelişmekte olan ülke	Regresyon	ABD faiz oranları ve yatırımcı riskinden kaçınma gibi küresel faktörlerin, gelişmekte olan ülkelere sermayenin ne zaman artacağını belirleyen "bekçiler" olarak hareket ettiği tespit edilmiştir. Bununla birlikte, belirli bir EME'nin bir artış alıp almadığı ve bu artışın büyüklüğü, büyük ölçüde, dış finansman ihtiyacı, sermaye hesabı açıklığı ve döviz kuru rejimi gibi yerel faktörlere bağlıdır. Varlık akımlarının istisnai davranışından (yurt içi yerleşikler tarafından yabancı varlıkların geri dönüşü) kaynaklanan dalgalanmalar ile yükümlülük akımlarının (ülkeye yerleşik yerleşik olmayan yatırımlar) istisnai davranışından kaynaklanan dalgalanmalar arasında ayırım yapmak, ikincisinin küresel faktörlere ve bulaşmaya nispeten daha duyarlı olduğunu gösterilmektedir.

Bluedorn ve diğerleri (2013)	1980-2011	150 ülke	Panel	Özel sermaye akımlarının, zaman içinde tüm noktalarda, gelişmiş veya gelişmekte olan tüm ülkeler için tipik olarak değişken olduğunu tespit edilmiştir. Banka, portföy borcu ve öz sermaye akımları dahil olmak üzere çoğu akım türü için geçerlidir. Gelişmiş ekonomiler, gelişmekte olan piyasalara kıyasla, giriş türleri arasında daha fazla ikame edilebilirliğe ve brüt giriş ve çıkışlar arasında tamamlayıcılığa sahiptir; bu, bileşenlerin daha yüksek oynaklığına rağmen toplam net girişlerinin oynaklığını azaltmaktadır. Sermaye akımları ayrıca tüm ekonomilerde ve çoğu akım türünde düşük kalıcılık sergilemektedir. Yatırım yapan yabancıların ve yatırım yapan yerleşiklerin brüt akımları, küresel faiz oranları ve riskten kaçınma düşük olduğunda yükselir ve yüksek olduğunda tersine dönmektedir. Bununla birlikte, gelişmekte olan piyasalar için, brüt çıkışlar, bu tür koşullarda brüt girişlerdeki keskin artışı dengelemek için çok küçüktür, öyle ki net akımlar büyük ölçüde yabancı yatırımcılar tarafından yönlendirilmektedir. Gelişmiş ekonomiler için hem yabancılar hem de yerli yerleşikler, net akımların daha istikrarlı olması için küresel finansman koşullarının kolay olduğu durumlarda sınır ötesi yatırımlarını artırmaktadır.
Hossain (2013)	1991-2006	48 En Az Gelişmiş Ülke	Arellano-Bond GMM dinamik panel regresyon	Makroekonomik istikrar, ticari açıklık ve finansal sektör gelişiminin en az gelişmiş ülkelerin yönelik sermaye akımlarının genel belirleyicileri olduğunu göstermektedir. DYY akımları 1990'larda en az gelişmiş ülkelerin doğal kaynak arayan iken, 2000'lerde bu akımlar verimlilik arayışına dönüşmüştür. DYY'ların genellikle nispeten daha az gelişmiş en az gelişmiş ülkelere gittiğini göstermektedir. Öte yandan, resmi sermaye akımlarının (krediler ve hibeler), en az gelişmiş ülkelerin nispeten daha yüksek ekonomik kalkınma düzeyi ile ilişkili olduğu bulunmuştur. En az gelişmiş ülkelerdeki brüt sermaye girişlerinin değişen derecelerde kalıcı olmasına karşın, net sermaye akımlarının daha az kalıcı olduğunu, bu da en az gelişmiş ülkelerdeki kalkınma faaliyetlerinin finansmanı için sınırlı sermaye akımları anlamına geldiğini ileri sürmektedir.

Burger ve diğerleri (2015)	2006-2011	45 ülke 21 gelişmekte olan ülke ve 24 gelişmiş ülke Bunlarda kendi içlerinde bölgelere ayrılmaktadır.	Panel	Ortalama olarak ABD yatırımcılarının kriz sırasında EME yerel para cinsinden tahvil tahsislerini artırdıklarını ve yerel para EME tahvillerine yönelik bu yeniden tahsili kriz sonrası dönemde hızlandığını göstermektedir. ABD yatırımcılarının EME yerel para birimi tahvillerini homojen bir varlık sınıfı olarak görmediklerini, bunun yerine enflasyon dalgalanması, cari hesap bakiyeleri ve reel GSYİH büyüme oranları dahil olmak üzere makroekonomik temellere dayalı olarak EME'ler arasında ayrımcılık yaptığını göstermektedir. Finansal istikrar için ilginç sonuçlara sahiptir ve yerel para birimi tahvil piyasalarında erdemli ve kısır döngü olasılıklarını ayırt etmeye yardımcı olmaktadır.
Gauvin ve diğerleri (2014)	2004-2011	20 gelişmekte olan ülke	Regresyon	ABD politikası belirsizliğindeki artışların, gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy tahvili ve hisse senedi akımlarını azalttığı tespit edilmiştir. ABD makroekonomik politika belirsizliğinin gelişmiş ülkelerde yerleşik yatırımcılar için ortak bir fonlama şoku olarak hareket ettiği ve bunun da gelişmekte olan ülkelere akımları etkilediği hipotezi ile tutarlıdır. Ancak, AB politika belirsizliğindeki artışlar, politika belirsizliğinin kaynağının önemli olduğunu öne sürerek gelişmekte olan ülkelere doğru daha fazla portföy sermayesi girişini zorlama eğilimindedir. Gelişmekte olan ülkelere portföy girişleri, politika belirsizliği ve diğer itme/çekme faktörleri arasındaki ilişkideki doğrusal olmayan durumlar önemlidir. Küresel riskten kaçınmanın, gelişmekte olan ülkelere tahvil ve hisse senedi girişlerine yönelik politika belirsizliğinin büyüklüğünü belirlemedeki rolü, AB politikası belirsizliğinin portföy sermayesi girişleri üzerindeki etkisini değiştirmede ülkeye özgü ülke riskinin rolü ile tamamlanmaktadır. Sermaye hesabı açıklığı ve döviz rezervleri birikimi gibi politikalar, politika belirsizliğinin gelişmekte olan ülkelere portföy girişleri üzerindeki etkisini azaltma eğiliminde olsa da makroekonomik temellerin iyileştirilmesi ve dolayısıyla ülke risk primlerinin azaltılması, politika belirsizliğinin yeniden artması durumunda yüksek dış finansman ihtiyacı olan gelişmekte olan ülkelerin daha fazla öz sermaye akımından faydalanmasına yardımcı olacaktır.
Lim ve diğerleri (2015)	2000-2013	60 gelişmekte olan ülke	Panel	DYY, QE ile ilgili kanallara büyük ölçüde duyarsız kalırken, portföy akımları, paneldeki sonuçlarımızın çoğunu yönlendiriyor gibi görünmektedir.

Koepke (2015)	-	-	-	Gelişmekte olan piyasalara sermaye akımlarının itici güçleri hakkında hızla büyüyen ampirik literatürü gözden geçirilmektedir. İtici faktörlerin portföy akımları için en önemli, bankacılık akımları için biraz daha az ve DYY için en az önemli olduğu bulunmuştur. Çekme faktörleri üç bileşen için de önemlidir, ancak çoğu bankacılık akımları için önemlidir.
Broner ve diğerleri (2013)	1970-2009	Yüksek gelirli ülkeler (39), Orta Gelirli Ülkeler (26), Düşük Gelirli Ülkeler (38)	Panel	Yabancılar bir ülkeye yatırım yaptığında, yerli acenteler yurtdışında yatırım yapma eğilimindedir ve bunun tersi de geçerlidir. Genişlemeler sırasında, yabancılar daha fazla sermaye getirme eğilimindedir ve yerli acenteler yurtdışında daha fazla yatırım yapma eğilimindedir. Krizler sırasında, yabancıların sermaye girişlerinde bir azalma ve yerli aracılardan sermaye girişlerinde bir artıştır. Brüt sermaye akımlarının oynaklığı zamanla artarken, bu artış aynı büyüklükte daha değişken net sermaye akımlarına dönüşmemiştir, brüt sermaye akımları döngüseldir. Toplam brüt sermaye akımları, krizler, özellikle şiddetli olanlar ve ekonomik gerilemeler sırasında önemli ölçüde azalır. Uluslararası rezervler orta ve düşük gelirli ülkelerde önemli bir rol oynamasına ve borç akımlarının gelişmiş ve orta gelirli ülkelerde önemli bir rol oynamasına rağmen, krizler sırasında brüt sermaye akımlarının davranışı tek bir bileşen tarafından yönlendirilmemektedir.
Erce ve Riera-Crichton (2015)	1990-2008	39 ülke	Panel	Yerleşik ve yabancı yatırımcıların IMF programlarına karşı asimetrik bir tepkinin varlığı gösterilmektedir. IMF programları ortalama olarak yabancı sermayeyi harekete geçiremez gibi görünse de bunların yerleşik yatırımcıların davranışlarını etkilediğine dair önemli kanıtlar elde edilmiştir. Dikkat çekici bir şekilde, değişiklik hem daha sessiz bir yerli sermaye kaçışından hem de yerleşiklerin yurt dışındaki tasarruflarının artan geri dönüşünden kaynaklanmaktadır.
Bussière ve diğerleri (2016)	2002-2014	G-20 ülkeleri	-	Uluslararası finansal akımlara ilişkin dört ana stilize gerçeği sunulmuştur. (i) Genel olarak, uluslararası sermaye akımları kurudu ve şu anda dünya GSYİH'sinin yüzdesi olarak kriz öncesi seviyelerinin ancak yarısında ortalamaya ulaştı. (ii) Coğrafi dağılım açısından, bu düşüş ağırlıklı olarak gelişmiş ülkeleri, özellikle Batı Avrupa'yı etkilemişken, yükselen piyasa ekonomileri için akımlar fiilen artmıştır. (iii) Net sermaye akımları da büyük ölçüde cari hesapta kaydedilen değişiklikleri yansıtan bir büyüklük sırasına önemli ölçüde düşen önemli değişiklikler kaydetmiştir. (iv) Uluslararası sermaye akımlarının bileşimi, sektörel kompozisyonlarındaki heterojen

				değişiklik nedeniyle önemli ölçüde değişmiştir: banka akımları çok belirgin bir şekilde etkilenirken, DYY küresel düzeyde kabaca değişmeden kalmıştır. Portföy yatırımları içinde, borç akımları öz sermaye akımlarından çok daha fazla düşmüştür (Batı Avrupa yine borç akımlarının en çok düştüğü bölgedir).
Alberola ve diğerleri (2016)	1991-2010	44 gelişmekte olan ülke ve 19 gelişmiş ülke	Panel	Sermaye akımlarının döngüsel olduğunu ve ülkeye özgü değişkenlerin gayri safi yurtiçi çıkışları açıklamada küresel faktörlerden daha az önemli olduğu gösterilmektedir. Daha da önemlisi, panel sonuçlarımız, uluslararası rezervlerin, finansal girişlerin azalmasının hafifletilmesiyle ve küresel stres dönemlerinde yurtdışında yatırılan sermayeyi ülkelerine geri göndermede yerleşik yatırımcıların daha yüksek eğilimiyle ilişkili olduğuna dair güçlü kanıtlar sunulmaktadır. Düşük rezervlere sahip ülkelerde, yerleşiklerinin krizler sırasında sermayelerini yurt dışına yatırma olasılığı daha yüksektir. Bir ülkenin Merkez Bankası bol miktarda rezerv stokuna sahip olduğunda bunun tersi olur. Bu sonuçlar, rezerv yeterliliğini ölçmek için mevcut yaklaşımlara meydan okumakta ve yerleşik yatırımcıların rolünü daha iyi hesaba katmak için bu tür araçların rafine edilmesini gerektirmektedir.
Sarno ve diğerleri (2016)	1989-2013	55 ülke	Panel gizli faktör modeli	Tahvil ve hisse senedi akımlarındaki değişimin %80'den fazlasının ABD'den diğer ülkelere iten faktörlerden kaynaklandığını bulunmuştur. Uluslararası portföy akımlarındaki hareketleri açıklamada küresel ekonomik güçlerin yerel ekonomik güçlere üstün geldiği görülmektedir. İtici ve çekici faktörlerin dinamikleri kısmen ABD ve dış ekonomik temellerle açıklanabilir. Farklı kıtalara veya G8, G20 ve BRICS gibi farklı gruplara ait ülkeler arasında itici ve çekici faktörlerin göreceli katkısında çok az bölgesel farklılık olduğunu belirtmekte fayda vardır.
Cenedese ve Mallucci (2016)	2004-2013	31 ülke 18 gelişmiş ülke, 13 gelişmekte olan ülke	Panel VAR	İskonto oranlarından ziyade gelecekteki nakit akımları hakkındaki haberler, uluslararası hisse senedi getirilerinin ana itici gücüdür. Bu kanıt, yalnızca ABD için bildirilen tipik sonuçlarla çelişmektedir. Gelecekteki temettü büyümesi ile ilgili haberlerin, hisse fazlası getirileri için ana değişim kaynağı olduğunu görülmektedir. Enflasyon haberleri, uluslararası tahvil getirilerinin ana itici gücüdür. Hisse senedi piyasasında fiyat baskısı, kısa vadeli trend takibi ve kısa vadeli aşırı tepki ile tutarlı kanıtlar bulunmuştur. Ayrıca, gelişmekte olan piyasalara yönelik uluslararası tahvil akımlarının, hisse senedi akımlarına göre faiz şoklarına karşı daha duyarlı olduğunu görülmektedir.

Friedrich ve Guérin (2016)	Hisse senetleri 2000-2014 Tahviller 2004-2014	23 gelişmiş ülkeler ve 57 gelişmekte olan ülkeler	VAR	Bir ülke içindeki tahmini giriş ve çıkış rejimlerindeki farklılıkların, kurumların kalitesi, finansal gelişme düzeyi ve ülkenin yabancı para yükümlülüklerindeki payı ile güçlü bir şekilde ilişkili olduğu gösterilmiştir. Ayrıca, ülkeler arasında ortaya çıkma sıklığı ve ortalama uzunluk gibi hisse senedi ve tahvil akımı dönemlerinin temel özelliklerini de belgelenmiştir. Hem VIX hem de para politikası şokunun, örneklem dönemimizdeki güçlü sermaye akımlarının dönemleri üzerinde önemli ölçüde zamanla değişen etkilere sahip olduğunu gösterilmektedir. Bir VIX şokunun etkisi, belirsizliğin yüksek olduğu zamanlarda daha güçlü olmuştur, ancak neredeyse tutarlı bir şekilde daha fazla öz sermaye çıkışı dönemine ve her dönemden daha az sermaye girişi dönemine yol açmıştır. Bununla birlikte, ABD para politikası şokunun etkisi, finansal krizin ardından, bu tür şokların kriz öncesi döneme kıyasla daha fazla öz sermaye çıkışı dönemine ve daha az hisse senedi girişi dönemine yol açması nedeniyle örnek dönemimizdeki işareti değiştirmiştir.
Byrne ve Fiess (2011)	1993-2009	78 ülke yükselen ve gelişmekte olan ülke	Panel	Toplam veya ayrı sermaye akımlarının şoklara farklı tepki vermesine rağmen, sermaye girişlerinde ortak noktalar olduğunu gösterilmektedir. ABD uzun vadeli reel faiz oranının küresel sermaye akımlarının önemli bir belirleyicisi olduğunu ve reel emtia fiyatlarının konuyla ilgili ancak daha az ölçüde olduğunu bulunmuştur. Ayrıca, bazı ülkelerin finansal küreselleşme dalgasını neden başarılı bir şekilde sürdürebildiğini açıklamada insan sermayesinin bir rolü olduğu görülmektedir. Farklı finansal varlık türlerinin akımlarının ülkeler arası davranışında farklılıklar tespit edilmiştir. Öncelikle banka ve öz sermaye girişlerinin bir yansıması olabilen toplam akımlar için de geçerlidir. Kısa vadeli faiz oranları için daha az önemli bir rol vardır. Öte yandan, kısa vadeli faiz oranları üzerinden işleyen ABD para politikasının bu kadar güçlü bir etkisi yoktur. Sermaye akımlarının (yani Ani Duruş'ların) bazı olumsuz sonuçlarının, belirli yükselen piyasa ekonomileriyle ilişkili belirli politikaların sonucu olmadığını, ancak bu yatırım grubu için çok daha genel görüldüğü gösterilmektedir. Bireysel ülkelerin küresel sermaye giriş dalgalarından ne ölçüde yararlandığını belirlemede beşeri sermayenin önemli bir rolü olduğuna dair kanıt tespit edilmiştir.

Eichengreen ve diğerleri (2017)	1990:Q1-2015:Q4	34 gelişmekte olan ülke	Panel	DYY girişleri, DYY olmayan girişlerden daha istikrarlıdır. DYY dışı girişler içinde, portföy borcu ve banka aracılı akımlar en değişken olmaya devam etmektedir. DYY girişleri esas olarak çekici faktörler tarafından yönlendirilirken, portföy borcu ve öz sermaye esas olarak itici faktörler tarafından yönlendirilir; Banka aracılı akımlar, itme ve çekme faktörlerinin bir kombinasyonunu yönlendirir. Bununla birlikte, gelişmekte olan piyasalardan sermaye çıkışları farklı davranır. Gelişmekte olan piyasalardan DYY çıkışları büyümüş ve önemli ölçüde daha değişken hale geldi. Benzer şekilde, gelişmekte olan piyasalardan banka aracılı sermaye çıkışlarının oynaklığında bir artış vardır.
Hannan (2017)	2009Q3-2015Q4	34 yükselen piyasa ve gelişmekte olan ekonomi	Panel	Son yıllarda tanık olunan sermaye akımındaki yavaşlamanın, alıcı ülkelerin daha düşük büyüme beklentileri ve daha kötü küresel risk algısının birleşiminden kaynaklandığını gösterilmektedir. Bununla birlikte, akımların belirleyicileri olan araçlar arasında ve dikkate alınan net veya brüt akım türleri arasında önemli ölçüde farklı olabilir. Belirli akım türlerinin itici ve çekici faktörlere duyarlılığı, yüksek ve düşük sermaye akımları dönemlerinde artar. Ayrıca, bazı değişkenler normal zamanlarda mutlaka önemli olmayabilir, ancak bu tür bölümler sırasında önemli itici güçler olabilir ve bunun tersi de geçerlidir. Normal zamanlarda önemli olmayan ABD uzun ve kısa vadeli tahvil getirileri arasındaki fark gibi göstergeler, yüksek dönemlerde önemli bir itici güç olabilir. Hem itici hem de çekici faktörler önemli belirleyicilerdir. Ancak, araçlar arasında ve ayrıca dikkate alınan akım türleri (net veya brüt) arasında önemli farklılıklar vardır.
Avdjiev ve diğerleri (2020)	2000:Q1-2015: Q4	64 ülke	Panel	Küresel likidite, sınır ötesi banka kredileri ve uluslararası borç senetlerinin ana bileşenleri genelinde küresel faktörlere duyarlılıkta meydana gelen önemli değişiklikleri belgelenmiştir. ABD para politikası değişikliklerinin borçlulara yönelik tüm önemli uluslararası finansal akım türleri üzerindeki etkisinin KFK'den sonra çarpıcı biçimde arttığı tespit edilmiştir. Bu arada, sınır ötesi kredi akımlarının küresel risk koşullarına duyarlılığı önemli ölçüde azalmıştır. Hem alacaklıların yapısında hem de bu alacaklıların davranışlarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle borçluların bu değişen hassasiyetleri deneyimlediklerini gösterilmiştir. Uluslararası banka ve tahvil akımlarının belirli küresel değişkenlere duyarlılığında krizden sonra önemli değişiklikler bulunmuştur: ABD para politikası değişikliklerinin her iki tür akım üzerindeki etkisi artarken, küresel risk koşullarına sınır kredisi akımı azalmıştır.

Vo ve diğerleri (2017)	2001-2013	G7 ülkeleri ile 210 alıcı ülke	Panel	G7 ülkelerinden portföy yatırımcılarının verimli portföy tahsisinden ayrılma eğiliminde olduklarını ve kaynak ve alıcı ülkeler arasındaki bazı farklılıklara karşı önyargılı olduklarını bulunmuştur.
Barrot ve Serven (2018)	1979-2015	85 ülke (19 gelişmiş ülke, 28 yükselen ülke, 38 gelişmekte olan ülke)	Panel	Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında, sermaye akımları güçlü bir benzerlik sergiler: ortak (küresel ve ülke grubuna özgü) faktörler, ortalama olarak, varyanslarının yarısına yakınıni açıklamaktadır. Gruplar arasında bir zıtlık vardır: ortak faktörler gelişmiş ülke sermaye akımlarına hâkim olurken, kendine özgü faktörler yükselen ülke akımlarına ve özellikle de gelişmekte olan ülke akımlarına hakimdir. Bunun nedeni, gelişmiş ülkeler arasında küresel faktörlerin çok daha büyük rolüdür. Önemlisi, bu bulgular hem girişler hem de çıkışlar için geçerlidir: Bunların ortak faktörleri çok benzerdir küresel faktörler girişlerden çok çıkışlarda daha büyük rol oynasa da akımların ortaklığı, tahmin edilen faktörlerin varyansının çoğunu açıklayan küçük bir dizi değişkenle özellikle küresel faktörler (VIX, ABD reel faiz oranı ve reel döviz kuru, ABD GSYİH büyümesi ve dünya emtia fiyatları) özetlenen küresel bir döngüyü yansıtmaktadır.
Cerutti ve diğerleri (2019)	2001-2015	21 gelişmiş ülke, 33 gelişmekte olan ülke	Panel	Sermaye akımları arasındaki ortak faktörlerin gelişmekte olan ülkelere brüt girişler için ve özellikle banka ile ilgili ve portföy tahvil ve öz kaynak girişleri için en iyi şekilde tanımlandığı belgelenmiştir. Bununla birlikte, ülkelerin küresel faktörlere duyarlılığı büyük ölçüde değişiklik göstermektedir. Bu hassasiyetleri açıklarken, ülkeler arası farklılıkların büyük ölçüde pazar özelliklerinin bir işlevi olduğunu görülmüştür. Özellikle, bir ülkenin yabancı yatırımcı tabanının niteliği, hassasiyetlerin büyük bir bölümünü açıklamaktadır. Bunun aksine, ülkelerin küresel faktörlere duyarlılıklarında makroekonomik temeller (örneğin daha yüksek büyüme veya daha düşük borç) ve kurumsal kalite (örneğin, yatırımcı koruması, hukukun üstünlüğü) için genel olarak çok az rolü olduğu tespit edilmiştir. Genel olarak, derin ve likit hisse senedi ve tahvil piyasalarına sahip ve küresel yatırım fonlarına yüksek oranda bağımlı olan ülkelerin küresel koşullardaki değişikliklere en çok maruz kalan ülkeler olduğu görüşünü desteklemektedir.

Obstfeld ve diğerleri (2017)	1986-2013	43 gelişmekte olan ülke	Regresyon	Döviz kuru rejiminin, küresel finansal şokların gelişmekte olan ülkelerdeki yerel finansal değişkenlere aktarımının doğası üzerinde istatistiksel ve ekonomik olarak önemli etkiler yarattığı gösterilmektedir. Özellikle döviz kuru esnekliği, yurt içi kredi büyümesine, gayrimenkul fiyatlarına ve finansal sektör kaldırıcına sınır ötesi aktarımın büyüklüğünü başarıyla azaltmaktadır. Yurtiçi finansal değişkenlerin küresel finansal şoklara farklı şekilde tepki vermesinin temel nedeni, özel sermaye akımlarının davranışı ile ilgilidir. Alıcı ülkelerde daha az esnek döviz kuru rejimleri olduğunda, küresel riskten kaçınmadaki artış, sınır ötesi sermaye akımları (özellikle borç akımları) yoluyla daha güçlü bir şekilde iletilmektedir. Günümüzün entegre dünyasında, döviz kuru esnekliği mükemmel bir yalıtım sağlamazken, döviz kuru rejimi seçimi, politika araç setinin diğer unsurları için (sermaye kontrolleri ve makro ihtiyati politika dahil) yan seçimlerin yanı sıra, yurt içi finansal yönetimin yönetiminde önemli bir kaldıraç olmaya ve değişken küresel finansal koşullar karşısında makroekonomik sonuçlar devam etmektedir. Gelişmekte olan ülkelere yönelik özel sermaye akımlarının küresel faktörlerle sıkı bir şekilde ilişkili olduğunu gösterilmektedir. Diğer faktörlerin yanı sıra, daha güçlü kurumsal kaliteye sahip ülkeler daha fazla akım çekerken, finansal olarak daha gelişmiş ekonomiler daha az akım alma eğilimindedir. Özellikle, sabit döviz kuru rejimleri altında borç (yerleşik olmayan) akımlarının daha büyük olduğunu (ancak varlık akımlarının değil) tespit edilmiştir. Sabit döviz kuru rejimlerinde yabancı yatırımcılar, daha esnek rejimlere kıyasla küresel riskten kaçınma arttığında da daha ürkektirler.
Jinjarak ve diğerleri (2011)	1995-2008 hisse senedi 2004-2008 tahvil	20 gelişmiş ülke ve 47 gelişmekte olan ülke 29 gelişmekte olan ülke	Panel	Hisse senedi yatırımları ve tahvil yatırımları arasındaki etkileşime izin veren panel vektör otoregresyonu geçmiş hisse senedi getirilerinin hisse senedi ve tahvil akımlarını tahmin etmede yararlı bilgiler içerdiğini ve tahvil akımlarının gelecekteki hisse senedi getirilerini olumlu yönde etkilediği gösterilmektedir.

Broto ve diğerleri (2011)	1980-2006	48 ülke	Panel	2000 yılından bu yana, gelişmekte olan ekonomilerin kontrolü dışındaki küresel faktörlerin, ülkeye özgü itici güçlere göre giderek daha önemli hale geldiğini gösterilmiştir. Hem ayrıştırılmış hem de birleştirilmiş düzeylerde sermaye akımı oynaklığını analiz edilmiştir. DYY, portföy ve banka girişlerinin farklı dinamikleri bu ayrıştırmayı haklı çıkarırken, toplam akımların incelenmesi, türler arasında bir etki karışımı olduğunda baskın etkiyi belirlememize izin vermektedir.
Bekaert ve diğerleri (2011)	2007-2009	55 ülke	Üç faktörlü bir model	Küresel ve yerel faktörlere sahip bir faktör modeli perspektifinden bakıldığında, bulaşma kanıtı tespit edilmiştir. ABD'de ortaya çıkmasına rağmen, kriz sırasında ABD piyasalarından küresel olarak hisse senedi piyasalarına bulaştığına dair zayıf kanıtlar tespit edilmiştir. Bunun yerine, yerli hisse senedi piyasalarından bireysel yerli hisse senedi portföylerine bulaşma olmuştur. Finansal kriz ülkeler ve sektörler arasında ayırım gözetmeksizin yayılmamıştır. Bankacılık, ticaret veya finansal bağlantılar gibi dış etkenlere maruz kalma, 2007-2009 finansal krizinin küresel hisse senedi piyasası aktarımında anlamlı bir rol oynamamıştır. Bununla birlikte, zayıf ekonomik temellere, zayıf ülke notlarına ve yüksek finansal ve cari hesap açıklarına sahip ülkelerdeki portföyler hem ABD hem de yerel piyasalardan daha fazla bulaşma yaşandı ve genel olarak küresel finansal krizden daha ciddi şekilde etkilenilmiştir.
Mercado ve Park (2011)	1980-2009	50 gelişmekte olan ülke	Panel	Çekme faktörleri, sermaye akımlarının büyüklüğü ve oynaklığının özellikle kurumsal kalite, büyüme beklentileri, ticaret ve finansal açıklık önemli itici güçlerdir. Tahminleri, sermaye akımlarını yönlendirmede bölgesel faktörlerin önemine de işaret etmektedir.
Li ve diğerleri (2015)	68 ülke 65 ülke	Öz Sermaye akımları; Ocak 1996-Haziran 2013 Tahvil Akımları; Ocak 2004-Haziran 2013	Panel	Fon akımlarının, konjonktür çevriminden önce çevrim yanlısı ve konjonktür çevriminden sonra eş zamanlı olarak çevrim karşıtı olduğu tespit edilmiştir.

Wei ve diğerleri (2010)	1996-2005	94 gelişmekte olan ülke	Regresyon	IMF program duyurularının yayınlandığı aylarda uluslararası kurumların yatırımlarını artırdığına dair güçlü kanıtlar tespit edilmiştir. Bu, IMF programlarının krizdeki ülkelere yardımcı olarak görülme eğiliminde olduğu ve dolayısıyla yatırımcıların bu ekonomilere olan güvenini artırma eğiliminde olduğu anlamına gelmektedir. Etki, ülkelerin özelliklerine göre değişmektedir. Özellikle, güçlü yönetim, daha yüksek rezerv seviyesi ve daha büyük IMF kredisi olan program ülkelerinde yatırımlardaki artış daha büyük olma eğilimindedir.
Gourinchas ve Obstfeld (2012)	1973-2010	19 gelişmiş ülke, 40 gelişmekte olan ülke	Panel	Finansal krizlerin en güçlü ve önemli iki faktör olarak kaldıraçta hızlı bir artış ve keskin bir para biriminin gerçek değer kazanmasıdır. Bulguları hem gelişmekte olan hem de gelişmiş ekonomiler için geçerlidir ve örnekleme dönemi boyunca geçerlidir.
Bruno ve Shin (2015a)	1999-2011	46 ülke	Panel	Küresel bankaların kaldıraç döngüsü şeklindeki küresel "arz itici" faktörlerinin 2008'den önce küresel likiditenin temel belirleyicileri olduğunu göstermektedir.
Bruno ve Shin (2015b)	1995-2012		VAR	Finansman maliyetleri merkez bankası tarafından seçilen politika faiz oranıyla yakından ilişkili olan bankaların aracı olarak rolünün altını çizmektedir. Fonlama maliyetleri, ne kadar risk alınacağına ilişkin kararları etkiliyorsa, para politikası bankacılık sektörünün daha fazla risk alması yoluyla ekonomiyi etkileyecektir. Küresel bankacılık sisteminin temelini oluşturan para birimi olarak ABD dolarının önde gelen rolü göz önüne alındığında, bulgularımız, Federal Rezerv tarafından seçilen politika faizinin etkisinin yerel olduğu kadar uluslararası bir boyutu olduğunu göstermektedir. ABD dolarının küresel bankacılık sisteminde oynadığı rol, ABD dolarının değerinin küresel finansal koşullar için bir öncü olabileceğini düşündürmektedir.
Fratzscher ve diğerleri (2016)	1/5/2007 - 30/9/2012	38 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke	Panel	ECB'nin geleneksel olmayan politikalarının ağırlıklı olarak Euro bölgesindeki finansal piyasaları etkilediğini, aynı zamanda hisse senedi fiyatlarını artırarak ve ülke ve küresel bankaların riskten kaçınma ve kredi riskini azaltarak küresel piyasalara olumlu yansımaları olduğunu göstermektedir. Euro bölgesindeki geleneksel olmayan para politikalarının, küresel piyasaları temel olarak güven artışı/riskten kaçınmadaki düşüş (opsiyon ima edilen hisse senedi piyasası oynaklıklarındaki düşüşle ölçüldüğü gibi) yoluyla etkilediği gösterilmiştir. Politikaların risk algılamaları üzerindeki etkisi, tahviller gibi daha güvenli varlıklar üzerindeki etkiye kıyasla, politikaların hisse senedi fiyatları gibi daha

				riskli varlıklar üzerindeki dünya çapındaki daha büyük etkisini kısmen açıklamaktadır. İlginç bir şekilde, uluslararası portföy akımlarının ECB politikalarına tepkisinin küçük olduğu tespit edilmiştir. Bulgularımız, ECB politikalarının yayılmalarının bir şekilde ABD politikalarının etkilerinden daha sınırlı olduğunu göstermektedir. Bu, ABD'nin küresel finansal döngüde daha belirgin bir rol oynadığını göstermektedir.
Cerutti ve diğerleri (2017)	1990Q1 2015Q5	85 ülke	Panel	Küresel finansal döngünün sermaye akımlarını belirlemedeki ampirik öneminin sınırlı ve literatürde tipik olarak ima edilenden daha küçük olduğudur. Akım türüne özgü gizli küresel faktörler de dahil olmak üzere, seçilen küresel değişkenler üzerindeki farklı sermaye akımı türlerinin panel ve bireysel ülke regresyonlarının nadiren bağımlı değişkendeki varyasyonun dörtte birinden fazlasını oluşturduğunu bulmaktadır.
Pagliari ve Hannan (2017)	1970-2016	33 gelişmekte olan ülke	Panel	Sermaye akımlarının oynaklığını açıklamada itici (dış) faktörlerin genellikle çeken (yerel) faktörlerden daha önemli olduğunu göstermektedir. KFK'den bu yana belirli çekme faktörleri önemli hale gelmiştir. Sermaye akımlarının düzeyinin belirleyicilerinin sermaye akımlarının oynaklığının belirleyicilerinden çok farklı olabileceğini bir başka hatırlatmadır. Bununla birlikte, bazı yerel (çeken) faktörlerin KFK'den sonra nasıl önemli bir rol oynamaya başladığını da gösterilmiştir. Bu, son zamanlardaki sermaye akımındaki yavaşlamanın ağırlıklı olarak daha geniş gelişmekte olan piyasalardaki ekonomik büyüme yavaşlamasına nasıl atfedilebileceğini gösteren son çalışmaların (IMF 2016) zemininde daha da ilginçtir.
Li ve Yang (2017)	1990-2015	55 ülke	IPCN Ağı	Büyük ölçekli gelişmekte olan ekonomiler Malezya, Hindistan, Polonya, Türkiye ve Güney Afrika gibi diğer ülkelerle önemli bir korelasyona sahipken, gelişmiş ülkeler Kanada, Japonya, Fransa ve Yeni Zelanda dahil olmak üzere korelasyon aracıları rolü oynama eğilimindedir. Bu ülkeler, ağ içinde sistematik olarak önemli ülkelerdir ve yakından izlenmelidir. Uluslararası portföy korelasyon ağı KFK'den sonra daha sıkı bir şekilde bağlanmıştır. Büyük ölçekli gelişmekte olan pazarlar, devam eden açılış ve serbestleşme reformları nedeniyle ağda giderek daha önemli hale geliyor.

Li ve diğerleri (2018)	1996-2013	55 ülke	Panel	Çoğu küresel faktörün önemli olmasına rağmen, fon akımlarındaki artışların yalnızca küçük bir bölümünü açıklayabildiğini gösteriyor. Yerli çekici faktörler ve bulaşma faktörleri modelin açıklayıcı gücünü artırmaktadır. Özellikle yurtiçi faktörlerin ani artışların büyüklüğünü etkilediğini göstermektedir. 1996-2013 döneminde üç hisse senedi fonu akımı dalgalanması dalgası vardır: biri 1990'larda (Doğu Asya mali krizinden önce sona erdi), biri 2000'lerin başında (2008'de küresel mali krizle sona erdi) ve biri 2000'lerin son zamanlarıdır. Hisse senedi akımlarındaki dalgalanmalarla çakışan, 2004 ile 2013 yılları arasında tahvil fonu akımlarında iki dalgalanma tespit ediyoruz. Küresel finansal krizin ardından, yerel (çekme) değişkenlerin öz sermaye akımlarındaki dalgalanmaların belirlenmesinde daha önemli bir rol oynadığı görülmektedir.
Qureshi ve Sugawara (2018)	1980-2013	46 Yükselen piyasa ekonomileri ve 20 "yükselen" sınır piyasa ekonomileri	Panel	Farklı akım durumları arasında ayırım yapmanın önemli olduğunu ve küresel ve yerel faktörlerin dalgalanma ve tersine dönme olasılığını simetrik olarak etkilemediğini göstermektedir. Ayrıca, yükselen ve sınır piyasa ekonomilerinde dalgalanmalar ve geri dönüşlerle ilişkili faktörlerde bazı farklılıklar olduğu tespit edilmiştir.
Li ve diğerleri (2018)	1996-2013 hisse senetleri 2004-2013 tahviller	68 ülke 65 ülke	Regresyon	Uluslararası fon akımlarının ters döngüsel olduğunu göstermektedir. Tahvil akımları, öz sermaye akımlarından daha döngüseldir. Ayrıca, fon akımlarının döngüsel karşıtı davranışı, küresel mali krizden sonra daha belirgin hale gelmiştir. OECD üyesi olmayan ülkelere fon akımları esas olarak küresel faktörlerden etkilenirken, OECD ülkelerine fon akımları ülkeye özgü faktörlerden daha fazla etkilenmektedir.
Li ve diğerleri (2019)	2000 (2008)-2015	65 ülke	Probit Model	Küresel, bulaşıcı ve yerel faktörlerin tümünün ani duruş olasılığını belirlemede önemli olduğunu gösterilmektedir. Hisse senedi akımlarındaki Ani Duruş'lar için yüksek gelirli ülkelerde küresel faktörler daha önemli bir rol oynamaktadır. Tahvil akımlarındaki ani duruşlar için küresel değişkenler gelişmekte olan ülkelere en önemli ortak değişkenler iken, yüksek gelirli ülkelerde yerli değişkenler daha önemli bir rol oynamaktadır. Ayrıca küresel ve bulaşıcı faktörlerin ani duruşların büyüklüğü ile ilişkili olduğunu bulunmuştur.

Maggiori ve diğerleri (2020)	2005-2017	Amerika, Avrupa Para Birliği, Kanada, Birleşik Krallık, İsviçre, İsveç, Avustralya, Norveç, Danimarka, Yeni Zelanda2022	Panel	Küresel finans ve avro bölgesi krizlerinden bu yana euronun düşüşü ve doların uluslararası para birimleri olarak yükselmesi, küresel sermaye tahsisi için önemli sonuçlar doğurmaktadır.
Raddatz ve diğerleri (2017)	1996-2014	124 ülke	Panel	Karşılaştırmalı değerlendirmelerdeki hareketlerin, pasif ve aktif fonlar dahil olmak üzere öz sermaye ve tahvil yatırım fonu portföyü tahsisleri üzerinde önemli etkilere sahip olduğunu görülmüştür. Karşılaştırmalardaki değişiklikler sadece varlık tahsislerini değil, aynı zamanda sermaye akımlarını, toplam hisse senedi ve tahvil fiyatlarındaki anormal getirileri ve döviz kurlarını da etkilemektedir. Karşılaştırmalar, ülke tahsislerini etkileyerek, sermaye akımlarındaki ve varlık fiyatlarındaki mantık dışı hareketleri ve bulaşıcı etkileri açıklamaktadır.
Chari ve diğerleri (2017)	1994-2014	Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Hindistan, Endonezya, Kore, Malezya, Meksika, Peru, Filipinler, Rusya, Güney Afrika, Tayland, Türkiye	Panel	ABD para politikası şoklarını belirlemek için yüksek frekanslı Hazine vadeli işlem verilerini kullanarak, yakın vadeli bir yapı modelinin merceğinden, bu şokların hem beklenen kısa vadeli faiz oranları yolunda hem de gerekli risk telafisinde revizyonları temsil ettiği bulunmuştur. Ayrıca, bu yüksek frekanslı politika şoklarının, ABD'nin yükselen piyasa varlıkları ve bunların değerlemeleri üzerinde büyük etkiler gösterdiği tespit edilmiştir. Ayrıca, ABD para politikası şoklarının göreceli etkilerinin, fiziksel sermaye akımlarına göre gelişmekte olan varlık getirileri için daha büyük olduğunu ve sabit getirili piyasalara kıyasla yükselen hisse senedi piyasaları için en büyük olduğu belgelenmiştir. Son olarak, bu etkiler, Federal Rezerv büyük ölçekli varlık satın alma programını "tapering" giriştiğinde en büyüktür.
Koepke (2018)	2010-2013	14 gelişmekte olan ülke (Bulgaristan, Brezilya, Çekya, Şili, Macaristan, Hindistan,	Panel	ABD para politikasına yönelik piyasa beklentilerindeki değişikliklerin, özellikle tahvil akımları olmak üzere, gelişmekte olan piyasalara yönelik portföy akımlarının önemli bir belirleyicisi olduğuna dair sağlam kanıtlar elde edilmiştir. FED politika beklentilerindeki yukarı yönlü bir kaymadan kaynaklanan orantısız yayılmalar, gelişmekte olan piyasalarda ani duruş risklerine katkıda bulunmaktadır.

		Endonezya, Kore, Meksika, Polonya, Güney Afrika, Tayland, Türkiye, Ukrayna)		
Davis ve diğerleri (2019)	1996-2015	58 ülke	Faktör Modeli	Küresel finansal döngü faktörünün hem brüt hem de net sermaye akımları üzerindeki etkisinin, daha büyük net borç yükümlülüklerine sahip ülkelerde daha güçlü olmasıdır. Diğer varlık sınıfları (DYY ve portföy öz sermayesi), Küresel finansal döngü faktörüne maruz kalmayı önemli ölçüde etkilememektedir. Küresel finansal döngü faktörü ve emtia fiyat faktörü olarak adlandırdığımız iki küresel faktöre dair kanıt tespit edilmiştir. Küresel finansal döngü sırasıyla ABD para politikası, büyüme, bankacılık kaldırıcı ve varlık fiyat riski (VIX) gibi merkez ülke ekonomik koşullarıyla yüksek oranda ilişkili olduğu gösterilmiştir. Emtia fiyat faktörünün net sermaye akımları üzerinde önemli bir etkiye sahip olması, yakıt ihracatı, ithalatı ve tüketimi açısından ülkeler arasında bariz bir heterojenlik olduğu için belki de şaşırtıcı değildir. Ancak, ortalama olarak Küresel finansal döngü faktörünün, emtia fiyatı faktörü olarak net sermaye akımlarının varyansına eşit şekilde katkıda bulunduğunu ve gelişmiş ülkeler için net akımların varyansının daha önemli bir itici gücü olduğunu bulunmuştur.
Carney (2019)	1996-2018	13 gelişmekte olan ülke	Panel Regresyon	Çekme, itme veya pipes şeklindeki üç itici güçten herhangi birinde bir değişiklik olduğunda sermaye akımlarının dağılımının değişeceği ve şeklinin değiştireceğidir.
Yang ve diğerleri (2019)	Ocak 1980-Haziran 2010	20 gelişmiş ülke ve 28 yükselen ekonomi	Panel	Üç tür sermaye akımının dalgalarının finansal serbestleşmeye oldukça farklı tepki verdiğini gösterilmektedir. Spesifik olarak, gelişmekte olan ülkelerde, diğer akım türlerine yönelik artışlar, finansal serbestleşmenin ardından daha yüksek bir eğilim gösterirken, gelişmiş ülkelerde portföy akımlarının dalgalanma dönemleri olasılığı önemli ölçüde azalır. Liberalizasyon gelişmekte olan ekonomilerde portföy akımlarında sermaye kaçışını tetikleyebilir. Üç tür akım için belirli bölümlerin dinamiklerinde önemli farklılıklar olduğu ve farklılıkların hem gelişmiş ülkelerde hem de gelişmekte olan ekonomilerde meydana geldiği bulunmuştur, bu da toplam akımlara ilişkin önerdiğimiz ayrıştırmayı haklı çıkarmaktadır. Görünen o ki, dalgalanma ve kaçış bölümleri, duruş ve azaltma bölümlerinden daha serbestleşmeye daha duyarlıdır.

Calderón ve Kubota (2019)	1975- 2014	79 ülke (23 endüstriyel ekonomi ve 56 Gelişmekte Olan Piyasa Ekonomileri)	Panel	İç ve dış etkenlerin girişlerdeki dalgalanmaları yönlendirmede önemli bir açıklayıcı güce sahip olduğunu gösterilmektedir. EME'lerdeki dalgalanmaları açıklamada yerel faktörlerin önemli ölçüde daha büyük bir rol oynadığı görülmektedir. Kredi büyümesi yerine aşırı değerli para birimlerinin büyük sermaye girişlerini çekme eğiliminde olduğunu, ya sanayileşmiş ülkelere ya da gelişmekte olan ülkelerdeki dalgalanmaların bölgesel bulaşma tarafından yönlendirildiğini, güçlü büyüme ve doğal kaynak bolluğu, yabancı sermaye akımını gelişmekte olan ülkelere çekmenin anahtarı olduğu, küresel ekonomiyle ilgili daha düşük politika belirsizliği dalgalanma olaylarını tetikleme eğiliminde ve küresel riskten kaçınmada bir artış, dalgalanmaların sona ermesinden önce olacaktır.
Kang ve Kim (2019)	1997-2015	Gelişmiş ülkeler; AB (9 ülke), AB hariç AE'ler (7 ülke) Gelişmekte olan ülkeler; Asya (7 ülke), Doğu Avrupa (9 ülke), Latin Amerika (7 ülke) ve Diğer EME'ler (8 ülke)	Panel	İtici ve çekici faktörlerin AE'lere ve gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerini belirlemede farklı bir rol oynadığını gösterilmektedir. AE'lere sermaye girişlerinin ana itici güçleri hem itici hem de çekici faktörlerdir, ancak itici faktörlerin gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerinin ana belirleyicisi olduğu ortaya çıkmaktadır. EME'ler dört alt gruba ayrıldığında, alt gruplar arasında oldukça büyük bir heterojenlik tespit edilmiştir. Asya ülkelerinde, AE'lere benzer şekilde hem itici hem de çekici faktörler önemlidir, ancak Doğu Avrupa'da yalnızca ABD faiz oranı önemli bir rol oynamaktadır. Latin Amerika ülkelerinde ve diğer EME'lerde bazı çekici faktörler önemlidir, ancak bunlar alternatif ampirik modeller ve önlemler için sağlam değildir.
Bathia ve diğerleri (2020)	2005-2017	9 gelişmekte olan ülke	Panel GARCH	Hem hisse senedi hem de borç akımlarının, toplam sermaye piyasası risk faktörleri tarafından yakalanmayan hisse senedi piyasası getirileri ve oynaklığı hakkında artan bilgilere sahip olduğu tespit edilmiştir. Gelişmekte olan hisse senedi piyasalarının büyük kredi sıkışıklığının ardından sınır ötesi sermaye akımlarına karşı özellikle hassas hale geldiğini ve ülke düzeyindeki kendine özgü riskler üzerinde önemli etkileri olduğunu ve portföy akımlarının bileşiminin muhasebeleştirilmesinin hisse senedine daha fazla açıklayıcı güç ekleyebileceğini göstermektedir.

Eller ve diğerleri (2020)	1994-2015	Gelişmiş Avrupa (13), Gelişmiş Avrupa Dışı (5), Orta, Doğu ve Güneydoğu Avrupa (12), Latin Amerika (6), Asya (7)	Panel	Makroekonomik, finansal ve sermaye akımı değişkenlerinin küresel birlikte hareketinin ülkeye özgü sermaye akımı oynaklığının büyük bir bölümünü açıklayabildiğini ve bu değişkenlerin etkisinin daha da arttığı gösterilmiştir. Sermaye akımlarındaki ülkeye özgü değişikliklerin, küresel finansal döngülerdeki dalgalanmalardan ve bir dereceye kadar küresel reel iş döngülerinden güçlü bir şekilde etkilendiği gösterilmektedir. Ayrıca döviz kuru rejiminin, rezerv stokunun, ihtiyatlı maliye politikasının ve daha gelişmiş hisse senedi piyasalarının ekonomileri küresel mali döngüden en azından kısmen yalıtılabileceğine dair bazı kanıtlar tespit edilmiştir.
Forbes ve Warnock (2021)	1978Q2-2020Q3	59 ülke	Regresyon	Bu aşırı sermaye akımı hareketlerinin ortaya çıkışının, Covid-19 Krizinin erken evreleri (2020'nin ilk yarısı) dahil olmak üzere, KFK'den bu yana artmadığını gösterilmektedir. Bununla birlikte, bu bölümlerin sürücüleri, KFK'den bu yana değişmiş görünmektedir. Aşırı sermaye akımı hareketleri, küresel riskteki değişikliklerle daha az, petrol fiyatlarındaki değişikliklerle daha fazla ilişkilidir. Daha genel olarak, uluslararası sermaye akımlarında bir zamanlar büyük küresel “dalgalar” olan şeyler, son zamanlarda daha kendine özgü “dalgalar” haline gelmiştir. Genel olarak, 2010'dan 2020'ye kadar olan dönemi kriz öncesi karşılaştırılabilir bir pencereyle karşılaştırsak, aşırı sermaye akımı olaylarının görülme sıklığının arttığına dair hiçbir kanıt ve bir düşüğe dair bazı kanıtlar tespit edilememiştir. Covid-19'un yayılmasıyla ilgili endişeler piyasa oynaklığında keskin bir artışa neden olduğundan, 2020'nin ilk yarısında bu özellikle dikkat çekicidir, ancak örneklemin yalnızca %8,6'sı ve gelişmekte olan pazarların yaklaşık %10'u Ani Duruş yaşamıştır.

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler

Soyadı, Adı :ER, Emine Ebru
Uyruğu :T.C.

Eğitim Derecesi

Yüksek Lisans

Okul/Program

Gazi Üniversitesi,
Sosyal Bilimler Enstitüsü,
Finansman

Mezuniyet Yılı

2006

Lisans

Gazi Üniversitesi,
İşletme (Muhasebe Uzmanı)

2001

Lise

Aydınlıkevler Lisesi

1995(Ocak)

İş Deneyimi, Yıl

2006

Çalıştığı Kurum

Genelkurmay Başkanlığı

Görev

Uzman

2022

Milli Savunma Bakanlığı

Uzman

Yabancı Dil

İngilizce



GAZİLİ OLMAK AYRICALIKTIR..

