BU DEFA FARKLI

Finansal Çılgınlığın 800 Yıllık Tarihi

CARMEN M. REINHART
KENNETH S. ROGOFF

"Finans krizleri üzerine şu ana kadar yayımlanmış en iyi ampirik çalışma"

—NIALL FERGUSON, *The Ascent of Money*'nin yazarı





CNBC-e | 10 yıl

BU

DEFA

FARKLI

BU DEFA FARKLI

Finansal Çılgınlığın 800 Yıllık Tarihi

CARMEN M. REINHART
KENNETH S. ROGOFF

NTV

THIS TIME IS DIFFERENT
Eight Centuries of Financial Folly
Carmen M. Reinhart – Kenneth S. Rogoff

© Princeton University Press, 2009. Tüm hakları saklıdır.

1. Baskı: Kasım 2010

YAYINA HAZIRLAYAN
Emre Ergüven

ÇEVİREN
Levent Konyar

DÜZELTİ
Turan Sönmez

GRAFİK
Hüseyin Güçlü - Budak Akalın

KATKIDA BULUNANLAR
Onur Kaya - Pınar İlkiz - Sena Uzunoğlu

BASKI
Mas Matbaacılık A.Ş.
Hamidiye Mah. Soğuksu Cad. No: 3 Kağıthane 34408 İstanbul
Tel: (212) 294 10 00

ISBN: 978-605-5813-92-5

NTV yayınları

Doğuş Grubu İletişim Yayıncılık ve Ticaret A.Ş.
Maslak Mah. G45 Ahi Evran Polaris Cad. Doğuş Power Center No: 4 Maslak 34398 İstanbul
Tel: (212) 335 00 00 – Faks: (212) 335 0348
info@ntvyayinlari.com

www.ntvyayinlari.com

Sertifika No: 12444

Bu kitabın Türkçe yayın hakları Akcalı Telif Hakları Ajansı aracılığıyla alınmıştır.

William Reinhart,
Juliana Rogoff
ve
Gabriel Rogoff'a

İÇİNDEKİLER

TABLO LİSTESİ 13

ŞEKİL LİSTESİ 17

KUTU LİSTESİ 23

SUNUŞ 25

ÖNSÖZ 27

TEŞEKKÜR 39

GİRİŞ GEREKÇESİ: FİNANSAL KIRILGANLIK ÜZERİNE BAŞLANGIÇTA OLUŞAN BAZI SEZGİLER VE GÜVENİN KARARSIZ DOĞASI 41

I. KISIM

Finans Krizleri: Bir Operasyon Fitili 49

1

Kriz Çeşitleri ve Tarihleri 51

Niceliksel Eşiklerle Tanımlanan Krizler: Enflasyon, Para Biriminin Çöküşü ve Para Ayarının Düşürülmesi 52

Olaylarla Tanımlanan Krizler: Bankacılık Krizleri ve Dış ve İç Borçların Ödenememesi 56

Diğer Anahtar Kavramlar 63

2

Borca Dayanıksızlık Hali: Seri Borç Ödeyememe Durumlarının Doğuşu 71

Borç Eşikleri 72

Kırılganlık Ölçümü 76
Kulüpler ve Bölgeler 78
Borca Dayanıksızlık Üzerine Düşünceler 81

3

Finans Krizleri Üzerine Uzun Dönemli Bir Bakışla Hazırlanan Küresel Bir Veritabanı 86
Fiyatlar, Döviz Kurları, Paranın Ayarının Düşürülmesi ve Reel GSYH 87
Devlet Finansmanı ve Ulusal Hesaplar 92
Kamu Borcu ve Bileşimi 93
Küresel Değişkenler 96
Ülke Kapsamı 97

II. KISIM

Devletlerin Dış Borç Krizleri 101

4

Borç Krizlerinin Kuramsal Dayanakları Üzerine Bir Arasöz 103
Devlet Kredileri 106
Ödeme Aczine Karşı Likidite Yetersizliği 112
Borcun Kısmen Ödenememesi Durumu ve Yeni Ödeme Planı 114
Çirkin Borçlar 117
Kamu İç Borçları 118
Sonuçlar 121

5

Devletlerin Dış Borç Ödeyememe Döngüleri 122
Tekrar Eden Örnekler 122
Borç Ödeyememe Durumu ve Bankacılık Krizleri 128
Borç Ödeyememe Durumu ve Enflasyon 130
Küresel Etkenler ve Küresel Dış Borç Ödeyememe Döngüleri 132
Borç Ödeyememe Olaylarının Süreleri 136

6

Tarihte Dış Borç Ödeyememe Durumları 141

Seri Borç Ödeyememenin İlk Dönemleri:
Yükselen Avrupa, 1300-1799 141

Sermaye Girişleri ve Borçları Ödeyememe:
Bir "Eski Dünya" Öyküsü 144

1800'den Sonra Dış Devlet Borçlarının Ödenememesi:
Küresel Bir Çerçeve 144

III. KISIM

İç Borcun ve Borç Ödeyememe Durumunun Unutulmuş Tarihi 157

7

İç Borcun ve Borç Ödeyememe Durumunun Yapay Gerçekleri 159

İç ve Dış Borç 159

Vade Sonu, Getiri Oranları ve Para Birimi Bileşimi 162

İç Borç Ödeyememe Durumu Evreleri 166

İç Borçla İlgili Bazı Uyarılar 173

8

İç Borç: Dış Borçların Ödenememesini ve
Yüksek Enflasyonu Açıklamada Eksik Halka 175

Borca Dayanıksızlık Bilmecesini Anlamak 175

Dış Borçların Ödenememesinin Öncesindeki ve Sonrasındaki İç Borçlar 179

Enflasyon ve "Enflasyon Vergisi" Literatürü 181

Vergi Tabanını Tanımlamak: İç Borç mu, Parasal Taban mı? 183

"Enflasyonun Baştan Çıkarıcılığı" Yeniden Değerlendiriliyor 183

9

İç ve Dış Borç Ödeyememe: Hangisi Daha Kötü? Hangisi Başta? 185

Borç Ödeyememe Durumları Öncesinde ve Sonrasında Reel GSYH 186

Borç Ödeyememe Durumları Öncesinde ve Sonrasında Enflasyon 189

İç ve Dış Kredi Kurumlarından Alınan Borçların Ödenememe Vakası 190

Seçilmiş Konularla İlgili Özet ve Tartışma 194

IV. KISIM

Bankacılık Krizleri, Enflasyon ve Para Birimi Çöküşleri 197

10

Bankacılık Krizleri 199

Bankacılık Krizi Kuramı Hakkında Giriş Gerekçesi 201

Bankacılık Krizleri: Bütün Ülkeler İçin Aynı Büyüklükte Bir Tehdit 206

Bankacılık Krizleri, Sermaye Hareketliliği ve Finansal Liberalizasyon 214

Sermaye Akışıyla Gelen Refah Patlaması (Bonanza), Kredi Döngüleri ve Varlık Fiyatları 216

Finans Endüstrisindeki Kapasite Fazlası Balonlar 222

Finans Krizlerinin Mali Mirasının Yeniden Değerlendirilmesi 223

Enkazla Birlikte Yaşamak: Bazı Gözlemler 232

11

Paranın Ayarını Düşürmek Suretiyle Borçların Ödenmemesi: "Eski Dünyada" Gözde Bir Çare 235

12

Enflasyon ve Modern Para Birimi Çöküşleri 241

Enflasyon Krizlerinin Erken Tarihi 242

Modern Enflasyon Krizleri: Bölgesel Karşılaştırmalar 243

Para Birimi Çöküşleri 250

Yüksek Enflasyonun ve Para Birimi Çöküşlerinin Sonrası 252

Yurtiçi Dolarizasyonu Ortadan Kaldırmak 254

V. KISIM

ABD Eşikaltı (Subprime) Krizi ve İkinci Büyük Daralma 259

13

ABD Eşikaltı (Subprime) Krizi: Uluslararası ve Tarihsel Bir Karşılaştırma 263

Eşikaltı Krizine ve Sonrasına Küresel ve Tarihsel Bir Bakış 264

Bu-Defa-Farklı Sendromu ve Eşikaltı Krizine Giden Yol 268

ABD'nin Dünyadaki Diğer Ülkelerden Sürekli Borç Alınası Sonucunda Gelen Riskler: Kriz Öncesindeki Tartışmalar 269

Savaş Sonrası Banka Merkezli Finans Krizleri 276

Eşikaltı Krizinin Gelişmiş Ülkelerdeki Geçmiş Krizlerle Karşılaştırılması 277

Özet 282

14

Finans Krizlerinin Sonuçları 284

Tarihsel Dönemlerin Yeniden Değerlendirilmesi 286

Kriz Sonrasında Düşüş: Derinlik ve Süre 287

Krizlerin Mali Mirası 292

Devletlerin Borçlarını Ödeyememe Riski 294

1930'ların Birinci Büyük Daralmasındaki Deneyimlerle Karşılaştırmalar 295

Sonuç Değinmeleri 299

15

Eşikaltı Krizinin Uluslararası Boyutları: Yayılmanın Sonuçları mı, Ortak Temeller mi? 301

Yayılma Kavramları 302

Seçilmiş Eski Vakalar 303

Ortak Temeller ve İkinci Büyük Daralma 304

Daha Fazla Taşkın Yolda mı? 308

16

Finansal Kargaşanın Bileşik Ölçümleri 309

Bileşik Kriz Endeksi Geliştirmek: BPBE Endeksi 310

Küresel Bir Finans Krizini Tanımlamak 321

Krizlerin Sıralanması: Bir Prototip 332

Özet 336

VI. KISIM

Ne Öğrendik? 337

17

Erken Uyarılar, Borç Ödeyememe Durumunu Bitirme, Politik Tepkiler ve İnsan Doğasının Zayıf Yanları Üzerine Düşünceler 339

Krizleri Erken Uyarmak Üzerine 340

Uluslararası Kurumların Rolü 343

Borç Ödeyememe Durumunu Bitirme 345

Politik Tepkiler Üzerine Bazı Gözlemler 351

Bu-Defa-Farklı-Sendromunun Son Versiyonu 353

VERİ EKLERİ 355

E.1. Makroekonomik Zaman Serileri 357

E.2. Kamu Borcu 387

E.3. Bankacılık Krizlerinin Tarihleri 405

E.4. Bankacılık Krizlerinin Tarihsel Özeti 409

KAYNAKÇA 461

İSİM DİZİNİ 483

KONU DİZİNİ 491

TABLO LİSTESİ

1.1	Krizlerin tanımlanması: Niceliksel eşik değerlerinin bir özeti	55
1.2	Krizleri olaylarla tanımlamak: Özet	59
2.1	İflas zamanındaki dış borç: Orta gelir düzeyindeki ülkeler, 1970-2008	74
2.2	İflas zamanındaki dış borç: Sıklık dağılımı, 1970-2008	75
2.3	Risk ve borç: Çiftli grup korelasyonlar, 1979-2007	78
3.1	Ülkelerin dünya GSYH'sinden aldıkları pay, 1913 ve 1990	98
6.1	Dış borç ödeyememe durumlarının ilk dönemleri: Avrupa, 1300-1799	142
6.2	Dış borç ödeyememe ve ödemelerin yeniden takvime bağlanması: Afrika, Avrupa ve Latin Amerika, 19. yüzyıl	147
6.3	Borç ödeyememe ve ödemelerin yeniden takvime bağlanması: Afrika ve Asya, 20. yüzyılın başından 2008'e kadar	151
6.4	Borç ödeyememe ve ödemelerin yeniden takvime bağlanması: Avrupa ve Latin Amerika, 20. yüzyıl başından 2008'e kadar	152
6.5	Borç ödeyememe ve ödemelerin yeniden takvime bağlanmasının kümülatif sayısı: Afrika ve Asya, bağımsızlıklarının kazanıldığı yıldan 2008'e kadar	153
6.6	Borç ödeyememe ve ödemelerin yeniden takvime bağlanmasının kümülatif sayısı: Avrupa, Latin Amerika, Kuzey Amerika ve Okyanusya, bağımsızlıklarının kazanıldığı yıldan 2008'e kadar	155
7.1	İç ve dış borçların faiz oranları, 1928-1946	163
7.2	İç borç ya da yeniden yapılanma devrelerinden seçmeler, 1740-1921	168
7.3	İç borç ya da yeniden yapılanma devrelerinden seçmeler, 1920'lerin sonu - 1950'ler	169

7.4	İç borç ya da yeniden yapılanma devrelerinden seçmeler, 1970-2008	171
8.1	Borç ödeyememe sırasındaki borç oranları: Seçilen devreler	176
8.2	Enflasyon ve kamu iç borcu: Seçilen devreler, 1917-1994	182
9.1	Borç krizleri yakınlarında ve sırasında üretim ve enflasyon	189
9.2	Kimlerin malına el konuyor, yurtiçinde yaşayanların mı, yabancıların mı? İki oranın eşitliğini sınamak için uygulanan ön testler (binom dağılımı), 1800-2006	192
10.1	Borç ve bankacılık krizleri: Afrika ve Asya, bağımsızlık yılından 2008'e kadar	207
10.2	Borç ve bankacılık krizleri: Avrupa, Latin Amerika, Kuzey Amerika ve Okyanusya, bağımsızlık yılından 2008'e kadar	208
10.3	Bankacılık krizi sıklıkları: Afrika ve Asya, 2008'e kadar	210
10.4	Bankacılık krizi sıklıkları: Avrupa, Latin Amerika, Kuzey Amerika ve Okyanusya, 2008'e kadar	211
10.5	Bankacılık krizi sıklıkları ve vakaları özeti, 1800'den (ya da bağımsızlıktan) 2008'e kadar	213
10.6	Bankacılık krizi sıklıkları ve vakaları özeti, 1945'ten (ya da bağımsızlıktan) 2008'e kadar	213
10.7	Sermaye akışıyla gelen refah patlamasının altmış altı ülkeden oluşan bir örnekte bir bankacılık krizi olasılığı üzerindeki etkisi, 1960-2007	218
10.8	Reel konut fiyatları döngüleri ve bankacılık krizleri	220
10.9	Yaratıcı muhasebe mi? Bankacılık krizlerindeki kurtarma paketlerinin maliyeti	224
11.1	Paranın ayarını düşürerek el koyma: Avrupa, 1258-1799	237
11.2	Paranın ayarını düşürerek el koyma: Avrupa, 19. yüzyıl	238
12.1	Enflasyon kanalıyla "borç ödeyememe" : Asya, Avrupa ve "Yeni Dünya", 1500-1799	244
12.2	Enflasyon kanalıyla "borç ödeyememe": Afrika ve Asya, 1800-2008	245
12.3	Enflasyon kanalıyla "borç ödeyememe": Avrupa, Latin Amerika ve Okyanusya, 1800-2008	247

13.1 Gelişmiş ülkelerde İkinci Dünya Savaşı sonrası banka merkezli finans krizleri 277
14.1 GSYH'nin yüzdesi olarak bütçe açıkları (merkezi hükümet bütçe dengeleri) 292
15.1 Küresel bankacılık krizleri, 1890-2008: Yayılma mı, yoksa ortak temeller mi? 305
16.1 Seçilen ülkelerde toplam inşaat faaliyeti endeksleri 330
16.2 Seçilen ülkeler için işsizlik oranları, 1929-1932 331
17.1 Bankacılık ve para birimi krizlerine ait erken uyarı göstergeleri: Özet 342
17.2 *Institutional Investor* dergisinin altmış altı ülkeyle ilgili reytingleri: Yükseltme ya da indirme, 1979-2008 347
E.1.1 Fiyatlar: Tüketici ya da hayat pahalılığı endeksleri 358
E.1.2 Modern nominal döviz kurları 363
E.1.3 Gümüşe dayalı ilk döviz kurları 366
E.1.4 Paraların gümüş içerikleri 367
E.1.5 Nominal ve reel GSMH ve üretim 368
E.1.6 GSMH 371
E.1.7 Merkezi hükümet harcama ve gelirleri 374
E.1.8 Toplam ihracat ve ithalat 379
E.1.9 Küresel göstergeler ve finans merkezleri 382
E.1.10 Reel konut fiyatları 383
E.1.11 Borsa endeksleri (hisse senedi fiyatları) 385
E.2.1 Kamu borçlanma senetleri: Hükümetin yurtdışına tahvil ihracı 388
E.2.2 Toplam (iç ve dış) kamu borcu 390
E.2.3 Kamu dış borcu 395
E.2.4 Kamu iç borcu 401
E.3.1 Bankacılık krizlerinin tarihleri ve sermaye hareketliliği, 1800-2008 405
E.4.1 Bankacılık krizleri: Tarihsel özet, 1800-2008 409

ŞEKİL LİSTESİ

Ö.1	Devletlerin dış borcu, 1800-2008: Dış borç ödeyememe ya da yeniden yapılandırma durumundaki ülkelerin dünya geliri içindeki ağırlıklarına göre hesaplanmış yüzdeleri	36
2.1	Dış borcun GSYH'ye oranı: Tarihlerinde borç ödeyememe durumu görülen ve görülmeyen ülkeler, 1970-2008	76
2.2	Borçlu kulüpler ve dış borca dayanıksızlık gösteren bölge tanımları	80
5.1	Dış devlet borcu: Dış borçlarını ödeyememe ya da yeniden yapılandırma durumundaki ülkeler, ağırlıkları hesaplanmamış, 1800-2008	126
5.2	Dış devlet borcu: Dış borçlarını ödeyememe ya da yeniden yapılandırma durumundaki ülkeler, dünya gelirinden aldıkları paya göre ağırlıklandırılmış, 1800-2008	126
5.3	Bankacılık ve dış borç krizi yaşayan ülkelerin oranı: Tüm ülkeler, 1900-2008 (ağırlıkları hesaplanmamış)	128
5.4	Enflasyon krizleri ve dış borç ödenememesi durumu, 1900-2007	130
5.5	Meta fiyatları ve yeni borç ödeyememe durumları, 1800-2008	132
5.6	Finans merkezlerinden net sermaye akışları ve dış borç ödeyememe durumları, 1818-1939	133
5.7	Dış borç ödeyememe evrelerinin süreleri, 1800-2008	134
6.1	İspanya: Borç ödeyememe durumları ve kraliyete verilen krediler, 1601-1679	145
7.1	İç borcun toplam borç içindeki payı: Tüm ülkeler, 1900-2007	160

7.2	İç borcun toplam borç içindeki payı: Gelişmiş ülkeler, 1900-2007	160
7.3	İç borcun toplam borç içindeki payı: Yükselen piyasa ülkeleri, 1900-2007	161
7.4	Uzun vadeli iç borcun payı: Tüm ülkeler ve Latin Amerika, 1914-1959	162
7.5	Kamu iç borçları: Borç ödeyememe ya da yeniden yapılandırma durumundaki ülkelerin yüzdesi, 1900-2008	173
8.1	Dış borç ödeyememe sırasında kamu borcunun gelirlere oranı: Seksen dokuz devre, 1827-2003	177
8.2	Dış borcun ödenememesi sırasındaki kamu borcunun gelirlere oranları: Gerçekleşme sıklıkları, 1827-2003	178
8.3	Dış borcun ödenememesi sırasındaki kamu borcunun gelirlere oranları: Kümülatif gerçekleşme sıklıkları, 1827-2003	178
8.4	Dış borç ödeyememe durumu öncesinde hükümetin iç ve dış borçlarındaki hızlı artış: Seksen dokuz devre, 1827-2003	179
8.5	Ödenmemiş kamu iç borcu: Çin, 1895-1949	180
9.1	İç ve dış borç krizleri öncesinde, sırasında ve sonrasındaki reel GSYH, 1800-2008	187
9.2	İç ve dış borç krizleri ve reel GSYH, krizden üç yıl önce ve kriz yılında, 1800-2008	187
9.3	İç ve dış borç krizi öncesinde, sırasında ve sonrasındaki tüketici fiyatları, 1800-2008	188
9.4	İç ve dış borç krizleri ve enflasyon, krizden üç yıl önce ve kriz yılında, 1800-2008	188
9.5	Kimlerin malına el konuyor, yurtiçinde yaşayanların mı, yabancıların mı? İç ve dış borç ödeyememe durumlarına ait olasılık değerleri, 1800-2006	191
9.6	Toplam borç ödeyememe durumunun payı olarak iç borç ödeyememe durumuna ait bileşik olasılık, 1800-2006	191
10.1	Sermaye hareketliliği ve bankacılık krizi vakaları: Tüm ülkeler, 1800-2008	215

10.2 Reel hisse senedi fiyatları ve bankacılık krizleri: Yükselen piyasalardaki kırk devre, 1920-2007 221
10.3 ABD'deki banka sayısı, 1900-1945 223
10.4 Kişi başına düşen reel GSYH (satın alma gücü paritesine göre) ve bankacılık krizleri: Gelişmiş ekonomiler 226
10.5 Kişi başına düşen reel GSYH (satın alma gücü paritesine göre) ve bankacılık krizleri: Yükselen piyasa ekonomileri (112 devre) 227
10.6 Reel merkezi hükümet gelirlerindeki büyüme ve bankacılık krizleri: Tüm ülkeler, 1800-1944 228
10.7 Reel merkezi hükümet gelirlerindeki büyüme ve bankacılık krizleri: Tüm ülkeler, 1945-2007 229
10.8 Reel merkezi hükümet gelirlerindeki büyüme ve bankacılık krizleri: Gelişmiş ülkeler, 1815-2007 229
10.9 Reel merkezi hükümet gelirlerindeki büyüme ve bankacılık krizleri: Yükselen piyasa ekonomileri, 1873-2007 230
10.10 Savaş sonrası dönemde büyük krizlerin ardından reel kamu borçlarının evrimi: Gelişmiş ve yükselen piyasalar 231
11.1 Para biriminin içerdiği gümüş miktarındaki değişimler, 1765-1815: Napolyon Savaşları sırasındaki Avusturya ve Rusya 239
11.2 Fiat (kağıt) paraya doğru gidiş, Avrupa, 1400-1850: On para biriminin içerdiği gümüş miktarına ait ortalama değerler 239
12.1 Ortalama enflasyon oranı: Tüm ülkeler için beş yıllık hareketli ortalama, 1500-2007 242
12.2 Yüzde 20'nin üzerindeki yıllık enflasyon olayları: Afrika, Avrupa, Asya ve Latin Amerika, 1800-2007 249
12.3 Para birimi çöküşleri: Yıllık değer kaybı oranları yüzde 15'ten büyük olan ülkelerin payı, 1800-2007 251
12.4 Ortalama yıllık değer kaybı: Tüm ülkeler için beş yıllık hareketli ortalama, 1800-2007 251
12.5 Dolarizasyonun sürekliliği 253

12.6 Banka mevduatlarının dolarizasyondan kurtarılması: İsrail, Polonya, Meksika ve Pakistan, 1980-2002 255
13.1 Bankacılık krizi yaşanan ülkelerin oranı, 1900-2008, dünya geliri içindeki paylarına göre ağırlıklandırılmış 265
13.2 Reel konut fiyatları: ABD, 1891-2008 268
13.3 Reel konut fiyatları ve savaş sonrası bankacılık krizleri: Gelişmiş ekonomiler 278
13.4 Reel hisse senedi fiyatları ve savaş sonrası bankacılık krizleri: Gelişmiş ekonomiler 278
13.5 Savaş sonrası bankacılık krizleri arifesinde cari işlemler dengesinin GSYH'ye oranı: Gelişmiş ekonomiler 280
13.6 Kişi başına düşen reel GSYH (satın alma gücü paritesine göre) ve savaş sonrası bankacılık krizleri: Gelişmiş ekonomiler 281
13.7 Merkezi hükümetin reel borçları ve savaş sonrası bankacılık krizleri: Gelişmiş ekonomiler 282
14.1 Geçmiş ve devam eden reel konut fiyatı döngüleri ve bankacılık krizleri 288
14.2 Geçmiş ve devam eden reel hisse senedi fiyatı döngüleri ve bankacılık krizleri 289
14.3 Geçmiş işsizlik döngüleri ve bankacılık krizleri 290
14.4 Geçmiş kişi başına reel GSYH döngüleri ve bankacılık krizleri 291
14.5 Geçmiş bankacılık krizlerini izleyen üç yıl içinde reel kamu borcundaki kümülatif artış 293
14.6 *Institutional Investor* borç ödeyememe reytinglerine ve geçmiş bankacılık krizlerine ait döngüler 294
14.7 Başlıca büyük finans krizlerinin süreleri: On dört Büyük Bunalım vakasına karşılık on dört İkinci Dünya Savaşı sonrası vaka (kişi başına üretimdeki düşüş süresi) 295
14.8 Başlıca büyük finans krizlerinin süreleri: On dört Büyük Bunalım vakasına karşılık on dört İkinci Dünya Savaşı sonrası vaka (kişi başına üretimin kriz öncesi düzeyine dönmesi için geçen yıl sayısı) 297

14.9 1929'da Büyük Bunalımın başlamasını izleyen üç ya da altı yıl içinde reel kamu borcundaki kümülatif artış: Seçilen ülkeler 298
15.1 Reel konut fiyatlarındaki değişim yüzdesi, 2002-2006 307
16.1 Sistemik bankacılık krizi görülen ülkelerin oranı (dünya gelirinden aldıkları paya göre ağırlıklandırılmış) ve ABD şirketlerinin spekülatif dereceli borç ödeyememe durumlarının oranı, 1919-2008 314
16.2 Kriz çeşitleri: Dünya toplamları, 1900-2008 315
16.3 Kriz çeşitleri: Gelişmiş ekonomilerin toplamları, 1900-2008 316
16.4 Kriz çeşitleri: Afrika, 1900-2008 319
16.5 Kriz çeşitleri: Asya, 1800-2008 320
16.6 Kriz çeşitleri: Latin Amerika, 1800-2008 320
16.7 Küresel krizler sırasındaki küresel borsalar: Bileşik reel hisse senedi fiyatı endeksi (dönem sonu) 325
16.8 Küresel finans krizleri sırasındaki kişi başına düşen reel GSYH: Çok ülkeli toplamlar (satın alma gücü paritesine göre ağırlıklandırılmıştır) 326
16.9 Dünya ticaretindeki daralmayı aylara göre gösteren sarmal, Ocak 1929-Haziran 1933 327
16.10 Dünya ihracatında büyüme, 1928-2009 328
16.11 İhracatın çöküşü, 1929-1932 329
16.12 Krizlerin zaman sıralaması: Bir prototip 334
17.1 Altmış altı ülke için *Institutional Investor* dergisi devlet kredi reytinglerindeki değişimler, 1979-2008 350

KUTU LİSTESİ

1.1	Borç sözlüğü	57
1.2	1929 Bunalımı arifesinde bu-defa-farklı sendromu	64
5.1	İngiltere ve İspanya'da uluslararası devlet borç piyasalarının gelişimi	123
5.2	Dış borç ödeyememe durumu cezalandırılıyor: Olağanüstü Newfoundland vakası, 1928-1933	136
5.3	Dış borç ödeyememe durumu cezalandırılıyor mu? Eksik kalan "Brady topluluğu" vakası	138
6.1	Sekiz dış borç ödeyememe olayından sonra Fransa'nın bu durumu bitirmesi, 1558-1788	143
6.2	Latin Amerika'nın uluslararası sermaye piyasalarındaki ilk günleri, 1822-1825	149
7.1	Dövize bağlı iç borçlar: Tay *tesobonoları*?	164
16.1	Küresel finans krizleri: İşleyen bir tanım	322

SUNUŞ

Carmen Reinhart ve Ken Rogoff beş kıtada 66 ülkeyi inceleyerek, krizlerin tarihini yazdılar. Ve bu kapsamlı çalışmaya da "ahmaklığın tarihi" adını verdiler. 800 yıllık tarih gösteriyor ki, ekonomi penceresinden bakıldığında değişen çok da fazla bir şey yok. İnsanoğlu başına gelen felaketlerden asla ders çıkarmamış. Oysa bu detaylı analizden de anlıyoruz ki yaklaşan krizleri öngörmek o kadar da zor değilmiş. Toplumsal ve bireysel hafızaların kısa süreli olmasının, geçmişten ders alma güdümüzü nasıl zayıflattığını kitap bize bir kez daha hatırlatıyor.

Her krizde yeni bir durum ile karşılaştığımızı zanneden insanlık, paradigmanın değiştiğine inanmış. "Bu defa öncekilerden farklı" demişiz. Oysa borç krizleri, finansal çöküşler, ekonomik bunalımlar 800 yıl boyunca biçimsel olarak değişse de özünde bakıldığında hep birbirini tekrarlamış durmuş.

CNBC-e olarak 10. yılımızı bu kitabı Türkçeye kazandırarak kutlamak istedik. Ekonomi televizyonculuğunda dünyanın en etkili markası CNBC'nin İngilizce dışında yayın yaptığı ilk kanal olan CNBC-e'nin öncü olma misyonu bu kitapla da devam edecek. Daha şimdiden birçok kuruluş tarafından yılın en iyi kitabı seçilen *This Time is Different*'ın klasik bir eser olacağına inanıyoruz. Fed Başkanı Ben Bernanke'nin de "olağanüstü bir çalışma" olarak tanımladığı kitapta yer alan kapsamlı ekonomik veriler kitaba her zaman başvurulacak bir kaynak olma özelliğini kazandırıyor.

Carmen Reinhart ve Ken Rogoff'un bu kitabını okuyanlar krizleri öngörmenin aslında o kadar zor olmadığını görüyorlar. 2001 yılında Cum-

huriyet tarihinin en büyük ekonomik krizini yaşayan ve Türkiye'de süreci CNBC-e ekranlarından takip eden, ekonomiye ilgi duyan herkesin kitaplığında yer alması gerektiğine inanıyoruz.

Dünyada ekonomi çevrelerinde büyük ses getiren *This Time is Different* adlı kitabı Türkçeye çevirerek Türkiye'de adı güvenle özdeşleşen CNBC-e'nin 10. yıl coşkusunu sizlerle paylaşmak istedik.

Ekonomik krizlerden ders alınmış olması umuduyla...

Servet Yıldırım
CNBC-e Genel Yayın Yönetmeni

ÖNSÖZ

Bu kitap finans krizlerinin çeşitli maskeler altında görünen niceliksel tarihini vermektedir. Temel mesajımız çok basittir: Biz bu yoldan daha önce de geçmiştik. Son finansal çılgınlık ya da kriz ne kadar farklı görünürse görünsün, genellikle öteki ülkelerin ve tarihin geçmiş deneyimleriyle dikkat çekici benzerlikleri vardır. Bu benzerlikleri ve geçmiş özellikleri fark etmek küresel finans sistemimizi geliştirme yönünde esaslı bir adımdır; bu adım hem gelecek kriz riskini azaltacak hem de felaketler olduğunda onlarla başa çıkmayı kolaylaştıracaktır.

Eğer bu kitapta değerlendirdiğimiz çok sayıda krize ait ortak bir tema varsa, o da ister hükümet, ister bankalar, şirketler ya da tüketiciler tarafından yapılsın, aşırı borç birikiminin genelde bir canlanma sırasında gözüktüğünden daha büyük sistemik riskler taşıdığıdır. Nakit pompalanması, hükümeti ekonomide gerçekte olduğundan daha fazla büyüme sağlamış gibi gösterebilir. Özel sektörün borçlanma furyası, konut ve hisse senedi fiyatlarını şişirerek uzun dönemde sürdürülebilecek düzeylerinin çok ötesine çıkarabilir ve bankaları gerçekte olduğundan daha istikrarlı ve kârlı gösterebilir. Bu kadar büyük ölçekli borç yığınları risk getirir çünkü ekonomiyi, özellikle borç kısa vadeliyse ve sürekli finanse edilme ihtiyacı varsa, güven krizleri karşısında kırılgan duruma sokar. Borçla yaratılan canlılıklar genellikle bir hükümetin politikaları, bir finans kurumunun aşırı büyük kârlar elde etme gücü ya da ülkenin yaşam standardı konusunda yanlış kabullenmelere neden olur. Bu canlılıkların çoğunun sonu kötü biter. Doğal olarak, borçlanma araçları eski ya da modern, tüm ekonomiler için çok önemlidir ama

borcun getirdiği risk ve fırsatları dengelemek her zaman önemli bir meseledir; bu, politika yapanların, yatırımcıların ve sıradan vatandaşların asla unutmaması gereken bir meseledir.

Bu kitapta birçok farklı finans krizi tipini inceleyeceğiz. Bunların içinde devlet borçlarının ödenememesi (hükümetin dış ya da iç borçlarını ya da her ikisini birden ödeyememesi) durumu da var. Ondan sonra, dünyada 2000'lerin sonunda yaşanan krizler gibi bankacılık krizleri var. Tipik bir büyük bankacılık krizinde bir ulus, bankacılık sektörünün önemli bir kısmını, yoğun yatırım kayıpları, bankalarda panik ya da her ikisinin birden yaşanmasından sonra iflas halinde bulur. Bir başka önemli kriz türü, 1990'larda Asya, Avrupa ve Latin Amerika'da yayılan döviz krizlerinden oluşur. Eksiksiz bir döviz krizinde, bir ülkenin parası, hükümetin böyle bir şeyin hiçbir koşulda gerçekleşmesine izin vermeyeceğine dair "güvencesi" olmasına rağmen aşırı derecede düşer. Aynı zamanda çok yüksek enflasyon krizlerinden oluşan olayları da değerlendiriyoruz. Söylemeye gerek yok, enflasyondaki beklenmedik artışlar fiilen borç ödeyememe durumudur, çünkü enflasyon tüm borçluların (hükümet dahil) borçlarını kredilerin verildiği tarihtekine göre çok daha düşük değerde alım gücü olan bir para birimiyle geri ödemelerine izin verir. Bu kitabın büyük bir kısmında bu krizleri ayrı ayrı inceleyeceğiz. Ancak, krizler genelde kümeler halinde gerçekleşir. Kitabın sondan bir önceki bölümünde, krizlerin küresel ölçekte ve kümeler halinde olduğu –örneğin, 1930'lardaki Büyük Bunalım ve dünya çapındaki en son finansal kriz– durumlara bakacağız.

Doğal olarak, finansal krizler yeni bir şey değildir. Para ve finans piyasalarının geliştiği günden beri vardır. Eski 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 gelmişti. Hükümetin, sikkelerin kenarını yontarak paranın ayarını düşürme yöntemi teknolojik gelişmeler nedeniyle uzun zamandan beri ortadan kalkmıştır. Ancak, finansal krizler yüzyıllardan beri hüküm sürüyor ve birçok ülkede bugüne kadar yayılmaya devam etmiştir.

Bu kitapta odaklandığımız konu, çoğunlukla bugün geçerli olan iki özel kriz biçimiyle ilgilidir: devletlerin borç krizleri ve bankacılık krizleri. Her ikisi de yüzyıllara uzanan ve geniş bölgelere yayılan tarihe sahiptir. Devletlerin borç krizleri, artık dönemsel hükümet iflaslarını geride bırakarak "borç ödeyememe durumunu bitirmiş" gelişmiş ekonomiler arasında

bir zamanlar çok yaygındı. Ne var ki yükselen piyasalarda, tekrarlayan (ya da seri) borç ödeyememe, kronik ve ciddi bir hastalık olarak durmaktadır. Bunun aksine, bankacılık krizleri her yerde tekrarlayan bir sorundur. Patlama olasılığı eşit olan tehditlerdir ve zengin ve yoksul ülkeleri aynı şekilde etkilerler. Bankacılık krizi araştırmamız bizi Avrupa'da Napolyon Savaşları sırasında görülen bankaya hücum ve banka iflaslarından başlayarak 2007'de ABD eşikaltı (subprime) krizinin tetiklediği son küresel krize kadar getirir.

Burada bizim amacımız kapsayıcı, sistematik ve niceliksel olmaktır: Ampirik analizimiz 66 ülkeyi yaklaşık 800 yıl boyunca incelemektedir. Uluslararası finans krizlerinin tarihi üzerine birçok kitap yazılmıştır[1]; herhalde içlerinde en ünlüsü Kindleberger'in 1989'da yazdığı *Manias, Panics and Crashes*'dır (Cinnet, Panik ve Çöküş).[2] Ne var ki bu eski çalışmalar büyük ölçüde sözel anlatıma dayalıdır ve nispeten dağınık verilerle desteklenmiştir.

Burada bunun aksine analizimizi, dünyanın tümünü kapsayan ve 12. yüzyıl Çini ile Ortaçağ Avrupasına kadar uzanan büyük bir veritabanından toplanmış veriler etrafında inşa ettik. Bu kitabın çekirdek "yaşamı", kişilerin, politikanın ve anlaşmaların anlatımı yerine, bu verilerin sunulduğu (büyük ölçüde) basit tablolar ve şekillerde bulunmaktadır. Finansal krizlerin niceliksel ve görsel tarihinin, daha önceki sözel anlatıma dayalı yaklaşımdan daha az ilgi çekici olmadığına inanıyoruz ve politika analizi ve araştırmalar için yeni bakışlar açacağını umuyoruz.

Her şeyden önce, amacımız geniş tarih aralıklarına bakarak çoklukla unutulmaya yüz tutmuş "ender" olayları gün ışığına çıkarmaktır; bununla birlikte, bu olayların insanların sandıklarından daha fazla ortak ve benzer özellikleri olduğu ortaya çıkmaktadır. Aslında, analistler, politika yapanlar ve hatta akademisyen iktisatçılar son yaşanan olaylara standart veri kümelerinin açtığı bir pencereden, tam anlamıyla, ülke ve dönemlere göre değerlendirildiğinde çok kısıtlı bilgileri temel alan dar bir pencereden bakma talihsizliğiyle karşı karşıyadır. Borç ve borç ödeyememe üzerine mevcut aka-

---

1 Özellikle Winkler (1928), Wynne (1951) ve Marichal'ın (1989) çalışmaları.

2 Daha yakında Ferguson'un (2008) para birimi ve finansın temellerinin tarihini mükemmel ve aynı derecede ilgi çekici biçimde işleyen çalışması vardı. Ayrıca bkz. MacDonald (2006).

demik literatürün ve politika literatürünün büyük bir bölümü 1980'den bu yana toplanan veriler üzerine inşa edilmiştir; bunun önemli bir nedeni bu verilere erişmenin kolay olmasıdır. Ne var ki, finansal krizler çok daha uzun döngülere sahiptir ve yirmi beş yılı kapsayan bir veri kümesi, alternatif politika ve yatırımların riskleri hakkında yeterli bir perspektif sağlayamaz. Yirmi beş yıllık bir zaman dilimi içerisinde ender meydana gelen bir olay, daha uzun tarihsel bir dönem içinde bakıldığında o kadar da nadir olmayabilir. Her şeyden önce, bir araştırmacının yüz yılda bir meydana gelen bir sel felaketini yirmi beş yıllık bir döneme ait veriler içinde gözlemleyebilmesi için dörtte bir şansı vardır. Bu tür olaylar hakkında düşünmeye başlamak için bile, birkaç yüzyıllık döneme ait verileri derlemeye gereksinim vardır. Elbette, buradaki amacımız da tam olarak budur.

Ek olarak, standart veri kümeleri büyük ölçüde başka bazı önemli açılardan, özellikle de kapsadığı hükümet borç tipleri bakımından sınırlıdır. Gerçekte, ileride göreceğimiz gibi, birçok ülke için yurtiçindeki hükümet borçlarıyla ilgili veri elde etmek fevkalade zordur; bu ülkelerin çoğu, yaptıkları bilanço dışı işlemler ve diğer muhasebe oyunlarıyla günümüz bankalarına göre çok daha az şeffaf kalmıştır.

Analizimizin temelleri uluslararası borçları ve bankacılık krizlerini, enflasyonu, paranın çöküşünü ve para ayarının düşürülmesini (tağşiş) incelemek için kullanılacak kapsamlı, yeni bir veritabanı üzerine inşa edilmiştir. Veriler Afrika, Asya, Avrupa, Latin Amerika, Kuzey Amerika ve Okyanusya'dan gelmektedir (daha önce belirtildiği gibi verilerin hepsi altmış altı ülke ve ek olarak seçilen bazı başka ülkelerden toplanmıştır). Değişkenlerin alanı diğer boyutlar arasında dış ve iç borç, ticaret, ulusal gelir, enflasyon, döviz kurları, faiz oranları ve meta fiyatlarını kapsamaktadır. Veri kapsamı 800 yıldan uzun bir zaman geriye; çoğu ülke için bağımsızlığın kazanıldığı yıla ve bazıları içinse sömürge dönemine kadar gitmektedir. Doğal olarak, burada verdiğimiz çalışma ve örneklerin, bu genişlik ve ölçekteki bir veri kümesinin potansiyel olarak gözler önüne serebileceklerinin yanında yüzeysel kalacağının farkındayız.

Neyse ki, bu verilerin ayrıntılarını aktarmak, bu kitabın ana mesajını ("biz daha önce de buradaydık") anlamak için elzem değildir. Finansal kazanç ve kayıp araçları çağlar boyunca değişti; aynı anda müthiş derecede artan kurum tipleri büyük çapta iflaslar yaşadılar. Ancak, finansal krizler canlanma ve çöküntü ritmini çağlar boyunca yaşadı. Ülkeler, kurumlar ve

finansal araçlar zaman içinde değişebilir fakat insan doğası değişmiyor. Bu kitabın son bölümlerinde tartışacağımız gibi, ABD'de 2000'lerin sonunda çıkan ve dünyanın her yanına yayılan finans krizi –İkinci Büyük Daralma adını veriyoruz– bu örgünün sadece en son tezahürüdür.

Sonuç bölümünden önceki son dört bölümde en son krizi incelemeye başlayacağız; burada neler öğrendiğimizi gözden geçireceğiz; okurun 13-16. bölümler arasındaki malzemeyi nispeten kolay anlaşılır ve kendi içinde yeterli bulacağını tahmin ediyoruz (aslında, esas olarak son krizden çıkan tarih dersleriyle ilgilenen okura doğrudan bu bölüme atlamalarını öneririz). Eşikaltı (subprime) krizi hazırlayan olaylar sırasında, ABD'de varlık fiyatı enflasyonu, artan kaldıraç işlemleri, uzun süren cari işlemler açığı ve ekonomik büyüme hızının yavaşlaması gibi standart göstergeler bir ülkede kriz öncesi olabilecek tüm işaretleri gösteriyordu – gerçekte, şiddetli bir krizin belirtileriydi bunlar. Krize giden bu yolu ortaya koyan görüş ciddidir; krizden çıkışın da oldukça tehlikeli olabileceğini gösteriyoruz. Sistemik bankacılık krizlerinin sonrasında ekonomik faaliyetlerde uzun süren ve belirgin bir daralma görülmektedir ve bu, hükümet gelirlerine önemli baskılar yapmaktadır.

Kitabın ilk kısmı, krizi tasvir eden kavramlarla ilgili kesin tanımlar veriyor ve kitabın temelini oluşturan verileri tartışıyor. Veri kümemizin oluşturulmasında daha önceki akademisyenlerin çalışmalarına ağırlık verdik. Ne var ki, veri kümemiz aynı zamanda çeşitli birincil ve ikincil kaynaklardan önemli miktarda yeni malzemeyi de içeriyor. Dış borç ve döviz kuru krizlerinin tarihlerinin sistematik biçimde belirlenmesine ek olarak, kitabın sonundaki ekler yurtiçi enflasyon ve bankacılık krizlerinin tarihlerini de sınıflandırmaktadır. Yurtiçi devlet borçlarının (çoğunlukla yerel para birimiyle) ödenememe durumlarıyla ilgili tarihlerin belirlenmesi, finansal kriz çalışmamızda yer alan yeni özelliklerden biridir.

Gösterdiğimiz bu titizliğin sonuçlarını kitabın ilerleyen kısımlarında, bu kavramları kapsamlı küresel veri kümemize uyguladığımız bölümlerde görüyoruz. II. Kısım dikkatimizi hükümet borçlarına çeviriyor. Egemen ulusların dış kredi kurumlarından aldığı borçları ödeyememe durumlarıyla ilgili sayısız olayı tarih sırasına koyuyor. Bu "borç krizleri" Floransalı finansörlerin İngiltere'nin III. Edward'ına verdiği borçlardan, Alman tüccar bankerlerinin İspanya'nın Habsburg Krallığı'na verdiği borçlara ve (çoğunlukla) New Yorklu bankerler tarafından 1970'lerde Latin Amerika'ya veri-

len borçlara kadar uzanmaktadır. Modern dönemde dış devlet borçlarının yükselen piyasalarda bankacılık krizlerinden daha fazla meydana geldiğini ortaya koymamıza rağmen yine de, devletlerin dış borçlarının her ülke için, yükselen piyasa aşamasından gelişmiş ekonomi aşamasına geçerken neredeyse evrensel bir ritüel haline geldiğinin altını çiziyoruz. Bu ekonomik, finansal, sosyal ve politik gelişme süreci yüzyıllar alabilir.

Gerçekten de Fransa, (6. bölümde göreceğimiz gibi) ulus devlet olduğu ilk yıllarda dış borçlarını sekiz defadan daha fazla ödeyemez duruma düşmüştü! İspanya 1800'den önce sadece altı kez borcunu ödeyemez duruma düşmüştü ama 19. yüzyılda yedi kez borcunu ödeyemez duruma düşünce, toplam on üç vakayla Fransa'yı geçmiş oldu. Böylelikle, tıpkı bugünkü birçok yükselen piyasa gibi bugünün Avrupa güçleri de yükselen piyasa aşamasından geçerken defalarca tekrarlayan dış borç ödeyememe durumları yaşamışlardı.

1800'den İkinci Dünya Savaşı sonrasına kadar geçen süre içinde, Yunanistan kendini gerçek anlamda sürekli borç ödeyememe durumu içinde buldu; Avusturya'nın rekoru ise bir bakıma daha da çarpıcıydı. Uluslararası sermaye piyasalarının gelişimi 1800 öncesine kadar oldukça sınırlı olmasına rağmen yine de Fransa, Portekiz, Prusya, İspanya ve eski İtalyan kent devletlerinin sayısız borç ödeyememe durumlarını da sınıflandırdık. Avrupa'nın kenarında, Mısır, Rusya ve Türkiye de aynı şekilde kronik borç ödeyememe geçmişlerine sahipti.

Kitabımızda getirilen büyüleyici sorulardan biri Avustralya, Yeni Zelanda, Kanada, Danimarka, Tayland ve ABD gibi nispeten az sayıda ülkenin, merkezi hükümetin yabancı kredi kurumlarından aldıkları borçları ödeyememe durumuna düşmekten nasıl olup da kaçınmayı başardığı; öte yandan çok daha fazla ülkenin, dış borçlarını ödeyememe durumlarıyla özdeşleşmiş olmalarıdır.

Asya ve Afrika'daki finans krizleri Avrupa ve Latin Amerika'dakilerden çok daha az araştırılmıştır. Aslında, modern devlet borcunun Latin Amerika ve birkaç yoksul Avrupa ülkesiyle sınırlı kalan bir olgu olduğuna dair yaygın inanç, öteki bölgeler üzerindeki araştırma azlığının yoğun etkisi altında oluşmuştur. İleride göreceğimiz gibi, Çin komünist yönetim öncesinde uluslararası borçlarını defalarca ödeyemez duruma düşmüştü ve günümüzdeki Hindistan ve Endonezya, Latin Amerika'nın savaş sonrası dönemdeki ilk tur borç ödeyememe olaylarından çok uzun zaman önce, daha

1960'larda borç ödeyememe durumuna düşmüştü. Sömürge dönemi sonrasındaki Afrika sanki kendinden önceki tüm yükselen piyasaları geçmeyi amaçlamış gibi, rekor düzeyde borç ödeyememe olayı yaşamıştır. Sonuçta, Asya ve Afrika'nın sömürge sonrası borç ödeyememe rekorlarının sistematik biçimde niceliksel incelenmesi, birçok ülkenin borç ödeyememe tehlikesinden kaçınmış olduğuna dair anlayışı çürütmektedir.

Borç ödeyememe durumunun evrenselliğe yakın bir konuma gelmesi II. Kısımda iyice açıklık kazanmaktadır ve bu bölümde veri kümemizi, borç ödeyememe ve finansal kriz olaylarının tarihini, tablo ve şekillerin yardımıyla genel çizgiler içinde tasvir etmek için kullanmaya başlıyoruz. Analizden ortaya çıkan bir husus da, hükümetlerin genel olarak borç yükümlülüklerini yerine getirdiği –oldukça yakın– sakin dönemin (2003-2008) alışılmış kuralların dışında kalmış olmasıdır.

Özellikle yükselen piyasalardaki kamu iç borçlarının tarihi, bu olayın 21. yüzyılın başında çıkışını çarpıcı ve yeni bir olgu olarak gören çağdaş akademisyenler ve politika yapıcıları tarafından (hatta IMF gibi resmi veri sağlayıcıları tarafından bile) büyük çapta göz ardı edilmiştir. Oysa III. Kısımda göstereceğimiz gibi, yükselen piyasalardaki kamu iç borçları birçok dönemde çok önemli olmuştu ve gerçekte yüksek enflasyon ve borç ödeyememe durumlarıyla ilgili sorunları çözmeye yardımcı oluyordu. Biz hükümet borçlarıyla ilgili veri bulmak için yaşanan zorlukları, hükümetlerin çoğunun hesaplarını açıklamak için sergilediği, genelde düşük şeffaflık düzeyiyle ilişkilendiriyoruz. 2008'de, ABD ulusal borcunun gerçek büyüklüğüne en sonunda trilyonlar ekleyen büyük ipotek kredi kurumlarına verilen örtülü güvenceleri, Merkez Bankası tarafından yapılan trilyonlarca dolarlık bilanço dışı işlemleri ve banka bilançolarındaki kötü varlıkları satın almak için getirilen örtülü güvenceleri düşünün; fonları kaldırılan emeklilik ve sağlık yükümlülüklerinden söz etmeye gerek bile yok. Şeffaf olmama, hükümet borçlarında sık görülen bir hastalıktır ama merkezi hükümet borçları hakkında temel tarihsel verileri bulmanın zorluğu neredeyse gülünçtür.

III. Kısım aynı zamanda aleni borç ödeyememe olaylarını ve bir yüzyıldan uzun süre boyunca kamu iç borçları için yeni ödeme planı yapılması olaylarını sınıflandırmak için ilk çabanın yapıldığı kısımdır (iç borçların tarihinin büyük bir kısmı akademisyenler tarafından unutulduğu için, iç borçların ödenememesiyle ilgili tarihin de unutulmuş olması şaşırtıcı olmamalıdır). Bu olgu dış borç ödeyememe durumundan bir bakıma daha nadir

görünmektedir ama hükümetlerin iç borçların nominal üst değerini her zaman ödeyeceklerini kabul eden varsayımını haklı çıkarmaktan çok daha uzaktır; bu varsayım ekonomi literatüründe baskın olan bir varsayımdır. İç borçların açıkça ödenemediği bir durum meydana geldiği zaman, sadece dış borç ödeyememe durumlarına yol açan olayların getirdiği sıkıntılardan daha büyükleriyle karşılaşıldığı anlaşılmaktadır – üretimin göçmesi ve enflasyonun tırmanışı gibi.

IV. Kısım bankacılık, para birimi ve enflasyonla ilgili krizleri de işin içine katarak tartışmamızı genişletmektedir. Yakın zamana kadar bankacılık krizi üzerine yapılan çalışmalar tam anlamıyla ya gelişmiş ülkelerin tarihsel deneyimlerine, özellikle de İkinci Dünya Savaşı'ndan önceki banka paniklerine ya da yükselen piyasaların günümüz deneyimlerine odaklanmışlardı. Bu ikilem herhalde gelişmiş ülkeler için istikrar bozucu, sistemik, çok ülkeli finans krizlerinin geçmişte kalan tarihi eserler gibi görülmesinden kaynaklanıyordu. Doğal olarak, ABD ve Avrupa'dan çıkan son küresel finans krizi büyük bir sosyal maliyet getirmesine rağmen bu yanlış görüşü bozmuştur.

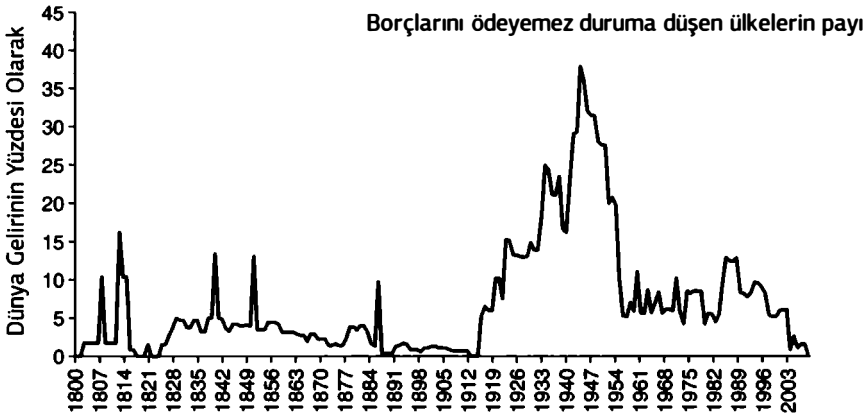
Gerçek ise, bankacılık krizlerinin uzun zamandan beri zengin ve yoksul ülkeleri aynı şekilde sarmış olmasıdır. Bu sonuca, Danimarka'da Napolyon Savaşları'ndan sonra görülen finans paniğinden, yakında gerçekleşen 21. yüzyılın ilk küresel finans krizine kadar tüm bankacılık krizlerini inceledikten sonra varıyoruz. Bankacılık krizlerinin gerçekleşme sıklığı, yüksek ve orta gelir düzeyinden düşük gelir düzeyine kadar uzanan ülkelerin tümünde dikkat çekecek derecede aynıdır. Bankacılık krizleri neredeyse değişmez biçimde hükümet harcamalarındaki önemli artışlar (bunun bir bölümü muhtemelen boşa harcanmaktadır) kadar, vergi gelirlerinde de ani düşüşlere yol açar. Ortalamada, hükümet borçları bir bankacılık krizini izleyen üç yıl içinde yüzde 86 yükselmektedir. Bu dolaylı mali sonuçlar bu nedenle banka kurtarma paketlerinin genel maliyetlerinden daha üst sıradadır.

Tehlikeli yüksek enflasyon olayları kendi kendini tekrarlayan başka bir konudur. Tarihte, yükselen piyasa ülkelerinden hiçbiri yüksek enflasyon krizlerinden kaçmayı başaramamıştır. Aslında, bizim birkaç ülkenin seri dış borç ödeyememe durumundan kaçınabildiğini ifade etmemizle, birkaç ülkenin seri yüksek enflasyon krizlerinden kaçınabildiğini ifade etmemiz arasında çok güçlü paralellik vardır. ABD bile, enflasyon oranı yüzde 200'e yaklaştığında, 1779 yılı da dahil olmak üzere, değişik olaylarla dolu bir tarihe sahipti. Dünyada eskiden, daha önce de belirttiğimiz gibi, hükümet

borçlarını ödemekten kaçınmanın esas aracı, sikkelerin ayarının düşürülmesiydi. Modern para matbaaları aynı amaca erişmek için teknolojik olarak geliştirilmiştir ve daha verimli bir yaklaşım sergilerler. Bunu izleyen bir sonuç olarak, tarih boyunca açık enflasyonist bir eğilim görülmüştür. 20. yüzyıldan başlayarak enflasyon yukarı doğru keskin çıkışını sürdürdü. O zamandan beri, enflasyon krizleri daha yüksek düzlüklere ulaştı. O halde, daha modern dönemin daha çok döviz çöküntüsü görmesi ve para biriminin değerlerinde ortalama olarak daha büyük değişiklikler yaşanması şaşırtıcı olmayacaktır. Herhalde, ancak daha geniş bir tarihsel perspektif içinde belirgin olarak Napolyon Savaşları sırasında görülen eski döviz kuru istikrarsızlığı olayları daha da şaşırtıcıdır.

Aynen finans krizlerinin varlık fiyatları, ekonomik faaliyet, dış göstergeler ve benzerlerinde ortak geçmiş özellikleri olduğu gibi, krizlerin ortaya çıktığı koşulların (zamana göre) sıralamasında da ortak modeller vardır; IV. Kısmın en son konusu budur.

Son bölüm akademik çalışmaya yönelik olarak krizler, politika ve yollar hakkında bazı düşünceler sunmaktadır. Kesinlikle tekrar ve tekrar açık olan şey ülkelerin, bankaların, kişilerin ve şirketlerin işler iyi giderken, kaçınılmaz resesyonun vuracağı zaman ortaya çıkacak risklerin yeterince farkında olmaksızın aşırı borçlar altına girmeleridir. Küresel finansal sistemde yer alan birçok oyuncu genellikle içinden çıkamayacakları büyüklükte bir borç çukuru kazmaktadır; bunun en ünlü örneği 2000'lerin sonundaki ABD ve finans sisteminin yaşadığı durumdur. Hükümet borçları ve hükümet güvencesi verilen borçlar (bunlar mevduat güvencesi nedeniyle, genellikle üstü örtülü biçimde banka borçlarını da kapsamaktaydı) kesinlikle en sorunlu borçlardı çünkü düzenlemelerin özellikle bu denetimlere tam anlamıyla izin vermediği durumlarda, bu borçların piyasalar tarafından büyük çapta ve uzun süre denetlenmeksizin birikmesi mümkündür. Özel sektör borçlarının birçok krizde başrolü oynamasına rağmen kamu borcu, incelediğimiz finansal krizlerin büyük çoğunluğunda genelde birleştirici niteliği olan bir sorundur. Daha önce belirttiğimiz gibi, iç borçlarla ilgili verilerin şeffaf olmadığı ve zor elde edildiği gerçeği, hükümetlerin işler kötüye giderken muhasebe kayıtlarını gizlemeyi çok büyük boyutlara vardıracağının bir kanıtıdır; finans kurumları da son finans krizinde aynısını yapmıştır. IMF gibi uluslararası politika yapan kurumlar için, hükümet borç kayıtlarını bugün olduğundan daha şeffaf hale getirmek en başta gelen görev olacaktır.



Şekil Ö.1. Devletlerin dış borcu, 1800-2008: Dış borç ödeyememe ya da yeniden yapılandırma durumundaki ülkelerin dünya geliri içindeki ağırlıklarına göre hesaplanmış yüzdeleri.

Geçmiş sekiz yüzyılda çıkan krizlerin ayrıntılarını ve onlar hakkındaki verileri araştırmamız şu sonuca ulaşmamıza yol açtı: Bir finans krizinin hemen öncesindeki canlanma sırasında verilen en pahalı ve en sık tekrarlanan yatırım tavsiyesi, "bu defa farklı" olduğu anlayışından kaynaklanıyor. Bu tavsiye, yani eski değer kurallarının artık geçerli olmadığının söylenmesi genellikle, sonuç olarak bir canlılığa neden olmaktadır. Finans profesyonelleri ve genellikle hükümet liderleri işleri eskisinden daha iyi yaptığımızı, daha akıllı olduğumuzu ve geçmişteki yanlışlarımızdan ders çıkardığımızı açıklamaktadır. Her defasında, toplum o anda görülen canlanmanın, geçmişteki felaketlerin öncesinde görülen birçok canlanmanın aksine, bazı sağlam temeller, yapısal reformlar, teknolojik yenilikler ve doğru politikalar üzerine inşa edildiğine kendini inandırmıştır.

Bu kitabın üzerine inşa edildiği geniş kapsamlı verilere bakıldığında, verilerin kapsadığı yüzlerce olayın tümüyle ilgili metne dayalı bağlam sağlamanın mümkün olmadığı görülecektir. Bununla birlikte, tablolar ve şekiller, sorunun tekrarlayan niteliğiyle ilgili çok güçlü bir anlatıma sahiptir. Örneğin, herhangi bir zamanda dış borç ödeyememe durumunda olan ülkelerin dünya ekonomisi içindeki –ağırlıklandırılmış GSYH'lerine göre hesaplanan– yüzdesini gösteren şekil Ö.1'e bakınız.

Şeklin sağ yanında gösterilen ve 2000'leri kapsayan kısa dönem yeterince sakin gözükmektedir. Ancak, 2005 yılı itibariyle birçok politika yapıcının, kamu dış borçlarının ödenememesiyle ilgili durumun tümüyle iyileştiğini açıklaması doğru muydu? Ne yazık ki, bu kitabın mürekkebi bile kurumadan bu yanıtın yeterince açıklık kazandığını göreceğiz. Bu kitaptaki bulguların ağırlığının gelecekte politika yapanları ve yatırımcıları, bir daha "bu defa farklı" şeklinde açıklama yapmadan önce bir parça duraksatacağını umuyoruz. Olaylar neredeyse hiçbir zaman farklı olmamıştır.

TEŞEKKÜR

Hazırlanması bu kadar uzun süre alan bir kitap birçok kişiye teşekkür borçludur. Bu kişiler arasında, ekonomik ve istatistiksel içeriği hakkında danıştığımız ve tüm bölümleri tekrar tekrar düzelten Vincent Reinhart var. Kendisi aynı zamanda kitabın başlığı olarak koyduğumuz anekdotu da bulmuştur. Reinhart, FED'de yaklaşık çeyrek yüzyıl çalıştı. Hedge fon yatırım kurumu Long Term Capital Management'ın o zamanlar büyük bir kriz gibi gözüken ancak yakındaki olayların yanında hafif kalan 1998'de çökmesine yakın, icra kurulu toplantılarından birine piyasa uygulamacılarıyla birlikte katıldı. Alışılmadık şekilde iyi bir hafızaya sahip olan bir simsar şöyle anlatmıştı: "Bir silahtan daha etkili olan dört [Türkçede üç – y.n.] sözcük nedeniyle çok fazla para yitirilmişti. O sözcükler, 'Bu defa farklı'ydı."

Jane Trahan'a kitabın taslağında yaptığı son derece yararlı ve çok dikkatli düzeltmeler için ve Princeton University Press editörü Seth Ditchik'e tavsiyeleri ve bu sürecin başından sonuna kadar verdiği editoryal rehberliği için özel bir teşekkür borçluyuz. Ethan Ilzetzki, Fernando Im, Vania Stavrakeva, Katherine Waldock, Chenzi Xu ve Jan Zilinsky mükemmel araştırma asistanlığı sağladılar. Aynı zamanda Peter Strupp ve Princeton Editorial Associates'teki çalışma arkadaşlarına bu kitabın üretilmesindeki tüm teknik ayrıntıları ustaca görüşerek yönettikleri için minnettarız.



GİRİŞ GEREKÇESİ: FİNANSAL KIRILGANLIK ÜZERİNE BAŞLANGIÇTA OLUŞAN BAZI SEZGİLER VE GÜVENİN KARARSIZ DOĞASI

Bu kitap birçok ülkede farklı kisveler arkasında meydana gelen finansal krizlerin uzun tarihini özetlemektedir. Yönümüzü deneyim dolu derin sulara çevirmeden önce, bu bölüm okurların finansal krizlerin niye öngörülemez ve zarar verici olduğunu anlamasına yardımcı olmak için bir ekonomik çerçeve hazırlamaya uğraşacaktır. Kitap ilerledikçe, anlattığımız öykü için önemi kesinlik kazandıkça, ilgili okurlara konuya ilişkin akademik literatür yardımıyla rehberlik etmek için başka fırsatları değerlendireceğiz. Diğer okurlar bunların sadece kısa turlar olduğundan emin olsun; iktisat teorisinin bir makine olarak ilgisini çekmediği okurlar bu ara bölümleri atlayarak okumalarını sürdürebilirler.

İleride tartışacağımız gibi, iktisat teorisi, finans piyasalarının, özellikle kaldıraç işlemlerine dayanan finans piyasalarının (ellerinde bulundurdukları varlıklara göre zayıf sermayeleri olduğu anlamında) oldukça kırılgan ve güven krizine açık olabileceklerine dair akla yakın nedenler sunmaktadır.[1] Ne yazık ki, teori bu krizlerin tam zamanlaması ya da süresi hakkında çok az yol göstermektedir; bizim de geçmiş deneyimlere odaklanmamızın nedeni budur.

Herhalde, başka her şeyden daha önemlisi, güven duygusunun tehlikeli ve kararsız yapısının farkına varılamaması –özellikle, büyük miktarda

[1] İyimserlerin ve kötümserlerin değişen talihlerinin kaldıraç çevrimlerini nasıl yönlendirebileceğiyle ilgili ilginç teknik analizler için bkz. Shleifer ve Vishny (1992) ile Fostel ve Geanakoplos (2008).

kısa vadeli borçların vadelerinin uzatılmasına ihtiyaç duyulduğu durumlarda– bu-defa-farklı sendromunu ortaya çıkaran ana etkendir. Yüksek miktarda borçlanan hükümetler, bankalar ya da şirketler, borçlarının vadelerini uzatmayı neşeyle sürdürürlerken birden *güm*! – güven duygusu çöker, kredi verenler ortadan kaybolur ve kriz patlak verir.

En basit ve en bilinen örnek bankalara hücumdur (bu olayı bankacılık krizleri üzerine yazdığımız bölümde daha ayrıntılı ele alacağız). İki nedenle bankalar hakkında konuşacağız. Birincisi, akademik literatürün geliştirildiği güzergâhtır. İkincisi, tarihsel veri kümemizin çoğu, banka ve hükümetlerin aldığı borçlar üzerinedir (kredi piyasalarındaki diğer büyük ve likit katılımcılar, finans dünyasına nispeten yeni girenlerdir). Ne var ki, örneklerimiz finansal kırılganlığın daha genel bir fenomenini göstermektedir. Aynı genel ilkelerin birçoğu, ister hükümetin desteklediği kuruluşlar olsun ister yatırım bankaları ya da para piyasalarındaki yatırım fonları olsun, bu piyasa oyuncularının hepsine birden uygulanabilir.

Bankalar geleneksel olarak kısa vadeli borç alırlar. Yani, nispeten kısa bir uyarıyla çekilebilecek mevduat biçiminde borç alırlar. Ancak, verdikleri krediler çoğunlukla çok daha uzun vadelidir ve kısa bir uyarıyla nakde dönüşmesi zor olabilir. Örneğin, bilgisayar malzemeleri satan yerel bir mağazanın büyütülmesini finanse eden bir banka, bu mağazanın ticaretini büyütmesine ve gelirlerini arttırmasına nazaran, geri ödemelerini mantıken daha uzun vadede güvence altına alacaktır. Ancak, bu büyümenin başlangıcında bankanın bu krediyi geri isteme olasılığı pek yoktur. Mağaza sahibi özellikle, faizlerle birlikte anaparadan da ödeme yapmaya zorlanırsa, gelirleri bunun için yetersiz kalacaktır.

Sağlıklı bir mevduat tabanı ve nakit olmayan büyük kredi portföyüne sahip bir bankanın uzun vadede parlak beklentileri olacaktır. Ne var ki, bazı nedenlerle, mevduat sahipleri hep birlikte fonlarını bir anda geri çekmeye kalkışacak olursa –örneğin, bankanın egzotik ipotekler üzerine kumar oynayarak para kaybettiğine dair yalan söylentilerin panik yaratması nedeniyle– sorun çıkacaktır. Nakit olmayan kredi portföyünü satmanın bir yolu olmadığına göre, bankanın paniğe kapılan mevduat sahiplerine ödeme yapmaya gücü yetmeyecektir. Klasik filmler *It's a Wonderful Life* ve *Mary Poppins*'de bankaların kaderi de böyle olmuştu: özellikle de hükümet, banka mevduatlarına tam güvence vermediği zaman birçok banka bu kaderi paylaşmıştır.

Bankaya hücumun yakın geçmişteki en ünlü örneği Britanya'daki Northern Rock bankasıdır. İngiliz hükümetinin kısmi sigorta planından tatmin olmayan mevduat sahipleri paniğe kapılarak Eylül 2007'de bu bankanın önünde uzun kuyruklar oluşturmuşlardı. Genişleyen panik en sonunda İngiliz hükümetini bankayı devralmak ve yükümlülüklerini tümüyle kabul etmek zorunda bıraktı.

Bankalar dışında kalan diğer borçlular güven duygusunda yaşanan krizden zarar görebilirler. ABD'de 2007'de başlayan finans krizi sırasında, kurallarla denetlenen bankalar dışında kalan "gölge bankacılık" sistemi içinde yer alan kocaman finans devleri benzer sorunlardan zarar gördüler. Esas olarak bankalardan ve diğer finans kurumlarından borç almış olmalarına rağmen kırılganlıkları aynıydı. Yapmış oldukları yatırımlara güven azalırken kredi verenler giderek kısa vadeli borçlarının vadelerini uzatmayı reddediyorlardı ve onları ellerindeki varlıkları yok pahasına piyasaya çıkarmaya zorluyorlardı. Borç ödemek için yapılan satışlar fiyatları daha da aşağı çekti; bu da daha fazla kayıplara ve güven duygusunun aşağıya doğu sarmal biçiminde inişine yol açtı. En sonunda, ABD hükümeti piyasaya şekil vermek için devreye girmek zorunda kaldı; dram hâlâ sürüyordu ve tasfiye için fiyat sınırı yükselmeye devam ediyordu.

Hükümetler de bankaları istikrarsızlığa sürükleyen kararsız beklentilerin getirdiği aynı dinamiklerden etkilenebilir. Bu olay özellikle, bir hükümet, üzerinde nispeten az etkisi olan yabancı kredi kurumlarından borç aldığı zaman meydana gelir. Çoğu kamu yatırımı doğrudan ya da dolaylı olarak ülkenin uzun dönem büyüme potansiyelini ve vergi tabanını kapsar ama bunlar son derece likit olmayan varlıklardır. Örneğin, bir ülkenin mevcut vergi gelirleri, büyüme projeksiyonları ve piyasa faiz oranları verildiğindei yönetilmesi mümkün gözüken bir kamu borç yükü olduğunu düşünün. Eğer piyasa bir sonraki seçimde popülist eğilimli bir adayın kazanacağından ve harcamaları, borçları yönetmeyi zorlaştıracak derecede arttıracağından kaygı duyarsa, yatırımcılar ülkenin yönetmesi mümkün olan kısa vadeli borçlara dönüş yapmaktan birden kendilerini geri çekmeye başlarlar. Böylece kredi krizi başlamış olur.

Bu tür senaryolar günlük olaylar olmasa da, bu kitapta ele aldığımız uzun bir tarih aralığı ve geniş bir ülkeler yelpazesi içinde, bu tür finans krizleri çok sık gerçekleşmektedir. Niye büyük ülkeler, hatta dünyanın tümü, güven krizlerine, en azından olgunlaşmamış olanlarına dur demenin bir yo-

lunu bulamıyor? Oysa bu mümkündür, fakat burada bir güçlük vardır. Bir dünya hükümetinin kayda değer her borçluyu paniklere karşı korumak için geniş kapsamlı bir mevduat sigortası sağladığını düşünün. Örneğin, yükselen piyasalara likidite krizine girdiklerinde yardım etmeyi amaçlayan bugünkü çok yanlı ana kredi kurumu IMF'nin genişletilmiş bir benzeri olsun. Eğer her yerde, herkese koşulsuz sigorta sağlanacak olursa, bazı oyuncular kötü davranacaktır. Eğer IMF birkaç koşul karşılığında çok fazla kredi verecek olursa kendisi kısa vadede iflas edecektir ve finans krizleri denetimsiz kalacaktır. Krizlerin tam sigorta edilmesi mümkün olmadığı gibi, istenen bir şey de değildir (son finans krizinin ardından küresel finans topluluğu tam olarak bu bilmeceyle yüzleşecektir; bu dönemde IMF'nin kredi kaynakları dört kat arttırılırken, aynı zamanda, kredi verme koşulları ciddi oranda gevşetildi).

İktisat teorisi ülkelerin finans krizlerine karşı kırılganlığı hakkında neler söylemelidir? Somut olmak için, bu kitapta incelenen krizlerin ana kaynağı olan hükümetler üzerine odaklanalım. İktisat teorisi, eğer bir hükümet yeterince tutumluysa, onun güven krizleri karşısında aşırı derecede kırılgan kalmayacağını söylemektedir. Eğer bir hükümet tutarlı biçimde bütçe fazlası yaratıyorsa (vergi gelirlerinin harcamaları aştığı durumlarda), nispeten düşük borç düzeylerindeyse, çoğu zaman uzun vadeli borçlar alıyorsa (örneğin on yıl ya da daha fazla) ve çok fazla gizli bilanço dışı güvenceler vermemişse, bu hükümetin borç krizi hakkında o kadar çok endişelenmesine gerek yoktur.

Buna karşıt olarak, bir hükümet yıllarca bütçe açığı oluşturuyorsa, borçlanmasını daha kısa vadelerde yoğunlaştırıyorsa (örneğin bir yıl ya da daha az) bu hükümet kırılgan olur, belki de bu kırılganlık çizgisi yönetilmesi oldukça mümkün gözüken borç yükü düzeylerinde gerçekleşebilir. Doğal olarak, kötü niyetli bir hükümet büyük miktarlarda uzun vadeli borç yapmaya kalkışarak kırılganlığını azaltmayı deneyecektir. Ancak, büyük olasılıkla piyasalar bu durumu hemen fark edecek ve uzun vadeli her borçlanma için aşırı yüksek faiz oranı uygulayacaktır. Gerçekte, bazı hükümetlerin daha uzun vadeler yerine daha kısa vadelerde borç almayı tercih etmesinin esas nedeni, kesinlikle bu şekilde hareket ettiklerinde –güven devam ettiği sürece– daha düşük faiz oranlarından yararlanma olanakları olmasıdır.

İktisat teorisi bize, borç krizlerinin zamanlamasını öngörmeyi zorlaştıranın tam olarak, halkın gelecek olaylar hakkındaki beklentilerine bağım-

lılığı da dahil olmak üzere, güven duygusunun kararsız doğası olduğunu söyler. Yüksek borç düzeyleri, birçok matematiksel ekonomik modelde, borç düzeyinin sürdürülebilir olduğu –ya da olmayabileceği– "çoklu denge durumuna" yol açar.[2] Ekonomistlerin, hangi tür olayların güveni değiştireceği ve güvenin kırılganlığının somut olarak nasıl değerlendirileceği konularında fazla fikri yoktur. Finans krizleri tarihinde defalarca görülen şey, eğer bir kaza olması bekleniyorsa o kazanın en sonunda gerçekleşmesidir. Ülkeler çok yoğun borçlandığı zaman başları belaya girecek demektir. Borçların kamçıladığı varlık fiyatları doğru olmak için fazla düzgünse, muhtemelen öyledir. Ancak, tam zamanlamanın tahmin edilmesi çok zor olabilir ve hemen çıkması beklenen bir krizin alevlenmesi yıllar alabilir. ABD'nin 2000'lerin sonundaki durumu kesinlikle buydu. 13. Bölümde göstereceğimiz gibi, kriz öncesi olaylarda tüm ışıklar kırmızı yanıyordu. Ancak "kaza" olana kadar ABD'deki birçok finans lideri –aslında birçok akademisyen de– hâlâ "bu defa farklı" olduğunu iddia ediyordu.

Bizim, hükümetlerin üzerindeki aşırı borç yükleri ve kaldıraç işlemleri konusunda gösterdiğimiz dikkatin, Buchanan ve diğerlerinin geleneksel kamu tercihi literatüründeki uyarılardan farklı olduğunu belirtmek isteriz.[3] Geleneksel kamu maliyesi literatürü, hükümetlerin bütçe açıklarını yürütürken uzağı göremeyen yaklaşımları ve borç ödemelerinin uzun vadede vatandaşları üzerine getireceği yükü değerlendirme konusundaki kronik başarısızlıkları hakkında uyarmaktadır. Gerçekte, aşırı borç yükleri genelde kısa sürede sorun yaratır, bunun tam nedeni yatırımcıların ülkenin uzun vadede borçlarını nasıl finanse edeceği konusunda kuşkuları olmasıdır. Borcun kırılganlığı bazı zamanlarda daha da büyük olabileceği gibi, uzun dönem vergi yükü kadar büyük bir sorun olmaktadır.

Benzer kırılganlık sorunları, bu kitapta değerlendireceğimiz başka kriz bağlamlarında da ortaya çıkmaktadır. 1980'ler ve 1990'lardan çıkan derslerden birisi, sabit ya da "yüksek derecede yönetilen" döviz kuru rejimlerinin ani güven krizlerine karşı savunmasız olmasıdır. Sabit döviz kurla-

---

2 Çoklu denge durumu ve finansal kırılganlık üzerine klasik makaleler, bankalara hücum üzerine Diamond ve Dybvig (1983) ile Allen ve Gale'i (2007); kamu borcu üzerine Calvo'yu (1988) ve döviz kurları üzerine Obsfeld'i (1996) kapsar. Ayrıca bkz. Obstfeld ve Rogoff (1996), 6 ve 9. bölümler.

3 Bkz. Buchanan ve Wagner (1977).

rına karşı spekülatif saldırılar, istikrarı uzun sürecek gibi gözüken rejimleri bir gecede patlatabilir. Başarılı sabitleme dönemi içinde, bu-defa-farklı yorumundan daima bolca bulunur. Fakat o zaman, Aralık 2001'de Arjantin örneğinde olduğu gibi, tüm güven hafif bir esintiyle çökebilir. Ne var ki, kur krizlerinin borçla arasında temel bir bağlantı vardır. Krugman'ın mükemmel biçimde gösterdiği gibi, döviz kuru krizlerinin kökleri, genellikle bir hükümetin sabit döviz kurunu sürdürmesiyle tutarlılığı olan maliye ve para politikalarını benimseme konusunda gösterdiği ilgisizlikte bulunmaktadır.[4] Eğer spekülatörler hükümetin en sonunda para birimini desteklemek için gerekli kaynakları tüketecek olduğunu fark ederlerse, hepsi, sonunda gerçekleşecek bir çöküntüden kurtulmak için o para biriminden çıkmanın zamanını kollayacaktır. Kamu borçlarının her zaman açık olması gerekmez; olası hükümet güvenceleri birçok krizin dönüm noktasını beklemektedir.

Kesin olarak, ülkeler, kendilerini güven krizlerine karşı daha az savunmasız yapmak için, basit bir şekilde borç alma miktarlarını ve kaldıraç işlemlerini kısabilirler. İktisat teorisi daha fazla şeffaflığın yardımı olacağını önermektedir. Okurun daha sonra göreceği gibi, konu borç alma olunca hükümetlerin şeffaf olma gibi niyetleri olmaz. Ve 2000'lerin sonundaki finans krizinin gösterdiği gibi, borç alan özel sektör de, hükümetin koyduğu kurallar onları daha çok şeffaf olmaya zorlamadığı sürece daha iyi değildir. Daha güçlü hukuki ve düzenleyici kurumları olan bir ülke kesinlikle daha fazla borç alabilir. Birçok akademisyen Britanya'nın borçların geri ödenmesini güvenilir hale getiren üstün kurumlarının 18 ve 19. yüzyıllardaki askeri ve kalkınma başarısının ana etkeni olduğunu düşünmektedir.[5] Ancak, iyi kurumlar ve sofistike finans sistemi bile, ciddi sıkıntılarla karşılaşırsa, ABD'nin son krizde çok büyük bir acıyla öğrendiği gibi, sorunların içine girebilir.

En son olarak, finans krizlerinin niye bu kadar acı verdiği sorusu vardır; bu bizim 10. Bölümün girişinde ele alacağımız bir konudur. Özetle, çoğu ekonomi, nispeten yoksul olanlar bile, parayı tasarruf sahiplerinden (yani tüketicilerden) ekonomideki yatırım projelerine kanalize eden finans sektörüne bağımlıdır. Eğer bir kriz bankacılık sistemini felç ederse, ekono-

4 Krugman (1979).

5 Örneğin bkz. North ve Weingast (1988) ve ayrıca bkz. Ferguson (2008).

minin normal ekonomik faaliyete geçmesi çok zor olur. Ben Bernanke mükemmel biçimde banka çöküşünü, 1930'lardaki Büyük Bunalımın o kadar uzun sürmesinin ve o kadar ağır vurmasının ana nedeni olarak ileri sürmüştü. Finans krizlerinin de aynı şekilde (özellikle büyük ve çözümlenmeleri zor olanların) derin etkileri olabilir. Çoklu dengeler ve finansal kırılganlık olaylarında olduğu gibi, bu konuda da geniş bir iktisat teorisi literatürü vardır.[6] Finans piyasalarıyla reel ekonomik faaliyet arasındaki bu güçlü bağlantı, özellikle finans piyasaları işlemeyi durdurduğu zaman, bu kitapta tarihsel olaylar olarak değerlendirdiğimiz krizlerin birçoğunun çıkış nedeni olmuştur. Buna karşıt olarak, 2001'deki teknoloji hisselerindeki balonun çöküşünü düşünün. Teknoloji hisseleri dimdik yükselip düşmesine rağmen bunun reel ekonomi üzerindeki etkisi, nispeten yumuşak geçen 2001 resesyonu olmuştu. Balonlar, yakıtları borç olduğunda, 2000'lerin başındaki küresel konut fiyatları patlaması örneğinde görüldüğü gibi, çok daha tehlikeli olmaktadır.

Kesin olarak, İkinci Büyük Daralma'nın –hemen her bölgeye sıçrayan 2000'ler sonundaki finansal krize verdiğimiz isim– ekonominin, özellikle de finans piyasalarıyla reel ekonomi arasındaki bağlantılarında derin etkisi olacaktır.[7] Bu kitapta ortaya konan olgulardan bazılarının, yeni kuramların açıklamasına ihtiyaç duyulan sorunların (sadece son kriz için değil, geçmişte meydana gelen birçok kriz için de) çerçevesinin çizilmesinde yardımcı olacağını umuyoruz; ileride meydana gelmesi beklenen birçok krizden söz etmeye gerek bile yoktur.

---

6 Örneğin bkz. Bernanke (1983) ve Bernanke ve Gertler (1990).

7 Son küresel krize "İkinci Büyük Daralma" adını, Friedman ve Schwartz'ın (1963) 1930'lardaki Büyük Bunalıma "Büyük Daralma" deyişine atfen verdik. Daralmanın, bu travmatik olayların derinliğini gösteren kredi piyasaları ve varlık fiyatlarındaki toptan çöküşü ve doğal olarak, bunlarla birlikte istihdam ve üretimdeki daralmayı tasvir etmek için uygun bir terim olacağını düşündük.

- I. KISIM -

FİNANS KRİZLERİ: BİR OPERASYON FİTİLİ

Bu-defa-farklı sendromunun özü basittir. Kökleri, finansal krizlerin, bizimkinden başka ülkelerde yaşayan, başka insanların başına, başka zamanlarda geldiğine koyu biçimde inanılmasına dayanır. Bu inanışa göre bizim başımıza kriz gelmez; burada olmaz ve şimdi gerçekleşmez. Biz işleri daha iyi yaparız; biz daha akıllıyız ve geçmiş yanlışlarımızdan ders çıkarmışızdır. Eski değer yasaları artık geçerli değildir. Ne yazık ki, aşırı derecede kaldıraç işlemleri uygulanan (aşırı kredi kullanılan) bir ekonomi, tesadüflerin ve koşulların bir güven krizini harekete geçirmesinden önce, bir finansal kriz uçurumunun kenarına sırtını dönmüş bir şekilde yıllardır bu durumdan habersizce oturuyor olabilir.

- 1 -

KRİZ ÇEŞİTLERİ VE TARİHLERİ

Bu kitap krizlerin niceliksel ve tarihsel analizini temel aldığı için, krizlerin başladığı ve sona erdiği tarihi –mümkün olduğunca niceliksel– belirleme yöntemleri kadar, bir finans krizini tam olarak nelerin oluşturduğunu tanımlayarak başlamak da önem kazanıyor. Bu ve bunu izleyen iki bölüm, temel kavramlar, tanımlar ve metodolojiyle birlikte, ister devlet borçlarının ödenememesi, ister bankacılık, enflasyon ya da döviz kurlarıyla ilgili olsun her tür ekonomik krizle ilgili uluslararası tarihsel deneyimleri incelememizi sağlayan veri toplama ve analiz yaklaşımımızı sergileyecektir.

Krizin kesin tanımlarını kolayca bir sözlükte vermek yerine başlangıç bölümünde araştırmaya koyulmak biraz konuyu uzatmak gibi gözükebilir. Ancak, bu kitabın ilerleyen bölümlerinde görülecek tarihsel rakam ve tabloları düzgün biçimde yorumlamayı amaçlayan okuyucunun, krizi nelerin oluşturup nelerin oluşturmadığını nasıl ayırt ettiğimiz hakkında bir fikri olması için bu bir temel olacaktır. Çizdiğimiz sınırlar genel olarak mevcut ampirik ekonomi literatürüyle tutarlılık içindedir. Bu literatürde büyük ölçüde bizim ele aldığımız çeşitli kriz tipleri (örneğin devlet borçları, döviz kurları vb.) görülmektedir. Sonuçların bizim sınır noktalarımızda görülen küçük değişikliklere karşı hassas olduğu ya da verilerin açıkça uygun olup olmadığından açıkça endişe duyduğumuz yerlerin olduğu durumları aydınlatmaya çalıştık. Bu tanım bölümü aynı zamanda bu kitapta ele aldığımız kriz türleri hakkında biraz daha geniş düşünmemiz için uygun bir fırsat vermektedir.

Okur, bu bölümde tartışılan kriz işaretlerinden tek bir ülke içinde oluşan kriz ölçümlendirmelerinin anlaşılması gerektiğini dikkate almalıdır. Daha sonra, krizlerin uluslararası boyutları ve onların güç ve yayılmalarını ele alacağımız bir dizi tartışmayı, 16. Bölümde vereceğimiz küresel kriz tanımıyla doruğa ulaştırmış olacağız. Her defasında bir ülkeye ait vereceğimiz rapora ek olarak, kriz eşiklerinin temel ölçümleri her defasında yalnızca tek bir kriz tipini (örneğin, döviz kurlarındaki düşüş, enflasyon, bankacılık krizi) aktaracaktır. Özellikle 16. Bölümde yapacağımız gibi, farklı kriz türle-

rinin aynı kümeleşmeler içinde görülme eğiliminde olduğunu vurgularken ilkesel olarak, sistemik kriz tanımları yapılmasının mümkün olduğunu önermekteyiz. Ancak, belirli nedenlerden dolayı, kriz dönemlerinin sınırlarının en basit ve en şeffaf biçimde ayrıştırılmasına odaklanmayı tercih ediyoruz. Bunun nedeni, özellikle başka türlü yapılması durumunda kriz dönemleri arasında, ülkeler arasında ve zaman içinde geniş karşılaştırmalar yapmanın çok zorlaşacak olmasıdır. Bu kriz tanımları, köklerini mevcut ampirik literatür içinde bulmuştur ve başvuru kaynakları ona göre gösterilmiştir.

Kesin niceliksel tanımları kolaylıkla verilebilecek krizleri tartışarak başlıyoruz. Ondan sonra daha niteliksel ve yargısal analiz gerektirenlere döneceğiz. Sonuç bölümü, *seri borç ödeyememe durumlarını ve bu-defa-farklı sendromunu* tanımlayacaktır. Bu kavramlar kitabın kalan bölümlerinde tekrar tekrar işlenecektir.

Niceliksel Eşiklerle Tanımlanan Krizler: Enflasyon, Para Biriminin Çöküşü ve Para Arzının Düşürülmesi

Enflasyon Krizleri

Gerek taşıdıkları evrensel nitelik ve uzun tarihsel önem, gerekse tanımlanmalarını kolaylaştıran, sahip oldukları göreceli basitlik ve açıklık nedeniyle enflasyon krizlerini tanımlayarak başlıyoruz. İflasın yalnızca sıklığıyla ilgilenmekle kalmayıp, onun kapsamını sınıflandırmakla da (borçları enflasyondan arındırmak yoluyla) ilgilendiğimiz için, bir enflasyon ya da para birimi krizinin başlangıcını işaretlemekle yetinmeyip aynı zamanda onun süresini de göstermeye çalışacağız. Birçok yüksek enflasyon dönemini en iyi şekilde kronik olarak tanımlamak mümkündür – bu durum yıllarca sürmektedir ve bazen durur gibi olur, bazen de patlama öncesinde ortalarda bir düzeyde seyreder. Aralarında bizim İkinci Dünya Savaşı sonrası dönemdeki döviz kuru ayarlamalarını sınıflandırmakla ilgili önceki çalışmamızın da yer aldığı birçok çalışma, yüksek enflasyon evresinin göstergesi olarak on iki aylık dönemdeki yüzde 40 ya da daha yüksek enflasyon eşiğini almıştır. Doğal olarak, enflasyonun etkisinin yüzde 10'lar gibi daha düşük düzeylerde bile ölümcül olduğu iddia edilebilir ancak sürdürülebilir

ılımlı enflasyonun getirdiği maliyet kuramsal ya da ampirik olarak iyi kanıtlanmamıştır. İkinci Dünya Savaşı sonrası dönemle ilgili önceki çalışmamızda yüzde 40'ı sınır çizgisi olarak aldık çünkü bu düzeylerin ölümcül olduğu hakkında oldukça yaygın mutabakat bulunmaktadır. Burada genel enflasyon eğilimlerine bakacağız ve daha düşük tepe noktalarını, önemli oldukları yerde ele alacağız. Hiperenflasyonlar –*aylık* yüzde 40 düzeyindeki enflasyonlar–modern dönemin mahsulleridir. Enflasyon krizleri hakkındaki 12. Bölümde göreceğimiz gibi (özellikle Tablo 12.3'te), 1946'daki Macaristan olayı (en son Zimbabve örneğini bir kenara bırakırsak) rekoru elinde bulundurmaktadır.

Birinci Dünya Savaşı öncesi dönem için *yıllık* yüzde 40 bile enflasyon eşiği olarak aşırı yüksek bir değerdi çünkü o zamanlar, özellikle modern kâğıt para kullanılmaya başlamadan önce enflasyon oranları çok daha düşüktü (kâğıt para genelde "fiat para" olarak adlandırılırdı çünkü gerçekte içsel bir değeri yoktu ve sadece hükümetin yayınladığı bildirimle [fiat] yurtiçi ticari işlemlerde, diğer para birimlerinin yasal geçerliliği olmadığını bildirmesi nedeniyle bir değere sahipti). Birinci Dünya Savaşı öncesi enflasyon oranları yakın döneme göre bir hayli düşüktü: 1500-1913 arasında yıllık yüzde 0,5 ve 1800-1913 arasında yıllık yüzde 0,71'di; buna karşın 1914-2006 arası yıllık yüzde 5'ti. Daha düşük enflasyon oranlarının görüldüğü ve yüksek enflasyon beklentisinin çok az olduğu dönemlerde, çok daha düşük enflasyon oranlarının etkisi, bir ülke için oldukça sarsıcı ve derin olabiliyordu – ve bunun için kriz olarak görülüyordu.[1] Bu nedenle, bu kitapta, daha önceki dönemlere anlamlı şekilde uyum sağlaması amacıyla, yıllık yüzde 20 enflasyon oranını eşik olarak benimsedik. En çok enflasyon krizi olduğuna inandığımız ana noktaların birçoğunda kriz olduğunu iddia etmemiz, seçtiğimiz eşikle bağlantılı olarak, esasta mantıken sağlam gözükmektedir. Örneğin, belli bir noktada kriz olduğunu iddia etmemiz, enflasyon krizlerini, daha düşük enflasyon eşiği (diyelim yüzde 15) ya da daha yüksek eşik (diyelim yüzde 25) kullanarak yaptığımız tanımı desteklemiş olacaktır. Doğal olarak, veri kümesinin çoğunu internet ortamında kullanıma açmamız durumunda, okurlar enflasyon ya da diğer niceliksel kriz kıstasları için kendi eşiklerini belirleme olanağını elde etmiş olacaklardır.

---

1 Bkz. Reinhart ve Rogoff (2004).

Para Birimi Çöküşleri

Para birimi çöküşlerinin tarihlerini saptamak için, özellikle büyük döviz kuru değer kayıplarına odaklanan ve temel eşiklerini (bazı istisnalar dışında) yıllık yüzde 25 olarak koyan Jeffrey Frankel ve Andrew Rose tarafından getirilen yaklaşımın değişik bir biçimini izliyoruz.[2] Bu tanım, konuya tutumlu yaklaşma tavrında birinci sıradadır çünkü rezerv kayıpları (veri yöneticileri genellikle bu bilgileri kıskançlıkla saklarlar, bazen yayımlanmalarını uzun süre bekletirler) ve faiz oranlarındaki yükselişler (bunlar sıkı hükümet denetimi altındaki finans sistemleri içinde o kadar da anlamlı değildir ve gerçekte oldukça yakın zamana kadar birçok ülke için durum buydu) gibi diğer değişkenlere dayanmaz. Enflasyon için İkinci Dünya Savaşı'ndan sonraki dönemdeki verilere uygulanabilecek yüzde 25 eşik değeri –en azından ciddi döviz kuru krizini tanımlamaya yeterdi– daha önceki dönem için oldukça yüksek sayılabilirdi; oysa o zamanda daha küçük hareketler, büyük şaşkınlık yaratmış ve bu nedenle aşırı yıkıcı etki yapmıştır. Bu nedenle, para birimi çöküşünü yüzde 15'in üzerindeki yıllık değer kaybı olarak tanımlıyoruz. Enflasyon evreleri hakkındaki değerlendirmemizi aktarırken, burada ilk çöküşü tarihlendirmeye yoğunlaşmakla kalmayıp (Kaminsky ve Reinhart kadar, Frankel ve Rose'daki gibi) yıllık değer kayıplarının eşik değeri aştığı dönemle ilgili olduğumuzu söyleyebiliriz.[3] Tablo 1.1'de gösterilen en büyük çöküşlerin enflasyon krizleriyle zamanlama ve büyüklük bakımından benzerlik içinde olduğunu görmek pek az şaşırtıcıdır. Bununla birlikte, para birimi çöküş rekoruna ait "onur derecesi", (enflasyon krizi durumunda bu dereceyi alan) Macaristan yerine, 1944'teki Yunanistan'ın durumuna veriliyor.

Para Ayarının Düşürülmesi (Tağşiş)

Temel değişim aracının madeni sikkeler olduğu uzun dönemde modern enflasyon ve döviz kuru krizinin öncü habercisi, para ayarının düşürülmesi olmuştu. Şaşırtıcı olmasa gerek, paranın ayarını düşürme önlemine özel-

[2] Frankel ve Rose (1996).

[3] A.g.e.; Kaminsky ve Reinhart (1999).

TABLO 1.1

Krizlerin tanımlanması: Niceliksel eşik değerlerinin bir özeti

Kriz tipi	Eşik değeri	Dönem	Maksimum (yüzde)
Enflasyon	Yıllık enflasyon oranı yüzde 20 ve daha fazla. Enflasyon oranının yıllık yüzde 40'ı geçtiği vakaları ayrı olarak inceliyoruz.	1500-1790 1800-1913 1914-2008	173,1 159,6 9,63E+26[a]
Para birimi çöküşü	ABD dolarına karşı (ya da ilgili döviz çıpası – tarihsel olarak sterlin, Fransız frangı ya da Alman markı ve şimdi de euroya karşı) değer kaybının yüzde 15 ya da daha fazla olduğu durumlar.	1800-1913 1914-2008	257,7 3,37E+9
Paranın ayarının düşürülmesi – Tip I	Dolaşımdaki sikkelerin içerdiği madenin yüzde 5 ya da daha fazla azaltılması.	1258-1799 1800-1913	–56,8 –55,0
Paranın ayarının düşürülmesi – Tip II	Aşırı değer kaybeden eski para biriminin yerini yenisinin aldığı para reformu.	En aşırı örnek Zimbabve'de görülmüştür. Burada dönüşüm oranı on milyarda bir olmuştur.	

[a]Bazı durumlarda enflasyon oranı o kadar yüksekti ki (örneğin 1946'da Macaristan'da olduğu gibi), buralarda bilimsel gösterim kullanmak durumunda kaldık. Yani E+26 ifadesi, 9,63 rakamında ondalık virgülü yirmi altı basamak sağa kaydırarak gerekli sayıda sıfır ekleneceği anlamına gelmektedir.

likle savaş dönemlerinde sıkça ve büyük ölçüde başvurulmuştu çünkü bu zamanlarda para biriminin içerdiği gümüş miktarının azaltılması bazen egemenlerin en önemli finans kaynağını sağlamıştı.

Bu kitapta, aynı zamanda para birimi "reformlarını" ya da dönüştürmelerini ve onların büyüklüklerini de tarihlendiriyoruz. Bu gibi dönüştürmeler, örneğimizdeki her hiperenflasyon evresinin bir parçasını oluşturmaktadır; gerçekte, kısa aralıklarla birden çok dönüştürme görmek olağandışı değildir. Örneğin, Brezilya hiperenflasyona karşı verdiği mücadelede, 1986 ile 1994 arasındaki dönemde, para birimini en az dört kez dönüş-

türmüştü. Bu kitap üzerine çalışmaya başladığımızda, dönüştürmenin boyutlarına bakılarak değerlendirdiğinde rekorun sahibi Çin'di. Bu ülke 1948'de üç milyona bir oranında dönüştürme uygulamıştı. Kitabı tamamladığımız günlerde, Zimbabve bu rekoru on-milyara-bir oranında dönüştürme uygulayarak geçmişti! Dönüştürmeleri, aynı zamanda yüksek (hiper olması gerekmiyor) enflasyon krizleri de izlemekteydi ve bu durumlar da modern para birimi ayar düşürme örnekleri listemiz içinde yer alıyor.

Varlık Fiyatı Balonlarının Patlaması

Aynı niceliksel metodoloji, varlık (hisse senedi ya da gayrimenkul) fiyatı balonlarının patlama tarihlerini belirlemek için de uygulanabilir. Bunlar bankacılık krizlerinin yükselişinde görülen ortak noktalar oluyor. Hisse senetlerini kapsayan bu kriz evrelerini 16. bölümde tartışacağız ama gayrimenkul krizlerini sonraki araştırmalara bırakacağız.[4] Bu konuyu burada ele almamamızın bir nedeni, finans krizlerinin temelinde yatan birçok anahtar varlık için, özellikle de konut fiyatları için gerekli fiyat verilerini uzun dönem ülkeler arası esasa göre elde etmenin çok güç olmasıdır. Ne var ki, veri kümemiz belli sayıda, gerek gelişmiş, gerek gelişmekte olan piyasa ülkeleriyle ilgili geçmiş birkaç onyıla ait konut fiyatlarını içermektedir ve biz de bu verileri bankacılık krizlerinin analizinde kullanacağız.

Olaylarla Tanımlanan Krizler: Bankacılık Krizleri ve Dış ve İç Borçların Ödenememesi

Bu bölümde bankacılık krizlerini, dış borç krizlerini ve iç borç krizlerini tarihlendirmek için kullanacağımız ölçütleri tanımlayacağız. Bunlardan sonuncusu, şimdiye kadar en az belgelendirilmiş ve anlaşılmış olanıdır. Kutu 1.1, yapacağımız analiz boyunca kullanılan anahtar kavramlara özlü bir sözlük sağlıyor.

---

[4] Hisse senedi fiyatları çöküşlerinin tarihini belirleyen eşikleri yapılandırmak için bkz. Kaminsky ve Reinhart (1999); sanayileşmiş ülkelerdeki bankacılık krizlerinin öncesinde gayrimenkul fiyatlarının hareketinin bir tasviri için bkz. Reinhart ve Rogoff (2008b).

KUTU 1.1
Borç sözlüğü

Dış borç Bir ülkenin özel ve resmi (kamusal) yabancı kredi kurumlarının tamamına karşı borç yükümlülüklerinin toplamı. Kredi kurumları genellikle borç sözleşmelerinin tüm koşullarını belirlemektedir; bu borç sözleşmeleri normal olarak yabancı kredi kurumlarının yargı yetkisine ya da uluslararası hukuk kurumlarının denetimine tabidir (çok taraflı krediler için).

Toplam hükümet borcu (toplam kamu borcu) Bir hükümetin yurtiçi ve yabancı kredi kurumlarına karşı borç yükümlülükleri toplamı. "Hükümet" normal olarak merkezi yönetimi, eyalet hükümetlerini, federal hükümetleri ve hükümet güvencesiyle borç alan tüm diğer organları kapsar.

Kamu iç borcu Hükümetin, borç verenlerin ülkesine ya da borçlanılan para birimine bakılmaksızın, ulusal yargı organlarının denetimine tabi tüm borçları; bu nedenle, hükümetin aşağıda tanımlanan döviz borçlarını da içermektedir. Borç sözleşmelerinin koşulları piyasa tarafından belirlendiği gibi, tek taraflı olarak hükümet tarafından da belirlenebilir.

Döviz cinsinden kamu iç borcu Hükümetin, o ülkenin para birimi dışında bir para birimiyle (ya da ona bağlı bir para birimiyle) ulusal yargı sistemi çerçevesinde ihraç etiği borç yükümlülükleridir.

Merkez bankası borcu Örtülü hükümet güvencesi taşımasına rağmen, hükümet borçları altında değerlendirilmemektedir. Merkez bankaları genellikle bu tür borçları açık piyasa işlemlerini (para arzını arttırmayacak şekilde müdahale dahil) kolaylaştırmak için yaparlar. Bu tür borçlar yerel ya da yabancı para birimi cinsinden yapılabilir.

Bankacılık Krizleri

Bankacılık krizleriyle ilgili analizimiz olaylara vurgu yapıyor. Bu yaklaşımı kullanmamızın ana nedeni, bankacılık ya da finans krizlerini, enflasyon ya da para birimi çöküşleriyle aynı çizgide niceliksel olarak tarihlendirmemize olanak sağlayacak olan uzun dönem zaman serisi verilerinden yoksun bulunmamızla ilgilidir. Örneğin, banka hisselerinin göreceli fiyatları (ya da piyasayla göreceli finans kurumları), incelenecek mantıksal bir gösterge olabilirdi. Ne var ki; bunu yapmak bir sorunsalı da beraberinde getiriyor. Özellikle örneğimizin erken kısmı için ve gelişen ülkeler için birçok yurtiçi bankanın halka açık hisse senedine sahip olmadığını görüyoruz.

Başka bir fikir, kriz tarihlerini belirlemek amacıyla banka mevduatlarındaki değişimlerden yararlanmaktır. Bankacılık krizlerinin, bankalara akın şeklinde ya da mevduatlardan para çekilmesiyle görüldüğü durumlarda bu gösterge işe yarayacaktır. Özellikle de 1800'lerdeki sayısız bankacılık paniklerinin yaşandığı olayları tarihlendirmek için kullanılabilir. Ne var ki, bankacılık sorunları, bilançonun borç kısmından değil de varlıklar kısmının uzun süren bozulma sürecine girmesinden kaynaklanır. Bu bozulma ister gayrimenkul fiyatlarında yaşanan çöküş (ABD'de 2007 başında yaşanan eşikaltı finans krizindeki gibi), ister finans dışı sektörlerde artan borç ödeyememe durumundan (2000'lerin sonu finans krizlerinin daha sonraki aşamalarındaki gibi) kaynaklansın. Bu durumda, borç ödeyememe durumu ya da geri ödenmeyen borçlarda görülen büyük artış, kriz çıkışının işareti olarak görülebilir. Ne yazık ki, ticari borç ödeyememe durumu ya da geri ödenmeyen borç göstergelerini, modern dönem için bile birçok ülkede, en azından genellikle belli aralıklarla elde etmek mümkün oluyor. Her olayda, geri ödenmeyen kredi raporları genellikle doğru olmuyor çünkü bankalar sorunları mümkün olduğu kadar uzun bir süre gizlemek istiyorlar ve denetim kurumları sorunlara kendi açılarından bakıyorlar.

Bu veri sınırlamalarını dikkate alarak, bir banka krizini iki tip olayla ortaya koyuyoruz: (1) Bir ya da daha fazla finans kurumunun kapanması, birleşmesi ya da kamu sektörü tarafından devralınmasıyla sonuçlanan bankaya hücum olayları (1993'te Venezuella'da ya da 2001'de Arjantin'de olduğu gibi) ya da (2) Diğer finans kurumları için de benzer olayların başlangıcına işaret eden bankaya hücum olayları, birleşme, devralınma ya da önemli bir finans kurumuna (veya finans gruplarına) büyük ölçekli hükümet yardımlarının yapılmadığı durumlar (1996'dan 1997'ye kadar Tayland'da görüldüğü gibi). Bu konuda banka krizleri üzerine yapılmış mevcut çalışmalardan ve finans basınından destek alıyoruz. Finansal olaylara yapılan vurgu, bu dönemlerde neredeyse her yerde çok fazladır.

Ülkeler arasında kriz tarihlerinin belirlenmesinde birçok ana kaynak vardır. 1970'ten sonraki dönem için Caprio ve Klingebiel'in yaptığı kapsamlı ve iyi bilinen çalışmalar –en son güncellenmiş versiyonu 2003'e kadarki dönemi kapsamaktadır– özellikle banka krizlerinin, daha tehlikesiz kategoriler yerine sistemik niteliğini öne çıkartarak sınıflandırması bakımından çok yetkindir. Kaminsky ve Reinhart ve Jácome (sonuncusu Latin

TABLO 1.2

Krizleri olaylarla tanımlamak: Özet

Kriz tipleri	Tanım ve/veya ölçüt	Yorumlar
Bankacılık krizleri Tip I: sistemik (şiddetli) Tip II: finansal sıkıntı (daha yumuşak)	Bankacılık krizlerini iki tip olayla tanımlıyoruz: (1) bir ya da daha fazla finans kurumunun kapatılması, birleşmesi ya da finansal kurumların devralınmasına yol açan bankaya hücum olayları ve (2) diğer finans kurumları için de benzer olayların başlangıcına işaret eden bankaya hücum olayları, birleşme, devralınma ya da önemli bir finans kurumuna (ya da finans gruplarına) büyük ölçekli hükümet yardımlarının olmadığı durumlar.	Bankacılık krizlerinin başlangıcının tarihini gösteren bu yaklaşımın çekinceleri vardır. Krizlerin tarihini göstermekte geç kalabilir çünkü finansal sorunlar genellikle bir banka kapanmadan epey bir zaman önce başlar; aynı zamanda, krizlerin tarihini başlangıcından çok önce gösterebilir çünkü kriz en kötü aşamasına daha sonra geçebilir. Doğru tanımlanan bitiş tarihleri olan dış borç krizi vakalarından farklı olarak (aşağıya bkz.) krizin sona erdiği yılı doğru olarak saptamak genelde zor, hatta imkânsızdır.
Borç krizleri Dış	Devlet borcunun ödenememesi, hükümetin borcun anapara ya da faizini vadesinde (ya da ertelendiği süre içinde) ödeyememesi olarak tanımlanır. Bu olaylar, yeniden ödeme planına bağlanan borcun sonunda özgün yükümlülüğe göre daha az tercih edilen koşullarda temizlendiği durumları kapsar.	Borcun ödenemediği tarihin kriz yılı olarak tanımlanması doğruysa da, çoğu durumda borç verenlerle yapılan nihai anlaşma belirsiz gözükmektedir. Bu nedenle, yalnızca birinci yılı ele alan bir kriz örneği üzerinde de çalışıyoruz.
Borç krizleri İç	Yukarıda dış borç için verilen tanım geçerlidir. Ek olarak, iç borç krizi banka mevduatlarının dondurulmasını ve/veya bu tür mevduatların zorla dolardan yerel paraya çevrilmesini kapsamaktadır.	Standard and Poor's kurumunun son krizle ilgili olarak yurtiçi borçlar üzerine sağladığı bazı kısmi belgelendirme mevcuttur. Tarihsel olarak, bu olayların tarihlerini belirlemek çok zordur ve birçok durumda, (örneğin, bankacılık krizlerinde) nihai tasfiyenin gerçekleştiği tarihi belirlemek imkansızdır.

Amerika'dan) çok fazla kaynak kullanıyor.[5] Ek olarak, birçok ülkenin literatüründe kapsanmayan bankacılık krizi evrelerini ele alan, ülke özellikli çalışmalara eğiliyoruz.[6] Bu olay temelli tarihlendirme yaklaşımının sınırlarının özet tartışması Tablo 1.2'de sunulmuştur. Bankacılık krizinin başladığı yıllar E.3 ve E.4 eklerinde listelenmiştir (birçok erken evre için, krizin tam olarak ne kadar sürdüğünü belirlemek zordur).

Dış Borç Krizleri

Dış borç krizleri hükümetin dış borç yükümlülüklerini kesin olarak yerine getirememesini içerir – yani, bir başka ülkenin yasama onayı altında çıkarılmış, tipik olarak (fakat her zaman bu şekilde olması gerekmiyor) yabancı para birimi cinsinden ve çoğunlukla yabancı kredi kurumlarının verdiği bir kredi ödemesinin yerine getirilmemesi anlamına gelir. Ödenemeyen en büyük borç rekorunu Arjantin elinde tutuyor. 2001'de 95 milyar ABD dolarından fazla miktarda borcu ödeyemeyeceğini bildirmişti. Arjantin örneğinde, bu ödenemeyen borçlara ait faiz ödemeleri, azaltılarak ve yayılarak yönetilmişti. Bazen ülkeler, 1867'de Meksika örneğinde olduğu gibi, borcu doğrudan reddederler. İmparator Maximilian'ın çıkardığı 100 milyon ABD dolarından büyük değerdeki pezo cinsinden borç, Juarez hükümeti tarafından reddedilmişti. Daha tipik olarak, hükümet borcu, özgün sözleşmede yer alan koşullara göre alacaklıların daha az lehine olan koşullarla yeniden yapılandırılır (örneğin, Hindistan'ın 1958-1972 yılları arasında pek bilinmeyen dış borç yeniden yapılandırma olayı).

Dış borç temerrütleri, akademik literatür içinde Michael Bordo, Barry Eichengreen, Marc Flandreau, Peter Lindert, John Morton ve Alan Taylor gibi günümüzün önde gelen modern iktisat tarihçilerinin dikkatini ciddi biçimde çekmiştir.[7] Erken bankacılık krizleriyle karşılaştırıldığında

---

5 Bkz. Kaminsky ve Reinhart (1999), Caprio ve Klingebiel (2003), Caprio vd. (2005), Jácome (2008). İkinci Dünya Savaşı'ndan önceki dönem için Willis (1926), Kindleberger (1989), Bordo vd. (2001) bankacılık krizleri üzerine çok sayıda ülkeyi kapsayan bilgi sunmaktadır.

6 Peru için bkz. Camprubi (1957), Çin için bkz. Cheng (2003), McElderry (1976) ve Meksika için bkz. Noel (2002).

7 Bu, tarihsel devlet borç ödeyememe durumlarını çalışmış olan akademisyenlerin tümünü kapsayan bir liste olarak anlaşılmamalıdır.

(literatürde neredeyse tümüyle gözardı edilmiş olan iç borç krizlerinden söz etmeye gerek yok) bu oldukça ciddi evrelerin nedenleri ve sonuçları hakkında çok şey bilinmektedir. Devlet borçlarının temerrüt ve yeniden yapılandırmaları tarihleri, 6. Bölümde listelenen ve tartışılanlardır. 1824 yılından sonraki dönem için tarihlerin büyük çoğunluğu, veri eklerinde listelenen Standard and Poor's çalışmalarından gelmektedir. Ne var ki, bunlar eksiktir, sayısız savaş sonrası yeniden yapılandırma ve erken borç ödeyememe durumları burada yer almamaktadır. Böylece, bu kaynak ek bilgilerle desteklenmiştir.[8]

Dış borç ödeyememe tarihleri, büyük ölçüde, örneğin bankacılık kriz tarihlerinden (genellikle bitiş tarihinin belirsiz olması nedeniyle) daha açık biçimde tanımlanmış olmasına ve tartışmadan uzak kalmasına karşın, 8. Bölümde tartıştığımız gibi, bu konuda hâlâ biraz değerlendirme yapmaya gerek duyulmaktadır. Örneğin, bir ülkenin kaç kez borcunu ödeyemez duruma düştüğünü kataloglaştırırken genel olarak aynı evrenin önceki temerrüdünden sonra iki yıl veya daha kısa süre içinde gerçekleşen her borç ödeyememe durumunu kategorize ediyoruz. Banka krizleri örneğinden daha kolay olmasına karşın (çünkü kredi verenlerle yapılan anlaşma genellikle bu olayın bitiş tarihini gösteriyor), devletlerin dış borçlarını ödeyememelerinin sona erdiği tarihi bulmak hâlâ birçok konuyu beraberinde getirmektedir.

İflas zamanının –doğru olarak– kriz yılı biçiminde sınıflandırılmış olmasına karşın, çok sayıda örnekte alacaklılarla yapılan en son anlaşma (eğer bir anlaşmaya varılabilmişse) bitmemiş gözükmektedir. Rusya, devrimi izleyen 1918 temerrüdü sonrası 69 yıllık süreyle rekoru elinde tutmaktadır. Yunanistan'ın 1826'daki temerrüdü aralıksız 53 yıl uluslararası sermaye piyasalarına girmekten alıkonulmasına yol açtı ve Honduras'ın 1873 temerrüdü da buna yakın bir süre boyunca devam etti.[9] Doğal olarak, tam borç ödeyememe evresine bakmak, ödünç alma ya da borç ödeyememe döngülerini karakterize etmek, "tehlike" oranlarını hesaplamak vb. için yararlıdır. Ancak 53 yıllık bir nöbetin –o yıllar tam olarak refah dolu yıllar olmasa

---

8 Özellikle Lindert ve Morton (1989), Suter (1992) Purcell ve Kaufman (1993) ve MacDonald (2006) tarafından temin edilenler. Doğal olarak bu alanda gerekli okuma listesine Winkler (1933) ve Wynne (1951) de dahildir. Bundan başka önemli okumalar Eichengreen (1991a, 1991b, 1992) ve Eichengreen ve Lindert'i (1989) de kapsamalıdır.

9 Şu anda Honduras 1981'den beri borç ödeyememe durumunda bulunmaktadır.

bile– kriz olarak değerlendirilmesine inanmak zordur. Böylece, tüm evreyi kapsayacak şekilde, ülkenin kendine özgü boş değişkenlerini yapılandırmaya ek olarak, temerrüt dönemini çevreleyen çekirdek kriz dönemini de içine almayı amaçlayan iki niteliksel değişken daha kullandık. Bunlardan birincisi sadece borç ödeyememe yılını bir kriz olarak kaydeder; öte yandan ikincisi, borç ödeyememe tarihini merkez alan yedi yıllık bir pencere açar. Gerekçe, ne borç ödeyememe öncesindeki üç yılın, ne de onu izleyen üç yılın "normal" ya da "sakin" olarak düşünülebileceğidir. Bu teknik, kriz çevresindeki çeşitli ekonomik ve finansal göstergelerin zaman içinde ve ülkeler arasında tutarlı bir temelde analiz edilmesine izin verir.

İç Borç Krizleri

Kamu iç borcu bir ülkenin kendi yasal yargı yetkisi altında çıkarılır. Çoğu ülkenin tarihinin büyük bölümünde iç borç yerel para birimiyle çıkarılmış ve esas olarak kendi yurttaşları tarafından alınıp saklanmıştır. Aynı şekilde, kamu dış borcunun –yabancı hükümetlerin yasal yargı yetkisi altında– büyük çoğunluğu da yabancı para birimiyle çıkarılmış ve yabancılar tarafından alınıp saklanmıştır.

İç borç krizleri hakkındaki bilgiler kıttır ama bunun nedeni bu krizlerin görülmemesi değildir. Gerçekte, 9. Bölümde gösterdiğimiz gibi, iç borç krizleri tipik olarak ortalama dış borç ödeyememe durumlarında olduğundan daha kötü ekonomik koşulların arka planında gerçekleşir. Ne var ki, genellikle, iç borç krizleri güçlü dış kredi kurumlarını kapsamaz. Herhalde bu, niye bu kadar çok iç borç krizi evresinin ana akım iş ve finans basınında fark edilmeden geçilip gittiğini ve niye bu tür krizlere akademik literatür içinde daha az yer verildiğini açıklamaya yardımcı olur. Doğal olarak, durum her zaman bu değildir. Meksika'nın çok duyulan, yakınlardaki 1994-1995 borç ödeyememe durumu kesinlikle "ünlü" iç borç ödeyememe krizini nitelemektedir. Yine de, birçok gözlemci, sorun haline gelen borcun büyük kısmının teknik olarak dış değil de iç borç olduğunun farkındaydı. Gerçekte, Meksika, IMF ve ABD Maliye Bakanlığı tarafından kurtarılana kadar ödenememenin eşiğinde olan hükümet borcu (*tesobono* biçimindeydi ve çoğunluğu ABD dolarına bağlı pesoyla geri ödenebilecek kısa vadeli borçlanma araçlarından oluşmaktaydı) Meksika iç hukuku kapsamında çıkarılmıştı ve bu nedenle Meksika'nın iç borcunun bir kısmını oluşturmaktaydı.

Bu tesobonoların yurttaş olmayan kişilerce bu kadar yaygın saklanmamış olması durumunda belki de, bu krizin olduğundan daha az dikkat çekeceği düşünülebilir. Arjantin 1980'den beri, iç borçlarını üç kez ödeyemez duruma düştü. Dış borçların ödenememesine rastlayan iki iç borç ödeyememe olayı (1982 ve 2001) ciddi derecede uluslararası dikkat çekmiştir. Ne var ki, dış borçlarda yeni bir ödeyememe içermeyen –ve bu nedenle, yurttaş olmayanları kapsamayan– büyük ölçekli 1989 temerrüdü, iktisat literatürü içinde pek az bilinmektedir. 1930'lardaki Büyük Bunalım süresince gerek gelişmiş ülkelerde gerek gelişmekte olan ülkelerde gerçekleşen iç borç ödeyememe durumlarının çoğu korkunç derecede kötü belgelenmiştir. Bunların borç üzerine hazırlanan resmi kitaplarda belgelendiği yerlerde bile, ödemelerin ertelenmesinin ya da geciken borç bakiyelerinin yer aldığı dipnotların ötesine geçmemiştir.

En son olarak, bankacılık krizleri, hiperenflasyonlar ya da bu ikisinin biraraya geldiği durumlar (Arjantin, Bolivya ve Peru'daki temerrütler bu liste içindedir) sırasında, döviz mevduatlarının yerel para birimine zorla çevrilmesini içeren iç borç temerrütleri gerçekleşmiştir. Kategorik değişkenlerin yapılandırılmasıyla ilgili yaklaşımımız daha önce dış borç temerrütleriyle ilgili yapılan tanımlarla aynı sonuca varmaktadır. Bankacılık krizlerinde olduğu gibi ve dış borç temerrütlerinde görülenin dışında, birçok iç borç temerrüt evresi için krizin bittiği noktayı belirlemek kolay olmayacaktır.

Diğer Anahtar Kavramlar

Seri Borç Ödeyememe Durumu

Seri borç ödeyememe, kamu (ya da kamu güvencesindeki) dış ya da iç borcunda ya da her ikisinde birden görülen, birden fazla borç ödeyememe durumudur. Bu borç ödeyememe durumları beş ya da elli yıl aralıklarla gerçekleşebilir ve toplu borç ödeyememe durumları (ya da borçları tanımama) yeniden ödeme planı belirleme kanalıyla (genelde, faiz ödemelerini borçlu lehine daha iyi koşullarda uzatmak şeklinde) kısmi borç ödeyememe durumuna kadar uzanabilir. 4. Bölümde tartışacağımız gibi, toplu borç ödeyememe durumuna gerçekte oldukça seyrek rastlanır; fakat yine de, alacaklılar herhangi bir tip kısmi geri ödeme alana kadar yıllar geçebilir.

KUTU 1.2

1929 Bunalımı arifesinde bu-defa-farklı sendromu

FAMOUS WRONG GUESSES IN HISTORY

when all Europe guessed wrong

The date—October 3rd, 1719. The scene—*Hotel de Nevers*, Paris. A wild mob—fighting to be heard.

"Fifty shares!" "I'll take two hundred!" "Five hundred!" "A thousand here!" "Ten thousand!"

Shrill cries of women. Hoarse shouts of men. Speculators all—exchanging their gold and jewels or a lifetime's meager savings for magic shares in John Law's Mississippi Company. Shares that were to make them rich overnight.

Then the bubble burst. Down—down went the shares. Facing utter ruin, the frenzied populace tried to "sell". Panic-stricken mobs stormed the *Banque Royale*. No use! The bank's coffers were empty. John Law had fled. The great Mississippi Company and its promise of wealth had become but a wretched memory.

Today you need not guess.

HISTORY sometimes repeats itself—but not invariably. In 1719 there was practically no way of finding out the *facts* about the Mississippi venture. How different the position of the investor in 1929!

Today, it is inexcusable to buy a "bubble"—inexcusable because unnecessary. For now every investor—whether his capital consists of a few thousands or mounts into the millions—has at his disposal facilities for obtaining the *facts*. Facts which—as far as is humanly possible—eliminate the hazards of speculation and substitute in their place sound principles of investment.



STANDARD STATISTICS

200 VARICK ST.

New York, New York (şimdi burada Chipot le Mexican Grill bulunuyor)

Saturday Evening Post, 14 Eylül 1929

Not: Bu ilan yazarlara Profesör Peter Lindert tarafından gönderilmiştir.

Bu-Defa-Farklı Sendromu

Bu-defa-farklı sendromunun özü basittir.[10] Kökü, finans krizlerinin, başka ülkelerde yaşayan başka insanların başına başka zamanlarda gelen bir şey olduğuna, krizlerin bizim başımıza burada da şimdi de gelmeyeceğine sıkı sıkıya inanılmasında bulunur. Biz işleri daha iyi yaparız, biz daha akıllıyız,

[10] Açıkçası piyasadaki eski bir deyiş şöyledir: "Üç sözcük nedeniyle bir silahın ucundakinden daha fazlası kaybedilmiştir. Bu sözcükler, 'Bu defa farklı'dır."

KUTU 1.2

1929 Bunalımı arifesinde bu-defa-farklı sendromu

TARİHTE YAPILAN ÜNLÜ YANLIŞ TAHMİNLER

Avrupa'nın tamamı yanlış tahmin ettiğinde

Tarih – 3 Ekim 1719. Sahne – Nevers Oteli, Paris. Şiddetli bağrışmalar duyuluyordu.

"Elli hisse!" "İki yüz alıyorum! "Beş yüz!" "Buraya bin!" On bin!"

Kadınların tiz haykırışları. Erkeklerin boğuk sesleri. Tüm spekülatörler – altın ve mücevherlerini ya da ömür boyu biriktirdikleri azıcık servetlerini John Law'ın Mississippi Şirketi'nin mucizevi hisseleriyle değiştiriyorlar. Bu hisselerin onları bir gecede zengin yapacağından eminler.

Ondan sonra balon patlıyor. Düşüş başlıyor – hisseler düşüyor. Açık iflas karşısında çıldıran halk elindekileri "satmaya" çabalıyor. Paniğe kapılan kalabalıklar öfkeyle Banque Royale'e hücum ediyor. Yararı yok! Bankanın hazinesi boşalmış. John Flew kaçmış. Büyük Mississippi Şirketi ve onun zenginlik vaadi yıkık bir anı olmuş.

Bugün tahmin etmeniz gerekmiyor.

Tarih bazen tekerrür eder – ama her zaman değil. 1719'da Mississippi macerasında neler olduğuna dair gerçekleri öğrenmenin pratik bir yolu yoktu. Yatırımcının 1929'daki durumu ne kadar farklıdır!

Bugün bir "balonu" satın almak bağışlanamaz – bağışlanamaz çünkü gereksizdir. Çünkü şimdi her yatırımcının –sermayesi ister birkaç bin dolar isterse milyonlarca dolar olsun– gerçekleri öğrenmek için tüm araçlar emrindedir. Gerçekler –insanlar tarafından ulaşılabilir olduğu sürece– spekülasyonun tehlikelerini ortadan kaldırarak, yerine sağlam yatırım ilkelerini koyar.

biz geçmiş hatalarımızdan ders çıkardık. Eski değerlendirme kuralları artık geçerli değildir. Şu andaki canlılık, geçmişteki katastrofik çöküşler öncesi yaşanan birçok canlılıktan (ülkemizde bile) farklı olarak sağlam temeller, yapısal reformlar, teknolojik yenilikler ve iyi politikalar üzerine inşa edilmiştir... Hikâye böylece sürer gider.

Başlangıç yazımızda, biz zaten yoğun kaldıraç işlemleri uygulanmış ekonomilerin kırılganlığı, özellikle de onların güven krizlerine karşı savunmasızlıkları temeline oturan bu-defa-farklı sendromuna kuramsal gerekçe sağlamıştık. Bu-defa-farklı sendromunun tarihsel örneklerinin çok fazla ol-

duğu kesindir. Niyetimiz bunların bir kataloğunu vermek değildir. Ancak, örnekler kitap boyunca serpiştirilmiştir. Örneğin 1.2 numaralı kutu, Büyük Bunalıma doğru yol alınırken "bu-defa-farklı" ruhunu içeren 1929 yılına ait bir reklamı gösteriyor. Yine, 6.2 numaralı kutu 1820'lerin Latin Amerikasında yaşanan kredi canlılığını araştırıyor; bu olay bölgenin ilk borç krizinin işareti olmuştu.

Geçen yüzyılda bu sendromla karşılaştığımız olayların kısa bir listesi şöyledir:

1. 1930'ların yükselen piyasalarında borç ödeyememe olaylarının artması sıklaşması

Bu defa niye farklıydı?

O dönemin düşünüş tarzı: Bir daha asla başka bir dünya savaşı olmayacaktır; daha çok siyasal istikrar ve güçlü küresel büyüme sonsuz bir biçimde sağlanacaktır ve gelişmekte olan ülkelerin borç yükleri düşük düzeydedir.

Birinci Dünya Savaşı'nda savaşan başlıca ülkeler korkunç borçlara girmişlerdi. Savaşın en yıkıcı etkilerinin uzağında kalan Latin Amerika ve Asya gibi bölgeler en ılımlı ve yönetilebilir kamu maliyesine sahip görünüyorlardı. 1920'ler durmak bilmeyen küresel iyimserlik dönemiydi; ABD'de 2007 ortalarında başlayan dünya çapındaki finans krizi öncesinde yaşanan canlılık dönemi de pek farklı değildi. 2000'ler dinamiğinde nasıl küresel barış önemli bir öğe olarak öne çıkıyorsa, aynı şekilde Birinci Dünya Savaşı deneyiminin de yakın zamanda tekrarlanmayacağına herkes tarafından inanılıyordu.

1929'da yaşanan küresel borsa çöküşü, Büyük Bunalımın başlangıcının işareti oldu. Küresel deflasyon, faiz oranlarını gerçekte yukarıya iterken ekonomik daralma da kamu kaynaklarını aşırı kesintiye uğrattı. Bunu, tarihte görülen en büyük borç ödeyememe dalgaları izledi.

2. 1980'lerin borç krizi

Bu defa niye farklıydı?

O dönemin düşünüş tarzı: 1920'lerle 1930'lardaki iki savaş arası dönemde olduğu gibi meta fiyatları istikrarlı oluyor, faiz oranları düşüyor, petrol parası "geri dönüşüme" uğruyor, hükümette yetenekli teknokratlar görev yapıyor, para yüksek getirisi olan altyapı yatırımlarına aktarılıyor ve tahvil borçlanması yerine banka kredileri veriliyor. Tek tek bankaların büyük miktarda krediler kullanması nedeniyle, paraların doğru yerlere harcandığından ve kredilerin geri ödendiğinden emin olmak için izleme ve bilgi toplama faaliyetlerinin özendirilmesi gereklidir.

Dünya uzun soluklu düşüş yıllarının ardından 1970'lerde meta fiyatlarında bir canlılık yaşadı. Meta zengini Latin Amerika, dünyadaki büyümenin kıt malzeme kaynaklarının fiyatlarını giderek yukarılara çekmesiyle birlikte korkunç büyüklükte kârlar yapmaya yönelmiş görünüyordu. Gelişmiş ülkelerdeki küresel enflasyon, zengin ülkelerin tahvil piyasalarında faiz oranlarının anormal şekilde uzun bir dönem düşük seyretmesine neden oldu. Ayrıca en az diğerleri kadar önemli bir biçimde, Latin Amerika'da neredeyse bir kuşak boyunca, yeni bir borç ödeyememe durumu görülmemişti. Son büyük dalga Büyük Bunalım sırasında olmuştu.

Birçok yetkili ve ekonomist, Batılı bankaların gelişmekte olan ülkelere verdiği kredilerden hep onaylar tarzda söz ettiler. Bankaların, Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü'nden (OPEC) petrol fazlalarını satın alıp, gelişmekte olan ülkelere "geri dönüştürerek" önemli bir aracılık hizmeti verdiği söyleniyordu. Batılı bankalar bir döngü içine girmiş olmalıydı çünkü Latin Amerika ve benzeri yerlere büyük miktarlarda kredi vermek için gerekli borç verme ve izleme konularında uzmanlıkları olduğu düşünülüyordu ve bu çabaları karşılığında çok iyi paylar elde etmekteydiler.

1970'lerdeki büyüme, aynen daha önceki birçok benzeri gibi gözyaşlarıyla bitti. Aşırı yükselen reel faiz oranlarının küresel meta fiyatlarındaki düşüşle birleşmesi, Ağustos 1983'te Meksika'nın borcunu ödeyemez duruma düşmesini hızlandırdı ve bundan kısa bir süre sonra, aralarında Arjan-

tin, Brezilya, Nijerya, Filipinler ve Türkiye'nin de bulunduğu bir düzine kadar öteki büyük yükselen piyasalarda borçların ödenememesine yol açtı. Zengin ülkeler enflasyonun etkilerini 1980'ler başında azaltmaya yöneldiği zaman, merkez bankalarının aşırı yükselttiği faiz oranları, kredi taşıma yükünü büyük miktarda gelişmekte olan ülkelere aktardı. Bu krediler tipik olarak kısa vade oranlara endekslenmişti (durumun niye böyle olması gerektiği konusunu devlet borçları hakkındaki bölümde anlatıyoruz). Küresel talebin çöküşüyle birlikte, meta fiyatları da aynı şekilde, bazı durumlarda yükseldikleri tepe noktadan yüzde 70'e varan oranlarda düştü.

3. 1990'lardaki Asya borç krizi

Bu defa niye farklıydı?

O dönemin düşünüş tarzı: Bölge, tutucu bir maliye politikasına, istikrarlı döviz kurlarına, yüksek büyüme ve tasarruf oranlarına sahipti ve tarihinde hiçbir finans krizi hatırlanmıyordu.

Asya 1990'ların ortalarında yabancı sermayenin gözdesiydi. Bölge içinde; (1) hanehalklarının, hükümetlerin finansal sıkışıklık durumunda güvenebilecekleri derecede olağandışı yüksek tasarruf oranları vardı; (2) hükümetler borçlanmanın büyük kısmını özel kesimlerden yapabilecek kadar göreceli güçlü mali konuma sahipti; (3) para birimleri dolara yarı sabitlenmiş durumdaydı ve yatırımları emniyette tutuyordu ve (4) Asya ülkelerinde hiç finans krizi olmayacağı düşünülüyordu.

Nihayetinde, sağlam maliye politikasına sahip, hızlı büyüyen bir ülke bile sarsıntılara karşı savunmasız değildir. En büyük zayıflık, Asya'daki döviz kurlarının dolara sabitlenmiş olmasıydı; bu sabitleme genelde açık olmaktan çok üzeri kapalı biçimde olmuştu.[11] Bu sabitlemeler bölgeyi bir güven krizine karşı aşırı savunmasız bırakmıştı. Ve 1997 yazından itibaren kriz tam da buradan patlak verdi. Tayland hükümeti gibi yönetimler, para

[11] Örneğin 1990'ların ortalarında Tayland, dolar çıpası yerine bir döviz (hangi dövizler olduğu belli değil) paketi çıpasına sahip olduğunu açıklamıştı. Yatırımcıların kolaylıkla görebileceği gibi, yine de sepette doların yanında çok fazla döviz çeşidi yoktu; bahtın dolara göre değeri yalnızca dar bir aralıkta dalgalanıyordu.

birimini desteklemek için girişilen nafile çabalar başarısızlığa uğrayınca, döviz kuruna yapılan müdahalelerden çok büyük zarara uğradılar.[12] Kore, Endonezya ve Tayland, diğerleriyle birlikte IMF'ye devasa kurtarma paketleri için başvurmak zorunda kaldılar ama bu, derin resesyonun ve para birimlerindeki çok büyük değer kayıplarının üstesinden gelmek için yeterli olmadı.

4. Latin Amerika'da 1990'lardaki ve 2000'lerin başındaki borç krizi

Bu defa niye farklıydı?

O dönemin düşünüş tarzı: Borçlar tahvil borcudur, banka borcu değildir (sarkacın, tahvil borcunun daha güvenli olduğuna inanışla banka borcunun daha güvenli olduğuna inanış arasında nasıl gidip geldiğine dikkat ediniz). Taleplerin büyümesiyle birlikte, uluslararası bankalardan borç alanlar yerine tahvil şeklinde borç alanların durumu düşünüldüğünde, ülkeler borç ödeyememe durumuna sürüklenme konusunda daha çekimser olacaklardır çünkü yeniden anlaşma sağlanması daha zor olacaktır (daha önceki örnek 2'ye bakınız).

1990'ların başlarında, uluslararası kredi kurumları bir borç ödeyememe ve durgunluk onyılından daha yeni çıkan Latin Amerika ülkelerinin önüne fonlar döktüler. Krediler, bankalar yerine tahviller kanalıyla akıtıldı. Bazılarına göre, borçlar yeniden anlaşma isteklerinden zarar görmeyecekti. Borç taleplerini geniş bir tahvil sahipleri ağına yaymak suretiyle, borçlu ülkelerin, bankaları borçlarının geri ödenmesini yeni bir çizelgeye bağlatmayı (vadeyi uzatarak gerçekte borçlarını azaltmayı) başardığı 1980'lerin tekrarlanması önlenmiş olacaktı. Yeniden anlaşma yapma olasılığının ortadan

[12] Merkez bankaları, yerel para birimini ayağa kaldırmak için yaptıkları başarısız müdahalelerde tam anlamıyla para kaybetmektedir çünkü yerel para birimi (örneğin baht) karşılığında nakit döviz (örneğin dolar) satmaktadır. Yerel para birimi çöktüğü zaman müdahale eden merkez bankası, sermaye kaybı nedeniyle zarar görür.

kalkmasıyla, temerrüde düşmek zorlaşmış olacaktı.

Sakinleştirici yatırımcılar gibi başka etkenler de iş başındaydı. Birçok Latin Amerika ülkesi "daha çok istikrar sağlayarak" diktatörlükten demokrasiye geçmişti. Meksika, 1994'te yürürlüğe giren Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması (NAFTA) nedeniyle risk taşımıyordu. Arjantin ise bir döviz anlaşmasıyla döviz kurunu dolara "sabitlediği" için risk taşımıyordu.

En sonunda, 1990'larda kredilerde yaşanan canlılık, Meksika'nın 1994 kriziyle başlayan bir dizi finans kriziyle son bulmuştu. Onu izleyen olaylar, tarihte o zamana kadar görülen en büyük borç ödeyememe olayı sayılan Arjantin'in 95 milyar ABD doları tutarındaki borcunun ödenememesi; Brezilya'daki 1998 ve 2002 finansal krizleri ve Uruguay'ın 2002'deki borç ödeyememe olayı oldu.

5. ABD'nin 2000'lerin sonundaki finans krizine gidişi (İkinci Büyük Daralma)

Bu defa niye farklıydı?

O dönemin düşünüş tarzı: Küreselleşme, teknoloji patlaması, üstün finans sistemimiz, daha iyi para politikası anlayışımız ve hisselere bağlanmış borçlar nedeniyle her şey yolunda gidiyordu.

Konut fiyatları ikiye katlandı ve hisse senedi fiyatları yükseldi. Tüm bunlar dışarıdan alınan rekor borçlarla sağlandı. Ancak, birçok insan ABD'nin yükselen piyasalarda yaşananlara benzeyen bir finans kriziyle asla karşılaşmayacağını düşünüyordu.

Bu kitabın son bölümleri, ileride dosyaları açılacak olan Büyük Bunalımdan sonra en şiddetli ve İkinci Dünya Savaşı'ndan bu yana tek küresel ölçekli finans krizinin üzücü öyküsünü tarih sırasıyla verecektir. Aradaki bölümlerde ise, finans krizlerinin belli bir sıraya göre giden yapısının, verili zaman ve bölge yelpazesinin çoğunda kalıcı olduğunu göstereceğiz. Refah dönemleri (ki bunların birçoğu uzundur) genellikle gözyaşlarıyla sonuçlanır.

- 2 -

BORCA DAYANIKSIZLIK HALİ: SERİ BORÇ ÖDEYEMEME DURUMLARININ DOĞUŞU

Borca dayanıksızlık hali, zayıf kurumsal yapıların ve sorunlu bir siyasal sistemin, dış borçlanmayı hükümetler için, harcama ve vergilendirme hakkında verilecek zor kararlardan kaçmanın çekici bir aracı haline getirdiği bir sendromdur.

Bu bölüm, bazı ülkelerin borç ödeyememe durumlarının tekrarına karşı direnmede yetersiz kalmaları bakımından, seri borç ödeyememe durumları hakkında düşünmek için istatistiksel bir çerçeve koymaktadır. Sonraki iki bölümde yapılan az sayıdaki teknik tartışmaya girmek istemeyen okurlar, herhangi bir kayba uğramaksızın, doğrudan dış borç ödeyememe durumu hakkında yazılan bölüme geçebilir.

Borca dayanıksızlık hali, birçok yükselen piyasanın, gelişmiş ülke standartlarıyla oldukça yönetilebilir gözüken dış borç düzeylerinde yaşadıkları aşırı baskı olarak tanımlanabilir. Bu baskı tipik olarak içinde piyasaya güven kaybının yaşandığı kısır döngüyü, hükümetin dış borçları üzerinde sarmal halinde dönen faiz oranlarını ve hükümetin yabancı kredi kurumlarına yeniden ödemeye karşı direnişini kapsamaktadır. En son olarak, borç ödeyememe olayları genellikle, toplam borçların GSYH'ye oranının yüzde 60'ların epey altında olduğu düzeyde gerçekleşir. Bu oran Avrupa Maastricht Anlaşması'nda, euro sistemini hükümet borçlarına karşı korumak amacıyla kabul edilmiştir. Güvenli borç eşik değerlerinin, bir ülkenin borç ödeyememe durumuna ve enflasyon geçmişine yoğunlukla bağlı olduğu ortaya çıkmaktadır.[1]

---

[1] 8. Bölümde, yükselen piyasalardaki kamu borçları hakkında yeni tarihsel veriler kullanıyoruz ve bunların bazı durumlarda önemli bir etken olduğunu ortaya koyuyoruz. Ne var ki, bu değerlendirmeyi yapmak, burada incelenen dikkat çekici seri borç ödeyememe olgusunu temelden değiştirmiyor.

Borç Eşikleri

Bu bölüm bir ülkenin tekrarlanan borç ödeyememe olaylarına karşı niye savunmasız kalabileceğini anlamamız için bir geçiş niteliğindedir ve daha sonra borçlardaki marjinal yükselişlere ya da "borca dayanıksızlık haline" karşı savunmasızlık için niceliksel bir ölçüm oluşturmaya yönelir.

Kamu borçlarının GSYH'ye oranının örneğin yüzde 100'ün üzerinde olması durumunda yükselen piyasa ülkelerinin önemli bir borç ödeyememe riski taşıdığına pek az makroiktisatçı şaşıracaktır. Gelişmiş ülkeler içinde bile, Japonya'nın GSYH'sinin yaklaşık yüzde 170'ini oluşturan borcu (borç tanımına bağlı olarak) sorunlu görülmektedir (Japonya çok büyük döviz rezervlerine sahiptir ama GSYH'sinin yaklaşık yüzde 94'ünü oluşturan net borç düzeyi bile çok yüksektir).[2] Oysa yükselen piyasalardaki borç ödeyememe olayları, dış borçların GSYH'ye oranının bundan çok daha düşük düzeylerde olduğu durumlarda gerçekleşebilmektedir (örneğin, 1982'de borcunun GSYH'ye oranı yüzde 47 olan Meksika ve 2001'de borcunun GSYH'ye oranı yüzde 50'den çok az yüksek olan Arjantin).

Yükselen piyasa ülkelerinin borç eşiklerini incelememiz, 1970-2008 yılları arasında borç ödeyememe durumunun ya da orta gelir düzeyindeki ülkelerde dış borçların yeniden yapılandırılmasının tüm evrelerini tarih sırasına koymakla başlıyor. Burada borç ödeyememe durumu, 1. Bölümde borç ödeyememe durumlarının tanımları hakkında tasvir ettiğimiz çizgide tanımlanmıştır.[3] Bu bizim devlet borçlarını listelemeye sadece ilk geçişimiz oluyor. Daha sonra, daha geniş bir ülkeler yelpazesine daha geniş bir zaman açılımında bakacağız. Tablo 2.1, dış borç ödeyememe olaylarının tarihlerini veriyor. Tablo, her orta gelir sahibi ülke için, borç ödeyememe durumunun ya da yeniden yapılandırma evresinin ilk yılıyla, söz konusu olayın gerçek-

---

2 Japonya'nın borç düzeyinin GSYH'ye oranıyla ilgili rakamlar IMF, *World Economic Outlook*, Ekim 2008'den alınmıştır.

3 Dünya Bankası'nı aynı amaçlarla izleyerek, gelişmekte olan ülkeleri kişi başına düşen gelir düzeylerine göre iki genel gruba ayırıyoruz: orta gelir düzeyindeki ülkeler (2005'te kişi başına düşen GSYH düzeyi 755 ABD dolarından yüksek olanlar) ve düşük gelir düzeyindeki ülkeler. Özel dış finansmana önemli erişim olanağı olan çoğu (ama hepsi değil) yükselen piyasa ekonomisi orta gelir düzeyindeki ülkelerdir. Aynı şekilde, çoğu (hepsi olmasa da) düşük gelir düzeyindeki ülkenin özel sermaye piyasalarına erişim olanağı yoktur ve bunlar esas olarak dış fonlar için resmi kaynaklara bağlıdır.

leştiği, yani teknik borç ödeyememe olayının başladığı yılsonundaki dış borcun GSYH'ye oranını ve dış borcun ihracata oranını listeliyor.[4] Açıkçası, daha önce sözü edilen 1982'de Meksika'daki ve 2001'de Arjantin'deki borç ödeyememe olayları kuraldışı örnekler olmadığı gibi, 2008'de Ekvador'da olanlar da kuraldışı sayılamazdı. Tablo 2.1'den çıkarılan Tablo 2.2, borç ödeyememe ya da yeniden yapılandırma evrelerinin sadece yüzde 16'sında dış borcun GSYH'ye oranının yüzde 100'ü aştığını ve yarıdan fazla borç ödeyememe olayının yüzde 60'tan aşağı oranlarda gerçekleştiğini ve borçların GSYH'nin yüzde 40'ından aşağı düzeylerde olduğu borç ödeyememe olayı sayısının, örneklerin yaklaşık yüzde 20'sini oluşturduğunu göstermektedir.[5] (Şu tartışmaya açıktır: Tablo 2.1'de raporlanan, dış borcun GSYH'ye oranının eşik değerlerinde yukarıya doğru sapma vardır çünkü kredi verilen yıllara karşılık gelen borç/GSYH oranları, yerel ve yabancı yatırımcıların dışarıya döviz kaçırması nedeniyle döviz kurundaki gerçek değer kaybının bu tür olaylara tipik olarak eşlik etmesiyle yukarıya doğru çıkış gösterir.)

Bundan sonra yükselen piyasa ülkelerinin dış borçluluk profillerini, borç ödeyememe tarihi olan ya da olmayan gruplar olarak karşılaştırıyoruz. Şekil 2.1, 1970-2008 yılları arasında iki grup ülke için dış borcun GSYH'ye oranının sıklık dağılımını gösteriyor. İki dağılım da çok ayrıdır ve borcunu ödeyemeyenlerin, borcunu ödeyebilenlere göre (reytingleri, eşit borç düzeylerinde daha kötü olma eğiliminde gözükmesine karşın) daha çok borçlandığını gösteriyor. Tarihlerinde borç ödeyememe olayı görülen ya da görülmeyen yükselen piyasa ülkeleri içinde dış borç oranları arasındaki açıklık, dış borcun ihracata oranı dikkate alındığı zaman giderek büyümektedir. Borç alırken borç ödeyememe riskine girenlerin (yani, borca dayanıksızlığı en yüksek düzeyde olanlar) özellikle en büyük döviz kaynağı olan ihracata göre ölçümlendiğinde, en çok borç alan grup oldukları anlaşılmaktadır. O

---

4 Bu borç ödeyeme durumlarının 8. Bölümde tartışıldığı gibi birkaç yıl sürdüğüne dikkat edin.

5 Tablo 2.1 ve 2.2'nin, dış borcun brüt toplamını ölçtüğüne dikkat edin çünkü borçlu hükümetlerin, yurtdışında yaşayan özel vatandaşlarının yurtdışında tuttukları varlıklara el koymak ya da bunları vergilendirmek için çok az gücü vardır. Örneğin, Arjantin 2001'de 95 milyar dolar olan dış borcunu ödeyemediği zaman, vatandaşlarının yurtdışında tuttuğu varlıkların toplamı bazı yorumculara göre 120-150 milyar dolar civarında tahmin ediliyordu. Bu olgu sıradışı bir şey değildi ve 1980'lerden sonra meydana gelen borç krizlerinde bir kural oluşturuyordu.

TABLO 2.1
İflas zamanındaki dış borç: Orta gelir düzeyindeki ülkeler, 1970-2008

	Borç ödeyememe ya da yeniden yapılanma yılı	Borç ödeyememe ya da yeniden yapılanma yılı sonunda dış borcun GSYH'ye oranı	Borç ödeyememe ya da yeniden yapılanma yılı sonunda dış borcun ihracata oranı
Arjantin	1982	55,1	447,3
	2001	50,8	368,1
Arnavutluk	1990	16,6	98,6
Bolivya	1980	92,5	246,4
Brezilya	1983	50,1	393,6
Bulgaristan	1990	57,1	154,0
Dominik Cumhuriyeti	1982	31,8	183,4
Ekvador	1984	68,2	271,5
	2000	106,1	181,5
	2008	20,0	81,0
Fas	1983	87,0	305,6
Filipinler	1983	70,6	278,1
Guyana	1982	214,3	337,7
Güney Afrika	1985	v.y.	v.y.
Honduras	1981	61,5	182,8
Irak	1990	v.y.	v.y.
İran	1992	41,8	77,7
Jamaika	1978	48,5	103,9
Kosta Rika	1981	136,9	267,0
Meksika	1982	46,7	279,3
Mısır	1984	112,0	304,6
Panama	1983	88,1	162,0
Peru	1978	80,9	388,5
	1984	62,0	288,9
Polonya	1981	v.y.	108,1
Romanya	1982	v.y.	73,1
Rusya Federasyonu	1991	12,5	v.y.
	1998	58,5	109,8
Şili	1972	31,1	v.y.
	1983	96,4	358,6
Trinidad ve Tobago	1989	49,4	103,6
Türkiye	1978	21,0	374,2
Uruguay	1983	63,7	204,0
Ürdün	1989	179,5	234,2
Venezuella	1982	41,4	159,8
Yugoslavya	1983	v.y.	v.y.
Ortalama		69,3	229,9

Kaynaklar: Reinhart, Rogoff ve Savastano (2003a), Dünya Bankası (çeşitli yıllar), *Global Development Finance* ve *Institutional Investor*'a dayanarak güncellenmiş verilerdir.

Notlar: Gelir grupları, Dünya Bankası (çeşitli yıllar) *Global Development Finance*'e göre tanımlanmıştır. v.y.: veri yok. Borç stokları dönem sonuna göre raporlanmıştır. Böylelikle, borç ödenemeyen yılsonunda hesaplanan borcun GSYH'ye oranı yukarıya doğru sapma göstermektedir çünkü çoğu durumda borç ödeyeme durumuyla birlikte gerçek döviz kurlarında büyük değer kayıpları görülür.

TABLO 2.2
İflas zamanındaki dış borç: Sıklık dağılımı, 1970-2008

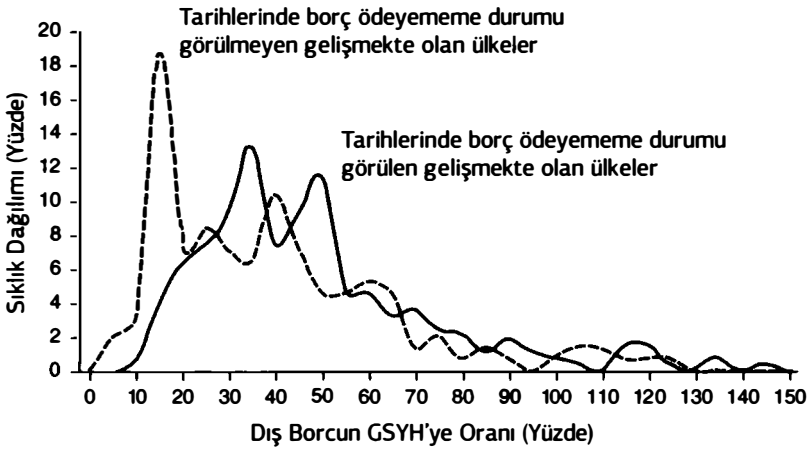
Borç ödeyememe ya da yeniden yapılanmanın birinci yıl sonunda dış borcun GSYH'ye oranı (yüzde olarak)	Orta gelir düzeyindeki ülkelerde toplam borç ödeyememe durumlarının ya da yeniden yapılanmaların yüzdesi
<40	19,4
41-60	32,3
61-80	16,1
81-100	16,1
>100	16,1

Kaynaklar: Tablo 2.1 ve yazarların hesaplamaları.

Notlar: Gelir grupları, Dünya Bankası (çeşitli yıllar) *Global Development Finance*'e göre tanımlanmıştır. v.y.: veri yok. Bu paylar borcun GSYH'ye oranıyla ilgili verilere sahip olduğumuz durumları esas almaktadır. Tablo 2.1'de "v.y." işaretli durumların tamamı hesaplamanın dışında bırakılmıştır.

zaman, o kadar çok sermaye akış döngüsünün çirkin kredi olayıyla sonuçlanması hiç de şaşırtıcı olmamalıdır. Doğal olarak, tango yapmak için iki kişi gereklidir ve kredi kurumları bu-defa-farklı sendromunda suç ortağı olmaktadır.

Bu sıklık dağılımlarını, yükselen ekonomilerin borca dayanıksızlığın aşırı belirtilerini yaşama riskinin keskin bir biçimde yükselmesinin ötesinde, dış borcun GSYH'ye oranının herhangi bir eşik değeri olup olmadığını sormak amacıyla kullanabiliriz (ancak, bu sadece ilk adım olacaktır çünkü göreceğimiz gibi, borca dayanıksızlık düzeylerini farklılaştırmak, değişik ülkeler için farklı eşik değerler gösterecektir). Özellikle, o ülkelerin yeniden ödeme ve enflasyon geçmişlerinin oldukça önem taşıdığının altını çiziyoruz; geçmişleri kötü oldukça, borca dayanıksızlıkları daha az olacaktır. Sağlam kredi geçmişine sahip ülkelerin yarıdan fazlası, dış borç/GSYH oranının yüzde 35'in altında olduğu ülkelerdir (elde edilen gözlemlerin yüzde 47'sinde, bu oran yüzde 30'un altındadır). Aksine, göreceli olarak kirli geçmişi olan ülkeler için, dış borç/GSYH oranının yüzde 40'ın üzerinde olduğu durumların, gözlemlerin çoğunluğunu oluşturması gerekir. Tablo 2.1 ve 2.2'den zaten anlaşıldığı gibi (üstelik ülkelere özgü borca dayanıksızlık etkenlerini dikkate almadan), yükselen piyasaların dış borç/GSYH oranları yüzde 30-35'in üzerinde olduğu zaman, bir kredinin risklerinin belirgin bir



Şekil 2.1. Dış borcun GSYH'ye oranı:
Tarihlerinde borç ödeyememe durumu görülen ve görülmeyen ülkeler, 1970-2008.
Kaynaklar: Reinhart, Rogoff ve Savastano (2003a), IMF, *World Economic Outlook* ve Dünya Bankası (çeşitli yıllar), *Global Development Finance*'e dayanarak güncellenmiş verilerdir.

biçimde artmaya başladığını görüyoruz.[6]

Kırılganlık Ölçümü

Borca dayanıksızlık kavramını işler hale getirebilmek için –bir ülkenin dış borçluluk açısından kırılganlığını niceliksel olarak ölçmek için bir yol bulmak amacıyla– iki gösterge üzerine odaklanıyoruz: *Institutional Investor* tarafından yayımlanan devlet borcu derecelendirmeleri ve dış borcun GSYH'ye oranı (ya da dış borcun ihracata oranı).

Yılda iki kez derlenen *Institutional Investor* derecelendirmeleri (IIR),

[6] Tümüyle farklı bir yaklaşım kullanarak borcun sürdürülebilirliği üzerine yapılan bir IMF (2002) çalışması, gelişmekte olan ülkeler için (borcu çok yüksek olan en yoksul ülkeler hariç) dış borç eşik değerlerinin yaklaşık yüzde 31 ile 39 arasında değiştiğini göstermektedir; bu değerlendirmede resmi finansman kullanılıp kullanılmadığı dikkate alınmamıştır. Daha sonra sunacağımız sonuçlar borca dayanıksız ülkelere özgü eşik değerlerinin daha da düşük olması gerektiğini önermektedir.

ekonomistler ve önde gelen küresel banka ve menkul yatırım şirketlerinde çalışan devlet borç riski analistleri arasında yapılan anketleri temel almaktadır. Bu derecelendirme notu her ülkeyi 0 ile 100 arasında bir puan vererek değerlendirir. 100 puan, devlet borcu yükümlülüklerini yerine getirememe olasılığı en az düşünülen ülkelere verilir.[7] Böylelikle, "100 eksi IIR" değişkeni, borç ödeyememe riski olarak kullanılabilir. Ne yazık ki, borç ödeyememe durumuna girme riskinin piyasa temelli ölçümlerine (örneğin, bir ülkenin borçlarının ikincil piyasalarda işlem gören fiyatları) sadece çok az sayıda ülke için ve ancak çok kısa süreli bir dönem için erişilebilir.[8]

Bir ülkenin dış borçlarını ödeyemez hale gelmesini ölçümlememizin ikinci önemli bileşeni, toplam dış borçların GSYH'ye ya da ihracata oranıdır. Sürdürülebilir borcu tanımlamak için yaptığımız bu çaba içinde toplam dış borca (kamu ve özel) ağırlık vermemiz, tarihsel olarak yükselen piyasalardaki devlet borcunun çoğunun dış borç olması nedeniyledir. Yine, kriz öncesinde küçük bir kısmı özel olan dış borç, olayın gerçekleşmesinden sonra genellikle kamu borcuna dönüşmektedir.[9] (Daha sonra, 8. Bölümde analizimizi iç borcu katacak şekilde genişleteceğiz. Son krizde iç borçların –2000'lerin başında, krizden önce birçok yükselen piyasa devleti tarafından büyük miktarda kamu iç borcu çıkarıldığı dikkate alındığında– özellikle önemli olduğu görülmüştür.) Özel sektörün yurtiçinde aldığı borçla ilgili verileri elde etmek kolay değildir.

İki borç oranı ile gelişmekte olan ülkelerden seçilen büyük bir örne-

---

7 Bu alan araştırmasının özellikleri için *Institutional Investor* dergisinin Eylül 2002 sayısına ve internet sayfalarına bakınız. İzleyen analizimiz için kritik değer taşımamasına rağmen, her yarıyılda yapılan bu alan araştırmasının bildirdiği derecelendirmeleri, bir ile iki yıl içinde borç ödeyememe sınırına yaklaşma riski olarak değerlendiriyoruz.

8 1980'lerin ortalarından itibaren bulunması mümkün olan dış ticari banka borcunun ikincil piyasa fiyatları, bazı yükselen piyasa ülkelerinin geri ödemeleriyle ilgili bir ölçüm sağlamaktadır. Ne var ki, 1990'lardaki Brady borç yeniden yapılandırma programları birçok banka borcunu tahvil borcuna çevirmiştir, böylece, 1992'den itibaren ikincil piyasa fiyatları, Yükselen Piyasalar Tahvil Endeksi (EMBI) dağılımıyla yer değiştirmelidir; şimdi en yaygın biçimde kullanılan risk ölçümü bu değerdir. Bu piyasa tabanlı göstergeler, örnek seçiminde ciddi bir taraflılık getirecektir: EMBI'da yer alan ülkelerin neredeyse tümü ve 1980'ler için ikincil borç fiyatları bulunan tüm ülkelerin aykırı kredi olaylarıyla ilgili bir tarihleri vardı; bu nedenle, borç ödeyememe olayıyla karşılaşmayanlar grubunu neredeyse boş bırakmıştır.

9 Bu çalışmada kullanılan çeşitli borç kavramlarının kısa bir açıklaması için borç sözlüğüne (Kutu 1.1) bakınız.

TABLO 2.3
Risk ve borç: Çiftli grup korelasyonlar, 1979-2007

	100 – Institutional Investor derecelendirmeleri *(IIR)*
Dış borcun GSYH'ye oranıyla ilgili korelasyon değerleri	
Gelişmekte olan ülkelerin tamamına ait örnek	0,45*
Afrika	0,33*
Batı Yarımküre	0,45*
Ortadoğu	0,14
Yükselen Asya	0,54*
Dış borcun ihracata oranıyla ilgili korelasyon değerleri	
Gelişmekte olan ülkelerin tamamına ait örnek	0,63*
Afrika	0,56*
Batı Yarımküre	0,47*
Ortadoğu	0,48*
Yükselen Asya	0,70*

Kaynaklar: Reinhart, Rogoff ve Savastano (2003a), Dünya Bankası (çeşitli yıllar), *Global Development Finance* ve *Institutional Investor*'a dayanarak güncellenmiş verilerdir.

Not: Yıldız işareti (*), korelasyonun istatistiksel olarak yüzde 95 güvenirlik düzeyinde olduğunu göstermektedir.

ğin, *Institutional Investor* tarafından yapılan risk ölçümleri arasındaki çiftli grup (panel pairwise) korelasyonu gösteren Tablo 2.3, farklı risk ölçümlerinin, aynı zamanda farklı ülkelerin göreceli sıralandırılmalarının ve riskle borç arasındaki korelasyonun çok benzer bir resmini sunduğu gerçeğine ışık tutmaktadır. Beklendiği gibi, korelasyonlar tüm bölgesel ülke gruplandırmaları içinde daima aynı tarzda pozitiftir ve çoğu durumda istatistiksel olarak önem taşımaktadır.

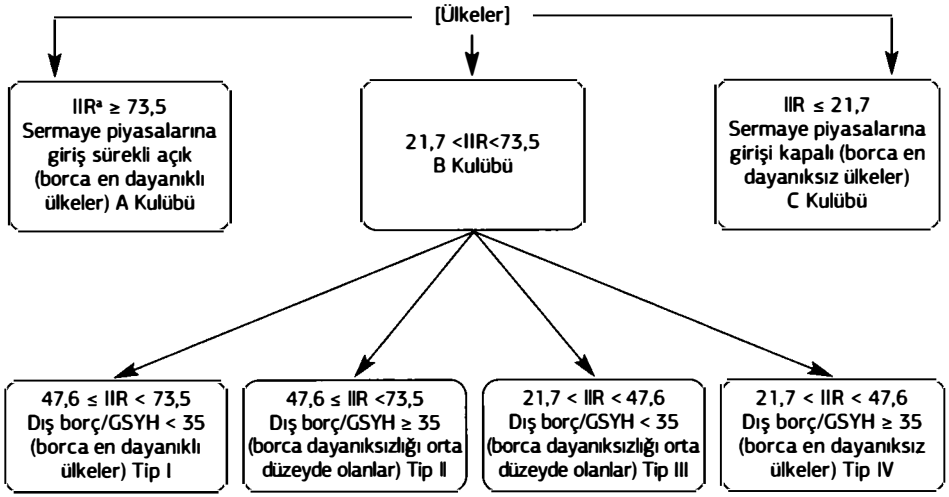
Kulüpler ve Bölgeler

Bundan sonra, kredi verenler "kulüplerini" ve kırılganlık bölgelerini tanımlamak için, borca dayanıksızlık unsurlarını (IIR ve dış borç oranları) Şekil 2.2'de çizilen iki aşamalı algoritmada kullanıyoruz. *Institutional Investor*'ın 1979-2007 yılları arasında 90 ülke için yayımladığı verilerdeki derecelerin

ortalamasını (47,6) ve standart sapmasını (25,9) hesaplayarak başlıyoruz. Ondan sonra, bu ölçütleri ülkeleri serbestçe üç kulübe gruplamak amacıyla kullanıyoruz. 1979-2007 yılları arasındaki dönemde ortalama IIR puanı 73,5 ve üzeri (ortalama artı bir standart sapma) olan ülkeler A Kulübünü oluşturuyor. A Kulübü, sermaye piyasalarına fiilen girişi sürekli açık ülkelerden oluşuyor – yani, tüm gelişmiş ekonomiler. Geri ödeme geçmişlerinin gösterdiği gibi (bkz. 8. Bölüm), borca en dayanıklı ülkeler bunlardır. Karşıt uçta bulunan C Kulübü, ortalama IIR puanı 21,7'den düşük (ortalama eksi bir standart sapma) ülkelerdir.[10] Bu "sınır çizgisindeki" kulüp, birincil dış finansman kaynakları hibe yardımı ve resmi krediler olan ülkeleri kapsıyor. Bu kulüpteki ülkeler borca o kadar dayanıksızdır ki, piyasalar borçlanma fırsatını onlara yalnızca ara sıra tanır. Kalan ülkeler B Kulübünde toplanmıştır. Bu ülkeler analizimizin esas odak noktasını oluşturuyor ve bu ülkeler borca dayanıksızlık düzeylerine bağlı olarak değişen düzeylerde kırılganlık dereceleri gösteriyor. Bu ülkeler teorik borç modellerinin "belirsiz" bölgesinde yer alıyor. Burası, borç ödeyememe durumuna girme riski önemsiz olmayan ve gerçekleşmesi beklenen hücumların bir kriz için olası tetikleme oluşturacağı bir bölgedir (ülke ve bankaların her ikisinin de özellikle kredi ve mevduatlar kanalıyla kısa vadeli finansmana bağlı oldukları zaman alacaklıların güvenini yitirmeye karşı nasıl kırılgan olabilecekleri konusuna defalarca döneceğiz). B Kulübü daha büyüktür ve hem "borç ödeyememe durumunu bitirme" diliminde hem de borç ödeyememe olayının sınırında olan ülkeleri kapsar. Bu ara grup ülkeler için –borca dayanıksızlık düzeyleri borç piyasalarından hemen çıkarılmalarını gerektirmeyecek kadar yüksek olmayan– kaldıraç dereceleri açıkça risklerini etkilemektedir.

Böylece ikinci aşamamızda algoritmamızı B Kulübünü, borca dayanıksızlık belirtilerine karşı kırılganlığı en düşükten en üst düzeye kadar uzanan dört alt gruba bölmek için kullanıyoruz. En az kırılgan grup "tip I" ülkelerden oluşuyor. Bu ülkelerin 1979-2007 IIR ortalaması, ortalamanın (47,6) üzerinde, ancak 73,5 değerinin altındadır ve dış borçlarının GSYH'ye oranı yüzde 35'in altındadır (daha önce tartıştığımız gibi, 1970-2008 yılları arasında gözlemlenen ülkeler arasında, borç ödeyememe duru-

[10] Bu alıştırma 1979-2002 yılları arasında daha az sayıda ülkeden oluşan bir örneği temel alan eşik değerlerini kullanan Reinhart, Rogoff ve Savastano'nun (2003a) çalışmasını güncellemiş olmaktadır.



Şekil 2.2. Borçlu kulüpler ve dış borca dayanıksızlık gösteren bölge tanımları.
[a] IIR, *Institutional Investor* derecelendirmelerine ait ortalama uzun dönem değerler.

muna girmeyenlerin yarısından fazlasına karşılık gelen bir eşik değeridir). Sonraki grup, IIR puanı ortalamanın üzerinde olan ancak dış borcun GSYH'ye oranının yüzde 35'in üzerinde kaldığı "tip II" ülkeleri kapsıyor. Bu, en az kırılganlığa sahip, dış borç krizine düşme olasılığı en az olanlar içinde yer alan ikinci gruptur. Bunu izleyen grup, IIR puanı ortalamanın altında ama 21,7'nin üzerinde olan ve dış borç/GSYH oranı yüzde 35'in altında seyreden "tip III" ülkeleri kapsıyor. En son olarak, borca dayanıksızlık düzeyi en yüksek olan grup –dış borç krizine karşı en yüksek kırılganlık noktasında bulunan grup– IIR puanı ortalamanın altında kalan ve dış borç düzeyleri GSYH'nin yüzde 35'inin üzerinde seyreden "tip IV" ülkelerden oluşuyor. "Tip IV" grup içinde yer alan ülkeler, kolaylıkla girişi yasaklılar kulübüne geri gönderilebilir. Örneğin, 2000'lerin başında, Arjantin'in IIR puanı 44 civarındaydı ve dış borcunun GSYH'sine oranı yüzde 51'di. Bu değerler onu tip IV ülkesi yapıyordu. Ancak, 2003'e gelindiğinde, Arjantin'in reytingi 15 civarına düştü. Bu onun C Kulübüne "geri döneceğini" gösteriyordu. İleride (17. Bölüm) göreceğimiz gibi, ülkeler daha üst kulüplere kolaylıkla yükselemiyor; B Kulübünden A Kulübüne yükselmek, onlarca yıl süren kusursuz geri ödeme ve sürdürülebilir düşük borç düzeyi gerektirebilir. Tahttan düşmek (daha yüksek borca dayanıksızlık düzeyine

geçmek) de yeni bir olgu değildir. Son krizden sonra A Kulübünün, bazı üyelerini yitirmekte olduğu görülebilir.

Bu tanım ve gruplamaların altında yatan basit nokta, tekrar borç ödeyememe olayına yönelen (düşük IIR reytinglerinde yansıtıldığı gibi) kurumsal zayıflık geçmişine sahip ülkelerin, göreceli olarak düşük borç düzeylerinde bulunsalar bile, borca dayanıksızlık "belirtilerini" yaşamanın yüksek riskini taşıma eğiliminde olmalarıdır. Ancak, gerek "hastanın" borca karşı kırılganlığı gerekse borcun dozu, belirtilerin riskiyle (borç ödeyememe) bağlantılıdır.

Borca Dayanıksızlık Üzerine Düşünceler

Çalışmamızda anlatılan iç karartıcı gerçek, bir ülkenin bir kez seri borç ödeyememe durumuna girmeye başlamasıyla birlikte, onun yüksek ve kalıcı bir borca dayanıksızlık düzeyinde devam etmesidir. Ülkelerin borç ödeyememe durumunu bitirme olasılığı vardır; bunu yaptıkları da görülmüştür ama süreç her zaman kolay ve çabuk ilerlemeyecektir. Bir dış siyasal çapanın çekim gücünün olmaması (örneğin, Yunanistan ve Portekiz gibi ülkeler için Avrupa Birliği gibi) durumunda düzelme süreci onlarca hatta yüzlerce yıl alabilir. Bunları yazarken, dış siyasal çapanın taahhüt edilmesi bile borca dayanıksızlığın üstesinden gelmek için deneysel bir tedavi vaadi sayılmalıdır, kesin çare değil.

Borca dayanıksızlığın sonuçlarının, büyüme hızı ve dünyadaki faiz oranlarının akla yakın düzeyde seyredeceğinin varsayılması koşuluyla, bir ülkenin dış borç yükünü kaldırıp kaldıramayacağını anlamayı amaçlayan sürdürülebilirlik uygulamaları açısından dizginleyici nitelikte olduğu kesindir. Bu tür sürdürülebilirlik uygulamalarına, örneğin borcu sorunlu ülkelerin kalan borç yükümlülüklerini karşılamaları için borcundan yapılması gereken indirim tutarını hesaplarken çok sık karşılaşılır. Borca dayanıksızlığın dikkate alınmaması, beklenmedik sarsıntıların piyasalarda kolaylıkla güven kaybına yol açarak başka bir borç çöküşüne sebep olabileceğinin hafife alınmasına neden olacaktır.

Borca dayanıksızlık, bir ülkenin en sonunda üstesinden gelebileceği bir şey midir? Ya da zayıf içyapısının, borca dayanıksız hale getirdiği bir ülkenin kaderi, düşük büyüme ve yüksek makroekonomik oynaklık yolu izle-

mek midir? Belli bir düzeyde, ikinci soruya verilecek yanıt evet olmalıdır ancak uluslararası sermaye piyasalarına girişin kısıtlanmış olması, hastalığın nedeni değil, belirtisi olarak görülmelidir.

Bir ülkeyi borca karşı dayanıksız hale sokan kurumsal başarısızlıklar gerçek anlamda bir engeldir. Temel sorun üç başlıkta toplanabilir:

- Birincisi, ampirik büyüme hakkındaki modern literatür, giderek ülkeler arasında kişi başına gelir farklılıklarını açıklarken, sermaye/emek oranındaki farklılıklar yerine kurumlar, yolsuzluk ve yönetim gibi "soft" etkenleri işaret etmektedir.
- İkincisi, niceliksel yöntemler, sermaye piyasası bütünleşmesinin getirdiği risk paylaşma yararlarının da aynı zamanda göreceli olarak ılımlı olabileceğini önermektedir. ("Sermaye piyasası bütünleşmesiyle" bir ülkenin finans piyasalarının, dünyanın geri kalan kısmıyla fiilen –de facto– ve hukuken –de jure– birleşmesini anlatmak istiyoruz. "Risk paylaşma yararlarıyla" daha düşük tüketim oynaklığı anlamında yararları anlatmak istiyoruz.) Bu sonuçlar, kimsenin nedensiz politikaların yönettiği makroekonomik istikrarsızlıklar, zayıf bankacılık düzenlemeleri, yolsuzluk ya da (özellikle) sermaye girişlerini kısa vadeli borçlara indirgeyen politikalar hakkında endişe duymadığı, idealize edilmiş bir dünyaya uygun düşmektedir. [11]
- Üçüncüsü, yükselen piyasalara sermaye akışlarının belirgin şekilde döngü yönünde (procyclical) (ekonomik genişleme zamanında daha fazla sermaye akışı, ekonomik daralma zamanında ise daha düşük sermaye akışı) olduğunu gösteren kanıtlar vardır. Döngü yönünde sermaye girişleri sırasıyla, bu ülkelerdeki makroekonomik politikaların da döngü yönünde eğilimini güçlendirebilir. Sermaye girişlerinin bir resesyon döneminde çökmesinin, belki de, yükselen piyasaların resesyon döneminde (zengin ülkelerin tersine) genellikle gerek maliye politikalarını

[11] Prasad, Rogoff, Wei ve Kose (2003) 1990'larda, fiilen göreceli olarak finansal bakımdan açık hale gelen ekonomilerin ortalamada üretim oynaklığına göre tüketim oynaklığında yükselme yaşadığını göstermişlerdi; bu bulgu, sermaye piyasalarının ülkeye özgü üretim riskini dağıttığını söyleyen öncüle ters düşmekteydi. Prasad vd. aynı zamanda sermaye piyasalarının bütünleşmesinin büyüme üzerindeki etkileri hakkında, ülkeler arasındaki ampirik bulguların en iyi durumda yalnızca zayıf pozitif etkileri gösterdiğini (hiç göstermediği de söylenebilir) iddia etmektedirler.

gerek para politikalarını sıkılaştırmak zorunda kalmasının temel nedenini oluşturması, bu piyasaların aşağıya yönelik hareketini şiddetlendirmektedir.[12] Tartışmasız, sermaye piyasalarına sınırlı fakat istikrarlı girişe sahip olmak, genelde gözlemlediğimiz canlılık-çöküş örneğine göre refah geliştirici olabilir. Böylece, yükselen piyasa ekonomilerinin büyüme yolunun, borç piyasalarına girişlerinin sınırlandırılarak engellenmiş olacağına dair yerleşik fikir artık bir zamanlar düşünüldüğü kadar zorlayıcı değildir.

Yukarıda geçen literatür, farklı sermaye akışları –örneğin borçlar, hisse senetleri ve doğrudan yabancı yatırımlar– arasında ya da uzun dönem borçlarıyla kısa dönem borçları arasında gerçekte keskin ayrımlar çizmiyor. Pratik politika yapıcılarının, doğal olarak, doğrudan yabancı yatırımların özelliklerinin borçlarınkine göre tercih edilebilir oluşuyla birlikte, sınırlar arasındaki akışların kazandığı gerçek biçimle oldukça ilgili olmalarına hak verilebilir (doğrudan yabancı yatırımlar daha az oynak özelliklere sahip olmaya ve teknoloji transferi gibi dolaylı yararları üretmeye yatkındır).[13] Genelde, doğrudan yabancı yatırımlar ve hisse senedi yatırımının, bir şekilde, borçlara göre daha az sorunlu olduğu görüşünü paylaşıyoruz ama bu durumun abartılmasından kaçınmak gerekir. Pratikte, bu üç tip sermaye girişi birbirleriyle bağlantılıdır (örneğin, yabancı şirketler bir ülkeye, tesis satın almadan önce genellikle nakit getireceklerdir). Bundan başka, türev kâğıtlar bu üç kategoriyi bulandırabilir. En özenli istatistik otoritesi bile farklı yabancı sermaye giriş tiplerini birbirinden doğru olarak ayırmakta zorlanabilir (kuşkuya düşülünce, bazı ülkelerin kırılganlık düzeylerini düşük göstermek amacıyla, belli bir yatırım türünü doğrudan yabancı yatırım olarak adlandırmasından söz etmeye gerek bile yok). Ne var ki, bu nitelendirmeleri göz önünde bulundurarak, gelişmiş ülke hükümetlerinin, diğer sermaye

---

12 Bu konuda bkz. Kaminsky, Reinhart ve Végh (2004).

13 Doğal olarak, her zaman öyle olmamıştı. 1980'lere kadar birçok hükümet, doğrudan yabancı yatırıma izin vermeyi geleceklerinin ipotek altına alınması olarak görüyordu ve bu nedenle, borç finansmanını tercih etmişlerdi. Ve doğrudan yabancı yatırımların daha baskın olduğu yerlerde (örneğin, 1950'ler ve 1960'larda petrol ve doğal kaynaklara yapılan yatırımlar) birçok ülke, en sonunda yabancıların işletmelerine el koyarak bu olaya son verdiler, böylece yine ciddi bir travmaya yol açtılar. Bu nedenle doğrudan yabancı yatırımlar zayıf büyüme performansının her derde deva bir yolu olarak görülmemelidir.

akış biçimlerine nazaran endekse girmemiş riskli borçlara aşırı bağlılığı caydırmak için daha fazla şey yapabileceğine hâlâ inanıyoruz.[14] En son olarak, kısa vadeli borçların –tipik olarak, tetikleyici borç krizleri bağlamında en sorunlu olarak tanımlanmıştır– meta ticaretini kolaylaştırdığına ve özel aracı kurumların hedging (riskten korunma) stratejileri uygulamalarının bir dereceye kadar serbest bırakılması gerektiğine dikkat edilmelidir. Doğal olarak, sermaye piyasalarına giriş iznine sahip olmanın çoğu yararının, göreceli derecede ılımlı borç/GSYH oranlarıyla kullanılabileceği akla yakın olarak iddia edilebilir.

Her şey göz önünde bulundurulduğunda, borç dayanıksızlığı, büyüme ve makroekonomik istikrar için hayati değilse de hâlâ ciddi bir engeldir. Ne var ki, bu kitapta seri borç ödeyememe olayı üzerine gösterdiğimiz kanıtlara göre borca dayanıksızlığın üstesinden gelmek için politika yapanlar ülkelerinin yüksek borç yüklerini borca dayanıksızlık yaşamaksızın sindirmelerine olanak sağlayacak temel yapısal reformları yaparken borç düzeylerini de uzun bir süre boyunca düşük düzeyde tutmaya hazırlıklı olmalıdır. Bu yalnızca dış borç için değil, aynı zamanda kamu iç borçlarının yeniden yükselmesi sorunu için de geçerlidir. Korkunç kısa vadeli baskılarla karşılaşan politika yapıcıları, hâlâ piyasaların kendilerine izin verdiği ölçüde yüksek riskle ve doğru fiyatlandırmayla borçlanmaya girmeyi düşüneceklerdir. Ancak, temel sorunun anlaşılması, en azından o ülke yurttaşlarına, burada uluslararası kredi kurumları ve daha yaygın uluslararası topluluktan söz etmeye gerek duymaksızın kendi kararlarını alırken rehberlik yapmış olacaktır.

Bizim görüşümüze göre, dış borç yükümlülüklerinde seri borç ödeyememe sorununun daha iyi anlaşılması, kriz önleme ve çözümleme bakımından daha iyi iç ve dış politikalar tasarlamak için esastır. Daha başka araştırmalara gerek duyulmasına karşın, göreceli olarak az sayıda değişken (örneğin bir ülkenin kendi borç ödeyememe ve yüksek enflasyon tarihi) kullanarak da, borca dayanıksızlığın sistematik olarak kavranabileceği iyi bir örnek oluşturulabilir. Borca dayanıksızlık taşıyan ülkeler, dış borç için şaşırtıcı derecede düşük eşik değerleriyle karşılaşmaktadır. Bu eşik değerlerinin ötesine

[14] Rogoff (1999) ve Bulow ve Rogoff (1990) kredi veren ülkelerin hukuk sistemlerinin, bu ülkelerin sermaye akışlarını borca yöneltmeyecek şekilde değiştirilmesini savunmaktadırlar.

geçildiğinde borç ödeyememe durumuna girme ya da yeniden yapılandırma riski önem kazanmaktadır. Bu kitapta hakkında yeni veriler sunduğumuz yurtiçi borçlanmanın 21. yüzyılın başında patlamasıyla birlikte, dış borç eşik değerleri neredeyse on yıl önceki değerlerden daha düşük düzeylere bile düşmektedir. Bu konuyu 11. Bölümde tartışacağız. Bizim ilk sonuçlarımız, dış borca dayanıksızlığı belirleyen etkenlerin aynı zamanda, iç borca dayanıksızlık üzerinde de yoğunlukla etkili olabileceğini gösterir. Burada borca dayanıksızlığın yurtiçi dolarizasyon (bir yabancı para biriminin fiilen ve hukuken finansman araçlarının işlemleri ve endekslenmesi için yerli para birimin yerine geçmesi) gibi öteki görünümlerinden söz etmiyoruz.

En son olarak, borca dayanıksız ülkeler borç/GSYH oranlarını daha güvenli temellere dayandırmak için şiddetle bir yol bulma ihtiyacı içinde olsalar da, bunu yapmak o kadar da kolay değildir. Tarihsel olarak, hızlı büyüme ya da hacimli ve geciktirilmiş geri ödemelerle ülkelerin yüksek dış borç/GSYH oranlarına kaçabildikleri örnekler istisna olmuştur.[15] Yükselen piyasalar içinde dış borçlarda en büyük azalmalara, yeniden yapılanma ya da borç ödeyememe durumuyla erişilmiştir. Sadece büyüme ve yavaşça düşen borç/GSYH oranları kanalıyla yüksek borca dayanıksızlık durumundan kaçma zorluğunu fark etmeyi başaramamak, borç krizleri sırasında gerek özel sektör gerek resmi analistlerin kullandığı birçok standart hesaplamanın altında yatan esas yanlışlardan biridir. Bu kitabın yazıldığı sırada birçok yükselen piyasa, kendi ekonomisini çalıştıracak gücü kazanmak amacıyla, gelişmiş ekonomilerdeki girişimleri taklit eden mali teşvik paketleri uyguluyordu. Analizimiz "borca dayanıksızlık içinde" bu gibi önlemlere dikkatle bakılması gerektiğini öngörüyor, çünkü büyüyen açıklar şiddetli borçların faizlerini ödemenin zorlaştığını çağrıştıran borç eşik değerlerine yakın bir noktada ülkeleri tedirgin olmuş bir şekilde bırakıyor. İleriye doğru giderken, 2000'lerin sonundaki küresel finans krizi yatıştıktan sonra, çözülmesi gereken sorun, başka bir yüzyılın gelişini beklemeden, içine düşülen döngünün kendini tekrar etmesini önlemek amacıyla, borca dayanıksız ülkelere borç dışı biçimlerde sermaye kanalize etmenin yollarını bulmak olacaktır.

[15] Borç indirme ve borcun tersine çevrilme konuları Kutu 5.3'te işlenmektedir.

- 3 -

FİNANS KRİZLERİ ÜZERİNE UZUN DÖNEMLİ BİR BAKIŞLA HAZIRLANAN KÜRESEL BİR VERİTABANI

En az 250 kamu dış borç ödeyememe ve en az 68 kamu iç borç ödeyememe olayının yaşandığı 1800-2009 yılları arasındaki dönemde olayıyla, kamu sektörü borçları üzerine kapsamlı uzun dönem zaman serisi bulmanın nispeten kolay olacağı düşünülürdü. Oysa durum bu değildi; bundan çok uzaktı. Ekonomik zaman serileri içinde, bulunması en zor olanlardan biri devlet borcu hakkındaki zaman serileridir.

Krizleri tanımladıktan ve seri borç ödeyememe durumlarına karşı kırılganlığın analizine geçtikten sonra, sıra şimdi kitabın ana konusu olan veri kümesine geliyor. Olayları çeşitli şekillerde açıklamak için kullanacağımız bilgi kaynağı işte budur. Bu bölüm, bu çalışmada kullanılan geniş kapsamlı veritabanının bir tasvirini ana hatlarıyla yapıyor ve onun ana kaynaklarını, gücünü ve sınırlandırmalarını değerlendiriyor. Ülkelere ve dönemlere göre tek tek zaman serilerine ait sayısız kaynak ve yorum hakkında daha fazla belgelendirme, ekler E.1 ve E.2'de verilmiştir. Bunlar sırasıyla, kullanılan makroekonomik zaman serilerine ve kamu borçları verilerine ayrılmıştır (ikisi birlikte analizimizin en can alıcı bölümünü oluşturuyor).

Bu bölüm şu şekilde düzenlenmiştir: Birinci kısım, büyük ve genelde iyi bilinen farklı kaynaklardan biraraya getirilen zaman serileri demetinin derlenmesini tasvir etmektedir. Bu seriler fiyatları, modern döviz kurlarını (ve eski metal esaslı paraların değişim oranlarını), reel GSYH ve ihracatları içeriyor. Yakın dönem için veriler, esas olarak standart büyük ölçekli veritabanlarında bulunmaktadır.[1] Bundan sonra, gerek kaynakları ve gerek meto-

[1] Alıntıların ayrıntıları kaynakçada ve veri eklerindedir.

dolojileri bakımından türdeş olmayan verileri betimliyoruz. Bunlar devlet finansmanı hakkındaki seriler ve ulusal hesapları kurmak için yapılan bireysel çabalardır – en çok dikkat çekenler, özellikle 1900'den önceki nominal ve reel GSYH'dir. Kalan iki kısım, ekonomik krizlerin çeşitli görünüm ve ölçümlerini olduğu kadar, kamu borçları ve onun özellikleri üzerine ülkeler arası ve birçok yüzyılı kapsayan veritabanı inşa etmenin özelliklerini betimlemeye ayrılmıştır. Bunlar iç ve dış borç ödeyememe durumlarını, enflasyon ve bankacılık krizlerini, döviz çöküşlerini ve para ayarının düşürülmesini içeriyor. Kamu iç ve dış borçları üzerine veritabanı kurmak, ekonomiden ziyade arkeolojiye daha yakın olarak en iyi şekilde betimlenebilir. Kriz evrelerinin derlenmesi, finans basını ve akademisyenler tarafından, bizim dikkat çektiğimiz, üç yüzyıldan uzun bir zamana yayılan kaynaklarda betimlenen tarihsel olayların yorumu üzerine rasgele yapılan değerlendirme çağrılarını olduğu kadar, bir krizi tarihlendirmek için mekanik biçimde yapılan pratik yöntemleri de kapsamaktadır.

Fiyatlar, Döviz Kurları, Paranın Ayarının Düşürülmesi ve Reel GSYH

Fiyatlar

Bizim bu analizde her şeyi kapsayan arzumuz, yıllar boyunca görülen borç ödeyememe durumlarının ve kamulaştırmaların çeşitli biçimlerinin tekrarlanma oranı ve büyüklüğünü belgelemektir. Bu tür çalışmaların hiçbiri enflasyon kanalıyla yapılan kamulaştırmaları değerlendirmeksizin tamamlanmış sayılamaz. Fiat (kâğıt) para biriminin çıkışını izleyen enflasyon, paranın "ayarının düşürülmesinin" günümüz modern versiyonu haline geldi. Madeni sikkelerin sistematik biçimde ayarlarının düşürülmesi, matbaa makinesinin çıkışından önce kralların kaynaklara el koymak için vazgeçmedikleri bir yöntemdi. Enflasyonu ölçmek için biz genellikle, tüketici fiyat endekslerine ya da onun yakın akrabası olan hayat pahalılığı endekslerine dayanıyoruz. Modern dönem için veri kaynaklarımızı esas olarak IMF'nin standart veritabanları oluşturuyor: *International Financial Statistics* (IFS) ve *World Economic Outlook* (WEO). İkinci Dünya Savaşı öncesini kapsayan dönem için (genellikle 1900'lerin başları ya da 1800'lerin sonları) Glo-

bal Financial Data (GFD), Williamson tarafından yapılan çeşitli çalışmalar[2] ve Oxford Latin American Economic History Database (OXLAD) anahtar kaynaklardır.[3]

Analizimizin kapsadığı sekiz yüz yılın ilk dönemleri için, bu fiyat endekslerini genellikle ülkelerden çok kentlere göre, her madde için ayrı ayrı kuran bir grup iktisat tarihçisinin ilk elden kaynakları temel alan özenli çalışmasına dayanıyoruz. Bu bakımdan California-Davis Üniversitesi'ndeki Küresel Fiyat ve Gelir Tarihi Grubu projesine katılan akademisyenler ve onların Hollanda Uluslararası Sosyal Tarih Enstitüsü'ndeki meslektaşları Asya ve Avrupa'da fiyatlarla ilgili paha biçilmez bir kaynak sağlamışlardır.[4] Yine, bu akademik çalışma topluluğu yazarlarına göre yapılan tam atıflar, eklerde ve dipnotlarda verilmiştir. Sömürge dönemindeki Amerika için *Historical Statistics of the United States* (ABD Tarihsel İstatistikleri - yakında güncellenen haliyle, HSOUS) ABD verilerini sağlarken, Richard Garner'ın "İktisat Tarihi Veri Kürsüsü: Latin Amerika, ABD ve Yeni Dünya İktisat Tarihi 1500-1900" adlı çalışması Latin Amerika'daki başlıca kentleri kapsıyor.[5]

Tüketici Fiyat Endekslerinin Derlenmesinde Kullanılan Metodoloji Üzerine

Bir ülke için birden çok fiyat endeksi geçerli olduğunda, bunların basit ortalamalarını kullandık. Bu yaklaşım, örneğin 1800'ler öncesi verilerinde karşılaştığımız gibi, birden çok kentin fiyat serisini aynı ülke için kullanmamız gerektiği zaman çok yararlı oldu. Bu tür tüketici fiyat endeksleri mevcut olmadığı zaman, toptan ya da üretici fiyat endekslerine döndük (örneğin, 1800'lerdeki Çin ve 1720'lerdeki ABD için olduğu gibi). Bileşik endeks

---

2 Bkz. Williamson'un "bölgesel" makaleleri (1999, 2000a, 2000b). Bu bölgesel makaleler birçok ülke için 1800'lerin ortalarından İkinci Dünya Savaşı öncesine kadar geçen süreyle ilgili zaman serileri vermektedir.

3 OXLAD için bkz. http://oxlad.qeh.ox.ac.uk/. Ayrıca bkz. Williamson (1999, 2000a, 2000b).

4 Bkz. http://gpih.ucdavis.edu/ ve http://www.iisg.nl/hpw/. Enflasyon analizimiz 1500'de başlamasına rağmen, birçok fiyat serisi daha önce başlar.

5 HSOUS kaynakçada Carter vd. (2006) olarak gösterilmiştir; Garner İktisat Tarihi Veri Kürsüsü için bkz. http://home.comcast.net/~~richardgarner04/.

mevcut olmayınca, kapsam içindeki boşlukları ayrı ayrı meta fiyatlarıyla doldurduk. Bu, Avrupa'daki buğday fiyatları ve Asya'daki pirinç fiyatlarında neredeyse her zaman böyle gözüktü. Tek bir fiyatın (en önemlisi olsa bile), aradığımız toplam fiyattan ziyade nispi fiyat olduğunun farkındayız. Böylelikle, eğer her bir yıl için en azından bir tüketici (ya da geçim) fiyat serisine sahipsek, bu ikisinin ortalamasını almıyoruz ancak tam ağırlığı bileşik fiyat endeksine veriyoruz. En son olarak, 1980'den günümüze kadar IMF'nin *World Economic Outlook*'u diğer tüm kaynakların üzerine çıkıyor çünkü homojenliğe ağırlık veriyor.

Modern ve İlk Dönemlerinde Döviz Kurları ve Para Ayarının Düşürülmesi

Enflasyonun en büyük yardımcısı, doğal olarak para biriminin değer kaybıdır. İkinci Dünya Savaşı'ndan sonraki dönem için döviz kurlarıyla ilgili esas kaynağımız, Reinhart ve Rogoff tarafından ayrıntılı biçimde sayılara dökülmüş ve belgelenmiş haliyle, resmi kurlar için IFS ve piyasa kurları için *Pick's Currency Yearbooks*'tur (Pick Para Birimi Yıllıkları).[6] Modern savaş öncesi dönem kurları için GFD, OXLAD, HSOUS ve Milletler Cemiyeti'nin *Annual Reports*'u esas kaynaklardır. Ek E.1'de belirtildiği gibi, bunlar bazen ayrı ayrı ülkeler için hazırlanan bilimsel kaynaklarla desteklenmiştir. Daha eski olanlar 1600'lerin sonundan 1800'lerin başına kadar olan süre içindeki bir avuç Avrupa para birimi cinsinden döviz kurlarıdır. Bunlar John Castaing'in haftada iki kez (salı ve cuma günleri) 1698'den ondan sonraki yüzyıl ve devamına kadar çıkan *Course of the Exchange* adlı süreli yayınından alınmıştır.[7]

Daha erken "gümüş esaslı" döviz kurlarını esas olarak Robert Allen ve Richard Unger'in sağladığı zaman serilerinden yola çıkarak (basit şekilde) hesapladık. Bu ikili, değişik Avrupa para birimleri için para birimlerinin içerdiği gümüş miktarı hakkında sürekli yıllık seriler kurmuştu (diğer kaynaklar için ayrı ayrı yazarları listeleyen veri eklerinde yer alan ayrı ayrı

---

6 Reinhart ve Rogoff (2004).

7 Bkz. Richard Bonney'in European State Finance Database (ESFDB) (Avrupa Devlet Finans Veritabanı); web sayfası www.le.ac.uk./hi/bon/ESFDB/frameset.html

tablolarla bakınız).[8] İtalya ve İngiltere için hazırlanan ilk seriler 13. yüzyıl ortalarından başlar. Ek E.1.4'te betimlendiği gibi, bu seriler "para ayarının düşürülmesi krizlerinin" –11. Bölümde sınıflandırıldığı ve tartışıldığı gibi, modern devalüasyonların ilk örneklerinin– tarihlendirilmesi ve sayılara dökülmesinin temelidir.

Reel GSYH

Yaklaşık iki yüz yıllık bir seyir boyunca, bu kadar çok ülkeyi içeren bir örneklem içinde homojenliği mümkün olduğu kadar sağlamak amacıyla, esas kaynak olarak, 1820-2003 yılları arasına yayılan (tek ülkeye bağlı) Angus Maddison verilerini ve onun 2008 yılına göre güncellenmiş versiyonu olan Groningen Growth and Development Centre's Total Economy Database'i (TED) (Groningen Büyüme ve Kalkınma Merkezi Toplam Ekonomi Veritabanı) esas kaynak olarak aldık.[9] GSYH, 1990'daki satın alma gücü paritesi (PPP) esas alınarak hesaplanmıştır.[10] TED; başka şeylerle birlikte, 1950'den günümüze kadar 125'e varan ülkeyle ilgili reel GSYH düzeyleri hakkındaki seriler, nüfus ve kişi başına GSYH bilgilerini kapsar. Bu ülkeler dünya nüfusunun yaklaşık yüzde 96'sını temsil eder. Daha küçük ve yoksul ülkelerin veritabanında yer almaması nedeniyle, bu örnek, dünya GSYH'sinin daha da büyük bir oranını temsil etmektedir (yüzde 99). Çalışmamıza 1800'den önceki reel ekonomik faaliyetle ilgili toplu ölçümleri dahil etmeye uğraşmıyoruz.[11]

---

8 Allen ve Unger'in zaman serileri, European Commodity Prices 1260-1914 [Avrupa Meta Fiyatları 1260-1914] için http://www2.history.ubc.ca/unger/htm_files/new_grain.htm. Şevket Pamuk da Türkiye için Birinci Dünya Savaşı'ndan başlayan benzer bir seri hazırlamıştır (bkz. http://www.ata.boun.edu.tr/sevket%20pamuk.htm).

9 Bkz. Maddison (2004). TED için http://www.ggdc.net/.

10 Satın Alına Gücü Paritesi, Geary-Khamis ağırlıkları kullanılarak hesaplanmaktadır. Uluslararası dolar olarak da bilinen Geary-Khamis doları, ABD dolarının ABD'de belli bir zamandaki satın alma gücüne eşit olan hipotetik bir para birimidir. 1990 yılı, zaman içinde işleyen karşılaştırmalar için ölçüt olarak kullanılmaktadır. Geary-Khamis doları bir ülke sınırları içinde yerel bir para biriminin değerinin ne kadar olduğunu göstermektedir. Ülkeler arasında ve zaman içinde karşılaştırma yapmak için kullanılır.

11 Kuraldışı durumlar vardır. Örneğin, Rodney Edvinsson'un 1720'den 2000'e kadar olan dönemde İsveç için ve HSOUS'un 1790'dan başlayarak ABD için yaptığı dikkatli tahminler daha eski döngüleri ve onların krizlerle ilişkilerini incelememiz için bir temel oluşturur.

Bir ülkenin dünya GSYH'si içindeki payını sürekli olarak yıllar içinde hesaplamak için, bazen Maddison verileri içinde değer tahmini yapma gereğini duyuyoruz. (Büyük ölçüde, değer tahmini yapılmış GSYH verileri yalnızca küresel GSYH'nin ağırlıklı ortalama ve yüzdelerini oluşturmak amacıyla kullanılmıştır. Onları krizleri tarihlendirmek ya da derecelendirmek amacıyla kullanmıyoruz.) Birçok ülke için GSYH yalnızca seçilen karşılaştırma yılları için bildirilmiştir (örneğin; 1820, 1850, 1870). Değer tahmin etme işlemi en iyi ve tercih edilen uygulamadan, en ilkeline kadar değişen üç şekilde görünür. Reel GSYH için Maddison verilerinin eksik kaldığı ya da her iki serinin de mevcut olduğu dönemler için reel verilere sahip olduğumuz zaman (resmi kaynaklardan veya diğer akademisyenlerden), Maddison GSYH serilerinin yardımcı regresyonlarını, o ülkeye ait mevcut GSYH serileri üzerinde eksik kalan verilerin değerini tahmin etmek amacıyla çalıştırıyoruz. Bu, ülkeler arasında karşılaştırma yapmamıza izin vermiş ve GSYH'yi bölgelere göre ve dünya çapında toplamamıza olanak tanımıştır. GSYH'nin başka hiçbir ölçümü mevcut olmadığı zaman, GSYH'nin Maddison ölçümlerini üretim endeksi ya da genel olarak merkezi hükümet gelirleri gibi –bunlar için uzun vadeli sürekli zaman serilerimiz mevcuttur– diğer ekonomik faaliyet göstergelerine bağlamak için yardımcı regresyonlar kullanıldı.[12] Son bir çare olarak, hiçbir potansiyel regresör mevcut değilse, değer tahminini, bildirilen ölçüt yılları arasında sabit bir yıllık büyüme oranı varsayarak Maddison verilerindeki eksik yerleri birleştirmek amacıyla kullandık. Bu değer tahmin yöntemi, doğal olarak herhangi bir döngüsel kalıbı ayırt etmenin bakış noktasından yararsız olmasına karşın, dünya GSYH'si içinde belli bir ülkenin payının akla yakın bir ölçümünü hâlâ sağlayabilir çünkü bu pay genellikle yıldan yıla ciddi biçimde değişiklik göstermez.

İhracat

İyi bilindiği üzere, ihracat verileri sürekli olarak yanlış faturalanma yapılmasından etkilenmektedir çünkü ihracatçılar vergilerden, sermaye denetimlerinden ve döviz kısıtlamalarından kaçma çabası içindedir.[13] Bununla bir-

[12] Gelirlerin ekonomi döngüleriyle gizli bağları olduğu bilinmektedir.

[13] Örneğin, Reinhart ve Rogoff'un gerisindeki hesaplamalar yazarların web sayfalarında bulunabilir.

likte, dış hesaplar genellikle GSYH hesaplarından daha uzun bir süredir ve daha tutarlı bir temelde mevcuttur. Yanlış faturalamanın neden olduğu sorunlara rağmen dış hesaplar, makroekonomik faaliyetlerle ilgili diğer serilere göre daha güvenilir olarak düşünülmüştür. Bu çalışmada kullanılan savaş sonrası ihracat serileri IMF'den alınmıştır; halbuki daha önceki veriler esas olarak GFD ve OXLAD'dan gelmektedir. Ek E.1'de listelenen resmi tarihsel istatistikler ve sıralanmış akademik çalışmalar, ana veritabanlarını tamamlamaktadır. Dış ticaret dengeleri, ülkeye özgü sermaye akış döngüsüne kabaca bir ölçümleme sağlar; özellikle daha önceki dönemler için sermaye hesabı dengeleri mevcut değildir. İhracatlar da aynı zamanda borçları, özellikle de dış borçları ölçeklendirmek için kullanılır.

Devlet Finansmanı ve Ulusal Hesaplar

Kamu Finansmanı

Devlet finansmanı üzerine veriler 1963 öncesi için esas olarak Mitchell'den, daha yakın dönem içinse Kaminsky, Reinhart ve Végh'den ve onların başvuruda bulundukları kaynaklardan alınmıştır.[14] Örneğimizde yer alan birçok ülkenin merkez bankası ve maliye bakanlıklarının web sayfaları en güncel verileri sağlamaktadır. Birçok ülke için, özellikle de Afrika ve Asya'dakiler için, merkezi hükümetin gelir ve harcamalarıyla ilgili veriler sömürgecilik dönemine kadar gider. Ayrı ayrı ülkelerin içerikleriyle ilgili ayrıntılar Tablo E.1.7'de sunulmuştur. Yaklaşık bütün durumlarda, Mitchell verileri 1800'lere kadar gitmekte ve bize, borçların hükümet gelirlerine oranını hesaplama olanağı vermektedir.

Birçok yazar tarafından sağlanan verileri biraraya getiren Avrupa Devlet Finansman Veritabanı (European State Finance Database), 1800'ler öncesi evredeki büyük Avrupa ülkeleri için mükemmel bir kaynaktır çünkü yaptığı geniş kaynakça yanında, hükümet gelir ve harcamaları hakkında ciddi ayrıntılı bilgi sunmaktadır.

[14] Bkz. Mitchell (2003a, 2003b) ve Kaminsky, Reinhart ve Végh (2004).

Ulusal Hesaplar

İkinci Dünya Savaşı sonrası döneme ait (ülkeye göre değişen başlangıç noktalarına göre) ulusal hesaplar hakkında veri sağlayan IMF, Birleşmiş Milletler ve Dünya Bankası gibi standart kaynakların ötesinde, daha erken dönemler için OXLAD gibi başka çok ülkeli veritabanlarına başvuruyoruz. Bu çalışmada kullanılan diğer zaman serilerinde olduğu gibi, ulusal hesap serileri (genellikle Birinci Dünya Savaşı öncesi dönem için), Hindistan için Brahmananda, Mısır için Yousef ve Venezuella için Baptista gibi, dünyanın her yanından birçok akademisyenin çabalarıyla kurulmuştur.[15]

Kamu Borcu ve Bileşimi

Evvelce vurgulamış olduğumuz gibi, kamu iç borçları hakkında veri bulmak dikkat çekecek derecede zordur. İç borçların ödenememe durumu hakkında veri bulmak, hiç de şaşırtıcı olmayan bir şekilde daha da sorunludur. Bu kitapta biz tarihi 1800'lerin başına kadar geriye giden iç borçların ödenememesiyle ilgili yetmişten fazla örnek listeliyoruz. Oysa bu sayı bile büyük olasılıkla bu olayın ciddi anlamda hafif bir ifadesidir.[16]

Gelişmiş ekonomiler için en kapsamlı veri, 1980'den beri genel devlet borçları üzerine zaman serileri sağlayan Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü'nden (OECD) geliyordu. Ne var ki, bu verilerin değişik önemli sınırlamaları vardı. Bunlar yalnızca bir avuç yükselen piyasayı kapsamaktaydı. Birçok gelişmiş ekonomi için (bunlardan birkaçı Yunanistan, Finlandiya, Fransa ve Britanya) veriler gerçekte çok daha sonra, yani 1990'larda başlıyordu, böylece OECD kamu borç verileri yalnızca nispeten kısa zaman serileri sağlamış oluyordu. Bundan başka, raporlamada yalnızca toplam borç yer alıyordu. Borç bileşimi (iç ya da dış) veya vade durumu (uzun vade ya da kısa vade) bakımından hiç ayrıntı gözükmüyordu. Benzer biçimde, IMF'nin iyi bilinen Dünyanın Ekonomik Görünümü (World Economic

---

15 Bkz. Brahmananda (2001), Yousef (2002) ve Baptista (2006).

16 Bu sayılar daha düşük bir sınırdadır çünkü 1800'den önceki birçok devlet borcunu dahil etmez ve iç borçların ödenemeyişiyle ilgili olarak, biz sadece yüzeyi kazımaya başlamış bulunuyoruz, bkz. Reinhart ve Rogoff (2008c).

Outlook) veritabanının da kamu borçlarına kadar genişlediğini düşünmek için hayal gücünün zorlanması gerekiyordu.[17] Veriler yalnızca G-7'ler için ve 1980'den bu yana sağlanmıştı (WEO'da ele alınan 180 ülkenin içinden).

Kamu borçları üzerine en kapsamlı veriler Dünya Bankası'nın *Global Development Finance*'inden (GDF - Küresel Gelişme Finansmanı; önceden Dünya Borç Tabloları olarak biliniyordu) geliyordu. 1970'te (birçok ülke için) başlayan öteki veritabanlarının geliştirilmiş haliydi ve dış borçların özelikleri hakkında geniş ayrıntı veriyordu. Oysa GDF'nin de ciddi sınırları vardı. Hiçbir gelişmiş ekonomi (İsrail, Kore ve Singapur gibi yeni endüstrileşen ülkeler de) karşılaştırmaları kolaylaştırmak amacıyla veritabanına dahil edilmemişti. IMF ve Dünya Bankası'nın döviz kurları, fiyatlar, devlet finansmanı ve benzerleriyle ilgili verilerden farklı olarak GDF'nin veritabanı 1970 öncesiyle ilgili verilere sahip değildi. Sonuncusu ve en önemlisi, bu veriler yalnızca dış borçları kapsıyordu. Fildişi Sahili ya da Panama gibi birkaç ülkede dış borçlar devlet yükümlülükleri hakkında yeterli istatistiklerdi çünkü kamu iç borç düzeyleri nispeten önemsizdi. Ne var ki, 7. Bölümde göstereceğimiz gibi, iç borç birçok ülkenin toplam devlet borçları içinde önemli bir paya sahiptir. 1900-2007 arasında bütün ülkeler için bu payın ortalaması yüzde 40'la 80 arasında salınım gösteriyordu.[18]

Toplam kamu borçları üzerine zor bulunan verilerin arayışı içindeyken, küresel kurumların atası olan Milletler Cemiyeti'nin arşivlerini inceledik ve onun *Statistical Yearbook: 1926-1944* adlı yayınının, kamu iç ve dış borçları üzerine bilgi topladığını bulduk. IMF'nin de Dünya Bankası'nın da bu uygulamaya savaştan sonra devam etmemesine karşın, yeni oluşan Birleşmiş Milletler, Milletler Cemiyeti'nin topladığı verileri devraldı ve 1948'de onun Ekonomik İşler Departmanı, kamu borçları üzerine 1914-1946 arasını kapsayan bir kitap yayımladı. O zamandan bu yana, BM iç ve dış borç verilerini toplamayı ve savaş öncesi muadilinin *Statistical Yearbook*'ta kullandığı aynı formatta, yıllık esasa göre yayınlamayı sürdürdü. Eski sömürgeler, bağımsızlıklarını kazandıkça veritabanı da genişledi. Bu uygulama 1983'e kadar sürdü. Bu tarihte, iç ve dış borç serileri hep birlikte ke-

---

17 Bu tanım IMF'nin web sitesinden gelmektedir, http://www.imf.org/external/data.htm: "GSYH'deki büyüme, enflasyon, işsizlik, ödemeler dengesi, ihracat, ithalat, dış borç, sermaye akışı, meta fiyatı ve daha başkalarıyla ilgili zaman serilerini indirebilirsiniz."

18 Hollanda, Singapur ve ABD gibi bazı ülkeler için tüm kamu borcu pratikte iç borçtur.

sintiye uğradı. Bu kaynaklar 1914-1983 aralığında zaman serilerini eksiksiz kabul etti. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeleri kapsadılar. Çoğunlukla, aynı zamanda iç borçları uzun vade ve kısa vade olmak üzere böldüler. Bildiğimiz kadarıyla bu veriler hiçbir veritabanında elektronik olarak mevcut değildir; bu nedenle, bunları elde etmek için özgün yayınlara ulaşmak gerekti. Bu veriler kamu borçları serilerimiz için 1914'ten önceki döneme (mümkün olduğu yerde) 1983'ten beri başlangıç noktasını oluşturmuştur.

1914 öncesi dönemle ilgili veriler için, gerek ülkelere özgü istatistik ajansları ve devlet kurumları, gerek ayrı ayrı akademisyenler olmak üzere sayısız kaynağa danıştık.[19] Ek E.2, kaynakların ayrıntılarını ülkesine ve dönemine göre sağlamaktadır. 1914 öncesi dönem için kamu borçlarıyla ilgili verilerin mevcut olmadığı durumlarda, dış borç stoku hakkında ayrı ayrı uluslararası borç konularından yeniden yapılandırma yardımıyla yaklaşık değer bulduk. Bu güvencesiz tahvil (fiziki kâğıt ya da varlıklara güvence verilmemiş borç) verileri aynı zamanda gayrisafi uluslararası sermaye girişleri için yaklaşık bir ölçüm de sağlar. Verilerin çoğu, ötekilerle birlikte, aralarında Lindert ve Morton, Miller, Wynne ve Mariachal'ın da bulunduğu akademisyenlerden gelmektedir.[20] Bu verilerden dış borç veri serilerini kurduk (ama bu toplam borçları kapsamıyor).[21] Bu alıştırma, bizim Latin Amerika'da yeni bağımsızlığını kazanan değişik ulusların ve aynı zamanda Yunanistan'ın, borçlarını ödeyemedikleri evreler için standart borç oranlarını ve 1921'de Çin'in ve 1860'larla 1870'lerde Mısır ve Türkiye'nin borçlarını ödeyememe durumları gibi önemli olayları incelememize izin veriyor. Bu veriler en çok, ülkelerin uluslararası sermaye piyasalarına ilk girdikleri zamana karşılık gelen erken zaman serilerindeki boşlukları doldurmak için yararlı oluyor. Yararlılıkları (borç ölçümü olarak) borçları ödeyememe durumlarının tekrarlanması, borç silmeler ve borçların yeniden yapılandırılması nedeniyle, çıkarılan borç miktarıyla onu izleyen borç stoku arasında kesintiler oluşmasıyla ciddi olarak etkilenmiştir.[22]

---

19 Avustralya, Gana, Hindistan, Kore ve Güney Afrika için borç verilerini sömürge döneminin büyük bölümü için derledik.

20 Bkz. Miller (1926), Wynne (1951), Lindert ve Morton (1989) ve Marichal (1989).

21 Flandreau ve Zumer (2004), 1880-1913 arası Avrupa için önemli bir veri kaynağıdır.

22 Bu koşullar altında bile, gayrisafi sermaye girişleri için yararlı bir ölçü olmayı sürdürmektedirler; daha eski örnek, nispeten az miktarda özel dış borçlanmayı ve banka kredisini içeriyordu.

Toplam kamu borcuyla ilgili yalnızca nispeten güncel veriler olan ancak merkezi hükümetin gelir ve harcamalarıyla ilgili olarak çok daha gerilere kadar güvenilir verilere sahip olduğumuz bazı ülkeler için (ya da daha erken dönemlerde sömürgeler için) borç stokunun kabaca bir tahminini sağlamak amacıyla bütçe açıklarını hesapladık ve topladık.[23]

1983'ten beri gelen verileri güncellemek amacıyla, dış borçlar için güncellememizi kolaylaştıran yakın tarihli birkaç değerli çalışmayla birlikte en çok GDF'ye güvendik.[24] Son olarak, genellikle IMF'nin resmi web sitesine, göze çarpacak biçimde konulan *1996 Special Data Dissemination Standard*'a (1996 Özel Veri Yayın Standardı) uygun olarak, iç borç verilerinin sağlanmasında gittikçe ön plana çıkan resmi devlet kaynaklarının kendileri yer alıyor.[25]

Küresel Değişkenler

Biz iki tip değişkeni "küresel" olarak tanımlıyoruz. Birincisi, dünya meta fiyatları gibi, kapsadığı alan bakımından gerçekten küresel olanlardır. İkinci tip, 1800-2009 sırasında gerçek küresel etkisi olan dünyanın finans merkezlerine ait ana ekonomik ve finansal göstergelerden oluşuyor (modern zamanda, ABD Merkez Bankası'nın hedef politika faiz oranı bunun bir örneğidir). Meta fiyatları için, 1700'lerin sonlarından itibaren dört farklı çekirdek kaynaktan aldığımız zaman serilerimiz vardır (bkz. ek E.1). Ana ekonomik göstergeler, cari işlemler açığı, reel ve nominal GSYH ve zamanının ilgili finans merkezinin (Birinci Dünya Savaşı öncesinde Britanya ve ondan sonra da ABD) kısa ve uzun vadeli faiz oranlarını kapsar.

---

23 1972 öncesi Endonezya, bu uygulamanın özellikle yararlı olduğu ülkelere iyi bir örnek oluşturur.

24 Jeanne ve Guscina (2006), 1980-2005 arası dönem için on dokuz önemli yükselen piyasaya ait iç ve dış borç bileşimi hakkında ayrıntılı veri derlemiştir; Cowan vd. (2006), 1980-2004 dönemi için Batı Yarımkürede yer alan tüm gelişmiş ülkeler için aynı uygulamayı gerçekleştirmiştir. Yükselen piyasalardaki iç borcun ölçülmesine yönelik daha eski bir çaba için bkz. Reinhart, Rogoff ve Savastano (2003a).

25 http://www.imf.org/

Ülke Kapsamı

Tablo 3.1, örneğimizdeki altmış altı ülkeyi listeliyor. Tabloya çok sayıda Afrika ve Asya ekonomisini dahil ettik. Halbuki aynı evreye ait önceki çalışmalar, her birinden en fazla birkaç tane koymuştu. Toplamda, bizim veri kümemizde on üç Afrika ülkesi, on iki Asya ülkesi, on dokuz Avrupa ülkesi, on sekiz Latin Amerika ülkesi, Kuzey Amerika ve Okyanusya bulunmaktadır. (Bizim örneğimiz, dünyanın en yoksul ülkelerinin bir çoğunu dışarıda bırakıyor. Bunlar büyük ölçüde özel kredi kurumlarından anlamlı miktarda borç alamazlar ve gerçekte hemen hepsi, devletten devlete teşvikli kredilerin borcunu bile ödeyememişlerdir. Bu başka bir çalışmanın ilginç bir konusudur ancak biz burada esas olarak, en azından ilk bakışta önemli piyasa öğesi taşıyan finansal akışlarla ilgileniyoruz.)[26]

Tablo 3.1'de son sütunun gösterdiği gibi, altmış altı ülkeden oluşan örneğimiz dünya GSYH'sinin yaklaşık yüzde 90'ını kapsıyor. Doğal olarak, bu ülkelerin birçoğu, özellikle de Afrika ve Asya'dakiler ancak nispeten çok yakın zamanda bağımsızlıklarını kazanmıştır (bkz. sütun 2). Bu yeni bağımsız olan ülkeler, örneğin Latin Amerika ülkeleri kadar eskiden beri borcunu ödeyememe riskiyle karşılaşmamışlardır ve ülkeler arası derecelendirmeyi ona göre yapmamız gerekiyor.

Tablo 3.1, örneğimizdeki ülkeleri, en azından dar anlamda hiçbir zaman dış borç geri ödeyememe durumuna düşmemişlerse ya da borçları bir kez bile yeniden yapılandırılmamışsa, "borç ödeyememe bakireleri" olarak işaretlemektedir. Bunların göze çarpan bir grubu Avustralya, Kanada, Yeni Zelanda ve ABD'den oluşan yüksek gelire sahip Anglofon ulusları kapsıyor (ana ülke İngiltere daha önce belirttiğimiz gibi, daha önceki yıllarda borçlarını ödeyememe durumuna düşmüştü). Ek olarak, İskandinav ülkelerinden hiçbiri (Danimarka, Finlandiya, Norveç ve İsveç) borcunu ödeyememe durumuna düşmemişti. Bunların arasma Belçika ve Hollanda'yı da katabiliriz. Asya'da ise Hong Kong, Kore, Malezya, Singapur, Tayvan ve

[26] Dünyanın en yoksul ülkelerinin genellikle borçlarını resmi kredi kurumlarına geri ödeyememelerinin geleneksel anlamda finansal kriz olarak görülmesi mümkün değildir çünkü resmi kredi kurumları yine de bu ülkelere yardım vermeye devam etmektedir. Çok taraflı bankaların doğrudan yardım kurumu gibi yapılanmasının daha iyi olup olmayacağı konusuyla ilgili tartışma için bkz. Bulow ve Rogoff (2005).

TABLO 3.1
Ülkelerin dünya GSYH'sinden aldıkları pay, 1913 ve 1990

Bölge ve ülke	Bağımsızlık yılı (1800'den sonraysa)	Dünya reel GSYH payı (1990 Geary-Khamis doları)	
		1913	1990
Afrika			
Angola	1975	0,00	0,03
Cezayir	1962	0,23	0,27
Fas	1956	0,13	0,24
Fildişi Sahili	1960	0,00	0,06
Güney Afrika	1910	0,36	0,54
Kenya	1963	0,00	0,10
Mauritius*	1968	0,00	0,03
Mısır	1831	0,40	0,53
Nijerya	1960	0,00	0,40
Orta Afrika Cumhuriyeti	1960	0,00	0,01
Tunus	1957	0,06	0,10
Zambiya	1964	0,00	0,02
Zimbabve	1965	0,00	0,05
Asya			
Çin		8,80	7,70
Hong Kong*		v.y.	v.y.
Endonezya	1949	1,65	1,66
Filipinler	1947	0,34	0,53
Hindistan	1947	7,47	4,05
Japonya		2,62	8,57
Kore*	1945	0,34	1,38
Malezya*	1957	0,10	0,33
Myanmar	1948	0,31	0,11
Singapur*	1965	0,02	0,16
Tayland*		0,27	0,94
Tayvan*	1949	0,09	0,74
Avrupa			
Almanya		8,68	4,67
Avusturya		0,86	0,48
Belçika*	1830	1,18	0,63
Britanya		8,22	3,49
Danimarka*		0,43	0,35
Finlandiya*	1917	0,23	0,31
Fransa		5,29	3,79
Hollanda*		0,91	0,95

(devam ediyor)

TABLO 3.1 (devamı)

Bölge ve ülke	Bağımsızlık yılı (1800'den sonraysa)	Dünya reel GSYH payı (1990 Geary-Khamis doları)	
		1913	1990
Avrupa (devamı)			
İspanya		1,52	1,75
İsveç*		0,64	0,56
İtalya		3,49	3,42
Macaristan	1918	0,60	0,25
Norveç*	1905	0,22	0,29
Polonya	1918	1,70	0,72
Portekiz		0,27	0,40
Romanya	1878	0,80	0,30
Rusya		8,50	4,25
Türkiye		0,67	1,13
Yunanistan	1829	0,32	0,37
Latin Amerika			
Arjantin	1816	1,06	0,78
Bolivya	1825	0,00	0,05
Brezilya	1822	0,70	2,74
Dominik Cumhuriyeti	1845	0,00	0,06
Ekvador	1830	0,00	0,15
El Salvador	1821	0,00	0,04
Guatemala	1821	0,00	0,11
Honduras	1821	0,00	0,03
Kolombiya	1819	0,23	0,59
Kosta Rika	1821	0,00	0,05
Meksika	1821	0,95	1,91
Nikaragua	1821	0,00	0,02
Panama	1903	0,00	0,04
Paraguay	1811	0,00	0,05
Peru	1821	0,16	0,24
Şili	1818	0,38	0,31
Uruguay	1811	0,14	0,07
Venezuella	1830	0,12	0,59
Kuzey Amerika			
ABD*		18,93	21,41
Kanada*	1867	1,28	1,94
Okyanusya			
Avustralya*	1901	0,91	1,07
Yeni Zelanda*	1907	0,21	0,17
Toplam ülke sayısı: 66 ülke		93,04	89,24

Kaynaklar: Correlates of War (t.y.), Maddison (2004).

Not: Yıldız işareti (*) o ülkenin tarihinde hiç borç ödeyememe durumu ya da yeniden yapılandırma olayı olmadığını belirtiyor. v.y.: veri yok. Dış borç ödeyememe durumuna girmeyen bu ülkelerin birçoğu (ABD gibi) iç borçlarında ödeyememe durumuna girmekten kaçamamışlardır (bkz. 7. Bölüm).

Tayland dış borcunu ödeyememe durumuna düşmekten kaçınmışlardı. Kabul etmek gerekir ki, bu ülkelerden ikisi, Kore ve Tayland 1990'lardaki son borç krizi sırasında borcunu ödeyememe durumuna düşmekten kaçınmayı ancak büyük IMF kredi paketleri alarak başarmışlardı. Başka şekilde olsaydı onlar da aynı travmayı, tipik borcunu ödeyemeyen bir ülke olarak yaşayacaktı. Borcunu ödeyemeyen durumuna düşmemiş Asya ülkelerinden yalnızca Tayland, İkinci Dünya Savaşı sonuna kadar bağımsız bir ülkeydi. Ötekiler, borcunu ödeyememe durumuna düşme potansiyelini yalnızca çok kısa bir süredir yaşamaktaydılar. Diğer şeylerin içinde, iç borçları ödeyememe ya da yeniden yapılandırma, ABD'nin adını borcunu ödeyememe durumuna düşmeyenlerin listesinden silmemiz "borçları ödeyememe bakireleri" listesini önemli anlamda azaltmış olacaktı. Örneğin, 1933'te ABD'de kamu borçlarının altın yerine fiat (kağıt) para birimiyle ödeneceği anlamına gelen altınla ödemeyi ortadan kaldıran yasa neredeyse devletin tüm iç borcunu yeniden yapılandırmaktadır. En son olarak, Afrika'da tek ülke, Mauritius borcunu ödeyememe durumuna hiç düşmemiş ya da yeniden yapılandırmaya hiç başvurmamıştır.

Borcunu ödeyememe durumuna düşmeyenlerin büyük ölçüde, başarılı büyüme öyküleri olduğuna dikkat edilmelidir. Bu şu soruyu dile getiriyor: "Yüksek büyüme hızları borcunu ödeyememe durumuna düşmeyi önlüyor mu yoksa borcunu ödeyememe durumuna düşmenin önüne geçmekten kaçınmak yüksek büyüme oranları mı yaratıyor?" Kesinlikle, dünya tarihinde çok hızlı büyüyen ülkelerin büyüme hızları azaldığı zaman başlarının derde girdiğine dair çok fazla örnek görüyoruz.

Doğal olarak, ileride 11 ve 12. bölümlerde tartışacağımız gibi, devletler fiili olarak nominal tahvil borçlarını ödeyememe durumuna kısmen düşmeyi arzu edilmeyen enflasyon patlamaları kanalıyla yaşayabilirler. Devletler birçok yolla borçlarını ödeyememe durumuna kısmen düşebilir ve yıllar içinde birçok finans krizi tipi, karakterini devletin finansman ve borcunu ödeyememe durumu aracından almıştır. Devlet borcunun ayrı kriz tipleri arasında ortak payda olması gerçeği, 16. Bölüm'de krizler arasındaki bağlantıları tartıştığımız zaman daha da açık hale gelecektir.

- II. KISIM -

DEVLETLERİN DIŞ BORÇ KRİZLERİ

Bütün bölgelerde çoğu ülke, yabancılardan aldığı borçları arka arkaya ödeyememe durumuyla ilgili uzun süren aşamalardan geçmiştir.

- 4 -

BORÇ KRİZLERİNİN KURAMSAL DAYANAKLARI ÜZERİNE BİR ARASÖZ

Bu kitapta, egemen ulusların, dışarıdan kredi açan kişilerden aldıkları borçlarını ödeyememe durumuna düştükleri yüzlerce olayı tarih sırasına göre kayda geçiyoruz. Bu "borç krizleri" Floransalı finansçıların 14. yüzyıl ortasında İngiltere'nin III. Edward'ına açtığı kredilerin borçlarının ödenememesi durumundan, 1970'lerde (çoğunluğu) New Yorklu bankerlerin Latin Amerika'ya verdiği çok büyük kredilere kadar uzanır. Ülkelerin parası niye bu kadar sık tükeniyor? Yoksa tükenmiyor mu?

Eski Citibank başkanı (1967-1984) Walter Wriston "Ülkeler batmaz" demişti ve bu sözü çok ünlü olmuştu. Geriye bakıldığında, devletlerin 1980'lerdeki borç ödeyememe dalgasının hemen öncesinde Wriston'un yaptığı yorum aptalca gelebilir. Ne de olsa, Latin Amerika'nın her yerine yoğun yatırımlar yapmış büyük bir bankanın başkanıydı. Oysa bir anlamda Citibank başkanı haklıydı. Ülkeler şirketlerle aynı şekilde iflas edemezlerdi. Birincisi, ülkeler genellikle işi kapatıp ayrılmazlar. İkincisi, ülkenin borcunu ödeyememe durumu genellikle, siyasal ve sosyal endişeleri de katan karmaşık bir fayda maliyet hesabının sonucudur, yoksa sadece ekonomik ve finansal değerlendirmeler değildir. Ülkelerin çoğu, kaynaklarını tüketmeden çok önce borçlarını ödeyememe durumuna düşer.

Birçok durumda, çekilen yeterince eziyet ve acıyla birlikte, kararlı bir borçlu ülke genellikle yabancı kredi kurumlarına geri ödeme yapabilir. Liderlerin çoğunun karşılaştığı sorun, çizgiyi nerede çekecekleridir. Verilen karar her zaman rasyonel olan değildir. Romen diktatör Nikolay Çavuşesku 1980'lerdeki borç krizi sırasında yoksul ulusunun yabancı bankalara borçlandığı 9 milyar dolar borcu birkaç yıllık süre içinde geri ödemek için dürüstçe ısrar etti. Romenler soğuk kış günlerini çok az yakacakla ya da yakacakları olmadan geçirmek zorunda kaldı ve fabrikalar, verilen kısıtlı elektrik nedeniyle kapanmak zorunda kaldı.

Çağımızda çok az lider Çavuşesku'yla aynı fikri paylaştı. Romen diktatörün bu tavrı özellikle, 1980'ler krizi sırasında öteki ülkelerin çoğunun yapmayı sonunda başardığı gibi, borç yükünü yeniden görüşerek azaltma olasılığı varken akıl karıştırıcıdır. Aynı nedenle, modern gelenek, borçlu ülkenin borçlarını kapatmak için nadir ulusal hazinesini elden çıkarmaması yönündedir. 1998'de Rusya'daki finans krizi sırasında, Moskova'da Batılı kredi kurumlarının gönlünü almak için Hermitage müzesindeki sanat eserlerini elden çıkarmayı düşünen tek bir kimse bile olmadı.[1]

Kredi verenler, egemen bir ulusun aldığı borcu geri ödeme gücü yerine, onun geri ödeme isteğine güvenmektedir; bu olgudan, devlet iflasının şirket iflasından tümüyle farklı olduğu anlamı çıkmaktadır. Şirket iflası ya da bireysel iflas durumunda, kredi verenlerin, borçlunun birçok varlığına el koymasına ve onun gelecek gelirlerinin bir payı üzerine haciz koymasına tipik olarak izin veren, çok iyi tanımlanmış hakları vardır. Devlet iflasında, kredi verenler kâğıt üzerinde aynı şeyleri yapabilirler ancak uygulamada bunu dayatma güçleri çok sınırlıdır.

Bu bölüm, bizim uluslararası borç piyasalarının dayanakları hakkında daha derin düşünmemize izin veren analitik bir çerçeve sağlıyor. Amacımız burada bu geniş literatürün kapsamlı bir taramasını vermek değil ancak konuların geniş bir şekilde gözden geçirilmesini sağlamaktır.[2] Esas olarak tarihsel deneyimi anlamaya ilgi duyan okurlar bu bölümü atlayabilir. Ne var ki, bazı açılardan, bu bölümde geliştirdiğimiz analizin ileride tartışacağımız konuların en can alıcı noktasını oluşturduğunu söyleyebiliriz. Niye dünyada yabancı kredi kurumları, geçmişte özellikle canları bu kadar yanmışken, ülkelerin borçlarını bir şekilde geri ödeyeceğine her zaman güveniyorlar? Niye yükselen piyasalardaki yurttaşlar, onların da o kadar canı yanmışken, bankalara ya da yerel para birimlerine güvenerek paralarını teslim ediyorlar? Niye 1990'ların başında olduğu gibi, kırk beş ülkede enflasyon oranı yüzde 20'den yüksekken bazen küresel enflasyon patlaması olur da,

---

1 1920'lerde Stalin'in çiftlikleri kolektifleştirmesi açlığa neden oldu ve SSCB tahıl ithal etmek için paraya ihtiyaç duydu. Sonuç olarak, SSCB 1930 ve 1931'de aralarında petrol devi Calouste Gulbenkian ve Amerikalı bankacı Andrew Mellon'un da bulunduğu yabancılara bazı sanat eserlerini sattı. Ancak, Stalin'in bu satıştan elde ettiği gelirlerle çarlık döneminden kalan borçlarını geri ödemeyi düşünmediği kesindir.

2 Bu konudaki literatür taramaları için bkz. Persson ve Tabellini (1990); Obstfeld ve Rogoff (1996).

2000'lerin başındaki gibi başka dönemlerde yalnızca bir iki ülkede o kadar yüksek enflasyon oranı varken aynı olay gerçekleşmez?

Bunlar basit sorular değildir ve iktisatçılar arasında yapılan büyük tartışmaların konusudur. Sorulara tam yanıtlar sağlamaya yaklaşmıyoruz; borçları ödeyememe durumuna düşmenin altında yatan sosyal, siyasal ve ekonomik sorunlar sadece çok karmaşıktır. Eğer gelecek kuşak araştırmacılar bu konuları çözecek olursa, herhalde bu kitabın konusu tartışmaya açılacak ve dünya en sonunda "Bu defa gerçekten farklı" diyebileceğimiz bir evreye girecektir. Ne var ki, tarih, insanların bu gibi zorlu konular üzerine olgunlaşmamış zaferlerini ilan ettiği örneklerle doludur.

Önce, herhalde uluslararası sermaye piyasalarının en temel "eksikliği" üzerine, yani sınırlar arasında borç sözleşmelerini uygulatabilmek için gerekli uluslarüstü yasal bir çerçevenin eksikliği üzerine yoğunlaşacağız. Bu, Arjantin hükümetinin (tarihindeki çok sayıda arka arkaya borç ödeyememe olayı nedeniyle alay konusu olan bir ülkeydi) bir ABD bankasından borç alması ve ondan sonra onu ödeyememesi durumunda, bankanın hak taleplerini doğrudan yürürlüğe koymasıyla ilgili seçeneklerinin sınırlı olduğunu söylemenin soyut bir şeklidir. Bu sorunun uluslararası yanını keskinleştirmek için, borç alan ülkenin sınırları içindeki siyasal ve ekonomik bölünmeleri bir an için göz ardı edeceğiz ve onu sadece birleşik bir oyuncu olarak ele alacağız. Böylelikle, kamu iç borçlarını (devletin kendi yurttaşlarından ya da yerel bankalardan alınan borçları) göz ardı ediyoruz.

Ekonomik modellemeye alışkın olmayanlar için, hükümeti ve halkı birlikte birleşik bir oyuncu olarak gruplamak garip gözükebilir. Birçok ülkede, ulusal politikaların ortalama yurttaştan ziyade siyasal seçkinler tarafından dikte ettirilmesiyle birlikte, hükümet de hırsızlık ve yolsuzluğa sapmış olabilir. Gerçekte, siyasal uyuşmazlık genellikle devlet borçlarının ödenememesi durumunun ve finans krizlerinin ana nedenidir. ABD eşikaltı krizinin, ülkenin 2008 seçimi öncesi çalışmalar sırasında daha da kötüleştiği gerçeği de oldukça tipiktir. Seçim öncesi işlerin gidişi ve seçim sonrası belirsizlik ortamı, tutarlı ve inandırıcı politika yanıtı geliştirme mücadelesini rutin olarak daha da şiddetlendirdi. Brezilya'daki büyük 2002 finans krizinin parlamasında, yatırımcıların, halkın o zaman başkan olan Fernando Henrique Cardoso'nun merkezi hükümetinin politikalarından, muhalefet lideri Luiz Inácio Lula da Silva liderliğinde daha popülist politikalara kaymasından duyduğu endişelerin de önemli bir rolü vardı. Sonuçta,

seçimi kazanan sol eğilimli grubun, makroekonomik olayların yönetiminde yatırımcıların korktuğundan ya da belki bazı destekçilerinin umduğundan farklı olarak, daha tutucu bir tavır sergilemesi bir ironi oluşturmuştur.

Devlet Kredileri

Bir ülkenin borcunu ödeyememe durumuna düşmesinde, ödeme gücünden ziyade ödeme isteğinin tam anlamıyla esas belirleyici etken olduğuna dair okur kuşku duyuyorsa, önceki bölümde hazırladığımız Tablo 2.2'yi dikkatle incelemesi gerekecektir. Bu tablo, orta gelir grubunda yer alan ülkelerin karşılaştıkları borç ödeyememe durumlarının yarıdan fazlasının, dış borç/GSYH oranının yüzde 60'ın altında olduğu dönemlerde gerçekleştiğini göstermektedir. Bu esnada, normal koşullar altında, borcu GSYH'ye sabit bir oranda tutmak için, gelirlerin sadece çok küçük bir yüzdesini reel faiz ödemesi olarak ayırmak yeterli olacaktı. Bu ödeme gücü de, genellikle sürdürülebilirliğin önemli bir göstergesi olarak görülürdü. Doğal olarak, ihracatın ya da devlet gelirlerinin bir yüzdesiyle ifade edildiğinde, daha ilerde örneklerini göstereceğimiz gibi, ödemeler tam anlamıyla birkaç kat daha yüksek olacaktı. Ancak öyle olsa bile, eğer ülke, özellikle bir bütün olarak, zaman içinde nihai tam ödeme düzeyini yakalamak için açıkça ve inanarak ihracatını tedricen arttırmayı kendine hedef almışsa, savaş dönemleri dışında kalan çoğu durumda, zaman içinde bir deneme çalışması yürütmek mümkün olacaktı.

Ödeme gücünden ziyade ödeme isteğinin ağırlık kazanması, birkaç yüzyıl geriye giderek 16, 17 ve 18. yüzyıllar boyunca (borçların ödenememesi durumunun eski dönemi) uluslararası borç verme olaylarına bakıldığında da açıkça görülmektedir. Geçmişte, esas borç alanlar kendi büyük orduları olan Fransa ve İspanya gibi ülkelerdi. Yabancı yatırımcıların zor yoluyla tahsilat yapmaları beklenemezdi. Michael Tomz'un bize anımsattığı üzere, 19. yüzyıldaki sömürgeci evrede, süper güçler borç sözleşmelerini uygulamak için periyodik olarak müdahale ediyorlardı.[3] Britanya rutin şekilde güç gösterisinde bulunuyor ve hatta dış borçlarını geri ödemeyi aksatan ülkeleri işgal ediyordu (örneğin, 1882'de Mısır'ı ve Osmanlı'nın

[3] Tomz (2007)

1876'da borcunu ödeyememe durumuna düşmesinin öncesinde İstanbul'u). Benzer şekilde, ABD'nin Venezuella'da 1890'lar ortasında başlayan "savaş gemisi diplomasisine" kısmen, borç geri ödeme endişeleri neden olmuştu. (Kutu 5.2, bağımsız Newfoundland ulusunun borç sorunları nedeniyle egemenliğini nasıl kaybettiğini açıklıyor.)

Ne var ki, modern çağda borçları tahsil etmek için savaş gemisi diplomasisi kullanma fikri (çoğu durumda) gerçekten uzak gözüküyor. Maliyet fayda analizi, hükümetlerin o kadar büyük masraf ve riski göze almasını basitçe onaylamıyor ve özellikle, borç vermenin tam anlamıyla Avrupa, Japonya ve ABD arasında dağıtılmış olması, bir ülkenin askeri güç kullanmasını teşvik edecek unsurları daha da zayıflatıyor.

O zaman yabancı kredi kurumları hangi havuç ya da sopayı borç alan devletlerin başının üzerinde tutacak? Bu sorn ilk kez tutarlı şekilde, Jonathan Eaton ve Mark Gersovitz'in birlikte yazdığı klasik makalede ortaya atılmıştır. Yazarlar, değişen ve belirsizlik içindeki dünyada uluslararası sermaye piyasalarına giriş yetkisine sahip olmanın ülkelere çok büyük yarar sağladığını iddia ediyordu.[4] Eski zamanlarda, sermaye piyasasına giriş yetkisine sahip olmak, ülkelerin olağanüstü kötü hasat alınan dönemlerde gıda temin etmelerine olanak sağlıyordu. Modern zamanlarda, ülkeler resesyonla mücadele etmek ya da çok yüksek verimli altyapı projelerine girmek için borç almaya ihtiyaç duyabiliyorlar.

Eaton ve Gersovitz, sermaye piyasasma giriş yetkisinin sürdürülmesinin, hükümetleri işbirliği yapmaya zorlayacak yasal bir sistem olmasa bile, borçlarını geri ödemeyi sürdürmeye sevk edebileceğini iddia ediyorlardı. Analizlerini, hükümetlerin uluslararası borç alanlar olarak "itibarları" hakkında endişe duymaları gerektiği varsayımı üzerine dayandırmışlardı. Eğer borcunu ödemekten caymak itibarlarına zarar verecekse hükümetlerin de bunu o kadar hafife almayacakları kesindir. Eaton ve Gersovitz yaklaşımı iktisat teorisyenlerinin ilgisini çekiyor çünkü bu yaklaşım özellikle kurumlardan bağımsız düşünülmüştür (yani, teori, hükümetlerin yasal ve siyasal yapıları gibi özelliklerine bağımlı olmadığından dolayı "saftır"). İlkesel olarak bu kuram, devlet borçlanmalarını günümüz için açıklayabildiği kadar Ortaçağ için de açıklayabilir. İtibar tezinin, ülkelerin borçlarını ödeyerek gelecekte daha fazla borç alma olanağına sahip olacaklarından başka şeyler

[4] Bkz. Eaton ve Gersovitz (1981)

de anlattığını belirtelim. Eğer durum öyle olsaydı uluslararası borçlanma, patlayan borç düzeylerine erişen bir Ponzi planı [borçların nakit olarak ödenmesinin mevcut borç miktarının artırılarak karşılandığı durumu ifade etmek için kullanılmıştır – ç.n.] haline gelecekti.[5]

Bu "itibar yaklaşımının" hemen göze çarpmayan bazı sorunları vardır. Eğer bütün bu görkemli uluslararası borç verme yapısı sadece itibar üzerine kuruluysa, borç veren piyasalar gerçekte olduklarından daha da kırılgan olabilirler. 14. yüzyıl İtalyan finansörleri, İngiltere'nin III. Edward'ının savaş ya da hastalık sonucu ölme olasılığının kesinlikle farkında olmalılardı. Edward'm yerine gelen kral çok farklı amaç ve özlemlere sahip birisi olmuş olsa ne olacaktı? Eğer Edward Fransa'yı fethetmeyi başarsaydı gelecekte kredi verenlere ne ihtiyacı olacaktı?[6] Eğer kurumlar gerçekten önemli değilse niye tarihte çoğu kez, yükselen piyasaların dış borçları büyük ölçüde döviz cinsinden çıkarılmış ve çıkacak uzlaşmazlıklar için yabancı mahkemelerin hakemliğine başvurulacağı yazılmıştır?

Bulow ve Rogoff, kurumların ve uluslararası yasal mekanizmaların, uluslararası kredi işlemlerinde önemsiz olduğu şeklindeki anlayışa karşı başka bir itiraz getirdi.[7] Ülkeler gerçekte, gelecekte borç alma haklarını saklı tutmak için borçlarını geri ödemeye istekli olabilirler. Ancak bir noktada İngiltere'nin borç yükü, mevcut borcun geri ödemelerinin beklenen değerinin gelecekte yapılacak bir borçlanmayı aştığı noktaya ulaşmış olacaktı. Belli bir noktada, bir ülke borç limitine erişmiş olmalıdır. Niye III. Edward (ya da onun vârisi) İtalyan borçlarını geçersiz ilan etmesin? O zaman İngiltere, finansörlerine ödeme yapmak yerine, bu ödemelere ayırdığı parasını, gelecekte açığı çıkması durumunda kullanabileceği altın rezervini oluşturmak amacıyla kullanabilecekti.

İtibar yaklaşımı bu nedenle biraz disipline ihtiyaç duyuyor. Bulow ve Rogoff'a göre, modern zamanlarda sofistike yatırım stratejileri (örneğin,

---

5 Eğer ülkeler geri ödemeden daha da büyük miktarlarda borç alabiliyorsa, dünyadaki (riske uyarlanmış) reel faiz oranlarının o ülkenin uzun vadeli reel büyüme hızını geçmesi koşuluyla, borçların gelire göre düzeyinin en sonunda patlamış olması gerekecekti. Bu olay genel olarak pratikte ve akla yakın teorik kısıtlamalar altında karşılaşılan bir durumdur.

6 Daha genel olarak, Eaton ve Grawitz'in itibarla ilgili olarak detaylandırdığı oyun kuramı yaklaşımı tam anlamıyla çok sayıda denge durumu (sonuçlarını) kabul eder; bunların tümü de aynı itibarını koruma mekanizmasıyla rasyonalize edilebilir.

7 Bkz. Bulow ve Rogoff (1989b).

yabancı hisse senedi piyasalarında kullanılanlar) borçları ödeyememe durumuna karşı potansiyel bir yabancı kredi akışı olarak iyi ya da iyi sayılabilecek bir hedge (koruma) sunabilir. Başka bir çalışmada, Bulow ve Rogoff, sadece itibara dayanmak yerine, özellikle yükselen piyasalar tarafından alınan dış borçların geri ödenmesinin, kredi verenlerin kendi ülkelerindeki yasal haklarıyla yerine getirilebileceğini ileri sürüyorlar.[8] Eğer bir ülke kendini sigortalamaya çalışıyorsa, yapmak isteyeceği birçok yatırım, denizaşırı satın almayı kapsayacaktır. Kredi kurumları, doğrudan borç alan ülkedeki varlıklara el koyamayabilir ancak yeterli yasal haklarla silahlanmış bir şekilde, pekâlâ borç alanın yurtdışındaki, özellikle de kendi ülkelerindeki varlıklarına el koyabilir; çok gelişmiş yasal sistemlere sahip öteki ülkelerde de el koyma olasılıkları vardır. Doğal olarak, yurtdışındaki varlıklara el koyma hakkı, borçları ödeyememe durumundaki ülkenin başka uluslararası kredi kurumlarına borçlanmasını zorlaştıracaktır. Eğer bir ülke, A dış bankasına borçlarını ödeyemiyorsa ve ondan sonra B bankasından borç almak için girişimde bulunuyorsa, B bankası o ülkenin aldığı borcu geri ödeme vadesi geldiği zaman A bankasının daha önceki talebini takibe alıp almayacağından endişe duymalıdır. Bu anlamda, itibar yaklaşımı ve yasal yaklaşım birbirinden o kadar farklı değildir; yine de aralarındaki benzerlik, uluslararası finans sisteminin nasıl tasarlanacağı ve işletileceği konusundaki politikaların belirlenmesiyle ilgili sorunlar ortaya çıktığında önem kazanabilir. Örneğin, yurtiçindeki mahkemelerin yerini alacak uluslararası bir iflas mahkemesi kurmak, eğer yasal haklar herhangi bir olayda çok az sonuç getirecekse, gerçekte sonuç sağlamayabilir.

Yasal hakları vurgulamak, kişiyi gelecekte alacağı borçların kesilmesinin ötesinde başka maliyetlere de odaklanmaya yöneltmiş olur. Uluslararası kredi borçlarının ödenemeyeceğini düşünen bir hükümetin, ticaret yollarını değiştirmek zorunda kalmasının ve kredi kurumlarının atlatılmasını finanse etmenin getireceği sonuçların ticari ilişkilerinde yol açacağı bozulmaları da düşünmesi gerekir. 14. yüzyıl İngilteresi, İtalyan dokumacılara yaptığı yün satışına bağımlıydı ve İtalya da İngiltere'nin ithal etmek istediği baharatın ticaretinin yapıldığı bir merkezdi. Borçları ödeyememe durumu, gelecekte İtalya'yla ve İtalya aracılığıyla yapılacak ticaretin zorlaşacağı anlamına geliyordu ve bunun maliyetinin yükseleceği kesindi. Bugünlerde tica-

[8] Bkz. Bulow ve Rogoff (1989a).

ret ve finans, birbirlerine daha da yakından bağlıdır. Örneğin, ülkelerin gerek kendi içlerinde gerekse aralarında yaptıkları ticaretin çoğu, mallar teslim alınana kadar geçen sevkıyat süresinde üreticileri finanse eden çok kısa vadeli banka kredilerine aşırı derecede bağımlıdır. Eğer bir ülke büyük uzun vadeli kredilerde borcunu ödeyememe durumuna düşerse kredi veren bankalar ticari kredileri finanse etmeye girişen her varlık üzerinde önemli baskı uygulayabilir. Ülkeler bu sorunla, ticaretlerini finanse etmeye yardımcı olmak üzere devletin döviz rezervlerini kullanarak bir dereceye kadar başa çıkabilir. Ancak, hükümetlerin elindeki araçlar, ticari kredileri mikroekonomik düzeyde izlemek için tam anlamıyla kötüdür ve kendi olanaklarını bankaların uzmanlıklarının yerine koymaları kolay değildir. En az bunlar kadar önemli bir biçimde, kredi kurumlarının ülkelerindeki mahkemelerde, kendilerine, borcunu ödeyemeyen ülkeye ait mallara (ya da varlıklara) el koymaya potansiyel olarak izin veren hak taleplerini takip edebilirler. Bulow ve Rogoff, pratikte, kredi verenlerle borç alanların, bu gibi el koymalara nadiren rastlanması için kısmi bir borç ödeyememe durumu üzerinde tam olarak uzlaşmaya vardıklarını iddia etmektedir.

Belli bir yere kadar, uluslararası kredi işlemlerinin ölçek ve boyutunu açıklamak ya da kredi verenlerin, borçları ödeyememe durumunda gerçek hayatta karşılaşılan sorunları önlemek amacıyla ürettiği çözümlerin çeşitliliğini açıklamak için ne Eaton ve Gersovitz'in itibarı temel alan modelinin, ne de Bulow ve Rogoff'un kurumsal yaklaşımının yeterli olduğu anlaşılıyor. Ticaret sadece yasal düzenlemelere dayanmaz; aynı zamanda gümrük savaşlarına karşı siyasal direniş hareketine ve ticaretin büyümesini ve gelişmesini sürdürebilmek amacıyla yapılan büyük insan ve bilgi değişimine de bağlıdır.

Bir ülkenin geri ödeme itibarı, Eaton ve Gersovitz tarafından tanımlandığı dar anlamıyla yorumlanırsa yalnızca sınırlı çekim gücüne sahip olacağından, itibarının daha geniş çevrelerce değerlendirilmesi –örneğin, uluslararası ilişkilerde güvenilir ortak olması– daha önemlidir.[9] Borcunu ödeyememe durumu, ulusal güvenlik anlaşmaları ve ittifaklarındaki nazik dengeleri alt üst edebilir ve ülkelerin çoğunun tam anlamıyla önemli ihtiyaç ve sorunları vardır.

---

[9] Bulow ve Rogoff (1989b) gümrük tarife savaşlarını temel alan basit bir örnek sunmaktadır; Cole ve Kehoe (1996) bu tezi daha genel bir çerçeve içine yerleştirir.

Kredilere ek olarak, doğrudan yabancı yatırımlar (örneğin, bir yabancı şirket, yükselen bir piyasada bir fabrika inşa edeceği zaman) da gelişme için önemli olabilir. Borç ödeyememe durumundaki bir ülkeye doğrudan yabancı yatırım olarak girmek isteyen bir yabancı şirket, kuracağı fabrika ve donanımına el konulmasından endişe duyacaktır (1960'lar ve 1970'ler arasında öne çıkan bir durum; örnekler arasında, Şili'nin 1977'de Amerikan şirketlerinin elinden bakır madenlerini alması ve 1970'lerin başında OPEC tarafından yabancı petrol şirketlerinin millileştirilmesi sayılabilir). Borçları ödeyememe durumu kesinlikle doğrudan yabancı yatırımlar üzerine kara bir örtü örtecektir. Borçlu ülkeye bunun bedeli yalnızca sermaye girişinden yoksun olmak değil, aynı zamanda, ticaret ekonomistlerinin gösterdiği gibi, doğrudan yabancı yatırımla birlikte ülkeye gelen bilgi transferini de kaybetmek olacaktır.[10]

Özetle, ekonomistler kredi kurumlarının sınırlı hakları olmasına karşın ülkelerin nasıl dışarıdan borç alabildiğini açıklayan tezler bulabilirler. Ancak, sürdürülebilir borç düzeylerinin de aynı şekilde kırılgan olduğunu öne süren bu tezler şaşırtıcı derecede karmaşıktır. Sermaye piyasalarına gelecekte giriş yetkisi konusunda duyulan endişeler, ticareti sürdürmek ve uluslararası ilişkilerin gelecekte genişleme olasılığı gibi etkenlerin hepsi, borç akışlarına destek vermektedir; bu desteğin her duruma özgü etkenlere bağlı olarak yaptığı göreceli vurgu ve ağırlık değişmektedir. Yani, kredi verenler geleneksel bir iç borç ödeyememe durumunda olduğu gibi doğrudan gidip borçlunun varlıklarına el koyamasa bile, hâlâ bir ülkeyi kredilerini en azından makul büyüklükte geri ödemeye ikna etmeye yetecek dolaylı baskı yapma gücüne sahiptir. Ne var ki, ülkelerin borçlarını gelecekte daha fazla borç alabilmek için geri ödediklerine dair yaygın anlayışı dikkate almayabiliriz. Ponzi planı uluslararası kredi verme işlemlerinin temelini oluşturamaz; en sonunda çökeceklerdir.

Girişte vurguladığımız güven kırılganlığıyla yabancı kredi kurumlarının yaptığı sınırlı kaldıraç işlemleri nasıl ilişkilendiriliyor? Fazla ayrıntıya girmeden, kırılgan denge noktaları ürettiğini kastettiğimiz model ve çerçevenin birçoğunu, genelde beklentilerdeki küçük oynamalara karşı oldukça hassas denge noktaları ürettiğini düşünerek hayal etmek kolaydır. Bu kırıl-

[10] Borensztein vd. (1998) doğrudan yabancı yatırımlar ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin ampirik temelini incelemektedir.

ganlık birçok çerçevede kendini belli eder ama çok fazla borçlanan ülkelerin sürekli biçimde kısa vadeli fon arayışına yöneldiği durumlarda doğrudan ortaya çıkar. Bu konuya daha sonra değineceğiz.

Ödeme Aczine Karşı Likidite Yetersizliği

Ödeme isteği ve ödeme gücü arasındaki önemli ayrımı vurguladık. Bir başka önemli ayrım, kısa vadeli fon bulma sorunuyla karşılaşan bir ülkeyle, borçlarını sonsuz şekilde ödemek istemeyen ve/veya ödeme gücü olmayan ülke arasındaki ayrımdır. Literatürün büyük bölümünce, bu ayrım tam anlamıyla "likidite yetersizliği ve ödeme aczi" arasındaki fark olarak tanımlanır. Doğal olarak, okur şimdi ülke ve şirket borcu arasında kelimesi kelimesine yapılan kıyaslamanın çok fazla yanıltıcı olduğunu anlamaktadır. İflas eden bir şirketin, sadece işleyen bir işletme olarak borçlarını tam olarak ödeme gücü olmayabilir. Öte yandan, borç ödeyememe durumuna düşen bir ülke, geri ödemelerini tam olarak yapmanın, bunun için gereken fedakârlıkları yapmaya değmeyeceği konusunda stratejik bir karar vermiştir.

Hükümetler uluslararası piyasalarda genellikle, ister bir ila üç yıl gibi nispeten kısa vadede ister daha uzun vadede olsun, kısa vadeli uluslararası borçlarla bağlantılı faiz oranlarıyla borçlanırlar. Borçlanmanın niye o kadar kısa vadede yapıldığı başlı başına bir tartışma konusudur. Örneğin, Diamond ve Rajan, kredi verenlerin gelecekteki geri ödeme olasılığını arttırmak amacıyla, "yanlış davranan", yani kaynakları yatırıma dönüştürmeyi başaramayan borçluları disipline etme seçeneğine sahip olmayı istediklerini iddia etmektedirler.[11] Jeanne, kısa vadeli borçlanmaların finans krizi riskini arttırması nedeniyle (genellikle borç sözleşmeleri yenilenmediği zaman) ülkelerin daha disiplinli politikalar izlemek zorunda kaldığını ve bunun da, borçlu ülkelerin ve kredi veren ülkelerin aynı şekilde ekonomik performanslarını geliştirdiğini iddia etmektedir.[12] Bu ve bunlarla ilgili başka nedenlerle, kısa vadeli borçlanma, genellikle uzun vadeli borçlanmaya göre önemli derecede daha düşük faiz oranlarıyla yapılır. Dövizle yapılan borçlanmalar için de benzer tezler ileri sürülmüştür.

---

[11] Bkz. Diamond ve Rajan (2001).

[12] Bkz. Jeanne (2009).

Her iki olayda da, bir ülke kısa vadeli borçlandığı zaman yalnızca faiz ödemelerini (ister kendi kaynaklarından ister yeni borçlanmayla) finanse etmekle kalmaz, aynı zamanda anaparayla ilgili sözleşmesini yenilemesi de gerekir. Likidite krizi, uzun dönemde borçlarını hem ödemeye istekli hem de ödeme gücü olan bir ülke kendisini geçici olarak borç sözleşmelerini yenileyememe durumunda bulduğu zaman gerçekleşir. Bu durum bazen gündelik dilde "ödeme aczi" sorunu olarak adlandırılan durumla karşıtlık içindedir; bu duruma düşen ülkenin uzun dönemde geri ödeme isteği ya da geri ödeme gücü olmadığı düşünülmektedir. Eğer bir ülke gerçekten bir likidite kriziyle karşılaşmışsa, üçüncü bir taraf (örneğin, IMF gibi çok yanlı bir kredi örgütü) ilkesel olarak hiç risk taşımaksızın kısa vadeli bir köprü kredisi açabilir. Bu, borçluyu ayakları üstünde tutacak ve borç ödeyememe durumuna düşmesini önleyecektir. Gerçekten de, eğer kredi kurumları bir ülkenin her bakımdan borçlarını uzun vadede ödemeye niyetli olduğuna tümüyle ikna olmuşsa, borçlu bir daha kolay kolay kısa vade likidite sorununa düşmeyecektir.

Sachs önemli bir uyarıda bulunuyor.[13] Bir ülkenin, her biri tek tek küçük olan büyük bir kredi grubundan borç aldığını düşünün. Kısa vadeli borca dönmek, kredi verenlerin kolektif çıkarına olabilir. Oysa kredi verenlerin tümü borcun vadesini döndürmeyi reddederse bir denge durumu oluşması da mümkündür. Bu durumda da, borç alan ülke borcunu ödeyememe durumuna düşecektir. Eğer kredi verenlerden biri bile bu ülkenin borcunu ödemesi için gerekli parayı sağlamazsa "borcunu ödeyememe" ve "borcunu ödeme" durumlarının her ikisinin birden aynı anda görüleceği bir denge durumu oluşacaktır. Sachs'in verdiği örnek, finansal kırılganlık konusunun ve borçluların "bu defa farklı" sendromuna gösterdiği hassasiyetin çok güzel bir örneğidir. Kredi verenler güven duyduğu sürece, borçlular borcun vadesini koşa koşa uzatacaktır ancak eğer (muhtemelen konuyla ilgisiz dış) bir nedenle güven yitirilecek olursa, o zaman kredi sistemi çöker ve kredi verenlerden hiçbirinin gücü ya da eğilimi bu durumun üstesinden gelmeye yetmez.

Ödeme aczine karşı likidite yetersizliği kavramı bizim zaten giriş yazımızda bankalara hücum örneğiyle anlattığımız bir konudur ve başka örtüler altında göreceğimiz bir olaydır. Teknik olarak konuşursak, ülkeler bazen

[13] Bkz. Sachs (1984).

"çoklu denge durumlarıyla" karşılaşabilir; yani, bir ülkenin borcunu ödeyebilme ve borcunu ödeyememe durumları arasındaki fark çok küçük kalabilir. Belli bir borç yapısı için ve tüm oyuncuların kendi çıkarları peşinde koştuğunu varsaydığımızda, beklentilere ve güven duygularına bağlı olarak çok farklı sonuçlar ortaya çıkabilir.

Kuramcılar, bir ülkenin, borcunu ödeyen bir ülke durumundaki denge noktasından, borcunu ödeyememe durumundaki denge noktasına gelmesinin "küçücük bir nokta" sonucunda gerçekleşebileceğine dair birçok somut örnek göstermişlerdir.[14] Çoklu denge durumlarının görülme olasılığı ve yatırımcıların bir ülke hakkında geçici olarak ürkek yaklaşım içinde olması fikri de, aynı zamanda, kredi veren ülkeler ve uluslararası kurumlar tarafından devlet borcu krizlerine yapılacak müdahalelerin rasyonalize edilmesinde önemli bir rol oynar. Tehlike doğal olarak, içine düşülen borç ödeyememe durumunun kaçınılmaz olmasıyla (yani, bir ülkenin borç ödeyememe durumuna düşmesi için çok az bir güç gerektirecek kadar aşırı kaldıraç işlemlerinin –aşırı kredi– kullanılmış ve çok kötü yönetilmiş olması anlamında) kaçınılmaz olmaması (yani, bir ülkenin temelde sağlam olması ancak çok geçici ve kolayca çözülebilecek likidite yetersizliği sorunu nedeniyle güveni sürdürmekte zorluk içerisinde olması anlamında) arasındaki farkın belirlenmesinin zorluğunda yatar. Bir krizin en sıcak anında, kurtarıcı adaylarının (günümüzde IMF gibi çok taraflı kredi kurumları) gerçekte çok köklü ve derin bir likidite yetersizliği ve ödeme isteksizliği sorunuyla karşı karşıya kaldıkları bir durumda, karşılarında kısa vadeli köprü kredileriyle çözülebileceğine inandıkları bir güvensizlik sorunu bulunduğunu düşünmeleri akıl çelicidir.

Borcun Kısmen Ödenememesi Durumu ve Yeni Ödeme Planı

Şimdiye kadar, borç ödeyememe durumunu tam olarak neyin oluşturduğu konusunu bir şekilde göz ardı ettik. Pratikte, borç ödeyememe durumlarının çoğu kısmi gerçekleşir, uzun süren pazarlıklar ve tersliklere rağmen süreç tamamlanmaz. Kredi verenler, geri ödemeyi tam yerine getirmek için gerekli kaldıraç desteğini (hangi kaynaktan olursa olsun) bulamamış olabi-

[14] Örneğin bkz. Obstfeld ve Rogoff (1996, 6. Bölüm).

lirler ama genellikle borçlandıkları miktarın önemli bir kısmını, yani en azından bir şeyleri geri ödeyebilecek kadar bir kaldıraç desteği alabilirler. En bilinen durumlarda bile, genelde oldukça küçük miktarda ve onlarca yıllık gecikmelerle yapılmasına rağmen, toplam borç ödeyememe durumu genel anlamda kısmi geri ödemeyle sonuçlanmıştır. 1918'de Rusya'daki Bolşevik hükümeti Çarlık döneminden kalan borçları ödemeyi reddetmişse de, Rusya altmış dokuz yıl sonra borç piyasasına yeniden girmek zorunda kalınca, ödemediği borçlarına karşılık göstermelik bir ödeme için uzlaşmak zorunda kalmıştı.

Çoğu durumda, kısmi geri ödeme, daha önce tartıştığımız karmaşık fayda maliyet değerlendirme tipleriyle belirlenen miktarlarda yapılan geri ödemelerle, göstermelik değil, önemlidir. Bunun tam nedeni kısmi ödemeye, genellikle taraf olmayanların da içine zorla itildiği, uzun ve çekişmeli pazarlıklar sonucunda karar verilmesidir. Örneğin, Bulow ve Rogoff, uluslararası kredi kurumları (örneğin IMF) ya da kredi veren kurumların hükümetleri gibi iyi niyetli üçüncü tarafların da oyuna getirilerek, aynen bir emlakçının satmak istediği ev için alacağı komisyondan vazgeçmesine benzer biçimde, bir anlaşmaya varılmasını kolaylaştırmak amacıyla yan ödemeleri üstlendiklerini göstermişlerdir.[15] Eğer başarısızlığa uğramış müzakereler ticareti sekteye uğratıp küresel finans sisteminde daha büyük sorunlara (bu sorunun diğer borçlulara yayılması gibi) yol açarsa, borç alan ülkelerle onlara kredi verenler, üçüncü taraflar karşısında potansiyel olarak bir pazarlık gücüne sahip olur.[16] Gösterdiğimiz gibi, IMF'nin kurulması İkinci Dünya Savaşı'ndan bu yana görülen daha kısa süreli fakat daha sık görülen devlet borcu olaylarıyla çakışmaktadır. Bu olgu, borç ödeyememe evrelerinin eskiye göre daha sık gerçekleştiği görüşüyle uyuşmaktadır; çünkü kredi verenler ve borç verenler sıkıştıklarında, IMF ve kredi veren kurumların ülkelerinden destek geleceğine her zaman güvenebileceklerinin farkındadır. (Daha sonraki literatürde, üçüncü tarafların bu oyuna getirilmesi, uluslararası kredilendirmenin "ahlaki tehlikesi" olarak adlandırılmıştır.)

---

15 Bkz. Bulow ve Rogoff (1988a, 1989a).

16 Kredi veren ülkenin yurttaşları (bankalar dışındakiler) ticari alışverişten ancak borçlu ülkenin yurttaşları kadar kazanabilirler. Ya da IMF gibi uluslararası kredi kurumu örneğinde olduğu gibi, kredi verenler ve borç alanlar, IMF'nin bir borç ödeyememe durumunun diğer ülkelere de yayılacağından duyduğu korku nedeniyle, ödemelerini yerine getirmeye istekli olabilirler.

Devlet borçlarını ödeyememe durumu hakkındaki pazarlık perspektifi aynı zamanda, kesin borç ödeyememe durumuna (kısmi ya da tam) ek olarak, "yeni ödeme planı" kavramını devlet borçlarını ödeyememe durumu tanımına niye dahil ettiğimizi açıklamamıza yardım eder. Yeni ödeme planının tam anlamıyla belirlenmesinde, borçlu, alacaklılarını daha uzun geri ödeme tarihleri ve genellikle (piyasa faiz oranlarına göre) faiz indirimlerini kabul etmeye zorlar. Reyting kuruluşları (Moody's ve Standard and Poor's dahil) bu evreleri haklı gerekçelerle, uzlaşmaya varılmış kısmi borç ödeyememe durumu sayar. Bu durumda, üzerinde anlaşmaya varılmış yeni geri ödeme planıyla, bir ülke ve onun alacaklılarının, en azından belli bir süre için, masayı terk edip gideceği daha keskin bir borç ödeyememe durumuna ilişkin yasal harç ve diğer giderlerin oluşturduğu toplam durağan maliyet en aza indirilmiş olmaktadır. Kuramsal perspektiften bakıldığında, her ikisi birbirine benzemesine karşın, bizim veri kümemizin yeni ödeme planı belirlenmesi ve kesin borç ödeyememe durumları arasında ayrım yaptığı kesindir.

Son ama kritik bir nokta şudur: ülkelerin bazen borçlarını ödeyememesinin, ilk bakışta yatırımcıların irrasyonel olduğuna dair kanıt oluşturmadığını belirtelim. Yatırımcılar riskli devletlere kredi vererek bazen yıllık yüzde 5 ya da 10'u aşan risk primleri alırlar. Bu primler, çoğu yalnızca kısmi olan borç ödeyememe durumlarına karşı kredi verenlerin telafi bedeli elde etmesi demektir. Gerçekten de, şirket borçlarıyla karşılaştırıldığında, özellikle resmi kurtarma destekleri devreye girdiği zaman, ülke borç ödeyememe durumları genellikle daha büyük iyileşmelere yol açar.

Kredi kurumlarının rasyonel olduğunu aşırı biçimde vurgulamak istemiyoruz. Gerçekte, kapsadığı risklerle ölçülemeyecek derecede çok düşük risk primlerinin uygulandığı birçok durum vardır. Yüksek riskli borç alanlar doğal olarak, borç alırken faiz oranlarındaki risk primleriyle karşılaşmakla kalmaz ama genellikle, borç ödeyememe durumu sırasında, eğer borç sorunları resesyonu büyütecek olursa, önemli ağır yüklerin altında kalırlar. Bu-defa-farklı anlayışının bedeli, borçlular için, kredi verenler için olduğundan daha da fazla olabilir ancak bu konuyu daha geniş borçları ödeyememe hesaplaması kapsamında yeniden ele almamız gerekiyor.

Çirkin Borçlar

İlkesel olarak, uluslararası borç verme hakkındaki düşüncelerle ilgili başka bir derin felsefi konu "çirkin borçlar (odious debt)" kavramının çevresinde yer alır. Ortaçağ'da, borcunu ödemeden ölen ebeveynlerin çocukları borçlular hapishanesine konulabilirdi. İlkesel olarak bu, ebeveynin daha fazla borç almasına izin vermiş oluyordu (çünkü borcunu ödeyememenin cezası çok ağırdı) ancak bugün çoğu ülkenin sosyal normları, borcun bu şekilde çocuklara geçişine tamamıyla kabul edilemez olarak bakmaktadır. Fakat doğal olarak, uluslar, borçlarını dönemler arası almaktadır ve borçlu kuşağın çocukları pekala ebeveynlerinin borcunu kapatmak zorunda kalabilir. İkinci Dünya Savaşı sonunda, ABD'nin gayrisafi iç borç toplamı, GSYH'nin yüzde 100'ünü geçmişti ve bu oranın GSYH'nin yüzde 50'sine inmesi için birkaç onyıl geçmesi gerekti.

Çirkin borçlar öğretisi temel olarak, kredi kurumları hırsızlık ve yolsuzlukları iyice açığa çıkmış bir hükümete borç verdiği zaman, iktidarı bu hükümetlerden devralan yenilerinin, bu borçları kabullenip ödememesi gerektiğini ifade eder. Jayachandran ve Kremer, çirkin borçların ödenmesini reddetmek için bir anlaşma düzenlenebileceğini ve bunun da refahı arttırabileceğini iddia etmektedir.[17] Ne var ki, çirkin borçların pratikte nasıl ayrılacağı konusunda bir parça tartışma vardır. Soykırım yapan bir ülkenin lideri askeri harcamalar için borç almak zorunda kaldığında, kredi verenlerin bu borçları çirkin olarak tanımlayacağını ve rejim değiştiğinde borçların ödenememe riski olduğunu herkes kabul edebilir. Ne var ki, küresel bürokratlar, örneğin ABD'nin çıkardığı bir borcun çirkin borç olması durumunda, doğal olarak, bu kavramın pratikte yararı olacak bir ayrım göstermeyeceğini iddia edeceklerdir. Çirkin borçla ilgili pratik kılavuz ilkelerin, uygulamayı kolaylaştıracak şekilde dar kapsamlı hazırlanmış olması gerekir. Bir borç yükünün toplandığı koşullar, borçlunun "hakkaniyet" anlayışını ve dolayısıyla onun ödeme isteğini belirleyebilir. Bazı durumlarda, uluslararası topluluk da bu gibi koşullarda borçlulara karşı daha nazik davranmaya eğilimli olabilir (en azından sübvanse edilmiş köprü kredilerinden yararlanmaları için onlara daha fazla hak tanıyabilirler).

---

[17] Bkz. Jayachandran ve Kremer (2006).

Kamu İç Borçları

Eğer devletlerin dış borçları kuramı karmaşıksa, kamu iç borçları kuramı ondan daha karmaşıktır. Bu tartışmada, kamu iç borçlarının yerel para birimi cinsinden çıkarıldığını, çıkarılan ülke yasalarının geçerli olduğunu ve kendi yurttaşlarınca saklandığını varsayacağız. Bu üç sınırlamadan yalnızca bir tanesi, borcun çıkarılan ülke yasalarına tabi olduğu varsayımı, 1. Bölümde tanımladığımız şekliyle gerçekten mutlaktır. Herhalde, Arjantin'in 19. yüzyıl sonunda İngiliz sterlini cinsinden çıkardığı "iç" tahvillerle başlayan iç borcun dövize endekslenmesine ait çok sayıda örnek vardır (en meşhurları, Meksika'nın 1990'ların başında çıkardığı *tesobono* borçları ve 7.1 numaralı kutuda anlatılan benzerleridir) ve yakın yıllarda bu olay daha da yaygınlık kazanmıştır. Yükselen piyasalar sermaye piyasalarını daha fazla serbestleştirmeye yöneldikçe, yabancılar için kamu iç borcu tutmak daha yaygın bir hal aldı. Yabancıların ve ülke yurttaşlarının her ikisinin birden belli bir tip borcu elinde tutması arasında ince bir fark olabilir fakat tartışmamızı basitleştirmek için biz şimdilik bu ince farkı bir kenarda tutacağız.[18]

İç borç bir ülkenin kendine borçlanmasıdır. Robert Barro'nun ünlü Ricardocu borç modelinde iç borç hiç önemli değildir çünkü borçlar ileride toplanacak vergileri karşılayacağı için yurttaşlar basit anlamda tasarruflarını arttırmış olmaktadır.[19] Ne var ki, Barro'nun analizi tasarruf modelleri homojen olmasa ve borç geri ödemeleri (borcu reddetmeye muhalefet anlamında) ötekilerin çıkarına aykırı olarak bazı grupların lehine olsa bile borcun her zaman kabul edilip tümüyle ödeneceğini varsaymaktadır. Bu varsayım siyasal sonuçların ülkeleri niye dönemsel olarak iç borçları ödeyememe durumuna sevk etmediği sorusunu yanıtlamaktan kaçınıyor ve kredi vermek için niye ilk sırada devletlerin seçildiği sorusunu dikkate almıyor. Örneğin, eğer bir ülkenin borcunun büyük kısmı yaşlıların elinde bulunuyorsa, genç seçmenler niye dönemsel olarak kalkıp borçların reddedilmesini oylamaya sunmasınlar? Böylelikle, yaşlıların refahının azaltılması karşılığında gençler için yeniden daha düşük oranlı vergiler konulmuş olacaktır.

İç borçlar hakkında, bu kitabın üçüncü kısmında yer alan daha şaşırtıcı bulgulardan biri, bu gibi kesin borç ödeyememe durumlarının, dış dev-

[18] Örneğin bkz. Broner ve Ventura (2007).

[19] Bkz. Barro (1974).

let borçlarının ödenememesi kadar olmasa da sanılandan daha sık gerçekleştiğidir. Devletler, ABD ve birçok Avrupa ülkesinin 1970'lerde yaptığı gibi, yüksek ve beklenmedik enflasyonlar yoluyla borçlarını ödemeyebilirler.

O zaman kamu iç borçlarını sabitleyen çapa nedir? İç borç tahvilleri bulunduranlar neden hiçbir şey ödememişlerdir? North ve Weingast, bir devletin büyük miktarlarda borç geri ödenmesini sağlayan siyasal kurumlar kurma gücünün, bir ülke için, özellikle savaş zamanında devasa kaynaklar kullanmasına izin vererek çok büyük stratejik üstünlük oluşturduğunu iddia etmektedir.[20] İngiltere'nin 1600'lerin sonundaki "Şanlı Devriminin" en önemli sonuçlarından birinin kesinlikle, borç sözleşmelerini tümüyle kabul ederek ödemeyi destekleyen bir çerçeve anlaşması olduğunu iddia etmektedirler. Böylelikle bu anlaşmalar, İngiltere'ye, rakibi Fransa üzerinde ayrı bir üstünlük sunmuş oldu. Fransa, ileride göreceğimiz gibi, bu dönemde seri borç ödeyememe durumunun doruğuna ulaşmıştı. Kraliyetin borçlanabilme yetisi, muharebenin tam da sermaye yoğun olmaya başladığı bir evreye girildiği sırada, İngiltere'ye savaşı yürütmek için ihtiyacı olan kaynakları kullanmasına olanak sağlayan çok büyük bir üstünlük sağladı.

Kotlikoff, Persson ve Svensson, demokrasilerde iç borç piyasalarının, daha çok Eaton ve Gersovitz'in dış devlet borcu modelindeki gibi kazanılan itibarla sağlanan bir anlaşma olabileceğini ileri sürmektedir.[21] Tabellini, bu konuya ilişkin bir makalesinde, borçların eğer genç seçmenler yaşlı seçmenleri dikkate alırsa sürdürülebilir olduğunu ileri sürmektedir.[22] Hükümetlerin demokrasi yerine monarşi olduğu durumlar için bu kuramlar ve diğerleri, borç piyasalarının, fayda ve maliyetin dar bir kanalda birbirine yaklaşarak sürekli işleyişi sağlayan, kendi kendini sürdürebilir anlaşmalar olduğu varsayımı üzerine inşa edilmiştir. Oysa daha önce tartıştığımız gibi, her tür devlet borcunu geri ödeme için verilen teşvikler, muhtemelen sadece vergi tahsilatını ve tüketimi düzgün hale getirme ihtiyacından öte büyük konuları kapsamaktadır. Aynen dış borcu ödemeyi kabul etmemenin, borç arenasının dışında, uluslararası ilişkilerde daha büyük tepkileri makul bir şekilde tetikleyebileceği gibi, iç borcu ödeyememe durumu da aynı şekilde gele-

[20] Bkz. North ve Weingast (1988).

[21] Bkz. Kotlikoff, Persson ve Svensson (1988).

[22] Bkz. Tabellini (1991).

cekteki borç alma gücünün yitirilmesinin ötesine taşan, sosyal anlaşma içerisindeki bir bozulmayı tetikleyebilecektir. Öncelikle, birçok ekonomide devlet borcu sadece hükümetlerin vergi tahsilatını düzgün hale getirmesi için bir araç olmaz, aynı zamanda kredi piyasalarının likiditesini sağlayan değer deposu işlevi görür. Devletler dönem dönem borç ödeyememe durumuna düşebilir ancak ülkelerin çoğunda şirketlerin sicili daha da kötüdür.

Finansal baskı aynı zamanda iç borç piyasalarını genişletmek için bir araç olarak kullanılabilir. Bugün Çin ve Hindistan'da yurttaşların çoğu, ellerinde bulundurmalarına izin verilen finansal varlık çeşidi bakımından aşırı derecede kısıtlanmıştır; başlıca seçeneklerini sadece çok düşük faiz getirisi olan banka hesapları ve nakit oluşturmaktadır. Kaybetme ve çaldırma tehlikesi yüksek olan nakit ve mücevher saklamanın yanında, emeklilik, sağlık ve çocukların eğitimi için başvurulabilecek çok az sayıda servet birikimi seçeneği olması nedeniyle, getirisi yapay bir şekilde bastırılmış olmasına rağmen halk, bankalarda büyük miktarlar tutmaya hâlâ devam ediyor. Hindistan'da bankalar da sonunda büyük miktarlardaki varlıklarını devlete doğrudan kredi olarak veriyorlar. Böylelikle, devlet muhtemelen serbest sermaye piyasasındakinden çok daha düşük faiz oranıyla borçlanmış oluyor. Çin'de para, kredilerin yönlendirilmesiyle devlet mülkiyetindeki işletmelere ve altyapı projelerine gidiyor. Devlete, daha başka yerlerden bulabileceği faiz oranlarına göre çok daha düşük faiz oranlarıyla kredi sağlanmış oluyor. Bu tür finansal baskı yeni bir şey olmaktan uzaktır. Özellikle, gelişmiş ekonomilerde ve yükselen ekonomilerde, İkinci Dünya Savaşı'ndan 1980'lere kadar artan uluslararası sermaye denetimleri sırasında çok yaygın biçimde görülmüştü.

Finansal baskı koşulları altında, hükümetler doğal olarak tasarruf araçları üzerindeki tekellerini sonuna kadar kullanarak çok büyük miktarda kaynak elde etme olanağına sahiplerdi. Ne var ki, daha ileride göstereceğimiz gibi, içeride çıkarılan borç kağıtları finansal baskının oldukça sınırlı olduğu zamanlarda bile, örneğin İkinci Dünya Savaşı öncesinde pek çok yükselen piyasada yayılmıştı.

İç borç tartışmasını 7-9. Bölümlerde bu konuya ampirik olarak yeniden bakana kadar burada keseceğiz. Orada aynı zamanda devlet borcuyla iç borç arasında önemli bir ilişki olduğunu göstereceğiz. Yine, dış devlet borcu durumunda olduğu gibi, çoklu denge durumu konusu iç borç modellerinde de sık sık ortaya çıkmaktadır.[23]

Sonuçlar

Bu bölümde, para birimi ve bankacılık krizlerini de kapsayan diğer kriz çeşitleriyle birlikte, dış borç ve borç ödeyememe durumunu yöneten anahtar kavramlara kısaca göz gezdirdik. Bu bölüm kuşkusuz soyut olmasına rağmen uluslararası finans krizleri hakkında temel soruları ele almıştır. Bu konuların bazılarına, geniş veri kümemizin bazı daha zor sorulara tutacağı ışıkla birlikte, bu kitapta ileride tekrar döneceğiz.

Birçok bakımdan, uluslararası kredi işleyişi ve sermaye piyasalarının dayanakları üzerindeki teorik çalışmamız, borç ödeyememe durumlarının neden daha sık görülmediği sorusunu ortaya çıkarmaktadır. 1830'da bağımsızlığını kazandığı tarihten bu yana, yaşadığı on vakayla günümüzde devlet borcu ödeyememe şampiyonu olan Venezuella'nın bile, iki borç ödeyememe olayı arasında ortalama on sekiz yılı vardır. Eğer krizler daha sık tekrar etmiş olsaydı, bu-defa-farklı sendromu daha seyrek görülecekti: her zaman aynı olacaktı; ödünç alanlar ve kredi verenler sürekli uçta yürüyecekti ve borç piyasalarının gelişmesi, olağanüstü çöküşlerin yaşanmasına izin vermeyecekti. Ancak, iktisat teorisi bize, nispeten kırılgan bir ekonominin bile, güven balonu patlayana kadar uzun bir süre ilerleyebileceğini ve bazen patlamadan önce çok büyük bir borç birikimi yapmasına izin verebileceğini söylemektedir.

---

[23] Örneğin bkz. Barro ve Gordon (1983).

- 5 -

DEVLETLERİN DIŞ BORÇ ÖDEYEMEME DÖNGÜLERİ

Politika yapanlar önceki yirmi yılda yaşanan borç ödeyememe dalgasının ardından, 2003 ile 2009 yılları arasında büyük dış borç ödeyememe durumları görülmemesinden aşırı sevinç duymamalılar. Seri borç ödeyememe durumları, aralarında onlarca yıl olmasa da birkaç yıl bırakan uluslararası borç ödeyememe dalgalarıyla, alışılan kuralları korumayı sürdürüyor.

Tekrar Eden Örnekler

Finansal krizlerin seyir turunu, devletlerin dış borçları ödeyememe durumlarını tartışarak açıyoruz. Bu durum henüz teorik olarak tartıştığımız gibi, bir devletin yabancılara olan borcunu ödeyememe durumuna düştüğü zaman gerçekleşir (tarihsel devlet borç piyasalarının çıkışı hakkındaki bazı arka plan bilgileri 5.1 kutusunda verilmiştir).

Şekil 5.1, 1800 ile 2008 yılları arasında borcunu ödeyememe ya da yeniden yapılanma durumundaki tüm bağımsız ülkelerin yüzdesini çizmektedir (bu yıllar arasında veri kümemiz eksiksiz sayılabilir). Dünyaya bir bütün olarak baktığımızda (ya da bizim veri kümemizdekiler gibi, en azından küresel GSYH'nin yüzde 90'ınından daha çoğunu temsil eden ülkeler), 2000'ler sonundan önce görülen nispeten kısa borç ödeyememe dönemlerine, büyük küresel finansal krizleri izleyen duraksamanın örnekleri olarak bakılabilir. Bu tür duraksama dönemlerinin yanında, ülkelerin büyük bir bölümünün borç ödeyememe durumu ya da yeniden yapılanma içine girdiği uzun dönemler vardır. Şekil 5.1, beş tepe noktası ya da borç ödeyememe döngüsü göstermektedir.

Bu tür belirgin ilk tepe noktası Napolyon Savaşları sırasında görülmektedir. İkinci akın 1820'lerden 1840 sonlarına kadar sürüyor. Bu sırada,

KUTU 5.1
İngiltere ve İspanya'da uluslararası devlet borç piyasalarının gelişimi

Şimdi anladığımıza göre, modern borç kurumları tedricen gelişmiştir. İç borçlarla ilgili durum da tam olarak böyledir; burada vergi, geri ödeme ve iktidar arasındaki ilişkiler belirsiz bir hal almıştır. Krediler tam anlamıyla şeffaflıktan uzaktı; faiz oranları ve geri ödeme planı açıkça belirlenmemişti, genellikle anapara geri ödemelerine ait belirli tarihler yazılmamıştı. Bir kralın "geri ödeme" vaadi, kredi veren kişinin kafasının kesilmesiyle kolaylıkla silinip atılabilirdi. Borç alma çoğu durumda doğası itibariyle çok zorlayıcıydı. Bu piyasaların tarihinin ilk dönemleri, topraklarına ve servetlerine el koymak için öldürülen ailelerin örnekleriyle doludur. 13. yüzyıl Fransasında Tapınak Şövalyeleri (ünlü Haçlılar) servetlerine el koyan Fransız kralları tarafından sistematik olarak sürülmüştür.

Ortaçağ'da Kilise, Hıristiyanların birbirlerine faizle borç vermelerini önlemek amacıyla tefecilikle ilgili yasalar koymuştu. Doğal olarak, Hıristiyan olmayanların, özellikle Yahudilerin borç vermelerine izin vardı ama bu durum egemenlerin, ulusun sahip olduğu fonların çok küçük bir bölümüne erişmesine izin veriyordu. Daha büyük servet bölümüne erişmek için, borç alanlar (bazen ilahiyatçılardan da yardım alarak) Kilise yasalarını aşmak için çareler aramaktaydı. Bu dönemde, uluslararası kredi piyasaları özgün kredide belirtilenden daha istikrarlı ve güçlü bir para birimiyle geri ödemeyi koşul olarak koyuyordu; herhalde, bunun nedeni geri ödeme yapılacak para biriminin kolayca ayarının düşürülmeyeceğinden emin olmak istemeleriydi. Doğal olarak, bu tür araçlar geri ödeme faiz oranlarıyla aynı değerdeydi, oysa genellikle kabul edilebilir görülüyorlardı.

O zamana kadar en gelişmiş mali piyasalar 13. yüzyıldaki İtalyan kent devletleri Cenova, Floransa ve Venedik'te görülüyordu (örneğin MacDonald ya da Ferguson'un mükemmel tartışmalarına bakınız).[1] İlk krediler "geri ödenebilir vergiler" maskesi altında veriliyordu ama sistem hemen ikincil piyasaların gelişerek devlet borçlarının yeterince şeffaf hale geldiği noktaya geldi.

Tarihçi Carlo Cipolla'nın vurguladığı gibi, ilk gerçek uluslararası borç krizinin kökleri İtalyan tüccarların 13. yüzyıl sonlarında İngiltere'ye verdiği kredilere dayanıyordu.[2] Bu dönemde, gelişmiş finans merkezi İtalya'ydı ve İngiltere, doğal kaynaklar bakımından, özellikle de koyunyünü bakımından zengin bir ülkeydi. Daha önce tartıştığımız gibi, İtalya'nın açtığı bir dizi kredi, İngiltere'yle Fransa arasında süren uzun savaşları çeşitli aşamalarda finanse etmek için destek oldu. İngiltere kralı III. Edward üst üste aldığı askeri yenilgiler sonucunda borçlarını ödeyemeyince haberler hemen Floransa'da duyuldu. Büyük bankalar III. Edward'a çok miktarda

1 MacDonald (2006), Ferguson (2008).

2 Cipolla (1982).

kredi açtığı için Floransa ekonomisi bankalara hücum edilmesinden etkilendi. Bütün işler modern standartlara göre bakıldığında yavaş ilerliyordu ancak büyük bir kredi kurumu olan Peruzzi Bankası 1343'te, Bardi Bankası da 1346'da iflas etti. Bu nedenle, İngiltere daha sonraki dönemlerdeki birçok yükselen piyasa gibi, en sonunda borcunu ödeyebilen ülke "derecesini almadan" önce, dış devlet borcunu ödeyememe durumundan (ve birden çok defa) geçti. "Borç ödeyememe durumunu bitirmeden" önce İngiltere'nin devlet borçlarını daha birçok kez yeniden yapılandırması gerekecekti; ne var ki, bu son kredi olayları yalnızca iç borçları –belgelendireceğimiz gibi– kapsıyordu.

Gerçekten de İngiltere, 1688 Şanlı Devrimi'ne kadar geçen süre içinde seri borç ödeyemeyen ülke statüsünden kurtulamamıştı. Bu devrim Parlamento'nun gücünün önemli oranda artmasına neden olmuştu. North ve Weingast'ın ufuk açıcı çalışmalarında belirttikleri gibi, bu devrim ilk kez, İngiliz borçlarının arkasında duran yeni bir kurum oluşturmuş oldu. Weingast, bundan başka, İngiltere Merkez Bankası'nın hükümetin borç ödemelerini gözetlemek için "görevlendirilmiş bir bürokratik izleyici" olmasıyla birlikte, Parlamentonun yetkilerini kullanacağı bir araç haline geldiğini iddia etti.[3] Kesinlikle, birçok başka faktör İngiltere'nin başarısına destek olmuştu; bunların arasında hükümetin savaşları finanse etmek için kısa vadeli borçlardan yararlanması ve her savaştan sonra bu borçların vadesini uzatması da vardı. Savaşların kısa vadeli finanse edilmesinin elbette bir anlamı vardı çünkü savaşın sonucunun belli olmaması, hükümeti kendini bağlamayacak bir prim ödemeye zorluyordu. Uzun vadeli borç çıkarılması da aynı zamanda İngiliz borçlarının likiditesini arttırmaya yardım eden aktif bir ikincil piyasa yarattı; bu nokta Carlos ve diğerleri tarafından vurgulanmıştı.[4] Son olarak, İngiltere'nin nispeten bozulmamış geri ödeme sicilinin altında yatan faktörlerden birinin, bu ülkenin girdiği birçok savaştan galip çıkması olduğunu vurgulamak mümkün değildir. Eski İngiliz krallarıyla ilgili olarak daha önce gördüğümüz gibi, savaş yenilgisi kadar başka hiçbir şey borç yenilgisine neden olmaz. Bu kitabın sonuna doğru, borç ödeyememe durumunu bitirme konusuna tekrar döneceğiz.

1800 öncesinde, İngiltere dışında birkaç ulus önemli miktarda uluslararası borç yapmayı başarmış ve sonra bunları ödeyemeyecek duruma düşmüştü. Büyük çapta seri borç ödeyememe, her yeni kuşak kredi kurumunu borçları geri ödemek için gerekli kazançların var olduğuna (bu defa farklı olacağına) ve ülkenin ödemeleri yapacak kadar istikrarını koruyacağına ikna etmeyi sürdürecek kadar yeterli servet birikimini gerektirir. 1800'den sonra, İngiltere'nin aşırı tasarruflarının devreye girmesiyle birlikte, Endüstri Devrimi sonrasında küresel gelirin hızla büyümesi sayesinde, birçok ülke bu servet birikimi ölçütünü yerine getirmişti. 1800'den önce, İtalyan kentlerinin ve (bir kereliğine de olsa) Portekiz ve Prusya'nın dışında, yalnızca

3 North ve Weingast (1988), Weingast (1997).

4 Carlos vd. (2005).

Fransa ve İspanya uzun süreli uluslararası borç ödeyememe durumlarıyla başa çıkmak için kaynaklarından ve istikrar durumundan yararlandılar. Bu bölümde göstereceğimiz gibi, bizim saydığımıza göre, İspanya altı kez ve Fransa sekiz kez borç ödeyememe durumuna düşmüştü.

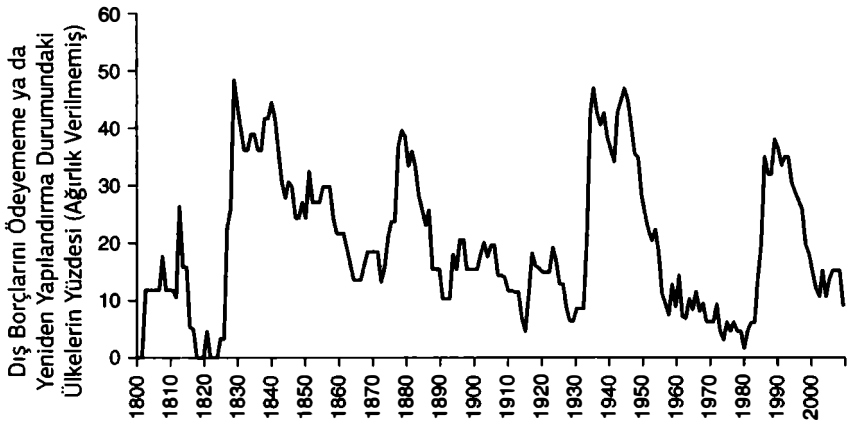
İspanya'nın II. Filip döneminde, 1557, 1560, 1575 ve 1596 yıllarındaki ilk borç ödeyememe olayları iktisat tarihçileri tarafından kapsamlı bir şekilde incelenmiş ve tartışılmıştır; II. Filip'ten sonra gelenler zamanında da 1607, 1627 ve 1647 yıllarındaki olaylar aynı şekilde çalışılmış ve tartışılmıştır. İspanyol deneyimi daha sonra sürekli tekrar eden seri borç ödeyememe olaylarında da görülen birçok konuyla ilgili örnekler vermektedir. İspanya ayrıca Napolyon dönemine kadar Avrupa'yı işgal eden son tehdit unsuru olmuştu.

16. yüzyıldan önce, İspanya büyük çapta uluslararası borçlanmanın mümkün olmayacağı kadar bölgelere yayılmıştı ve bu bölgelerinin finans gücü önemsizdi. Yeni Dünyanın keşfi tüm bu durumu değiştirdi. Meksika ve Peru'da büyük gümüş maden kaynakları bulundu ve 1540'larda muazzam miktarda maden Avrupa'ya ulaşmaya başladı. Gelirlerdeki büyük artış kralın gücünü arttırmıştı ve bu nedenle, Parlamentonun işbirliğine ihtiyaç duyduğu vergi gelirlerine bağlılığı artık azalmıştı. Aynı zamanda kıymetli madenlerin, özellikle gümüşün ülkeye gelişi, Avrupa'daki fiyatlar üzerinde büyük enflasyonist baskı yaptı.

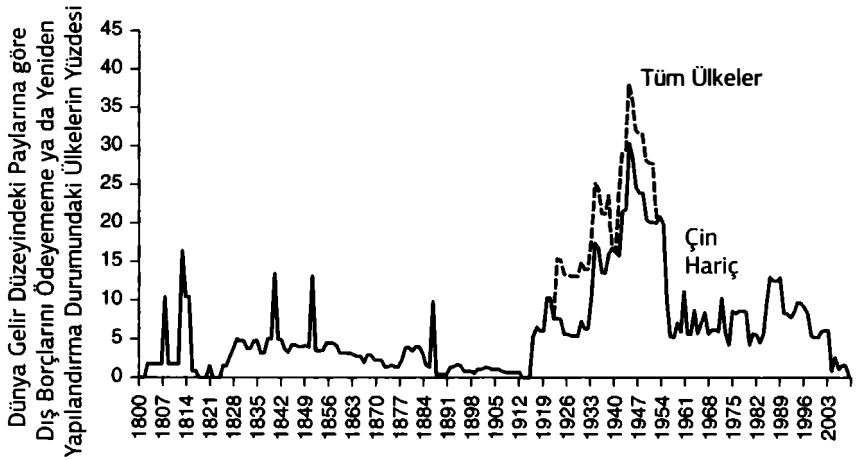
İspanya'nın yeni bulunan serveti, krallarının borç almasını daha da kolaylaştırdı ve onlar da böylece borçlandılar. Kaldıraç işlemleri (leveraging) Avrupa'da egemen olmanın mümkün olacağı hissini vermişti. Kral Filip'in Türklere ve Hollandalılara karşı giriştiği çeşitli askeri serüvenler ve ondan sonra İngiltere'ye karşı "yenilmez Donanmasını" inşa etmesi hep büyük miktarlarda para gerektiriyordu. Zengin Flaman, Alman ve Portekizli yatırımcıların da dahil olduğu finansçılar, İspanyol tüccarlar ve özellikle İtalyan bankerler, alacakları yeterli düzeyde bir risk primi karşılığında İspanya'ya önemli miktarda kredi vermek için istekliydiler. İspanya Krallığı'nın alacaklılarına borcu hiçbir zaman yıllık gelirlerinin kabaca yarısından az değildi. Bununla birlikte, bir defasında, borcu iki yıllık gelirini de geçmişti. Doğal olarak, Tablo 6.1'de özetlediğimiz gibi, İspanya defalarca borçlarını ödeyemez duruma düşmüştü.

dünyada ülkelerin yarıya yakını borç ödeyememe durumundaydı (Latin Amerika ülkelerin tamamı dahil). Üçüncüsü 1870'lerin başında başladı ve yirmi yıl sürdü. Dördüncüsü 1930'lardaki Büyük Bunalımla başlayıp 1950'lerin ilk yıllarına kadar sürdü; bu sırada tüm ülkelerin yarıya yakını borç ödeyememe durumunda kaldı.[5] Şekildeki en son borç ödeyememe

[5] Kindleberger (1989) 1950'lerin hâlâ bir finansal kriz dönemi olarak görülmesi gerektiğini vurgulayan birkaç akademisyenden biridir.



Şekil 5.1. Dış devlet borcu: Dış borçlarını ödeyememe ya da yeniden yapılandırma durumundaki ülkeler, ağırlıkları hesaplanmamış, 1800-2008.
Kaynaklar: Lindert ve Morton (1989); Suter (1992); Purcell ve Kaufman (1993); Reinhart, Rogoff ve Savastano (2003a); MacDonald (2006) ve Standard and Poor's.
Notlar: Örneklem, Tablo 1.1'de listelenen toplam altmış altı ülkeden verili yılda bağımsız devlet statüsünde olan tüm ülkeleri kapsamaktadır.



Şekil 5.2. Dış devlet borcu: Dış borçlarını ödeyememe ya da yeniden yapılandırma durumundaki ülkeler, dünya gelirinden aldıkları paya göre ağırlıklandırılmış, 1800-2008.
Kaynaklar: Lindert ve Morton (1989); Suter (1992); Purcell ve Kaufman (1993); Reinhart, Rogoff ve Savastano (2003a); Maddison (2004); MacDonald (2006) ve Standard and Poor's.
Notlar: Örneklem, Tablo 1.1'de listelenen toplam altmış altı ülkeden verili yılda bağımsız devlet statüsünde olan tüm ülkeleri kapsamaktadır. Üç GSYH ağırlık kümesi kullanılmıştır; 1800-1913 dönemi için 1913 yılının ağırlıklı rakamları, 1914-1990 dönemi için 1990 yılının ağırlıklı rakamları ve 1991-2008 dönemi için 2003 yılının ağırlıklı rakamları esas alınmıştır.

döngüsü yükselen piyasalarda 1980'ler ve 1990'larda görülen borç krizlerini kapsamaktadır.

Gerçekte, Şekil 5.2'de olduğu gibi, ülkeler küresel GSYH içindeki paylarına göre tartıldığı zaman, 2002'den sonra borç ödeyememe durumlarında görülen duraksama önceki yüzyıla göre daha da fazladır. Birinci Dünya Savaşı'ndan sadece yirmi yıl önce –altın standardının durgun günleri– 2003-2008 dönemine yakın bir sakinlik gösteriyordu.[6] İleriye bakıldığında, borç ödeyememe durumlarında on ya da yirmi yıl süren duraksama dönemlerinin garipsenmemesi gerektiğini belirtmek yanlış olmaz; her duraksama dönemini yeni borç ödeyememe durumu dalgası izlemiştir.

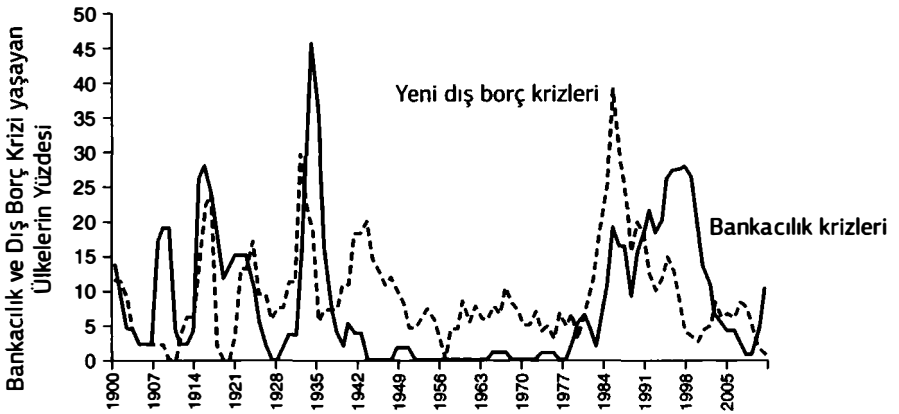
Şekil 5.2 aynı zamanda İkinci Dünya Savaşı'ndan hemen sonraki yılların tepe noktasına ulaştığını gösteriyor. Bu dönem şimdiye kadar, çağdaş dünya tarihinin en büyük borç ödeyememe evresi olmuştu. 1947'ye gelindiğinde, küresel GSYH'nin yüzde 40'a yakınını temsil eden sayıda ülke, dış borçlarını ödeyememe ya da yeniden yapılandırma durumundaydı. Bu durum kısmen savaş nedeniyle yeni borç ödeyememe durumunun ortaya çıkmasıydı ama aynı zamanda kısmen birçok ülkenin, 1930'lardaki Büyük Bunalımı çevreleyen borç ödeyememe durumundan hiç çıkamamış olmasına bağlıydı.[7] Aynı nedenle, Napolyon Savaşları sırasında yaşanan borç ödeyememe durumlarının diğer dönemlerdeki kadar önemli olduğu görülmektedir. İkinci Dünya Savaşı'm izleyen kriz dışında, yalnızca 1980'lerdeki borç kriziyle ulaşılan tepe noktası 1800'lerin başlarında ulaşılan düzeylere yaklaşmaktadır.

6. Bölümde tek tek ülkelerin deneylerine baktığımızda göreceğimiz gibi, dış borçların seri ödenememe durumu –yani, tekrarlanan devlet borç ödeyememe durumları– Asya ve Avrupa'nın da dahil olduğu her bölgede bir kural halindeydi.

---

6 Bu karşılaştırma, borcunu ödeyemeyen ülkeleri dünya geliri içindeki paylarına göre ağırlıklandırarak değerlendirmektedir. Ağırlıklandırmaksızın yapılan bir değerlendirmeye göre (örneğin Afrika ve Güney Asya'daki en yoksul ülkeler, Brezilya ya da ABD'yle eşit görülmektedir) 1960'lardan 1982'ye kadar geçen dönemde, borcunu ödeyemeyen bağımsız ülkelerin yüzdesi daha da düşük gözükmektedir.

7 Kindleberger (1989) İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra borç ödeyememe durumunun yaygınlaştığını vurgulamakta ama yine de niceliksel veri sunmamaktadır.



Şekil 5.3. Bankacılık ve dış borç krizi yaşayan ülkelerin oranı: Tüm ülkeler, 1900-2008 (ağırlıkları hesaplanmamış).

Kaynaklar: Lindert ve Morton (1989); Suter (1992); Purcell ve Kaufman (1993); Kaminsky ve Reinhart (1999); Bordo vd. (2001); MacDonald (2003); Reinhart, Rogoff ve Savastano (2003a); Maddison (2004); Caprio vd. (2005); Jácome (2008) ve Standard and Poor's.

Notlar: Yeni dış borç krizleri, borç ödeyememe durumunun ilk yılına karşılık gelir. Örneklem tüm ülkeleri kapsar. Şekil üç yıllık hareketli ortalamaları gösteriyor.

Borç Ödeyememe Durumu ve Bankacılık Krizleri

Yüksek sayıda küresel bankacılık krizi, tarihsel olarak yüksek sayıda devletlerin dış borçlarını ödeyememe vakasıyla ilişkilidir. Şekil 5.3; dış borçlarını ödeyememe ya da yeniden yapılandırma durumunu yaşayan ülkelerin (Şekil 5.2'deki gibi) karşılaştırmalı hesaplanmış paylarına karşı, bankacılık krizi yaşamış ülkelerin (GSYH'lerine göre ağırlıklandırılmış) paylarını gösteriyor. Devlet borçları, Birinci Dünya Savaşı'nın başlamasıyla birlikte (bankacılık krizlerinde olduğu gibi) tırmanışa geçti ve Büyük Bunalımda ve İkinci Dünya Savaşı sırasında (bazı gelişmiş ekonomiler, borçlarını ödeyemeyenlerin safına geçtiği zaman) yükselişini sürdürdü. İzleyen on yıl, borç krizleri 1980'lerle 1990'lardan başlayarak yükselen piyasaları silip süpürene kadar nispeten sakin kaldı.[8]

[8] Şekil 5.2'de, 1980'lerdeki borç krizlerinin daha önceki borç ödeyememe döngüleri kadar büyük olmadığını belirtelim çünkü sadece orta ve düşük gelir düzeyindeki ülkeler 1980'lerde borç ödeyememe durumuna girmiştir; öte yandan, yükselen piyasa ekonomilerine ek olarak, birçok gelişmiş ekonomi Büyük Bunalım sırasında ve yine birçoğu İkinci Dünya Savaşı sırasında borcunu ödeyemez duruma düşmüştür.

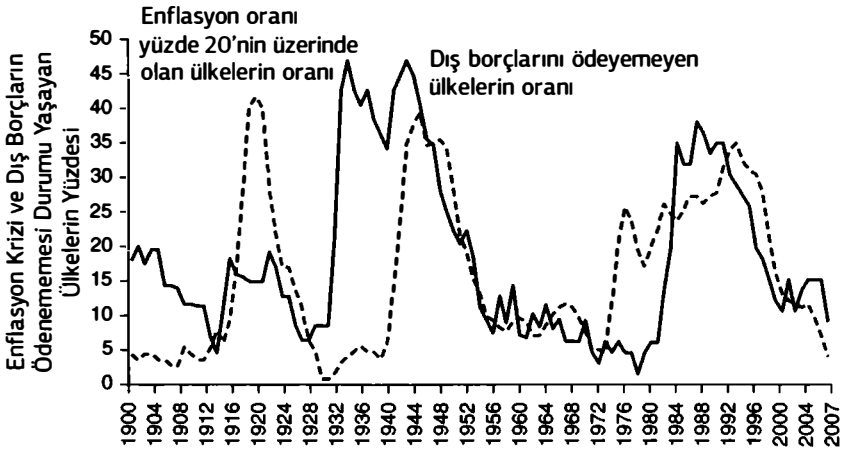
Küresel finans çalkantısının yükselen piyasalarda daha fazla devlet borç krizine yol açacağı kanalların sayısı çok ve karmaşıktır. Bu kanalların bazıları şunlardır:

- Gelişmiş ülkelerdeki bankacılık krizleri dünyadaki büyümeyi önemli şekilde aşağı çekmektedir. Ekonomik faaliyetin yavaşlaması ya da doğrudan daralması, yükselen piyasa hükümetlerinin nakit döviz kullanmasını sınırlayarak ve dış borçlarının ödenmesini daha güç hale getirerek özellikle ihracatı kötü etkiler.
- Küresel büyümenin zayıflaması, tarihsel olarak dünya meta fiyatlarındaki düşüşle ilişkilidir. Bu düşüş, hammadde üreticilerinin ihracat gelirlerini ve buna bağlı olarak onların borç ödeme güçlerini azaltır.
- Küresel finans merkezlerindeki bankacılık krizleri (ve onlara eşlik eden kredi alma zorluğu), çevre ülkelerine verilen kredilerde "ani bir durma" yaratır (Guillermo Calvo'nun popülerleştirdiği bu deyimi kullanıyoruz).[9] Esas olarak, "kuzeyden" gelen sermaye akışının azalmasının, yükselen piyasaların altında yatan ekonomik temellerle ilişkisi yoktur. Kredi bulmanın zorlaşmasıyla, yükselen piyasalardaki ekonomik faaliyet daralır ve borç yükü, azalan devlet kaynakları üzerinde daha fazla baskı yapar.
- Bankacılık krizi, tarihsel olarak, yatırımcıların risk almaktan kaçınmaları; bir ülke deneyini diğerleri için genellemeleri ve servetleri azalırken ortaya çıkaracakları varlıklarını azaltmaları bakımından "sistemik" olabilir. Bunu izleyen sonuçlar yükselen piyasaların dış devlet borçlarını yeniden çevirme ve ödeme gücü için zararlıdır.
- Bir ülkedeki bankacılık krizi, kredi kurumları ortak sorunlara baktıkları için, komşu ve benzer ülkelerde güven kaybına neden olabilir.

Bunu yazarken, 2000'lerin sonunda finans sektöründe yaşanan çalkantıdaki küresel dalgalanmanın, devlet borçlarının ödenemediği döngülerde benzer sonuçlara yol açıp açmayacağı sorusunun cevabı beklenip görülecekti. Şekil 5.3'te gösterilen geçmiş örnek bu açıdan umutsuz gözüküyordu. Mevcut finansal çevredeki devlet borçlarının ödenememesinde keskin bir yükseliş pek de şaşırtıcı olmayacaktı.

---

[9] Calvo (1998) "Sizi ölüme götüren hız değil, ani duruştur" şeklindeki eski bankacılık deyişine atıfta bulunan Rudy Dornbusch'a gönderme yapmaktadır (Dornbusch vd., 1995).



Şekil 5.4. Enflasyon krizleri ve dış borç ödenememesi durumu, 1900-2007.
Kaynaklar: Borçlarını ödeyemeyen ülkelerin oranı için Şekil 5.1'in kaynaklarına bakınız. Enflasyon kaynakları burada listelenemeyecek kadar çok sayıdadır ama ülkesine ve dönemine göre ek E.1'de verilmiştir.
Notlar: Enflasyon krizleri yıllık enflasyon oranının yüzde 20'yi geçtiği yıllardır. Enflasyon ve borçların ödenememesiyle ilgili olasılık değerleri, basit ağırlıkları hesaplanmamış ortalamalardır. Korelasyonlar: 1900-2007, 0,39; Büyük Bunalım dışarıda bırakıldığında, 0,60; 1940-2007, 0,75.

Borç Ödeyememe Durumu ve Enflasyon

Eğer bankacılık krizlerindeki küresel bir dalgalanma, devlet borçlarının ödenememesi durumunda muhtemel bir yükselişe işaret ediyorsa, bu aynı zamanda yüksek enflasyon yaşayan ülkelerin oranında da muhtemel bir artışı gösteren bir işaret olmaktadır. Enflasyon ve borçların ödenememesi durumu (1900-2007) üzerine hazırlanan Şekil 5.4, borcunu ödeyememe durumuna düşen ülkelerin oranıyla yüksek enflasyon yaşayan ülkelerin (yüksek enflasyon burada yüzde 20 üzeri olarak tanımlanmıştır) oranının birlikte değiştiğini çarpıcı biçimde göstermektedir. Enflasyon, fiyat ya da döviz kurlarına tümüyle endekslenmemiş devlet yükümlülüklerinin kısmen ödenememe biçimini temsil ettiği için, gözlemlenen bu ortak hareket hiç de şaşırtıcı değildir.[10]

[10] Reinhart, Rogoff ve Savastano (2003b) dış borç ödeyememe geçmişine sahip ülkelerin aynı zamanda kötü enflasyon kayıtları olduğunu göstermiştir.

12. Bölümün gösterdiği gibi, enflasyon yoluyla borçların ödenmemesi durumu, yıllar içinde esas değişim aracı olarak kâğıt (fiat) paranın sikkelerin yerini almaya başlamasıyla birlikte daha sıradan bir olay olmuştu. Gerçekte, kağıt paranın 1900 sonrası dönemine odaklandığımız zaman bile (Şekil 5.4) bu model çok belirgindir. Yani, enflasyonla dış borçların kesin ödenememe durumu arasındaki sıkı ilişki oldukça modern bir klasiktir. 1900-2007 dönemi için, basit çiftli (pairwise) korelasyon katsayısı 0,39'dur; 1940'tan sonraki yıllar için korelasyon neredeyse iki katına çıkarak 0,75 olur.

Bu artan korelasyon, muhtemelen makroekonomik etkilerden ziyade, devletlerin çeşitli kanallarla kamulaştırma ve altın (ya da başka bir metal) standardının terk edilmesiyle açıklanabilir. Bunalım dönemlerindeki borç ödeyememe durumlarında deflasyon bir kuraldı. Fiyat düzeylerindeki düşüşlerin beklenmediği oranda borç yükleri ekonomik performans için daha da külfetli ve zararlı oluyordu. Bu ilişki, Irving Fisher'in ünlü "borç deflasyonu" kuramının özünü oluşturur.[11] Bu kuramın bir yan sonucu olarak, elverişsiz koşullara sahip bir ekonominin, devlet borçlarının ödenememe olasılığını arttıracağı varsayılabilir. Tersine, arka planda yer alan daha yüksek enflasyon oranı ekonominin aşağıya doğru deflasyonist bir sarmal içine itilme olasılığını azaltmaktadır. Bu borç ödeyememe durumları ve enflasyonların İkinci Dünya Savaşı sonrası dönemin sonunda, birlikte pozitif yönde hareket etmiş olmaları, muhtemelen hükümetlerin artık reel faiz yüklerini daha fazla hafifletmek için her iki çareye de başvurmaya istekli olduğunu gösteriyor.

Enflasyon koşulları genelde dış devlet borçları sonrasında kötüleşmeyi sürdürür.[12] Uluslararası sermaye piyasalarına giremeyen ve gelirlerinde düşüşle karşılaşan hükümetler, harcamalarını uygun bir ölçüyle sürdüremeyince, çareyi tekrar enflasyon vergisine yönelmekte bulmuşlardır ve onun en aşırı biçimlerine, yani hiperenflasyona başvurmaktan kaçınmamışlardır.

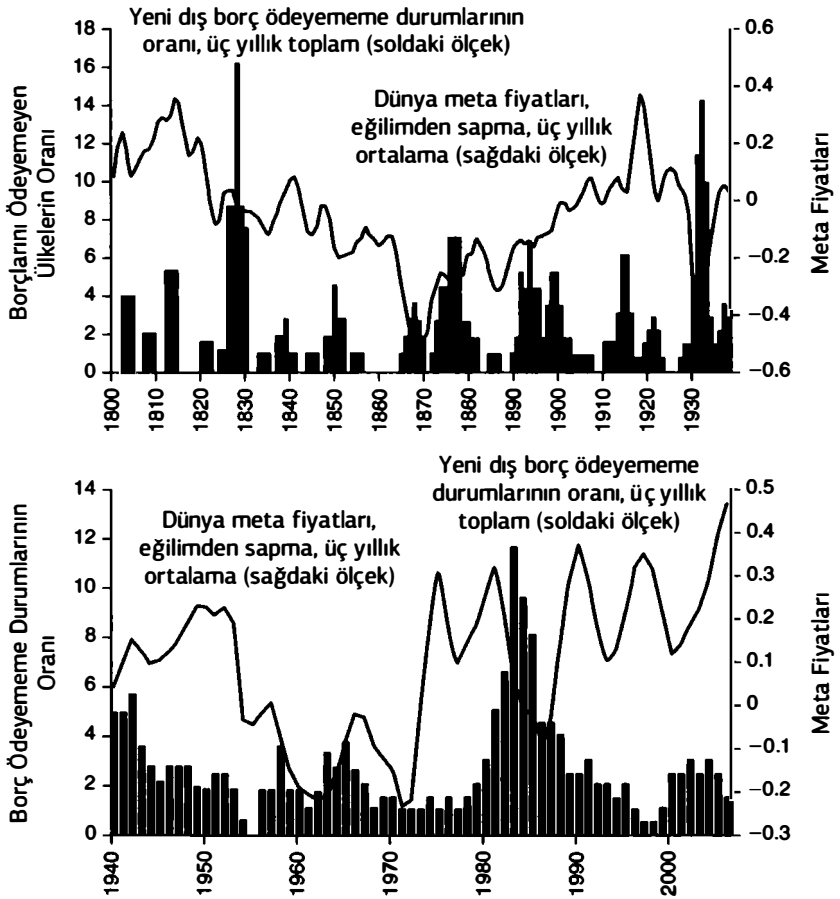
---

[11] Fisher (1933).

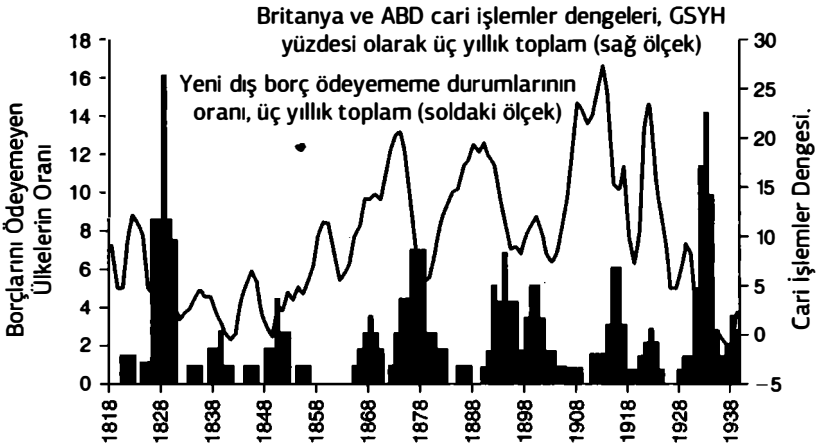
[12] İç borç ödeyememe durumları daha da kötü enflasyon sonuçlarına yol açmaktadır; bkz. 9. Bölüm.

Küresel Etkenler ve Küresel Dış Borç Ödeyememe Döngüleri

Şekil 5.1 ve 5.2'de, borç ödeyememe dalgaları yaratılmasında küresel finansal afetin çok büyük bir etken olduğunu zaten görmüştük. Yeni geniş veri kümemiz de aynı zamanda, ekonomistler arasındaki, finans merkezi konu-



Şekil 5.5. Meta fiyatları ve yeni borç ödeyememe durumları, 1800-2008.
Kaynaklar: Gayer vd. (1953); Boughton (1991); *The Economist* (2002); IMF (çeşitli yıllar); *World Economic Outlook* ve yazarların E.1 ve E.2 eklerinde listelenen kaynakları esas alarak yaptıkları hesaplamalar.
Notlar: "Yeni dış borç ödeyememe durumları" borcun ödenemediği ilk yıldır. Örnek alınan dönemde meta fiyatlarındaki belirgin negatif aşağıya doğru düşüş nedeniyle, fiyatlar döngüyü ayırmak amacıyla doğrusal bir eğilime karşı geriletilmiştir.



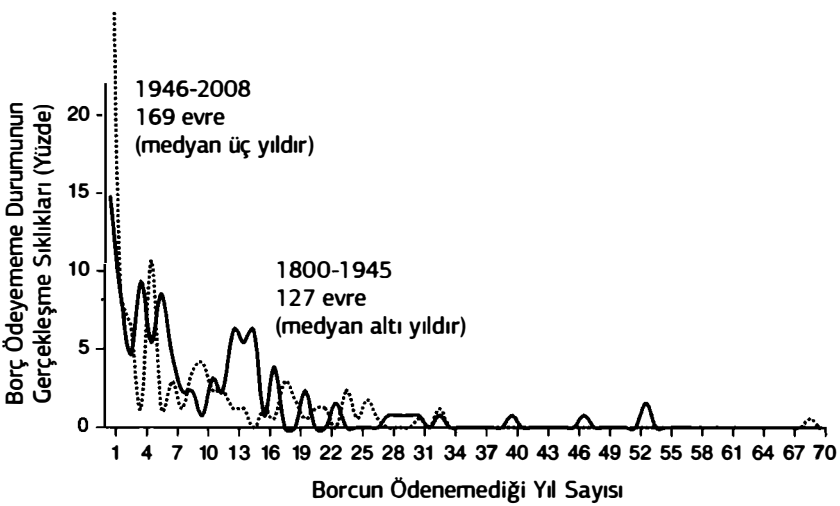
Şekil 5.6. Finans merkezlerinden net sermaye akışları ve dış borç ödeyememe durumları, 1818-1939.
Kaynaklar: Imlah (1958), Mitchell (2003a, 2003b), Carter vd. (2006) ve İngiltere Merkez Bankası.
Notlar: Britanya ve ABD'nin cari işlemler dengesi bu ülkelerin finans merkezleri ve dünyanın diğer bölgelerine asıl sermaye tedarikçileri olarak nispi önemine göre (basit ve sıradan bir tarzda yapılmasına rağmen) tanımlanmıştır: 1818-1913 arası için Britanya'ya ağırlık 1 (ABD'ye 0) olarak verilmiştir; 1914-1939 arası için her iki ülkenin cari hesaplarına eşit ağırlık verilmiştir ve 1940 sonrası dönem için ABD'nin ağırlığı 1 olmuştur.

munda bulunan ülkelerdeki meta fiyatları ve faiz oranlarını kapsayan küresel ekonomik etkenlerin dış devlet borcu krizlerini başlatmada büyük rol oynadığı şeklindeki hâkim görüşü doğrulamaktadır.[13]

Borçları ödeyememe ve meta fiyatlarının birlikte hareketini değerlendirmek amacıyla, 1800-2008 dönemi içinde yer alan bir dizi reel küresel meta fiyat endeksi kullandık. Meta fiyatlarının tepe ve dip noktalarının, sermaye akış döngüsü içindeki tepe ve dip noktalarının önde gelen göstergeleri olduğu anlaşılmaktadır. Burada dip noktalarının da tipik olarak çoklu borç ödeyememe durumlarıyla sonuçlandığı görülmektedir.

[13] Yükselen piyasalara sermaye akışını ve onların kredi piyasalarına girişini etkileyen dış faktörlerin rolünün niceliksel değerleriyle ilgili makaleler için bkz. Calvo, Leiderman ve Reinhart (1993); Dooley vd. (1996) ve Chuhan vd. (1998). İç ve bazı küresel faktörlerle borç ödeyememe olaylarını öngörmek hakkında bkz. Manasse ve Roubini (2005).

Kaminsky, Reinhart ve Végh'in savaş sonrası dönem için göstermiş olduğu ve Aguiar ve Gopinath'ın yakın zamanda modelini kurmuş olduğu üzere, yükselen piyasaların ödünç alma eğilimleri aşırı biçimde döngülerle aynı yönde gitmektedir.[14] Ülkelerin ticaret hadlerinde tercih edilen eğilimler (yani hammaddeler için yüksek fiyatlar) tam anlamıyla borç alınanın tırmanmasına yol açar. Meta fiyatları düştüğü zaman borç alma çöker ve borç ödeyememe durumu devreye girer. Şekil 5.5, İkinci Dünya Savaşı'nda iki döneme ayrılan meta fiyat döngüsünü örneklemektedir. Şeklin üst panelinin 1800'den 1940'a kadar olan dönem için geniş çapta ileri sürdüğü gibi, meta fiyatlarındaki ani çıkışları neredeyse her zaman yeni devlet borçlarının ödenememe dalgaları izlemiştir. Şekil 5.5'in alt paneli aynı olguları 1940'lardan 2000'lere kadar değerlendirmektedir. İkinci Dünya Savaşı sonrası dönemde aynı ilişki görülüyorsa da bunun zorlayıcı niteliği daha azdır.



Şekil 5.7. Dış borç ödeyememe evrelerinin süreleri, 1800-2008.
Kaynaklar: Lindert ve Morton (1989); Suter (1992); Purcell ve Kaufman (1993); Reinhart, Rogoff ve Savastano (2003a); MacDonald (2006); Standard and Poor's ve yazarların hesaplamaları.
Notlar: Borç ödeyememe süresi, borcun ödenemediği yıldan tasfiyenin olduğu yıla kadar geçen yıl sayısıdır; bu tasfiye süreci yeniden yapılanma, geri ödeme ya da borçların affedilmesi şeklinde de olabilir. İki dağılımın eşitliğini sınamak için yapılan Kolmogorov-Smirnov testi, eşit dağılımların sıfır hipotezini yüzde 1 anlamlılık düzeyinde reddeder.

[14] Bkz. Kaminsky, Reinhart ve Végh (2004), Aguiar ve Gopinath (2007).

Daha önce belirtildiği gibi, borç ödeyememe durumları aynı zamanda küresel sermaye akış döngüsüne karşı oldukça hassastır. Akışlar baş aşağı gitmeye başladığında daha fazla ülke borç ödeyememe durumuna girer. Şekil 5.6 bu ilişkiyi, finans merkezlerinin (Britanya ve ABD) cari dengelerini Bretton Woods'un kurulmasından önceki yeni borç ödeyememe durumlarıyla karşılaştırmalı bir biçimde çizerek belgelemektedir. Sermaye akış döngüsüyle devlet borçları arasında gözle görülür belirgin bir korelasyon vardır. Finans merkezlerinin cari hesapları "küresel tasarruf fazlasının" baskılarını yakalamıştır çünkü onlar, bizim veri kümemizdeki sermaye akış dizilerinde verilen brüt ölçümden ziyade, aşırı merkez ülke tasarruflarının net bir ölçümünü vermektedir.

Modern finans krizleri hakkındaki literatürde bulunan daha da güçlü bir süreklilik, aniden büyük miktarda sermaye girişleri yaşayan ülkelerin yüksek borç krizi yaşama riski içinde olduklarıdır.[15] Daha başlangıçtaki kanıtlar, bunun 1800'den beri ülkesel, bölgesel ve küresel düzeylerde, dış borç krizlerinin öncesinde genelde sermaye girişlerinde yükselişler görülmesiyle birlikte, tarihte daha geniş bir zaman aralığında geçerli olduğunu ileri sürmektedir.

Bu rakamlarla yakalanan korelasyonun sadece örnek olduğunun ve farklı borç ödeyememe evrelerinin birçok farklı etkeni kapsadığının farkındayız. Ancak, bu kadar geniş bir veri kümesinden çıkarılacak sezgisel sonuçlar yanında, rakamlar, ülkelerin küresel iş döngülerine karşı kırılganlıklarına kesin bir rahatlama getiriyor. Sorun, krize eğilimi olan ülkelerin, özellikle de seri borç ödeyememe durumuna düşenlerin, iyi zamanlarında aşırı ödünç alma eğilimi taşımaları ve bunun da onları kaçınılmaz aşağı düşüş dönemlerinde savunmasız bırakmasıdır. Genellikle bu defa niye farklı olmadığının ve niye felaketin en sonunda yine gelip çattığının sebebi kesinlikle, "bu defa farklı" diyen yaygın anlayıştır.

Şekil 5.6'daki sermaye akış döngüsü tek tek ülkelerin vaka çalışmalarında daha da etkili biçimde görülebilir ama buraya bunları da katacak yerimiz yoktur.

---

15 Yükselen piyasalarda borç krizleri öncesindeki yıllarda "sermaye girişindeki bolluğun" yaygın olarak ortaya çıkışını belgeleyen Reinhart ve Reinhart'ın (2009) çalışmasına bakınız. Bu analiz aynı zamanda, sermaye akışı bolluğunun, hem gelişmiş hem de yükselen piyasa ekonomilerinde meydana gelen bankacılık krizleri öncesinde görüldüğünü göstermektedir.

Borç Ödeyememe Olaylarının Süreleri

"Panaromik bakıştan" çıkarılan bir başka dikkate değer sezgisel sonuç, İkinci Dünya Savaşı sonrasındaki borç ödeyememe evrelerinin medyan süresinin, 1800-1945 arasındaki sürelerin yarısı kadar olmasıyla ilgili yapılan gözlemdir (Şekil 5.7'de gösterildiği gibi, altı yıla karşılık üç yıl).

Bu gerçeğin iyi niyetli yorumu, kriz tasfiye mekanizmalarının, modası geçmiş savaş gemisi diplomasisi günlerinden bu yana bir hayli gelişmiş olmasıdır. Her şeyden önce, Newfoundland 1936'da dış borçlarını ödeyemediği zaman egemenliğini kaybetti; en sonunda Kanada'nın bir eyaleti oldu (bkz. Kutu 5.2). Mısır, borç ödeyememe durumuna düştükten sonra İngiliz "himayesi" altına girdi.

Daha kötü niyetli bir açıklama, kurtarma programları IMF gibi çok taraflı kredi kurumları tarafından verildiği zaman, kredi kurumlarının, seri

KUTU 5.2
Dış borç ödeyememe durumu cezalandırılıyor: Olağanüstü Newfoundland vakası, 1928-1933

Aynen hükümetlerin bazen sağlam bir bankayla iflas eden bir bankayı devralması için anlaşmaya girişmesi gibi, Britanya da egemen bir ülke olan Newfoundland'ı iflas ettiği zaman Kanada'ya katılmaya zorlamıştı.

Newfoundland'ın 1928'le 1933 arasında borcunu ödeyememe durumuna doğru aldığı mali yol aşağıdaki gibi özetlenebilir:

Yıl	Toplam kamu borcu (milyon dolar)	Borcun gelire oranı	Faiz ödemelerinin gelirler içindeki payı
1920	v.y.	v.y.	0,20
1928	79,9	8,4	0,40
1929	85,5	8,6	0,39
1930	87,6	7,6	0,36
1931	87,6	9,0	0,44
1932	90,1	11,4	0,59
1933	98,5	12,6	1,58

Kaynaklar: Baker (1994); Milletler Cemiyeti (çeşitli yıllar), *Statistical Yearbook* ve yazarların yaptığı hesaplamalar.

Not: Dış borç ödeyememe durumu sırasındaki toplam borcun gelirlere oranı 89 olayın ortalaması olarak 4,2 olmuştu. v.y.: veri yok.

Bu gidişatı bazı özel olaylar luzlandırmıştı:

Zaman aralığı ya da tarih	Olay
1828-1933	Balık fiyatları yüzde 48 ve gazete kâğıdı fiyatları ise yüzde 35 düşmüştü. Toplam ihracat aynı dönemde yüzde 27 ve ithalat yüzde 44 gerilemişti.[16]
1931 başları	Borç ödeme güçlüğü, hükümetin borç ödemelerini yapabilmek için borç almak zorunda kalmasıyla birlikte gerçek anlamda başladı.
17 Şubat 1933	İngiliz hükümeti, Newfoundland'ın geleceğini ve özellikle bu ülkenin finansal durumunu ve oradaki beklentileri araştırmak üzere bir komisyon oluşturdu.
4 Ekim 1933	Komisyonun ilk tavsiyesi, bu ada yeniden kendi kendine yeterli duruma gelinceye kadar mevcut hükümet biçimini askıya almak oldu.
21 Aralık 1933	Borç ödeyememe durumunun kesinleşmesi karşısında, bu olayın önüne geçmek amacıyla Borç Yasası kabul edildi.

1928 ile 1933 yılları arasında, hâlâ büyük bir kısmı gümrük vergilerinden oluşan hükümet gelirleri düşmeye ve borcun hükümet gelirlerine oranı tırmanmaya başlamıştı (bkz. yukarıdaki tablo). Aynı zamanda balıkçılığın 1930-1932 döneminde sıkıntılar yaşaması nedeniyle, destek ödemeleriyle ilgili talepler artıyordu. Borç ödemelerini yerine getirmenin maliyeti giderek katlanılmaz bir hal alıyordu.

Newfoundland'ın borç ödemede yaşadığı güçlükler ortaya çıkmadan çok daha önce, bu ülkenin bütçe finansmanı zaten tehlikeli bir zeminde durmaktaydı. Nispeten refah dolu 1920'li yıllardaki kalıcı bütçe açıkları (çoğu dış) borçların yükselmesine neden olmuştu. Büyük Bunalımın başlangıcında yüzde 8 civarında seyreden kamu borcunun hükümet gelirlerine oranı, yaklaşık doksan borç ödeyememe olayındaki borçların hükümet gelirlerine oranının iki katıydı! 1932'ye gelindiğinde, faiz ödemeleri, hükümet gelirleri içindeki aslan payını oluşturuyordu. Borç ödeyememe durumu kaçınılmaz gözüküyordu. Teknik olarak (ve sadece teknik olarak) Newfoundland borç ödeyememe durumuna düşmedi.

[16] Bu olayın daha ayrıntılı bir anlatımı için bkz. Baker (1994).

David Hale şöyle anlatıyordu: "1930'lardaki Newfoundland'ın siyasal tarihi şimdi Kanada tarihi içinde sadece küçük bir yer kaplıyor. Pratik olarak, kimse orada meydana gelen olağanüstü olayların farkında değildi. İngiliz parlamentosu ve özerk dominyon, demokrasinin borçlara boyun eğmesi konusunda anlaşmıştı. Westminster'den sonra İngiliz İmparatorluğunun en eski parlamentosu kapatılmış ve yetmiş sekiz yıldan beri doğrudan demokrasi yönetimi altındaki 280.000 kişilik İngilizce konuşan halka diktatörlük dayatılmıştı. İngiliz hükümeti ondan sonra anayasal güçlerini, bu ülkenin Kanada'yla federasyona girmesi için harekete geçirmişti."[17]

Newfoundland'ın durumuyla aynı olmasa da; Mısır, Yunanistan ve Türkiye de 19. yüzyılda yaşadıkları borç ödeyememe olaylarının ardından, İngiltere lehine egemenliklerinden (en azından, hükümetin finansmanı açısından) kısmen vazgeçmek zorunda kalmışlardı. ABD 1907'de Dominik Cumhuriyeti'nde gümrükleri denetimi altına almak için mali yönetim oluşturmuştu. ABD ayrıca Haiti ve Nikaragua'ya da gümrüklerini denetim altına almak ve borçlarını tahsil etmek amacıyla müdahale etmişti. Savaş gemisi diplomasisinin yaşandığı günlerin koşulları böyleydi.

borç ödeyememe durumuna düşen müşterilerini daha gevşek tutmaya istekli olduğuna işaret etmektedir. Eichengreen'in çeşitli çalışmalarında gözlemlediği gibi, borç ödeyememe evrelerini ayıran süre daha yakın tarihlerde (İkinci Dünya Savaşı'ndan beri) çok daha kısa olmuştur. Borç bir kez yeniden yapılandırıldığında, ülkeler yeniden kaldıraç desteği almakta aceleci davranırlar (Kutu 5.3'teki Brady planı tartışmasına bakınız).[18]

İzleyen bölümde, borç ödeyememe döngüsünün tekrarlayan (ya da

KUTU 5.3
Dış borç ödeyememe durumu cezalandırılıyor mu? Eksik kalan "Brady topluluğu" vakası

Borç sorunları olan bir ülkenin GSYH içindeki yüksek borç oranını, borçlarını önemli miktarda sildirmeden, sadece büyüme yoluyla daha düşük bir orana indirerek "tersine çevireceğini" varsaymak gerçekçi midir? Bununla ilgili bir girişim Brady

[17] Hale (2003).

[18] Kutu 5.3 bu "yeniden kaldıraç uygulamasına çabuk dönüş" örneğinin ampirik kanıtlarını sunan Reinhart, Rogoff ve Savastano'nun (2003a) elde ettiği sonuçlardan bazılarını özetlemektedir.

tahvilleri olmuştur. Bu tahviller yükselen piyasalardan biri tarafından ABD doları cinsinden çıkarılmış ve ABD Maliyesinin sıfır-kuponlu tahvilleriyle güvence altına alınmıştır. Brady tahvilleri sürekli olarak borç ödeyememe durumuna düşen gelişmekte olan ülkelerin borcunu azaltmak amacıyla 1980'lerde yapılan bir deneme olarak başlatılmıştır. Tahviller adını bu borç azaltma programını başlatan Maliye Bakanı Nicholas Brady'den almıştır. Katılan ülkeler Arjantin, Brezilya, Bulgaristan, Kosta Rika, Dominik Cumhuriyeti, Ekvador, Ürdün, Fas, Nijerya, Peru, Filipinler, Polonya, Uruguay ve Vietnam olmuştur.

Borçların Tersine Çevrilme Sürecini Tanımlamak

1970-2000 döneminde, orta ve düşük gelirli ülkeler için büyük borçların tersine çevrilme sürecini tanımlamak amacıyla, Reinhart, Rogoff ve Savastano; herhangi bir üç yıllık dönem içinde dış borcun GSYH içinde yüzde 25'in altına düştüğü tüm olayları ele almışlar, ondan sonra bu düşüşün nedeninin pay ya da payda veya her ikisi birden olup olmadığını belirlemeye çalışmışlardır.[19] Kullandıkları algoritma, 1970-2000 dönemi içindeki toplam elli üç borç tersine çevrilme olayını kapsamıştır; bunlardan yirmi altısı orta gelir grubundaki ülkelere ve diğer yirmi altısı ise düşük gelir grubundaki yirmi yedi ülkeye karşılık gelmekteydi.

Borçların Tersine Çevrilme Olayları

Yükselen piyasalara sahip orta gelir grubundaki ülkelerde tespit edilen yirmi iki borç tersine çevrilme olayından on beşi bir şekilde borç ödeyememe ya da borçların yeniden yapılanma şekliyle örtüşmektedir. Bir kredi olayıyla örtüşmeyen yedi olayın altısında borçların tersine çevrilme süreci doğrudan net borç geri ödemelerinden kaynaklanmıştır; bu olaylardan sadece birinde (Svaziland, 1985) borç oranının azalmasının nedeni bu ülkenin borçlanarak büyümesi olmuştur! Büyüme aynı zamanda, borçlarını yeniden yapılandıran on beş ülkenin üçünde borç oranının niye azaldığını açıklayan ana neden olmuştu: bu ülkeler Fas, Panama ve Filipinler'di. Her şeyin ötesinde, bu çalışma, ülkelerin borç yükünün altından tam olarak kalkamadığını göstermiştir; bu da borca tahammülsüz olan ülkeler için yapılan aşırı iyimser standart sürdürülebilirlik hesaplamalarına daha kuşkulu yaklaşmak için yeni bir neden sağlamıştır.

Kredi olaylarını kapsayan örneklerden Mısır ve Rusya, yeniden yapılanma pazarlıklarında (şimdiye kadar) nominal borç yükünde en büyük düşüşü elde etmiştir. Kriz yaşayan iki Asya ülkesi (Kore ve Tayland) bir kredi olayından kaçmayı başardıkları durumlar arasında en büyük borç geri ödemesini yapabilmişlerdir.

---

19 Reinhart, Rogoff ve Savastano (2003a).

Büyük borç tersine çevrilme olaylarında en çok göze çarpan eksiklik, 1990'ların ünlü Brady yeniden yapılandırma pazarlıkları olmuştur. Reinhart, Rogoff ve Savastano'nun kullandığı algoritma Bulgaristan, Kosta Rika, Ürdün, Nijerya ve Vietnam'ı almışsa da Brezilya, Meksika ve Polonya gibi ülkeler borçların tersine çevrilme kategorisinde yer almamıştır.

Eksik Kalan "Brady Paketi":
Hızlı ve Yeniden Kaldıraç Olayı

Reinhart, Rogoff ve Savastano; 1980 sonlarındaki Brady pazarlıkları şemsiyesi altında dış borç yükümlülükleri yeniden yapılandırılan on yedi ülkenin dış borçlarındaki gelişmenin izini sürmüşlerdir. Dış borç profilinin bu analizi sonucundan Reinhart, Rogoff ve Savastano'nun on yedi Brady pazarlığından on ikisini niye çalışmalarına katmadığı açıkça anlaşılmaktadır:

- Bu on iki örnek vakanın onunda, Brady yeniden yapılandırmaları sonucunda dış borcun GSYH'ye oranında meydana gelen düşüş yüzde 25'ten daha az gerçekleşmişti. Aslında Arjantin ve Peru'da, Brady anlaşmalarından üç yıl sonra, borcun GSYH'ye oranı, yeniden yapılandırma sürecinin başladığı dönemin bir yıl öncesine göre daha yüksek olmuştu!
- 2000 yılına gelindiğinde, Brady tipi yeniden yapılanma sürecine giren on yedi ülkeden yedisi (Arjantin, Brezilya, Ekvador, Peru, Filipinler, Polonya ve Uruguay) yeniden yapılandırma sürecinden sonra, süreçten önce yaşadıklarından daha yüksek dış borç/GSYH oranına sahip olmuşlardı ve 2000 yılının sonundaysa bu ülkelerden dördü (Arjantin, Brezilya, Ekvador ve Peru) Brady anlaşmasının öncesine göre daha yüksek borç oranlarına sahip olmuşlardı.
- 2003 yılına gelindiğinde, Brady topluluğunun dört üyesi (Arjantin, Fildişi Sahili, Ekvador ve Uruguay) bir kez daha dış borçlarını ödeyemez duruma ya da yeniden yapılandırma durumuna düşmüşlerdi.
- Anlaşmanın üzerinden yirmi yıl geçmeden, 2008 yılına gelindiğinde, Ekvador iki kez borcunu ödeyememe durumuna düşmüştü. Brady grubunun birkaç üyesi daha bu yolu izleyebilir.

seri) doğasına ait geniş kanıtları, ülke, bölge ve döneme göre belgeleyeceğiz. Bunu yaparken yeni gelişmiş ekonomilerdeki ve çeşitli Asya ülkelerindeki az belgelenmiş borç ödeyememe ya da yeniden yapılanma vakaları kadar bazı ünlü olayları da eklemiş olduk.

- 6 -

TARİHTE DIŞ BORÇ ÖDEYEMEME DURUMLARI

Seri borç ödeyememe durumunu –yani, tekrarlanan borç ödeyememe durumunu– bugünün yükselen piyasa ekonomileri icat etmedi. Aslında, bugünün zengin ülke konumuna gelmiş ülkeleri, yükselen piyasa aşamasında oldukları zaman benzer sorunlara sahipti. Dış borçları ödeyememe, Asya ve Avrupa'yı da kapsayan, dünyanın her yerinde karşılaşılan bir durumdur.

Veri kümemizin (zaman içinde) ölçek ve (ülkeler arasında) alan olarak sunduğu perspektif, borç ödeyememe durumlarının anlaşılmasında önemli bir çıkış noktası sağlar: Tüm ülkelerin gerçekte en az bir kez dış borçlarını ödeyemediğini görmemize izin verir ve birçoğu bunu yükselen piyasa aşamasında olduğu sırada çoğu kez yapmıştır. Bu dönemler en az bir-iki yüzyıl sürmüştür.

Seri Borç Ödeyememenin İlk Dönemleri: Yükselen Avrupa, 1300-1799

Bugünün yükselen piyasaları, seri borç ödeyememe olayını icat ettiklerini iddia edemezler. Tablo 6.1, 1300 ile 1799 arasında, şimdi zengin olan belli sayıda Avrupa ülkesi (Avusturya, İngiltere, Fransa, Almanya, Portekiz ve İspanya) için (borç ödeyememe yılları da dahil olmak üzere) borç ödeyememe olaylarının sayısını listeler.

İspanya'nın borç ödeyememe durumları hâlâ kırılması güç bir rekor olmuştur. İspanya yalnızca 19. yüzyılda yedi kez, bundan önceki üç yüzyılda ise altı kez borç ödeyememe durumuna düşmüştü.

İspanya 19. yüzyıldaki borç ödeyememe dizisiyle, 1500 ile 1800 arasında sekiz kez borç yükümlülüklerini yerine getiremeyen Fransa'dan liderliği almış oldu. Dış borç ödeyememe dönemleri sırasında Fransız kralları-

TABLO 6.1
Dış borç ödeyememe durumlarının ilk dönemleri: Avrupa, 1300-1799

Ülke	Borç ödeyememe yılları	Borç ödeyememe sayıları
Almanya (Prusya)	1683	1
Avusturya	1796	1
Fransa	1558, 1624, 1648, 1661, 1701, 1715, 1770, 1788	8
İngiltere	1340,1472,1594*	2*
İspanya	1557, 1575, 1596, 1607, 1627, 1647	6
Portekiz	1560	1

Kaynaklar: Reinhart, Rogoff ve Savastano (2003a) ve orada gösterilen kaynaklar, MacDonald (2006).

Not: Yıldız işareti (*) o tarihte İngiltere'nin girdiği borç ödeyememe durumunun iç ya da dış borçların hangisinden kaynaklandığından emin olmadığımızı ifade ediyor.

nın büyük kredi verenleri idam etmek gibi ("borcunu yeniden yapılandırmanın" eski ve kesin bir biçimiydi) bir alışkanlığı olduğu için halk bu dönemlere "kan akıtma dönemi" adını vermişti.[1] 1768'den 1774'e kadar görevde kalan Fransız maliye bakanı Abbe Terray, hükümetlerin denge sağlamak için her yüzyılda en az bir kez borç ödeyememe durumuna girmesi gerektiğini yönünde görüş belirtmişti.[2]

İşin dikkat çekici yanı, Fransız Devrimi ve Napolyon Savaşlarının hemen sonrasmda yaşadığı travmaya rağmen Fransa'nın en sonunda seri borç ödeyemeyen ülke konumundan çıkmayı başarmış olmasıdır. Fransa 19 ve 20. yüzyıllarda borç ödeyememe durumuna düşmediği gibi, 21. yüzyılda da (şimdiye kadar) borç ödeyememe durumuna düşmedi. Bu nedenle, Fransa seri borç ödeyememe durumunu bitirmiş ülkelerin birincisi sayılabilir. Bu konu Kutu 6.1'de ayrıntılı biçimde değerlendirilecektir. Avusturya ve Portekiz, 1800'e kadarki dönemde borcunu yalnızca bir kez ödeye-

[1] Bkz. Reinhart, Rogoff ve Savastano (2003a); Harold James'e bu gözlemleri için teşekkür ediyorlar.

[2] Winkler (1933), s. 29. Thomas Jefferson'un bu sözleri okuyup okumadığını merak ediyor insan, zira akabinde şu görüşü savunmuştu: "Özgürlük ağacı zaman zaman vatanseverlerin ve zorbaların kanlarıyla sulanmalıdır".

KUTU 6.1
Sekiz dış borç ödeyememe olayından sonra Fransa'nın bu durumu bitirmesi, 1558-1788.

Fransa'nın mali durumu, kısmen para ayarının periyodik olarak düşürülmesi nedeniyle, 1500 öncesinde tamamıyla istikrarsızdı. Fransa yalnızca 1303'te sikkelerinin ayarını yüzde 50'den daha fazla düşürmüştü. O zamanlar, Fransa'nın para ayarının düşürülmesiyle elde ettiği gelirler diğer kaynaklardan elde ettiği gelirleri aşıyordu.[3]

Fransız Krallığı, I. François zamanında 1522'den başlayarak borçlanmasını arttırmaya başlamıştı. En sonunda, şeffaf olmayan finans kayıtları ve kısa vadeli finansmana bağımlı olmasının sonucunda Fransa, İspanya Kralı II. Filip'in 1557'de borçlarını ödeyemeyeceğini açıklayıp mali piyasaları altüst etmesi karşısında kendisini son derece savunmasız bir durumda buldu. Tıpkı modern mali piyasalarda bir ülkenin borcunu ödeyemeyeceğini açıkladığında bu durumun öteki ülkelerin tümüne sıçraması gibi, Fransız Kralı II. Henri kendisini aniden kısa vadeli borçlarını çeviremeyecek durumda buldu. Henri'nin, kredi verenleri Filip'in yolundan gitmeyeceğine dair ikna etmek için uğraşması bir süre yararlı olmuşsa da, 1558'de Fransa da borcunu ödeyemeyeceğini açıklamak zorunda kaldı. 1557-1560 çöküşü uluslararası çapta bir olay haline geldi ve Avrupa'nın tamamına yayıldı.[4]

Fransa'nın 1558'deki acil sorunu İspanyolların borcunu ödeyemeyeceğini açıklaması olabilirdi ama sorunun derinlerinde mali sisteminin şeffaf olmaması yatıyordu. Örneğin, I. François devlet memuriyetlerini sistematik olarak satıyordu; buradaki amacı, gelecekteki vergi gelirlerini peşin ödemelerle tahsil etmekti. Yolsuzluk alınış yürümüştü. Merkezin, vergi gelirleri üzerindeki denetimini kaybetmesinin sonucunda Fransa sürekli borçlarını ödeyemez duruma düştü; Tablo 6.1'de listelenen sekiz borç ödeyememe olayına ek olarak, birçok küçük borç ödeyememe olayı görülmüştü.

Merkezi hükümetin vergi gelirlerini toplamakta zorlandığı bir durumda, İspanya Veraset Savaşı (1701-1714) özellikle Fransa'yı zor durumda bırakan borç patlamasına yol açtı. Bu büyük savaş borçları, Mississippi ve South Sea balonlarıyla birlikte tarihte en çok çalışılan ve ünlenen mali deneyim olmuştur; bu konuda Charles Kindleberger'in balonlar, cinnetler ve panikler üzerine klasik kitabı unutulmaz yapıtlar arasındadır.[5]

18. yüzyıldaki son Fransız borç ödeyememe olayları 1770 ve 1788'de meydana gelmiştir.[6] 1770 borç ödeyememe olayı, Yedi Yıl Savaşlarını (1756-1763) izlemiştir; bu savaşta mali yapısı daha gelişmiş olan İngiltere, (daha da fazla hükümet

3 MacDonald (2006).

4 A.g.e.

5 Kindleberger (1989).

6 Reinhart, Rogoff ve Savastano (2003a).

kaynaklarına ihtiyaç duyduğu için) mali bakımdan azgelişmiş Fransız hükümetinin gücünün ötesine tırmanmıştı.

Teknik olarak, 1788, Fransa'nın son borç ödeyememe olayının yaşandığı yıl olmuştu; bununla birlikte, ileride göreceğimiz gibi, devrim sonrası Fransa, kamu ve özel olmak üzere tüm borçlarını ortadan kaldıran destansı bir hiperenflasyon olayı yaşamıştı. Fransa'nın borç ödeyememe durumunu bitirmesi ve ileride borç ödeyememe olaylarının önüne geçmeyi başarması hâlâ dikkat çekicidir.

medi ama ondan sonra, göreceğimiz gibi borcunu 19. yüzyılda birçok kez ödeyemez duruma düştü.

İngiltere'nin III. Edward krallığı döneminde borçlarını ödeyememesinden iki yüzyıl sonra, kral VIII. Henry para ayarını destansı biçimde düşürerek, gerçekte kraliyetin borç yükümlülüklerini yerine getirmemiş oldu. Ayrıca, Katolik Kilisesinin büyük toprak varlığına el koydu. Genellikle idamların da eşlik ettiği bu tip el koymaların, (devlet tahvillerinin geri ödenmemesi anlamına gelmese de) uluslararası borçların değil ama devlet yükümlülüklerinin yerine getirilmemesi anlamına geldiği kesindir.

Sermaye Girişleri ve Borçları Ödeyememe: Bir "Eski Dünya" Öyküsü

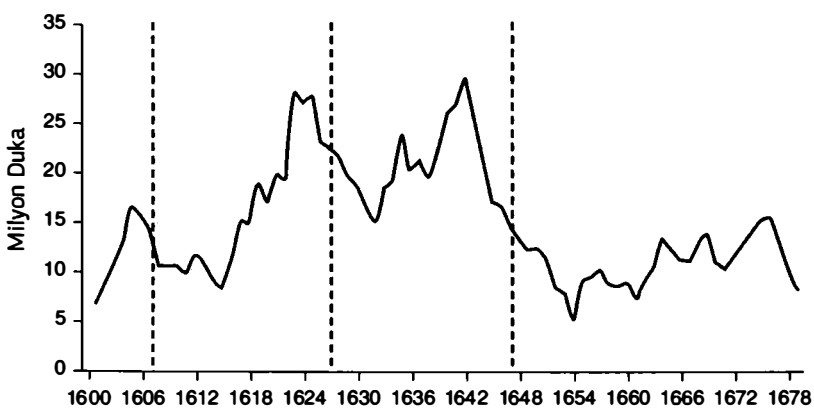
17. yüzyıl İspanyasını esas alan sermaye akış döngüsü Şekil 6.1'de çarpıcı biçimde görülüyor. Bu şekil, borç ödeyememe durumlarının, genellikle sermaye girişlerinin doruğa çıkmasının ardından nasıl gerçekleştiğini göstermektedir (bu olay genelde "bu defa farklı" duygusu eşliğinde, coşkulu bir dönemde gerçekleşir).

1800'den Sonra Dış Devlet Borçlarının Ödenememesi: Küresel Bir Çerçeve

19. yüzyıldan başlayarak, uluslararası sermaye piyasalarının gelişmesiyle bazı yeni ulus devletlerin yükselmesinin birleşimi uluslararası borçların ödenememesi durumlarında patlamaya yol açtı. Tablo 6.2 Afrika, Avrupa ve Latin Amerika'da borçları ödeyememe ve ödemelerin yeni takvime bağ-

lanma devrelerini listeler. 4. Bölümde kuramsal perspektiften bakarak, borç ödemelerinin yeni takvime bağlanmasının zaten gerçekte kısmi borç ödeyememe durumu olduğunu açıklamıştık. Bu konu, kendimizi burada daha fazla açmaya mecbur hissettiğimiz kadar temel niteliktedir; özellikle pratik perspektiften bakıldığında ödemelerin yeni takvime bağlanmasının aynı zamanda niye kesin borç ödeyememe durumuyla benzer olduğunun altını çizeceğiz.

Pratisyenler yeni ödeme planları yapılmasına haklı olarak, iki nedenle uzlaşılmış kısmi borç ödeyememe durumu olarak bakarlar. Birinci neden, yeni ödeme planlarının genel olarak anaparaya dokunmasa da faiz oranlarında bir indirimi kapsamasıdır. İkincisi ve herhalde daha önemlisi, uluslararası borç ödeme planlarının yeniden düzenlenmesinin, yatırımcıların sırtına, çözülmesi onyıllarca sürecek likit olmayan varlıklar yüklemesidir. Bu likidite yetersizliği yatırımcılar için büyük bir maliyettir; onları genellikle, riskin piyasa fiyatının çok altında bir karşılıkla, riskli bir varlık bulundurmaya mecbur tutar. Doğru, yükümlülükleri zamanında yerine getirilmemiş devlet borçlarını belli bir süre –bazen onyıllarca– tutmuş olan yatırımcılar, en sonunda, genellikle aynı dönem içinde finans merkezleri (Britanya ya da daha sonra ABD) tarafından çıkarılan, nispeten risk taşımayan tahvillere yatırım yaparak kazanacaklarına yakın bir getiri elde etmiş olacak-



Şekil 6.1. İspanya: Borç ödeyememe durumları ve Kraliyete verilen krediler, 1601-1679 (üç yıllık hareketli toplamlar)
Kaynaklar: Gelabert (1999a, 1999b), European State Finance Database (Bonney t.y.).
Not: 1607, 1627 ve 1647 borç ödeyememe durumları dikey çizgilerle gösterilmiştir.

lardır. Gerçekte, bazı kâğıtlar çıkarıldığında üzerlerinde bu tür hesaplamaları görmek mümkündür.[7]

Bu kazançların arasındaki benzerlikler ilginç olmasına rağmen, doğru karşılaştırmanın, yüksek risk taşıyan likiditesi yetersiz varlıklarla yapılması gerektiğinin altını çizmek önemlidir; yoksa likiditesi yüksek düşük risk taşıyan varlıklarla değil. 2007'deki ABD eşikaltı ipotek kredileri krizi ertesinde, vasıfsız borçların, gelecek geri ödemelerden beklenen değerine göre aşırı bir indirimle satılmış olması hiç de rastlantı değildir. Yatırımcılar, paralarını geri çekebilmeleri durumunda ekonomide başka bir alanda, önemli risklerle likit olmayan pozisyonlar almaya istekli olmaları koşuluyla, çok daha yüksek getiri elde edebileceklerine inanmışlardı. Ve doğal olarak haklıydılar. Likit olmayan riskli varlıklara yatırım yapmak, risk sermayesi (venture capital) ve girişim sermayesinin (private equity) (üniversite vakıflarından söz etmiyoruz bile) korkunç büyük getiriler kazanmayı (2000'lerin sonuna kadar) başarmış olmasıyla aynıdır. Tam tersine, borçların piyasa faiz oranlarının altında yeni ödeme planına bağlanması kredi verenlere, örneğin risk sermayesinden daha fazla risk yükleyecektir. Bu nedenle, borçların yeni ödeme planına bağlanması –uzlaşılmış kısmi borç ödeyememe durumları– ve (tipik olarak kısmi geri ödemeyle sonuçlanan) kesin borç ödeyememe durumları arasındaki ayrım keskin değildir.

Tablo 6.2 her ülke için bağımsızlığını kazandığı yılı da listeler. Afrika ve Asya'nın çoğu bu dönem içinde sömürge haline gelmişti; Avrupa ve Latin Amerika'ya, mali hovardalık ve borç ödeyememe konusunda, daha yola çıkarken önemli bir fark kazandırmıştı. Bu dönemde borcunu ödeyemeyen Afrika ülkeleri Tunus (1867) ve Mısır'dı (1876). Avusturya, İspanya kadar hovarda olmasa da, dikkat çekecek kadar, beş kez borç ödeyememe durumuna düşmüştü. Bağımsızlığını daha 1829'da kazanan Yunanistan dört kez borç ödeyememe durumuna düşerek kayıp yıllarını kapatmıştı. Borç ödeyememe durumu Latin Amerika'nın her yanına yayılmıştı; Venezuella altı kez ve Kolombiya, Kosta Rika, Dominik Cumhuriyeti ve Honduras dört kez borç ödeyememe durumuna düşmüştü.

Tablo 6.2'deki sütunları yukarıdan aşağıya doğru incelediğimizde, ilk bakışta borç ödeyememe durumlarının bölgesel ve uluslararası başlık altında kümelendiklerini görüyoruz. Avrupa'da bazı ülkelerin borç ödeye-

7 Örneğin bkz. Mauro vd. (2006).

TABLO 6.2

Dış borç ödeyememe ve ödemelerin yeniden takvime bağlanması: Afrika, Avrupa ve Latin Amerika, 19. yüzyıl

Ülke, bağımsızlığını kazandığı yıl[a]	Borç ödeyememe yılları ve borçların yeniden takvime bağlanması			
	1800-1824	1825-1849	1850-1874	1875-1899
Afrika				
Mısır, 1831				1876
Tunus			1867	
Avrupa				
Almanya				
Hesse	1814			
Prusya	1807, 1813			
Schleswig-Holstein			1850	
Westphalia	1812			
Avusturya-Macaristan	1802, 1805, 1811, 1816		1868	
Fransa	1812			
Hollanda	1814			
İspanya	1809, 1820	1831, 1834	1851, 1867, 1872	1882
İsveç	1812			
Portekiz		1828, 1837, 1841, 1845	1852	1890
Rusya		1839		1885
Türkiye				1876
Yunanistan, 1829		1826, 1843	1860	1893
Latin Amerika				
Arjantin, 1816		1827		1890
Bolivya, 1825				1875
Brezilya, 1822				1898
Dominik Cum., 1845			1872	1892, 1897, 1899
Ekvador, 1830		1826	1868	1894
El Salvador, 1821		1828		1898
Guatemala, 1821		1828		1876, 1894, 1899
Honduras, 1821		1828	1873	
Kolombiya, 1819		1826	1850, 1873	1880
Kosta Rika, 1821		1828	1874	1895
Meksika, 1821		1827, 1833, 1844	1866	1898
Nikaragua, 1821		1828		1894
Paraguay, 1811			1874	1892
Peru, 1821		1826		1876
Şili, 1818		1826		1880
Uruguay, 1811				1876, 1891
Venezuella, 1830		1826, 1848	1860, 1865	1892, 1898

Kaynaklar: Standard and Poor's, Purcell ve Kaufman (1993), Reinhart, Rogoff ve Savastano (2003a) ve orada gösterilen kaynaklar.

[a] Yıllar, 19. yüzyılda bağımsızlığını kazanmış ülkeler için gösterilmiştir.

meme durumuna Napolyon Savaşları sırasında ya da hemen sonrasında düştüklerine dikkat edin. Halbuki Latin Amerika'daki birçok ülke (ve ana ülke İspanya) borç ödeyememe durumuna 1820'lerde düşmüştür (Latin Amerika'nın uluslararası piyasalardaki ilk günlerinin bir özeti için Kutu 6.2'ye bakınız). Bu borç ödeyememe durumlarının çoğu Latin Amerika'nın bağımsızlık savaşlarıyla ilgilidir. Sonraki kümelenmelerin hiçbiri kapsanan ülkeler açısından o kadar belirgin olmamasına rağmen, 1860'ların sonlarından 1870'lerin ortalarına kadar ve yine 1880'lerin ortalarından 1890'ların başlarına kadar geçen sürelerde önemli borç ödeyememe dönemleri gerçekleşmiştir. Bu kümelenmeye daha sonra bir parça daha sistematik olarak bakacağız.

Şimdi 20. yüzyıla dönüyoruz. Tablo 6.3, Afrika ve Asya'da birçok yeni sömürge ülkeyi de kapsayan borç ödeyememe durumlarını gösteriyor. Nijerya zengin petrol kaynaklarına rağmen, bağımsızlığını kazandığı 1960'tan beri çarpıcı biçimde beş kez borç ödeyememe durumuna düşmüştür; bu sayı aynı dönem içinde tüm öteki ülkelerden daha fazladır. Endonezya dört kez borç ödeyememe durumuna düşmüştür. Bağımsızlığının ilk yıllarında olmasına bağladığımız 1903'teki ilk borç ödeyememe durumuyla birlikte, Fas 20. yüzyılda üç kez borç ödeyememe durumuna düşmüştür. Hindistan 1990'lardaki Asya krizinden kaçışıyla gurur duymaktadır (büyük sermaye denetimleri ve finansal baskı sayesinde). Aslında bağımsızlığını kazandıktan sonra (1972'den beri hiç yapmamasına rağmen) dış borcunu üç kez yeniden takvime bağlamıştır. Çin, komünist olduğu dönemde hiç borç ödeyememe durumuna düşmemişse de 1921 ve 1939'da dış borçlarını ödeyemez duruma düşmüştü.

Bu nedenle, Tablo 6.3'ün gösterdiği gibi, 20. yüzyılda borç ödeyememe durumuna düşenlerin yalnızca Latin Amerika ve Avrupa'nın düşük gelirli bölgelerindeki ülkeler olduğuna dair anlayışın en azından abartı olduğu söylenebilir.

Tablo 6.4 yalnızca bir iki istisna dışında, 20. yüzyılın tamamı boyunca ülkelerin bağımsız olduğu bölgeler olan Avrupa ve Latin Amerika'ya bakıyor. Yine, önceki tablolarda olduğu gibi, borç ödeyememe durumuna düşen ülkeleri kümeleşme eğiliminde görüyoruz; bu kümeleşme eğilimi özelikle dünyanın büyük bir kısmının borç ödeyememe durumuna düştüğü Büyük Bunalım dönemiyle, 1980'ler borç krizi ve 1990'lar borç krizi dönemlerinde görülmektedir. Bu devrelerin sonuncusu resmi toplulukla-

KUTU 6.2
Latin Amerika'nın uluslararası sermaye piyasalarındaki ilk günleri, 1822-1825

Latin Amerika'da yeni bağımsız olan (ya da yeni icat edilen) ulusların 1822 ile 1825 arasında aldığı borçlar aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

Devlet	Londra'da çıkarılan tahvillerin toplam değeri, 1822-1825 (Sterlin)
Arjantin (Buenos Aires)	3.200.000
Brezilya	1.000.000
Büyük Kolombiya (Kolombiya, Ekvador, Venezuella)	6.750.000
Orta Amerika	163.300
Peru	1.816.000
Poyais	200.000
Şili	1.000.000

Kaynaklar: Marichal (1989) ve yazarlar.

Napolyon Savaşları sırasında oynak ve genellikle kaotik yapıya sahip olan Avrupa mali piyasaları 1820 başlarında yatışmıştı. Bundan sonra İspanya, Orta ve Güney Amerika'da birbiri ardına sömürge kaybetti ve Yeni Dünyanın efsanevi gümüş ve altın madenleri kapanın elinde kaldı. Sonsuza kadar yüksek kazançların peşinde koşan Londra banker ve yatırımcıları, gümüşün ateşiyle silip süpürüldüler. Avrupa'dan Latin Amerika'ya yatırım fırsatlarına duyulan büyük talep, Latin Amerika'da ulus inşa etme sürecini (diğer şeylerle birlikte) destekleyecek fonlara ihtiyacı olan yeni liderlerle birleşti ve (çoğunlukla) Londra'dan (çoğunlukla) Latin Amerika devletlerine verilen kredilerde bir artışa neden oldu.[8]

Marichal'a göre, 1825 ortasında Royal Exchange'e (Kraliyet Borsası) yirmi altı madencilik şirketi kayıtlıydı. Latin Amerika'ya yapılan her yatırım, bir yüzyıl önceki South Sea hisseleri gibi (daha 1825'te adı kötüye çıkmıştı) çok aranacaktı. Bu "irrasyonel coşkulu" hava içinde Latin Amerika ülkeleri, 1822-1825 yılları arasında 20 milyon sterlinden fazla borç aldılar.

8 Bu dönemde borç alanlar sadece Latin Amerika devletleri değildi. Yunanistan (hâlâ bağımsızlık mücadelesi vermekteydi), Portekiz ve Rusya da Londra'da sterlin bazında tahviller çıkarıp satıyorlardı.

Latin Amerika'yı gezen ve Simon Bolivar'ın ordusunda paralı asker olarak savaşan "General Sir" Gregor MacGregor, İskoç arkadaşlarını hayali ülke Poyais'e yatırım yapmaya ikna etme fırsatı yakalamıştı. Başkent Saint Joseph (o zaman dağıtılan yatırım kitapçığındaki bilgilere göre) "geniş bulvarları, sütunlu binaları ve görkemli bir kubbeye sahip katedraliyle" gurur duyuyordu. Atlantik'i geçecek kadar cesur ve becerikli olup Poyais ülkesine yerleşecek olanlar, bu ülkedeki ormanlardan çıkacak ağaçlarını işleyecek bıçkıevine sahip olacak ve altın madenlerini işleteceklerdi.[9] Londra bankerleri bu tür zenginlik olasılığından etkilenmişlerdi ve 1822'de (Poyais Prensi) MacGregor Londra'da 160.000 sterlin tutarında tahvil çıkardı; bu tahvillerin her birinin kamuya arz fiyatı 80 sterlindi ve bu fiyat, o zaman dolaşımda olan ilk Şili tahvilinin fiyatından daha yüksekti.[10] Yüzde 6 oranındaki faizi, Buenos Aires, Orta Amerika, Şili, Büyük Kolombiya ve Peru'da o dönem geçerli faizlerden daha yüksekti. Belki de, Poyais de gerçek devletlerle aynı koşullarda borç almıştı ve bu devletlerin tümü 1826-1828 yıllarında ilk Latin Amerika krizini işaret edecek olan borç ödeyememe olayını yaşayacaklardı.

rın, özelikle de IMF ve Dünya Bankası'nın müdahalesi sayesinde, daha az teknik borç ödeyememe durumuyla karşılaşmıştır. Bu büyük müdahalelerin ne kadar iyi düşünülerek yapıldığı, şimdilik kenarda tutacağımız bir konudur. Tablo 6.4'te dikkat çekenler; Türkiye'nin beş borç ödeyememe durumu, Peru'nun altı ve Brezilya ile Ekvador'un yedi borç ödeyememe durumu olmuştur. Diğer ülkeler de bir o kadar borç ödeyememe durumuna düşmüştür.

Şimdiye kadar borç ödeyememe durumu sayılarına odaklandık ama bu ölçüm bir şekilde ihtiyari yapılmıştır. Borç ödeyememe devreleri özellikle, eğer borcu yeniden yapılandırma koşulları ağırsa ve borç ödeyememe yoluna düşmeyi kaçınılmaz hale getiriyorsa o zaman birbirlerine bağlanabilir. Bu tablolarda, birbirlerine açıkça bağlanmış devreleri dışarıda bırakmaya

9 Bu girişimin bir roman gibi okunan, gerçeklere dayalı ilgi çekici bir anlatımı için David Sinclair'in 2004 tarihli kitabına bakınız: The Land That Never Was: Sir Gregor MacGregor and the Most Audacious Fraud in History [Hiç Olmayan Bir Ülke: Sir MacGregor ve Tarihteki En Cesur Dolandırıcılık Olayı]. Atlas Okyanusu'nu Poyais'e gitmek üzere (muhtemelen Honduras Körfezi'nde, şimdiki Belize'nin bulunduğu yer) geçen 250 yerleşimciden sadece 50'si hayatta kalabilecek ve bu hikâyeyi anlatabilecekti.

10 MacGregor çeşitli kanallardan 40.000 sterlin daha toplamayı başararak, toplamda 200.000 sterline ulaşmıştı. 1822-1825 kredi patlamasında, hayali olmayan Orta Amerika Devletler Federasyonu tarafından 163.000 sterlinden daha fazla bir tutar toplanmıştı.

TABLO 6.3
Borç ödeyememe ve ödemelerin yeniden takvime bağlanması: Afrika ve Asya, 20. yüzyılın başından 2008'e kadar

Ülke, bağımsızlığını kazandığı yıl[a]	Borç ödeyememe yılları ve borçların yeniden takvime bağlanması			
	1900-1924	1925-1949	1950-1974	1975-2008
Afrika				
Angola, 1975				1985
Cezayir, 1962				1991
Fas, 1956	1903			1983, 1986
Fildişi Sahili, 1960				1983, 2000
Güney Afrika, 1910				1985, 1989, 1993
Kenya, 1963				1994, 2000
Mısır				1984
Nijerya, 1960				1982, 1986, 1992, 2001, 2004
Orta Afrika Cumhuriyeti, 1960				1981, 1983
Zambiya, 1964				1983
Zimbabve, 1965			1965	2000
Asya				
Çin	1921	1939		
Endonezya, 1949			1966	1998, 2000, 2002
Filipinler, 1947				1983
Hindistan, 1947			1958, 1969, 1972	
Japonya		1942		
Myanmar, 1948				2002
Sri Lanka, 1948				1980, 1982

Kaynaklar: Standard and Poor's, Purcell ve Kaufman (1993), Reinhart, Rogoff ve Savastano (2003a) ve orada gösterilen kaynaklar.

[a]Yıllar 20. yüzyılda bağımsızlığını kazanmış ülkeler için gösterilmiştir.

çalıştık; böylece bir öncekinden sonra iki yıl içinde onu izleyen bir borç ödeyememe durumu daha gerçekleşirse, iki borç ödeyememe durumunu tek olarak kabul ettik. Ne var ki, ülkelerin borç ödeyememe tarihleri hak-

TABLO 6.4
Borç ödeyememe ve ödemelerin yeniden takvime bağlanması: Avrupa ve Latin Amerika, 20. yüzyıl başından 2008'e kadar

Ülke, bağımsızlığını kazandığı yıl[a]	Borç ödeyememe yılları ve borçların yeniden takvime bağlanması			
	1900-1924	1925-1949	1950-1974	1975-2008
Avrupa				
Almanya		1932, 1939		
Avusturya		1938, 1940		
Macaristan, 1918		1932, 1941		
Polonya, 1918		1936, 1940		1981
Romanya		1933		1981, 1986
Rusya	1918			1991, 1998
Türkiye	1915	1931, 1940		1978, 1982
Yunanistan		1932		
Latin Amerika				
Arjantin			1951, 1956	1982, 1989, 2001
Bolivya		1931		1980, 1986, 1989
Brezilya	1902, 1914	1931, 1937	1961, 1964	1983
Dominik Cum.		1931		1982, 2005
Ekvador	1906, 1909, 1914	1929		1982, 1999, 2008
El Salvador	1921	1932, 1938		
Guatemala		1933		1986, 1989
Honduras				1981
Kolombiya	1900	1932, 1935		
Kosta Rika	1901	1932	1962	1981, 1983, 1984
Meksika	1914	1928		1982
Nikaragua	1911, 1915	1932		1979
Peru		1931	1969	1976, 1978, 1980, 1984
Panama, 1903		1932		1983, 1987
Paraguay	1920	1932		1986, 2003
Şili		1931	1961, 1963, 1966, 1972, 1974	1983
Uruguay	1915	1933		1983, 1987, 1990, 2003
Venezuella				1983, 1990, 1995, 2004

Kaynaklar: Standard and Poor's, Purcell ve Kaufman (1993), Reinhart, Rogoff ve Savastano (2003a) ve orada gösterilen kaynaklar.

Notlar: Müttefik ülkelerin ABD'ye İkinci Dünya Savaşı'ndaki dış borçları ancak karşılıklı anlaşmayla geri ödenmişti; özellikle de Britanya'nınkiler. Teknik olarak bu af bir borç ödeyememe durumu oluşturmaktadır.

[a] Yıllar 20. yüzyılda bağımsızlığını kazanmış ülkeler için gösterilmiştir.

TABLO 6.5
Borç ödeyememe ve ödemelerin yeniden takvime bağlanmasının kümülatif sayısı: Afrika ve Asya, bağımsızlıklarının kazanıldığı yıldan 2008'e kadar

Ülke	Bağımsızlıktan ya da 1800'den beri borç ödeyemediği ve ödemelerin yeniden takvime bağlandığı yılların oranı[a]	Borç ödeyememe ve ödemelerin yeniden takvime bağlanmasının toplam sayısı
Afrika		
Angola	59,4	1
Cezayir	13,3	1
Fas	15,7	4
Fildişi Sahili	48,9	2
Güney Afrika	5,2	3
Kenya	13,6	2
Mauritius	0,0	0
Mısır	3,4	2
Nijerya	21,3	5
Orta Afrika Cumhuriyeti	53,2	2
Tunus	5,3	1
Zambiya	27,9	1
Zimbabve	40,5	2
Asya		
Çin	13,0	2
Endonezya	15,5	4
Filipinler	16,4	1
Hindistan	11,7	3
Hong Kong	0,0	0
Japonya	5,3	1
Kore	0.0	0
Malezya	0.0	0
Myanmar	8,5	1
Singapur	0,0	0
Sri Lanka	6,8	2
Tayland	0,0	0
Tayvan	0,0	0

Kaynaklar: Yazarların hesaplamaları, Standard and Poor's, Purcell ve Kaufman (1993), Reinhart, Rogoff ve Savastano (2003a) ve orada gösterilen kaynaklar.

[a]Bağımsızlığını 1800'den önce kazanmış ülkeler için hesaplamalar 1800-2008 arasını göstermektedir.

kındaki perspektifimizi genişletmek için, bundan sonra her ülkenin bağımsızlığını kazandıktan sonra borç ödeyememe sürecinde geçirdiği sürelere bakacağız.

Tablo 6.5'te, Asya ve Afrika için çıkardığımız sonuçları tabloya yerleştirerek başlıyoruz. Tablo, her ülke için bağımsızlık kazandığı yılı, toplam borç ödeyememe durumlarının ve ödemelerin yeniden takvime bağlanmasının toplam sayısını (bizim ölçümümüzü kullanarak) ve 1800'den beri (ya da daha sonraysa bağımsızlığını kazandığı yıldan beri) borç ödeyememe durumu ve ödemelerin yeniden takvime bağlanma dönemi içinde geçirdiği yılların oranını vermektedir. Asya'da çok fazla borç ödeyememe durumu olmasına rağmen, tipik borç ödeyememe durumlarının nispeten çok çabuk tasfiye edilmiş olduğu dikkat çekicidir. Yalnızca Çin, Hindistan, Endonezya ve Filipinler bağımsız oldukları dönemin yüzde 10'dan fazlasını borç ödeyememe döneminde geçirmişlerdir (nüfusları esas alındığında bu ülkeler bölgenin çoğunluğunu oluşturur). Afrika'nın sicili daha da kötüdür; burada birçok ülke, zamanının kabaca yarısını borç ödeyememe döneminde harcamıştır. Afrika'da görülen borç ödeyememe durumlarının, örneğin Latin Amerika'dakilere göre daha az ses getirmesinin nedeni, Afrika ülkelerinin borçlarının nispeten az olması ve tüm sistemi etkileyen sonuçlarının daha az keskin olmasıdır. Bu koşullar Afrika'da yaşayanlar üzerindeki sıkıntıları hafifletmiyor. Doğal olarak, onlar da ani bütçe konsolidasyonlarını, yüksek faiz oranlarını ve döviz kurundaki değer kayıplarını da beraberinde getiren aynı bedelleri ödemek zorunda kalıyorlar.

Tablo 6.6 aynı istatistik kümesini Avrupa ve Amerika için veriyor. Dikkat edileceği üzere, Yunanistan 1800'den beri geçen yılların yarıdan fazlasını borç ödeyememe durumu içinde yaşamıştır. Kosta Rika, Dominik Cumhuriyeti, Meksika, Nikaragua, Peru ve Venezuella'nın da dahil olduğu bazı Latin Amerika ülkeleri, yıllarının kabaca yüzde 40'tan fazlasını borç ödeyememe içinde geçirmiştir.

Ülkeler arasında, borç ödeyememe durumu içinde ne kadar uzun süre kaldıklarına bağlı olarak (borç ödeyeme durumundan nispeten çabuk çıkmaya eğilimli olan seri borçlu Avusturya'yla, bir yüzyıldan uzun bir zaman kalıcı borç ödeyememe durumu içinde yaşayan Yunanistan'ı karşılaştırın) çok büyük farklılıklar bulunmasına rağmen, Avrupa ülkelerinin çoğunda aynı yaygınlık görülmektedir. Hepsinin üzerinde, borç ödeyememe devrelerinin tekrar etme özelliği olmaşına rağmen sürekli olmaktan uzak ol-

TABLO 6.6
Borç ödeyememe ve ödemelerin yeniden takvime bağlanmasının kümülatif sayısı: Avrupa, Latin Amerika, Kuzey Amerika ve Okyanusya, bağımsızlıklarının kazanıldığı yıldan 2008'e kadar

Ülke	Bağımsızlıktan ya da 1800'den beri borç ödeyemediği ve ödemelerin yeniden takvime bağlandığı yılların oranı[a]	Borç ödeyememe ve ödemelerin yeniden takvime bağlanmasının toplam sayısı
Avrupa		
Almanya	13,0	8
Avusturya	17,4	7
Belçika	0,0	0
Britanya	0,0	0
Danimarka	0,0	0
Finlandiya	0,0	0
Fransa	0,0	8
Hollanda	6,3	1
İspanya	23,7	13
İsveç	0,0	0
İtalya	3,4	1
Macaristan	37,1	7
Norveç	0,0	0
Polonya	32,6	3
Portekiz	10,6	6
Romanya	23,3	3
Rusya	39,1	5
Türkiye	15,5	6
Yunanistan	50,6	5
Latin Amerika		
Arjantin	32,5	7
Bolivya	22,0	5
Brezilya	25,4	9
Dominik Cumhuriyeti	29,0	7
Ekvador	58,2	9
El Salvador	26,3	5
Guatemala	34,4	7
Honduras	64,0	3
Kolombiya	36,2	7
Kosta Rika	38,2	9
Meksika	44,6	8
Nikaragua	45,2	6
Panama	27,9	3

(*devam ediyor*)

TABLO 6.6 (devamı)

Ülke	Bağımsızlıktan ya da 1800'den beri borç ödeyemediği ve ödemelerin yeniden takvime bağlandığı yılların oranı[a]	Borç ödeyememe ve ödemelerin yeniden takvime bağlanmasının toplam sayısı
Latin Amerika (devamı)		
Paraguay	23,0	6
Peru	40,3	8
Şili	27,5	9
Uruguay	12,8	8
Venezuella	38,4	10
Kuzey Amerika		
ABD	0,0	0
Kanada	0,0	0
Okyanusya		
Avustralya	0,0	0
Yeni Zelanda	0,0	0

Kaynaklar: Yazarların hesaplamaları, Standard and Poor's, Purcell ve Kaufman (1993), Reinhart, Rogoff ve Savastano (2003a) ve orada gösterilen kaynaklar.

[a]Bağımsızlığını 1800'den önce kazanmış ülkeler için hesaplamalar 1800-2008 arasını göstermektedir.

duğu görülebilir. Aranın bu şekilde genişlemesi, kuşkusuz her borç ödeyememe devresinin ertesinde borçlu ve alacaklıların yaptığı ayarlamaları yansıtmaktadır. Örneğin, bugün birçok yükselen piyasa oldukça tutucu makroekonomik politikalar izlemektedir. Bu önlem, zamanla iyimserlik ve hovardalığın önünü açıyor ama yalnızca uzun bir sessizlik döneminin ardından.

Tablo 6.5 ve 6.6'daki verileri özetlemenin bir yolu herhangi bir tarihte borç ödeyememe durumunda olan ya da ödemelerini yeniden takvime bağlayan ülkelerin sayısını veren zaman çizgisine bakmaktır. Bu tür bir zaman çizgisini Şekil 5.1'de toplam ülke sayısı cinsinden ve Şekil 5.2'de de ülkelerin dünya geliri içindeki payları cinsinden görmüştük. Bu şekiller, borç ödeyememe durumundaki kümelenmeleri, ilk borçların işaretlendiği borç tablolarımıza göre daha da belirgin bir tarzda göstermektedir.

16. Bölümde küresel finans krizini neyin oluşturduğuna daha derinden ve sistematik olarak bakacağız.

- III. KISIM -

İÇ BORCUN VE BORÇ ÖDEYEMEME DURUMUNUN UNUTULMUŞ TARİHİ

Birçok ülke için, birkaç onyıl öncesine ait olsa bile, kamu iç borçlarıyla ilgili veri toplamak, arkeolojik kazı yapmaktır.

- 7 -

İÇ BORCUN VE BORÇ ÖDEYEMEME DURUMUNUN YAPAY GERÇEKLERİ

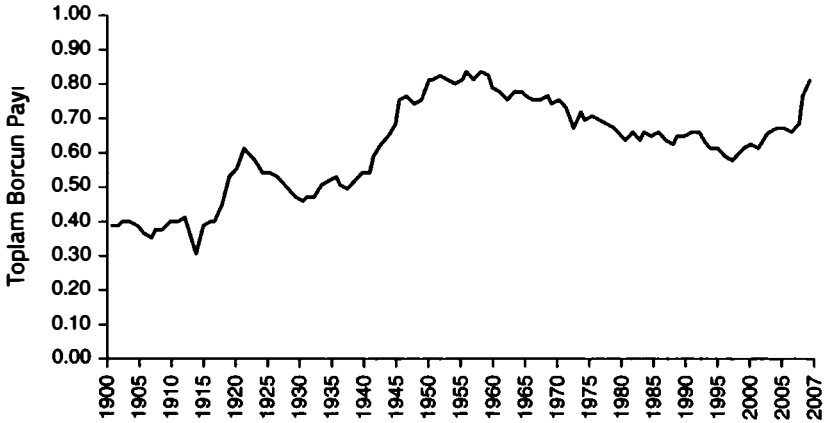
İç borç, ülkelerin toplam borcunun büyük bir kısmını oluşturur; uzun vadeli zaman serisine sahip altmış dört ülke için iç borç, ortalamada toplam kamu borcunun üçte ikisini oluşturur. Örneklerin çoğunda, İkinci Dünya Savaşı'ndan sonraki finansal baskı yılları dışında bu borçlar için piyasa faiz oranları uygulanmıştır.

İç ve Dış Borç

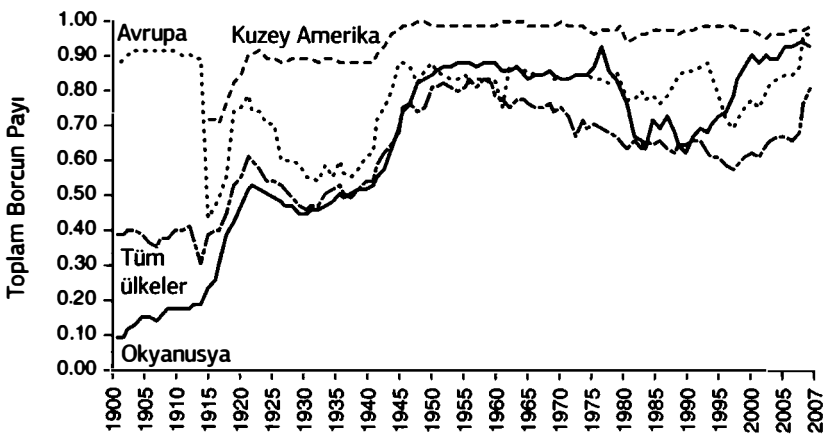
I. Kısımda, altmış dört ülkenin iç borçlarına ait uzun vadeli zaman serisinin şaşırtıcı doğasını tartıştık. Gerçekte, yalnızca yakın zamanda birkaç akademisyen grubu çağdaş dönem için veri kurmaya başlamıştır.[1]

Şekil 7.1, 1900-2007 arası için iç borcun toplam kamu borcu içindeki payının grafiğini göstermektedir. İç borcun payı toplam borcun yüzde 40 ile 80'i arasında değişmektedir (ülkelere göre veri bulma kolaylığı için bkz. ek E.2) Şekil 7.2 ve 7.3, bu bilgiyi ülkelere göre ayırmaktadır. Bu şekillerdeki sayılar, ülkeler arasındaki basit ortalamalardır ama bu oranlar aynı zamanda örnekte yer alan birçok yükselen piyasayı uygun bir şekilde temsil etmektedir (Avusturya, Yunanistan ve İspanya gibi, artık zengin olan ül-

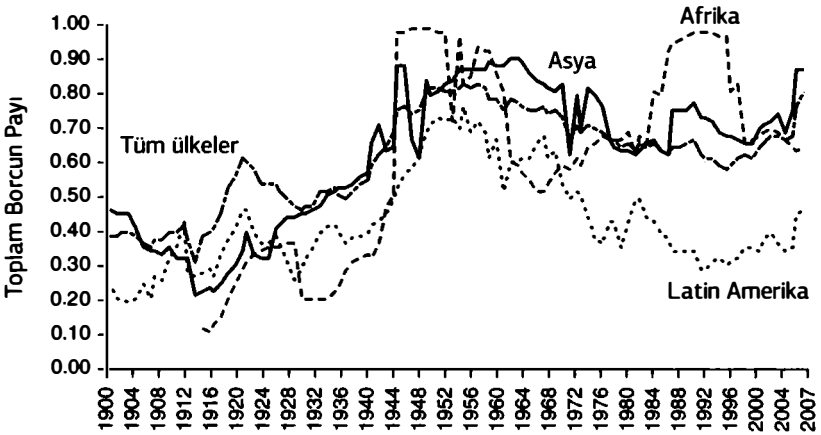
[1] Reinhart, Rogoff ve Savastano (2003a) 1990-2002 yıllarını kapsayan dönem için, seçtikleri gelişmekte olan ülkeler ve yükselen piyasalarla ilgili veri kümesi oluşturmak amacıyla ulusal kaynaklara başvurdular. Daha yakın zamanda, Jeanne ve Guscina (2006), on dokuz önemli yükselen piyasanın 1980'den 2005'e kadarki iç borçları hakkında ayrıntılı veri sağlamışlardır. Cowan vd. (2006) Batı Yarımküredeki tüm ülkeler için 1980'den (ya da 1990'dan) 2004'e kadar veri sağlamışlardır. Reinhart ve Rogoff (2008a), bizim burada dikkat çektiğimiz dış borcu da içine alan bağlantılı değişkenleri kapsayan, tamamlayıcı bir veritabanı tanımlamışlardır.



Şekil 7.1. İç borcun toplam borç içindeki payı:
Tüm ülkeler, 1900-2007.
Kaynaklar: Milletler Cemiyeti, Birleşmiş Milletler
ve ek E.2'de listelenen diğer kaynaklar.



Şekil 7.2. İç borcun toplam borç içindeki payı:
Gelişmiş ülkeler, 1900-2007.
Kaynaklar: Milletler Cemiyeti, Birleşmiş Milletler
ve ek E.2'de listelenen diğer kaynaklar.

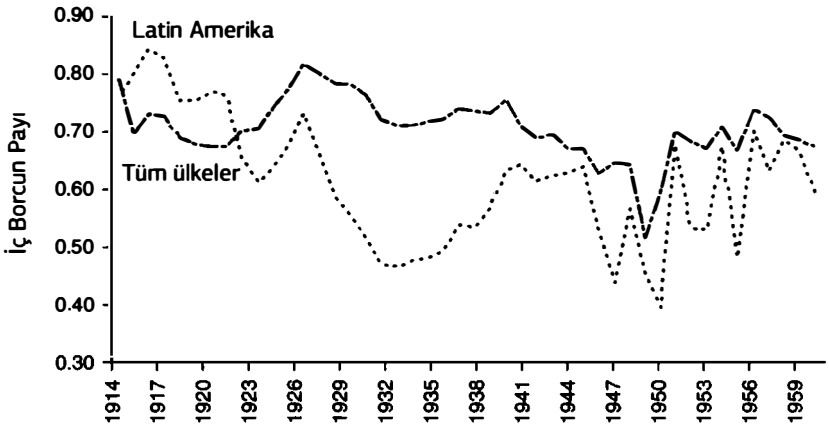


Şekil 7.3. İç borcun toplam borç içindeki payı: Yükselen piyasa ülkeleri, 1900-2007.
Kaynaklar: Milletler Cemiyeti, Birleşmiş Milletler ve ek E.2'de listelenen diğer kaynaklar.

keleri de kapsamaktadır).[2] Grafiklerin de altını çizdiği gibi, veri kümemiz her kıtadan önemli örnekler içerir; dış borç hakkındaki literatürün çoğunda yapıldığı gibi, sadece bir avuç Latin Amerika ve Avrupa ülkesiyle yetinmemiştir.

Doğal olarak, deneyim çeşitlidir. Gelişmiş ülkeler için iç borç, kamu sektörü yükümlülüklerinin aslan payına karşılık gelir. Öteki uçta, bazı yükselen piyasalarda, özellikle 1980'ler ve 1990'larda, iç borç piyasaları birçok hükümetin enflasyon yaratma eğilimi nedeniyle (bazen hiperenflasyona yol açan) vahşi bir darbenin etkisinde kalmıştı. Örneğin, 1989'dan 1990'a kadar süren hiperenflasyonu izleyen yıllarda, iç borç Peru kamu borçlarının yüzde 10'u ile 20'si arasında değişen bir orandaydı. Oysa bu her zaman böyle değildir. Milletler Cemiyeti'nin Birinci Dünya Savaşı sonundan başlayan verilerinde yer alan baştaki kayıtlar, o zamanki Peru iç borcunun, kamu borcunun yaklaşık üçte ikisine karşılık geldiğini gösteriyor. Gerçekte, dünya finans merkezlerinin dış borç verme işine o kadar girmemiş olduğu 1950'lerde bu pay daha da yüksekti.

[2] Kamu iç borcu, birkaç Latin Amerika ülkesinde hiçbir zaman çok yükselmemiştir (bu açıdan Uruguay dışarıda durmaktadır) ve kamu borcu piyasaları gerçekte Afrika'daki Fransız sömürgelerinde (*Colonies françaises d'Afrique*) mevcut değildir.



Şekil 7.4. Uzun vadeli iç borcun payı:
Tüm ülkeler ve Latin Amerika, 1914-1959.
Kaynaklar: Milletler Cemiyeti, Birleşmiş Milletler
ve ek E.2'de listelenen öteki kaynaklar.

Vade Sonu, Getiri Oranları ve Para Birimi Bileşimi

İç borcun, toplam borcun büyük bir kısmı olduğunu göstermeye ek olarak, veriler, yakın zamana kadar, yükselen piyasaların da (ve gelişmekte olan ülkelerin de) asla uzun vadeli borçlanma sağlayamadığı inancını doğrulamamaktadır. Şekil 7.4'te gösterildiği gibi, uzun vadeli borçlar, seçilen örneğin önemli bir kısmında (en azından 1914-1959 döneminde) toplam borç stokunun büyük bir bölümünü oluşturmaktadır. Bu altdönem için Milletler Cemiyeti/Birleşmiş Milletler veritabanı, borçların vade sonu yapısıyla ilgili önemli ayrıntılar sağlamaktadır. Kısa vadeli borçlanma yönündeki modern eğilimin nispeten yeni bir olgu olması, birçok okuyucuya (bize de olduğu gibi) bir sürpriz gibi gelebilir; bu durumun açıkça 1970'lerde ve 1980'lerde yaşanan "enflasyon yorgunluğunun" bir sonucu olduğu çok açıktır.

Özellikle yeni olmayan başka bir durum da, birçok yükselen piyasanın, 2007 finans krizi öncesindeki on yılda iç borçlarına piyasa koşullarına uygun faiz ödemeye başlamış olmalarıydı. Doğal olarak, İkinci Dünya Savaşı sonrası dönemde birçok hükümet, iç finans piyasasını baskı altında tutuyordu; mevduatların faiz oranlarına düşük tavan veriyor, bankaların tut-

TABLO 7.1
İç ve dış borçların faiz oranları, 1928-1946

Ülke	Faiz oranları aralıkları (yüzde)	
	İç borç kâğıtları	Dış borç kâğıtları
ABD	1½–2½	Dış borç yok
Almanya	3½–7	5½–6
Arjantin	3–6	3½–4½
Avusturya	4½–6	5
Avustralya	2–4	3,375–5
Belçika	3½–5	3–7
Britanya	1½–4	Piyasada değerlenecek dış borcu yok
Bolivya	¼–8	6–8
Brezilya	4–7	4–7
Bulgaristan	4–6½	7–7½
Danimarka	2½–5	4½–6
Ekvador	3	4–8
Finlandiya	4–5½	2½–7
Güney Afrika	3½–6	3½–6
Hindistan	3–5½	3–5½
Hollanda	2½–6	Dış borç yok
İspanya	3½–6	3–4
İsveç	2½–4½	Dış borç yok
İtalya	3½–5	Dış borç yok
Japonya	3½–5	4–6½
Kanada	1–5½	1¼–5½
Kolombiya	3–10	3–6
Kosta Rika	6	5–7½
Macaristan	3½–5	3–7½
Mısır	2½–4½	3½–4
Nikaragua	5	4–5
Polonya	3–7	3–7
Portekiz	2,1–7	3–4
Romanya	3½–5	4–7
Şili	1–8	4½–7
Tayland	2½–4½	4½–7
Türkiye	2½–5½	6½–7½
Uruguay	5–7	3½–6
Venezuella	3	3
Yeni Zelanda	2½–4	2½–5
Yunanistan	3–9	3–10

Kaynaklar: Birleşmiş Milletler (1948).

Notlar: İç borç kâğıtlarına ait faiz oranları uzun vadeler içindir çünkü böylelikle benzer vadelere sahip dış borçla karşılaştırmak kolaylaşıyor. Yüksek faiz oranları daha iyi örnek oluşturuyor.

ması gereken rezervler için yüksek miktarlar talep ediyorlardı. Diğer araçlar arasında, yönlendirilmiş krediler ve devlet borçlarını emeklilik fonlarında ve ticari bankaların portföylerinde tutmak için asgari düzeyde zorunluluk koşulu gibi uygulamalar vardı. Ancak, 20. yüzyılın ilk yarısı için faiz oranlarıyla ilgili sağladığımız veriler, finansal baskının o kadar güçlü olmadığı gibi, o kadar yaygın da olmadığını gösteriyor. Tablo 7.1'de, 1928-1946 yıllarına (en iyi belgelendirmeye sahip olduğumuz dönem) ait iç ve dış borç kağıtlarının faiz oranlarının nispeten benzer olduğu görülüyor. Bu da, kamu iç borçlarının faiz oranlarının piyasada belirlendiği ya da en azından piyasa güçlerini önemli derecede yansıttığı görüşünü desteklemektedir.

En son konu, enflasyon ya da yabancı para birimine endekslemeyle ilgilidir. Birçok gözlemci, Meksika'nın 1990'ların başında çıkardığı ünlü dolara bağlı iç borç kâğıtlarını (*tesobono*) büyük bir yenilik olarak görmüştür. Düşününce bu durumun tamamıyla farklı olduğu anlaşılır. Şimdi bu durumda yeni bir şey olmadığını görüyoruz. Arjantin 1800'lerin sonunda üzerinde sterlin yazılı iç devlet tahvili ve Tayland 1960'larda dolara bağlı iç borç kâğıtları çıkarmıştı (vaka çalışmaları için kutu 7.1'e ve kaynaklar için eklere bakınız).[3]

KUTU 7.1
Dövize bağlı iç borçlar: Tay *tesobonoları*?

İç borç üzerine hazırladığımız zaman serisi, örneğimizde yer alan altmış altı ülkenin altmış dördünü kapsar ve 1914 yılından (bazı durumlarda daha eskiden) başlar. Bu uzun dönem sırasında (özellikle 1990'lardan önce), iç borç neredeyse tümüyle yerli para cinsinden çıkarılmıştı ve ağırlıklı olarak yurtiçinde yaşayanlar (genellikle bankalar) tarafından tutulmaktaydı. Ne var ki, iç ve dış borç arasındaki çizgiyi belirsiz hale getiren önemli istisnalar vardı. Bazı örnekleri göreceğiz.

Meksika'nın Dolara Bağlı İç Borcu: "Kötü Şöhretli" Tesobonolar

1980'lerin sonunda, enflasyonu istikrara kavuşturma planının bir parçası olarak Meksika pezosu, önceden resmen bildirilen bir kur aralığı içinde ABD dolarına, fiilen ABD doları çıpasına bağlanmıştı. 1994 başında, başkan adayı Luis Donaldo Colosio'nun öldürülmesinden sonra peso spekülatif baskı altına girmişti. Hükümetin pesonun değerini tutmayı taahhüt ettiği Meksika hazine bonolarına yönelen (ço-

[3] Doğal olarak, iki savaş arası dönemin başlarında birçok ülke paralarını altına bağlamışlardı.

günlukla) ABD'li yatırımcılara güvence vermek amacıyla Meksikalı yetkililer önemli miktarda kısa vadeli borçlarını "tesobonolara" bağlamaya başladılar. Tesobonolar, pesoyla ödenebilen ama ABD dolarına bağlı kısa vadeli borç araçlarıydı. Aralık 1994'te para birimine karşı yeni bir spekülasyon dalgası çıktığında, iç borcun tamamına yakını dolar cinsinden yapılmıştı. Yılsonundan önce peso dalgalanmaya bırakılınca derhal çöktü ve 1995 başlarında ikili para birimi dönemi başlamış oldu. IMF ve ABD'den rekor düzeyde kurtarma paketi gelmemiş olsaydı, Meksika büyük olasılıkla devlet borçlarını ödeyememe durumuna düşecekti. Merkez bankasının dolar rezervleri neredeyse tümüyle tükenecek ve vadesi gelen bonoları ödemeye yetmeyecekti.

Tesobonoların dolara bağlı olması ve ülke dışındaki kişilerin elinde bulunması nedeniyle, çoğu gözlemci bu olayı, Meksika'nın ABD ticari bankalarından aldığı borçları ödeyemediği Ağustos 1982'deki olayın tekrarı gibi görüyordu. 1995'teki durumda önemsiz olmayan bir sapma, borç ödeyememe durumuna girilmesi halinde davalara Meksika yasalarına göre bakılmasıydı. Bu olay, dövize bağlı borçla ilgili kırılganlıklar konusunda uluslararası uyanıklığı arttırdı. Meksika deneyimi, Brezilya'nın, Real planından kargaşa içindeki çıkışı sırasında büyük miktarda dolar bağlantılı borç yapmasına engel olmadı. Şaşırtıcı bir şekilde Meksika'nın daha önceki krizi, tümüyle dış borç üzerine odaklanan sürdürülebilir borç uygulamalarının geçerliliği ya da yararlılığı hakkında kaygılar uyandırmamıştı. Kamu iç borcu, çok yanlı kurumlar ve finans endüstrisi tarafından göz ardı edilmeye on yıl daha devam etti.

Arjantin'in 19. Yüzyıl Sonu ve 20. Yüzyıl Başında Çıkardığı Sterlin Cinsinden "İç" Tahviller

Günümüzde ağırlıklı olarak yurtiçinde yaşamayanlara yönelik çıkarılan dövize bağlı iç borçların, yükselen piyasalardaki bildiğimiz en eski örneği 1872'de Arjantin'de görülmüştür.[4] 1820'lerde aldığı ilk borçları ödeyemeyince, Arjantin 1860'lar sonuna kadar uluslararası piyasaların dışında kaldı. Bazı müdahalelerle (en önemlisi 1890'lardaki Barings kriziydi) Arjantin, Londra'da sayısız dış tahvil çıkardı ve 1888, 1907 ve 1909'da olmak üzere en azından üç kez iç tahvillerini yenileriyle değiştirdi. Dış ve iç borçların her ikisi de sterlin cinsinden çıkarılmıştı. Bir yüzyıl sonra Arjantin, ülkedeki kronik enflasyona karşı uzun bir savaş verecek ve iç borçları (ve aynı zamanda bankacılık sektörü) neredeyse tamamen dolarize olacaktı.[5]

---

4 Geçen 10-15 yıla kadar çoğu ülkenin dış borcu büyük ölçüde kamu borcuydu. Özel sektörün dış borçlanması sadece son birkaç onyılda önem kazanmıştı; bkz. Prasad vd. (2003). Arellano ve Kocherlakota (2008) özel sektör borçlarıyla, kamu dış borçlarının ödenememesi durumu arasındaki ilişkiye dair bir model geliştirmiştir.

5 Yüksek enflasyon sonrasındaki olaylar ve onları izleyen sonuçlar hakkındaki tartışmalar için 12. Bölüme bakınız.

1960'larda Tayland'ın "Merak Uyandıran" Dolara Bağlı Borçları

Tayland, tarihinde yüksek enflasyon sorunu yaşamış bir ülke değildi. 1950 ve 1954'te iki büyük devalüasyon yapmıştı ve bu devalüasyonların orta düzeyde enflasyonist etkisi olmuştu ama 1950'ler ve 1960'ların sonundaki durumunda, enflasyona karşı bir önlem almaya, yani borçları ya da sözleşmeleri dövize endeksleme gibi bir uygulamaya ihtiyaç yoktu. Oysa bizim için esrarengiz gözüken nedenlerle, Tayland hükümeti 1961 ve 1968 yılları arasında dolara bağlı borç çıkardı. Bu dönemde iç borç, hükümet borcunun yüzde 80-90'ına karşılık geliyordu. İç borç stokunun yalnızca yüzde 10'u dolara bağlıydı, dolayısıyla Tayland olayını "yükümlülüklerin dolarizasyonu" için bir örnek olarak göstermenin bir anlamı olmayacaktır. Dolara bağlı iç borçları kimlerin elinde bulundurduğu hakkında bir bilgimiz yoktur; herhalde böyle bir veri, bu borcun niye çıkarıldığı hakkında bir ipucu sağlayacaktı.

İç borçlar hakkında bildiklerimizi özetleyecek olursak, tarihin büyük bölümünde, birçok ülkede (özellikle yükselen piyasalarda) iç borcun, toplam borcun büyük ve çok önemli bir kısmını oluşturduğuna dikkat çekebiliriz. Bu borçların vade yapısı ya da onlara ödenen faiz oranları hakkında hiçbir şey, dış borcun sürdürülebilirliği ya da enflasyonun istikrarıyla ilgili hesaplamalarda bunların göz ardı edildiği yaygın uygulamaları haklı çıkarmaz.

Veri kümemizin önemli sınırlamaları olduğunu biliyoruz. Birincisi, veriler genellikle, yalnızca merkezi hükümet borçlarını kapsıyor. Doğal olarak, devlet borcu ve yerel borç ile teminat altına alınmış yarı-kamu kurumlarının çıkardığı borçları da kapsayan konsolide hükümet borçları hakkında uzun dönem zaman serilerine sahip olmak, istenen bir şeydir. Dahası, genellikle döviz müdahalesinden korunmak amacıyla, dünyadaki birçok merkez bankası kendi adına borç kâğıdı çıkarıyor.[6] Doğal olarak, bu verilerin eklenmesi, yalnızca iç borcun ne kadar önemli olduğuna dair algılamamızı genişletecektir.

Şimdi bu verilerin bazı önemli olası uygulamalarını ele alıyoruz.

İç Borç Ödeyememe Durumu Evreleri

Teorik modeller, kamu iç borçları hakkında geniş bir varsayım çeşitliliğini kapsar. Modellerin çok büyük bir çoğunluğu, borçların tamamen kapatılıp

6 Bu "tehlikeli" uygulamalar için bkz. Calvo (1991).

ödeneceğini varsayar. Bunlar, bütçe açığının Ricardocu denklik ilkesine göre ilgisiz sayıldığı modelleri kapsar.[7] (Ricardocu denklik ilkesi temel olarak, hükümet borç kâğıdı çıkararak vergileri azalttığı zaman, halkın vergi sonrası artan gelirlerini harcamayacağını, bunun yerine ileride ödemek zorunda kalacağı vergiler için tasarruf etmesi gerektiğini varsayar.) Borcun tamamen kapatılıp ödendiğini içeren modeller, kamu iç borcunun, hükümetin bütçe kısıtları kanalıyla fiyat düzeyinin belirlenmesinde temel girdi olarak alındığı modeller ve kuşakların örtüştüğü modellerdir.[8] Hükümetlerin borçlarını ödemeye hiç eğilimli olmadığını anlamamıza yardımcı olacak çok az literatür vardır.[9] Ne var ki, literatürün içinde yer alan genel varsayım; hükümetlerin, borçlarından enflasyonla kurtulmayı tercih etseler bile, kamu borçlarını ödemekten vazgeçtikleri duruma çok ender rastlanacağı yönündedir. Bu varsayım, dış borçlar hakkındaki literatürle kesin çelişki içindedir; burada hükümetin borç ödeyememe durumuna yönelmesi ana merak odaklarından biridir.

Gerçekte, tarihsel kayıtları okuduğumuzda, kamu iç borçları üzerine açık hukuki borç ödeyememe durumlarının, dış borç ödeyememe durumundan daha az olmasına rağmen, çok da nadir olmadığını görüyoruz. Veri kümemizde 1800'den beri (250 dış borç ödeyememe durumuna karşılık) 70'ten fazla açık borç ödeyememe durumu bulunmaktadır.[10] Bu hukuki borç ödeyememe durumları, birbirinden farklı mekanizmalar nedeniyle gerçekleşmiştir. Bu mekanizmalar, zorunlu olarak daha düşük oranlı kuponlara dönüştürmeden, anaparanın tek taraflı düşürülmesine (bazen para birimi dönüşümüyle birlikte) ve ödemelerin uzatılmasına kadar uzanmaktadır. 7.2 - 7.4 numaralı tablolar bu devreleri listeliyor. Şekil 7.5, verileri topluyor ve her yıl için, iç borç ödeyememe durumuna düşen ülkelerin paylarının grafiğini çiziyor.

İç borç ödeyememe olaylarını sınıflandırmamızın alt sınırda kaldığı kesindir çünkü iç borç ödeyememe durumlarını saptamak ve uluslararası borç ödeyememe durumlarını saptamaktan çok daha zordur. 1930'lardaki

---

7 Bkz. Barro (1974).

8 Birincisi için bkz. Woodford (1995) ve sonuncusu için Diamond (1965).

9 Örneğin Tabellini (1991) ve Kotlikoff vd. (1988).

10 Yakın geçmişteki bir avuç iç borç ödeyememe durumu da dahil olmak üzere, örneklem, aslında yetmişten çok iç borç ödeyememe durumunu da kapsayacak şekilde genişletilebilir.

TABLO 7.2
İç borç ya da yeniden yapılanma devrelerinden seçmeler, 1740-1921

Ülke	Tarihler	Yorum
ABD	Ocak 1790	Nominal faiz oranı yüzde 6 düzeyindeydi ama bu faizin bir kısmının ödenmesi on yıl ertelendi.
ABD (dokuz eyalet)	1841–1842	Üç eyalet biraraya gelerek borçlarını ödemeyi reddettiler.
ABD (eyaletler ve yerel hükümetler)	1873–1883 veya 1884	1873'te, on eyalet borcunu ödeyemez durumdaydı. West Virginia vakasında anlaşma 1919 kadar geç bir tarihte sağlandı.
Arjantin	1890	Bu borç ödeyememe durumu aynı zamanda birçok "iç" tahvile doğru da uzanmıştır. Bu tahviller Londra'da çıkarılmamış olsa da, İngiliz Sterlini cinsinden döviz olarak hazırlandı ve yurtdışında piyasaya çıkarıldı – 1990'daki Meksika tesobonolarının öncüsü oldular.
Britanya	1749, 1822, 1834, 1888–1889	Bunlar borçların daha düşük faiz kuponu veren borçlara çevrildiği birçok olayın arasında yer alıyordu. Bu olaylarda faiz oranlarındaki indirimler çoğunlukla yüzde 0,5-1,0 şeklinde oldu.
Çin	Mart 1921	1919'dan itibaren çoğu hükümet tahvilinin ödenmeyen bakiyesi hakkında anlaşmaya varmak amacıyla konsolide bir iç borç planı hazırlandı.
Danimarka	Ocak 1813	Kriz sırasında, dış borçlar ödendi ama iç borç yüzde 39 azaldı.
Meksika	30 Kasım 1850	Aynı yılın Ekim ayında dış borçlarını yeniden yapılandırdıktan sonra, toplam kamu borcunun yüzde 60'ına varan iç borç kabaca yarıya düştü.
Peru	1850	Sömürge dönemindeki iç borçlar silinmedi ve bu borçlar en sonunda yeniden yapılandırıldı.
Rusya	Aralık 1917–Ekim 1918	Borçların ödenmesi kabul edilmedi ve her tür altına el konuldu; bunu tüm dövizlere el konulması izledi.

Kaynaklar: Bu tablonun hazırlanmasında birçok kaynak kullanılmıştır. Kaynakçada hepsi gösterilmiştir.

TABLO 7.3
İç borç ya da yeniden yapılanma devrelerinden seçmeler, 1920'lerin sonu - 1950'ler

Ülke	Tarihler	Yorum
ABD	1933	Altın yasası kaldırıldı. Gerçekte, ABD 1903'te Panama'yla yaptığı bir anlaşmaya göre ödemesi gereken yıllık altını ödemeyi reddetti. Anlaşmazlık 1936'da, ABD taahhüt edilen miktarı altın balboa (Panama'nın para birimi, ç.n.) olarak ödeyince çözümlenmiş oldu.
Almanya	20 Haziran 1948	Para reformu, kişi başına 40 Alman markı tutma hakkı tanıdı ve beraberinde tüm banka hesaplarının kısmen iptalini ve bloke edilmesini uygulamaya soktu.
Avusturya	Aralık 1945	Şilin yeniden düzenlenerek kişi başına 150 şilin tutma hakkı tanındı; kalan miktar banka hesaplarında bloke edilecekti. Aralık 1947'de, bloke edilen bu büyük miktardaki şilinler geçersiz kılındı ve değersiz hale geldi. Mevduatların yüzde ellisi geçici olarak bloke edildi.
Bolivya	1927	Faizlerin kalan kısmının ödenmesi 1940'a kadar sürdü.
Britanya[a]	1932	Birinci Dünya Savaşı'ndan kalan borçların çoğu birleştirilerek yüzde 3,5 oranında yıllık ödemeye bağlandı.
Çin	1932	Birkaç "borç konsolidasyonu" olayının birincisinde, iç borç ödemenin maliyeti yarıya indirildi. Faiz oranları (yüzde 9'dan yüksekti) yüzde 6'ya indirildi ve itfa dönemleri yaklaşık iki katına çıktı.
İspanya	Ekim 1936–Nisan 1939	Dış borçların faiz ödemeleri askıya alındı; iç borç ödemeleri birikmeye başladı.
Japonya	2 Mart 1946–1952	Enflasyondan sonra, yeni çıkarılan banknotların değiştirilmesi kişi başına 100 yen ile sınırlandırıldı. Kalan bakiyeler banka hesaplarında bloke edildi.
Kanada (Alberta)	Nisan 1935	Bu, borç ödeyememe durumuna düşen tek eyaletti ve borç ödeyememe durumu yaklaşık on yıl sürdü.

(*devam ediyor*)

TABLO 7.3 (devamı)

Ülke	Tarihler	Yorum
Meksika	1930'lar	Dış borç ödemeleri 1928'de askıya alındı. 1930'larda, faiz ödemeleri "harcamaların bakiyesiyle devlet memurlarının ve askerlerin maaşlarını" içeriyordu.[b]
Peru	1931	Peru 29 Mayıs'ta dış borç ödemelerini askıya aldıktan sonra iç borç ödemelerinin "faizlerini kısmen ödemeye" başladı.
Romanya	Şubat 1933	İç ve dış borç taahhütlerinin yerine getirilmesi (üç kredi dışında) askıya alındı.
Rusya	1947	Para reformu, özel kişilerde tutulan para miktarını yüzde 90 azalttı.
	10 Nisan 1957	İç borçların (o zaman yaklaşık 253 milyon rubleydi) ödenmesi reddedildi.
Uruguay	1 Kasım 1932–Şubat 1937	Dış borç taahhütlerini 20 Ocak'ta askıya aldıktan sonra, iç borç taahhütleri de aynı şekilde askıya alındı.
Yunanistan	1932	İç borçların faizi 1932'den başlayarak yüzde 75 azaltıldı; iç borç, toplam kamu borcunun yaklaşık dörtte birini oluşturuyordu.

Kaynaklar: Bu tablonun hazırlanmasında birçok kaynak kullanılmıştır. Kaynakçada hepsi gösterilmiştir.

[a]ABD'ye olan İkinci Dünya Savaşı borçları, karşılıklı anlaşmalara bağlı olarak yalnızca kısmen geri ödenmiştir. Teknik olarak, bu borç affi bir borç ödeyememe durumu oluşturmaktadır.

[b]Milletler Cemiyeti (çeşitli yıllar), *Statistical Abstract*.

Büyük Bunalım sırasında, gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde görülen yaygın borç ödeyememe durumları bile iyi belgelenmemiştir. Daha yakın bir örnek olarak Arjantin'i ele alalım. Arjantin, 1980 ile 2001 yılları arasında iç borcunu üç kez ödeyemez duruma düştü. İç borç ödeyemediği iki durum (1982 ve 2001'dekiler), dış borçlarını ödeyemediği durumlarla çakışınca uluslararası arenada ciddi oranda dikkat çekti. Bununla birlikte, büyük ölçekli 1989 borç ödeyememe durumu, dış borç ödeyememe durumuyla ilgili değildi ve Arjantin dışında çok az duyuldu.

TABLO 7.4
İç borç ya da yeniden yapılanma devrelerinden seçmeler, 1970-2008

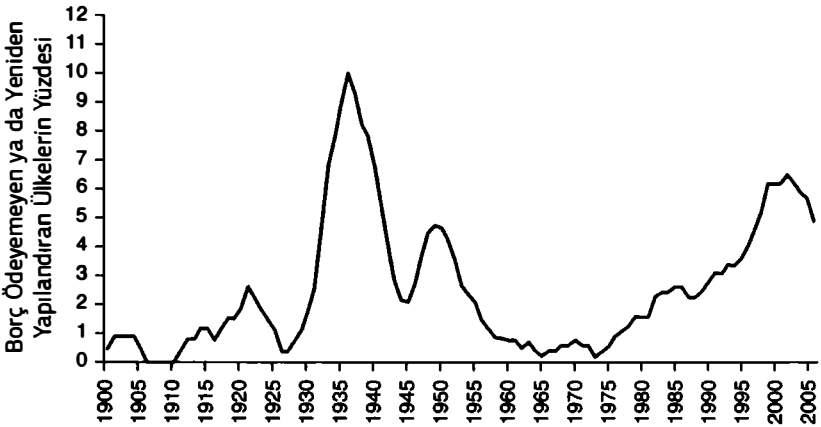
Ülke	Tarihler	Yorum
Afrika		
Angola	1976, 1992-2002	
Gabon	1999-2005	
Gana	1979, 1982	Merkez bankasının çıkardığı banknotları (yeni para birimine çevirme bağlamında) ödeyemez duruma düştü.
Kamerun	2004	
Kongo (Kinşasa)	1979	
Liberya	1989-2006	
Madagaskar	2002	
Mozambik	1980	
Ruanda	1995	Dış borç ödeyememe durumu olmadı.
Sierra Leone	1997-1998	
Sudan	1991	
Zimbabve	2006	İç borç taahhütlerinin yüzde 98,5'inden fazlasının vadelerinin bir yıldan az bir zaman içinde dolması nedeniyle, borçları yeniden yapılandırıldı.
Asya		
Moğolistan	1997-2000	
Myanmar	1984, 1987	
Solomon Adaları	1995-2004	
Sri Lanka	1996	Dış borç ödeyememe durumu olmadı.
Vietnam	1975	
Avrupa ve Ortadoğu		
Hırvatistan	1993-1996	
Kuveyt	1990-1991	
Rusya	1998-1999	Bu, Brezilya'da 1990'da gerçekleşen yerel para birimi borçlarının ödenememesi olayından sonraki en büyük (39 milyar ABD doları) olay oldu.
Ukrayna	1998-2000	Vadesi dolan tahvillerin süresi tek taraflı olarak uzatıldı.

(*devam ediyor*)

TABLO 7.4 (devamı)

Ülke	Tarihler	Yorum
Batı Yarımküre		
Antigua ve Barbuda	1998-2005	
Arjantin	1982, 1989-1990, 2002-2005	ABD doları cinsinden borçlar zorla peso cinsiden borçlara çevrildi.
Bolivya	1982	ABD doları mevduatları zorla yerel para birimine çevrildi. Sermaye denetimleri kaldırıldığında yapılan istikrar planının bir kısmı olarak, döviz mevduatlarına 1985'te yeniden izin verildi.
Brezilya	1986-1987, 1990	Enflasyona bağlı endekslerin kaldırılması, özgün sözleşmelere dahil edildi. 1990'da en büyük borç ödeyememe olayı (62 milyar ABD doları) meydana geldi.
Dominik	2003-2005	
Dominik Cumhuriyeti	1975-2001	
Ekvador	1999	
El Salvador	1981-1996	Bu vaka, Latin Amerika'da iç borç ödeyememe durumunun beraberinde dış borç ödeyememe durumunun görülmediği tek örnektir.
Granada	2004-2005	
Meksika	1982	Dolar mevduatları zorla pesoya çevrildi.
Panama	1988-1989	İç tedarikçilerin kredileri, ücretler, devlet memuru ve askerlerin maaşları geç ödeniyordu.
Peru	1985	ABD doları mevduatları zorla yerel para birimine çevrildi. Döviz mevduatına 1988'de yeniden izin verildi.
Surinam	2001-2002	
Venezuella	1995-1997, 1998	

Kaynaklar: Bu tablonun hazırlanmasında birçok kaynak kullanılmıştır. Kaynakçada hepsi gösterilmiştir.



Şekil 7.5. Kamu iç borçları: Borç ödeyememe ya da yeniden yapılandırma durumundaki ülkelerin yüzdesi, 1900-2008 (beş yıllık hareketli ortalama).
Kaynaklar: Milletler Cemiyeti; Reinhart, Rogoff ve Savastano (2003a); Standard and Poor's ve yazarların yaptığı hesaplamalar.
Notlar: Ağırlıklar dikkate alınmadan yapılan toplamalar.

İç Borçla İlgili Bazı Uyarılar

Bir hükümet, sorunu basitçe enflasyonla savuşturma olanağı varken niye kamu iç borcunu ödemeyi reddeder? Buna verilebilecek bir yanıt, enflasyonun özellikle bankacılık sistemi ve finans sektöründe bozulmaya neden olmasıdır. Hükümetin, enflasyon seçeneğine rağmen, borcunu ödememeyi, maliyeti daha düşük bir felaket olarak gördüğü durumlar olabilir. Borç kısa vadeli ya da endeksli olduğu zaman, enflasyonun olası bedeli özellikle sorunlu olabilir, çünkü hükümetin o zaman borç ödemelerini gerçek anlamda azaltmak için daha saldırgan biçimde enflasyonu şişirmesi gerekecektir. Diğer durumlarda, örneğin Büyük Bunalım sırasında ABD'de görüldüğü gibi, borç ödeyememe durumu (1933'te altın yasasını yürürlükten kaldırmak suretiyle), genişleyici maliye ve para politikaları kanalıyla ekonominin yeniden enflasyona sokulmasının bir önkoşuluydu.

Doğal olarak, fiili borç ödeyememe durumlarının (enflasyon yanında) başka biçimleri vardır. Özellikle, 1960'lardan 1980'ler başına kadar geçen süre içinde, abartılmış finansal baskının enflasyondaki yükselişlerle birleştirilmesi, yaygın bir borç ödeyememe biçimiydi. Brock, özellikle Af-

rika ve Latin Amerika'da enflasyon ve munzam karşılıkların pozitif korelasyon içinde olduğunu iddia eder.[11] Ani enflasyon çıkışlarıyla birleştirilen faiz oranı tavanının belirlenmesi de yaygındır. Örneğin, 1972-1976 arasında, Hindistan'da dış borçların yeniden takvime bağlandığı sırada, enflasyon 1973 ve 1974'te sırasıyla yüzde 21,2 ve 26,6'ya fırlamışken (bankalar arası) faiz oranları yüzde 6,6 ve 26,6'ydı. Finansal baskı kanalıyla gerçekleştirilen bu fiili borç ödeyememe devreleri, bizim hukuki kredi olaylarımız arasında listelenmemiştir. Ancak, enflasyonun yüzde 20 eşiğini geçmesi durumunda, o olayı bir enflasyon krizi olarak tanımladık.[12]

Doğrusu, birçok kuramsal modele yerleştirilen, hükümetlerin her zaman borçların ön yüzünde yazan miktarı ödediğine dair varsayım, özellikle geçmişteki ve bugünkü yükselen piyasalar için önemli bir abartı niteliğindedir. Bununla birlikte, hükümetlerin, yurtiçindeki güçlü hisse sahiplerini göz ardı ederek, sadece kendi iradeleriyle, iç borçlarını (hukuki ya da fiili) ödememe kararı alabileceklerini öne süren karşıt uçtaki görüşe de çekinceyle yaklaşıyoruz. Şimdi büyük iç borçların, dış borç ödeyememe durumu ve enflasyon için oluşturduğu tehdidin bazı sonuçlarını araştırmaya geçiyoruz.

---

11 Brock (1989). Brock'un örneğindeki gelişmekte olan ülkelerin ortalama ihtiyat gereksinimleri, 1960'tan 1980'lerin başına kadar 0,25 düzeyinde seyreder; bu, gelişmiş ülkelerdekinin üç katından daha yüksektir.

12 Anlaşılması güç başka bir borç ödeyememe örneği, Arjantin hükümetinin 2007'de enflasyona endekslenmiş borcunu ele alışında görülebilir. Bu dönemde en tarafsız gözlemciler, hükümetin manipülasyonu nedeniyle, Arjantin'in resmi enflasyon oranının reel enflasyonu ciddi anlamda düşük gösterdiğini kabul etmişlerdir. Bu düşük gösterme, endekse bağlanmış borçların, makul bir dereceye kadar kısmen ödenememesi anlamına geliyordu ve tahvil bulunduranların büyük bir kısmını etkilemişti. Oysa Arjantin'in fiilen gerçekleştirdiği borç ödeyememe olayı, dış basında ya da reyting kurumlarında büyük ölçüde yer almamıştı.

- 8 -

İÇ BORÇ: DIŞ BORÇLARIN ÖDENEMEMESİNİ VE YÜKSEK ENFLASYONU AÇIKLAMADA EKSİK HALKA

İç borcun öneminin farkına varmak, birçok ülkenin düşük gözüken borç eşiklerinde dış borç ödeyememe (ya da yeniden yapılandırma) durumuna düşmesinin sebebini anlamamızı sağlar. Gerçekten de, daha önceden göz ardı edilen borç yükümlülükleri dikkate alındığında, borç ödeyememe durumundaki mali baskının genellikle çok şiddetli olduğu açığa çıkar.

Bu bölümde, iç borcun, niye bazı hükümetlerin enflasyon oranlarını, parasal tabanla desteklenecek senyoraj gelirleriyle rasyonalize edilmesi mümkün olan düzeylerin üzerinde seçmek istedikleri şeklindeki paradoksu açıklayabileceğini göstereceğiz (daha basit konuşursak, eğer bir hükümet para üzerindeki tekelini, sürekli para basarak kötüye kullanırsa, en sonunda kendi para birimine olan talebi düşürmüş olacaktır; bu talep düşüşü, para basmaktan dolayı elde edeceği reel gelir, daha düşük bir enflasyon düzeyinde elde edeceği gelirin altına düşene kadar devam eder). İç borç konusu, enflasyon ve hiperenflasyon hakkındaki geniş ampirik literatür içinde fazlaca göz ardı edilmiş olmasına rağmen, birçok durumda gizli kamu iç borcunun en azından baz parayla (dolaşımdaki para artı bir hükümetin merkez bankasındaki banka mevduatları) aynı büyüklükte olduğunu ve bazen o miktarın birkaç katına ulaştığını görüyoruz.

Borca Dayanıksızlık Bilmecesini Anlamak

Dış borç ödeyememe durumu hakkındaki geleneksel aklı ve onun, borç sürdürülebilirliği uygulamaları ve borç ödeyememe eşikleri için çıkardığı sonuçları yeniden değerlendirerek başlıyoruz. Gerçekte, veritabanımızda bulunan 250 dış borç ödeyememe devresinin çok büyük bir çoğunluğunda

iç borcun büyük önemi olduğu açıktır. Tablo 8.1, dış borcun ve toplam borcun (iç ve dış yükümlülükleri de kapsayan), 19. ve 20. yüzyıllardaki en dikkat çekici borç ödeyememe durumlarının ertesindeki hükümet gelirlerine göre hesaplanan oranını vermektedir. Biz borcu hükümet gelirleri aracılığıyla standartlaştırıyoruz çünkü 19. yüzyıl borç ödeyememe devreleri için nominal GSYH verileri ya kusurludur ya da mevcut değildir (birçok ülke için standart kaynaklar, 19. yüzyıldaki GSYH'ler için sürekli zaman serisine benzer bir şey sağlamamaktadır).[1] Bir ülkenin yabancılardan aldığı dış borcunu geri ödeme gücünü değerlendirmek için temel bir anlam taşıyan ihracatlar, borç sürdürülebilirlik hesaplamalarına kamu iç borcunun eklenmesi durumunda, hükümet gelirlerinden daha az önemli olmaktadır.

Örneğimize bakışımızı daha da genişleterek, Şekil 8.1'de, dış borç, toplam borç ve gelirlerle ilgili tüm verilere sahip olduğumuz 1827-2003 dönemindeki seksen dokuz dış borç ödeyememe devresini temel aldık. Latin Amerika dışındaki tüm bölgelerde, dış borcun, bir ülkenin borç ödeyeme-

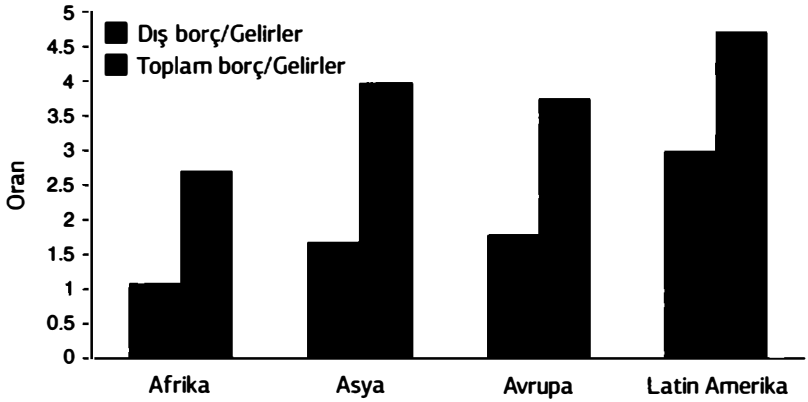
TABLO 8.1

Borç ödeyememe sırasındaki borç oranları: Seçilen devreler

Ülke	Borcun ödenemediği yıl	Kamu dış borcunun gelirlere oranı	Toplam kamu borcunun gelirlere oranı
Meksika	1827	1,55	4,20
İspanya	1877	4,95	15,83
Arjantin	1890	4,42	12,46
Almanya	1932	0,64	2,43
Çin	1939	3,10	8,96
Türkiye	1978	1,38	2,69
Meksika	1982	3,25	5,06
Brezilya	1983	0,83	1,98
Filipinler	1983	0,23	1,25
Güney Africa	1985	0,09	1,32
Rusya	1998	3,90	4,95
Pakistan	1998	3,32	6,28
Arjantin	2001	1,59	2,62

Kaynaklar: Bkz. ekler E.1 ve E.2.

[1] En iyi standart kaynaklardan biri Maddison'dur (2004).



Şekil 8.1. Dış borç ödeyememe sırasında kamu borcunun gelirlere oranı: Seksen dokuz devre, 1827-2003.
Kaynaklar: Milletler Cemiyeti, Mitchell (2003a, 2003b), Birleşmiş Milletler ve ekler E.1 ve E.2'de gösterilen diğer kaynaklar.

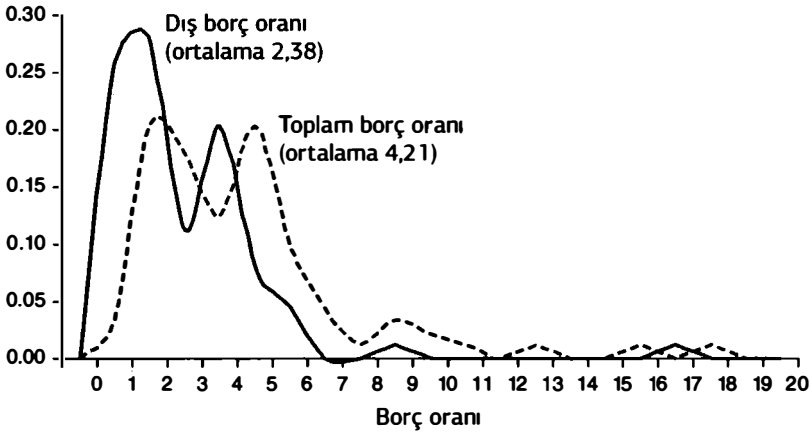
diği yılda tipik olarak toplam borcunun yarısından az olduğunu görüyoruz. Latin Amerika'da ise ortalama oran daha yüksektir (fakat yine de sadece yüzde 60'tır).

Böylelikle, iç borçlarla ilgili verilerin ortaya çıkarılması, uluslararası borç literatüründe sorulan temel soruya en azından kısmi bir yanıt getirir: Yükselen piyasaların hükümetleri, niye borç geri ödemelerinin ve borcun GSYH'ye oranının bu kadar düşük olduğu düzeylerde borçlarını ödeyemeyecek duruma düşerler?[2] Örneğin 2. Bölümde, borçlarını seri şekilde ödeyemeyenlerin, euro alanındaki Maastricht Anlaşması'yla belirlenen yüzde 60 üst sınırının altındaki borç/GSYH oranlarıyla borçlarını ödeyemez hale düştüklerini gösteren bulguları tartışmıştık.[3] Gerçekte, kamu iç borcu dikkate alındığında, göze çarpan anormallik büyük ölçüde ortadan kalkar.

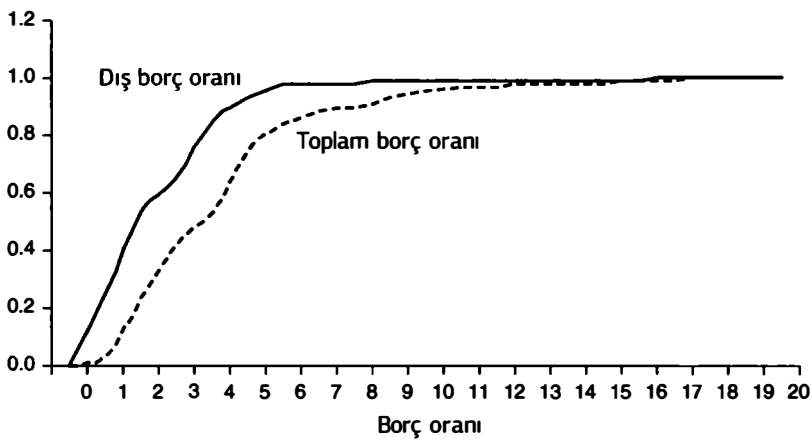
Şekil 8.2 ve 8.3, örneğimizde tüm verilere sahip olduğumuz dönemdeki tüm dış borç devreleriyle ilgili dış borç/GSYH ve toplam borç/GSYH oranlarına ait sıklık (frekans) dağılımlarını (basit ve kümülatif) sağlamak suretiyle verilere farklı bir perspektifle bakmamızı sağlar. Şeklin gösterdiği gibi, dış borçların ödenemediği bir yılda, dış borcun hükümet gelirlerine

2 Örneğin, Bulow ve Rogoff (1988b); Reinhart, Rogoff ve Savastasno (2003a).

3 Bkz. Reinhart, Rogoff ve Savastano (2003a).



Şekil 8.2. Dış borcun ödenememesi sırasındaki kamu borcunun gelirlere oranları: Gerçekleşme sıklıkları, 1827-2003.



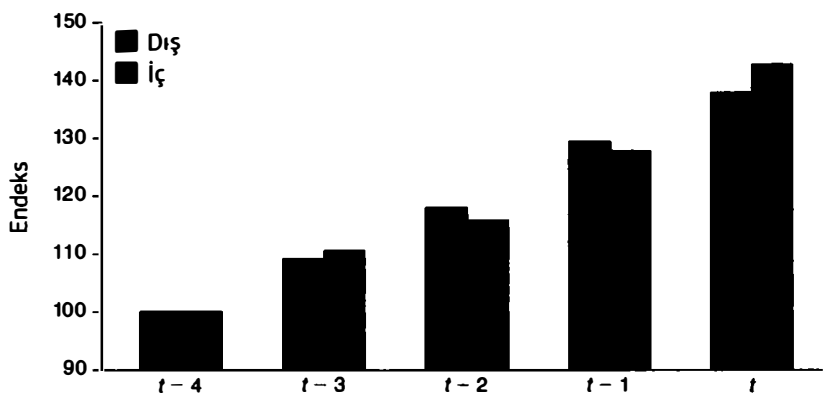
Şekil 8.3. Dış borcun ödenememesi sırasındaki kamu borcunun gelirlere oranları: Kümülatif gerçekleşme sıklıkları, 1827-2003.
Kaynaklar: Milletler Cemiyeti, Mitchell (2003a, 2003b), Birleşmiş Milletler, ekler E.1 ve E.2'de listelenen diğer kaynaklar ve yazarların hesaplamaları.
Not: Kolmogorov-Smirnov, 31,46; yüzde 1 düzeyinde önemli.

oranları, toplam borcun hükümet gelirlerine oranlarından çok daha küçük bir ortalamayla, 2,4'e karşı 4,2 ortalamayla toplaşmıştır. Bu büyüklük dereceleri arasındaki farklılıklar, birbirinden ayrı devreler arasında (Tablo 8.1'in bazı iyi bilinen vakaları gösterdiği gibi) tutarlılık göstermektedir. Bu farklılıklar, bölgeler ve zamanlar arasında da tutarlıdır.

Açıkçası, eğer iç borç önemsiz olsaydı, borcun ödenememesi sırasındaki toplam borç oranının sıklık dağılımı, iç borcunkiyle örtüşecekti. Yani, borcun ödenememe durumu ertesinde iç borcun, toplam borcun oldukça küçük bir oranını oluşturduğunu görecektik. Ancak, durum pek böyle değildir ve standart bir dizi testin bu hipotezi reddettiği, tablo boyunca görülmektedir.[4]

Dış Borçların Ödenememesinin Öncesindeki ve Sonrasındaki İç Borçlar

İç borç, dış borç ödeyememe devrelerinde durağan değildir. İç borçların kriz öncesi dönemde toparlanması genellikle, tıpkı dış borç ödeyememe durumuna doğru gidişte görüldüğü gibi, aynı hızlı artışları göstermektedir. Bu model, Şekil 8.4'te gösterilmiştir. Burada, örneğimizdeki devrelerin tü-

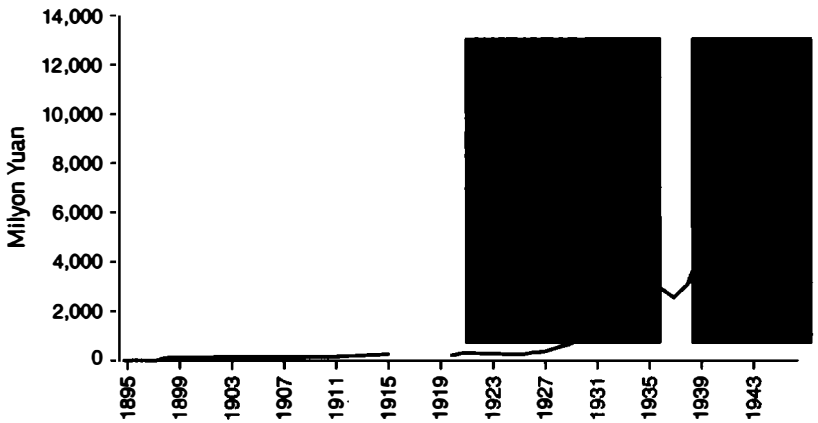


Şekil 8.4. Dış borç ödeyememe durumu öncesinde hükümetin iç ve dış borçlarındaki hızlı artış: Seksen dokuz devre, 1827-2003.
Kaynaklar: Milletler Cemiyeti, Birleşmiş Milletler ve ekler E.1 ve E.2'de listelenen diğer kaynaklar.
Not: Borç ödeyememe durumunun görüldüğü yıl "*t*" ile gösterilmiştir; t-4=100.

[4] Örneğin, Kolmogorov-Smirnov testi, iki sıklık dağılımının yüzde 1 düzeyinde eşit olduğunu söyleyen hipotezi reddetmektedir.

münde, dış borç ödeyememe durumu sırasındaki ve ondan önceki beş yılda borç birikimi tasvir edilmektedir.

Tahminen, iç ve dış borcun birlikte hareketi, daha önceki araştırmacıların da belgelediği gibi, maliye politikasının döngüsüyle aynı yöndeki gidişatın bir sonucudur.[5] Zaman içinde defalarca gösterildiği gibi, yükselen piyasa hükümetleri hoşa giden şoklara geçici olarak bakmaya eğilimlidir; sonu gözyaşlarıyla bitecek hükümet harcamaları ve borçlanmalarındaki çılgınlığı da körüklerler.[6] Şekil 8.4, borç ödeyememe tarihinin ötesine geçmez. Eğer bunun tersi olsaydı, ülkelerin, uluslararası sermaye piyasalarından çıkarılınca genellikle kamu iç borçlarını hızla arttırmayı sürdürdüklerini görürdük.



Şekil 8.5. Ödenmemiş kamu iç borcu: Çin, 1895-1949.
Kaynaklar: Huang (1919); Cheng (2003); Birleşmiş Milletler, Ekonomik İşler Departmanı (çeşitli yıllar), *İstatistik Yıllığı*, 1948-1984 ve yazarların hesaplamaları.
Not: 1916-1919 arası için veriler kayıptır.

5 Döngü yönündeki makroekonomik politikalar hakkındaki bulgular için bkz. Gavin ve Perotti (1997) ve Kaminsky, Reinhart ve Végh (2004). Cari işlemin döngü yönündeki hareketinin, yükselen piyasalardaki kalıcı şokların geçici şoklara olan yüksek oranıyla rasyonalize edilebildiğini gösteren bir model için ayrıca bkz. Aguiar ve Gopinath (2007).

6 Doğal olarak, bugünün zengin ülkeleri, eski dönemlerdekine çok benzeyen aynı sorunlar yaşamışlardır – onlar da seri borç ödeyememe olayları yaşadıklarında döngü yönünde mali politikalar izlemişlerdi.

Komünizm öncesi Çin (Şekil 8.5), iç borcun niye genellikle dış borç ödeyememe durumlarının sonrasında artış gösterdiğine dair ilginç ve eğitici bir örnektir. Çin hükümeti 1921 ve 1939'daki iki büyük borç ödeyememe durumu öncesinde, neredeyse tümüyle dış borca dayanıyordu. Ancak, dış borç alma yolu kapandığında, kendine fon bulma ihtiyacı içinde olan hükümet, Çin finans piyasalarının azgelişmiş durumuna rağmen iç borca dayanmak zorunda kaldı. Böylece her iki olayın sonucunda kamu iç borcunun patlamış olması hiç de şaşırtıcı değildi. 1940'ların ortalarına gelindiğinde, Çin hükümeti neredeyse tümüyle iç borca dayanmaya başlamıştı.

Enflasyon ve "Enflasyon Vergisi" Literatürü

İç borcu göz ardı etmiş olan başka bir literatür alanı, enflasyon ve hiperenflasyon üzerine yapılan ampirik çalışmadır. Cagan'dan bu yana araştırmacılar, hükümetin para basımından senyoraj geliri elde etme dürtüleri üzerine yoğunlaşmıştır.[7] Aslında bu literatürde tekrar eden paradoks, hükümetlerin bazen enflasyonu niye senyorajı maksimize eden oranın üzerine ve ötesine çıkarmak istediğiyle ilgilidir. Bu soruya zaman tutarlılığı ve kredibilite özelliklerinin öne çıkardığı konuları içeren birçok kurnaz ve mantıklı yanıt verilmiştir. Ne var ki, önemli derecede iç borcun mevcudiyetinin, gözden kaçmış büyük bir etken olabileceğini ileri sürüyoruz. Özelikle de –daha önce tartıştığımız gibi– genellikle büyük oranda uzun vadeli ve endekslenmemiş borcun atlandığını düşünüyoruz. Sadece nadir görülen hiperenflasyon devrelerinin çalışılmasına değil ama aynı zamanda çok daha genel olan yüksek ve normal düzeylerdeki enflasyon olgusuyla ilgili, örneğin Dornbush ve Fischer ve o zamandan beri birçok başka ekonomist tarafından yapılan ça-

[7] Bkz. Cagan (1956). Senyoraj geliri, hükümetin para basma üzerinde tekel uygulayarak elde ettiği gerçek gelirdir. Bu gelir, büyüyen ticari işlemlerin sabit fiyatlara göre ihtiyaç duyduğu para miktarı ve enflasyona yol açacak büyümeye yönelik para basımı olmak üzere ikiye ayrılabilir; ikincisi, mevcut para biriminin alım gücünü düşürecektir. Bu ikincinin etkisine genel olarak enflasyon vergisi denir. Klasik bir makalede, Sargent (1982), beş ülkenin (Avusturya, Çekoslovakya, Almanya, Macaristan ve Polonya) Birinci Dünya Savaşı'ndan sonra merkez bankalarının elinde olan hazine bonolarıyla ilgili verileri sunmuştur. Ancak, bu borçlar esas olarak konsolide hükümet bilançosunun üzerinde yapılan bir temizlik hareketiydi.

TABLO 8.2
Enflasyon ve kamu iç borcu: Seçilen devreler, 1917-1994

Ülke	Yıl	Enflasyon oranı	İç borcun GSYH'ye oranı	Baz paranın GSYH'ye oranı	İç borcun toplam iç yükümlülüklere oranı
		Bazı hiperenflasyon devreleri			
Almanya	1920	66,5	52,6	19,4	73,0
	1923	22.220.194.522,37	0,0	0,0	1,0
Arjantin	1989	3079,5	25,6	16,4	61,2
Brezilya	1987	228,3	164,9	9,8	94,4
	1990	2947,7	155,1	7,1	95,6
		Yüksek enflasyon devreleri			
Filipinler	1981	13,1	10,4	6,6	61,1
	1984	46,2	11,0	13,9	44,2
İtalya	1917	43,8	79,1	24,1	76,6
	1920	56,2	78,6	23,5	77,1
Japonya	1944	26,6	236,7	27,8	89,5
	1945	568,1[a]	266,5	74,4	78,2
Norveç	1918	32,5	79,3	86,4	47,9
	1920	18,1	106,9	65,6	62,3
Türkiye	1990	60,3	14,7	7,4	66,6
	1994	106,3	20,2	7,1	73,9
Yunanistan	1922	54,2	53,0	34,3	60,7
	1923	72,6	41,3	32,7	55,9

Kaynaklar: Bkz. ekler E.1 ve E.2.

Notlar: "Para" ve "borç" her devrenin başlangıcındaki düzeylere göndermede bulunur. Hiperenflasyon devreleri klasik Cagan tanımını karşılamaktadır.

[a]Bu devre klasik Cagan tanımını karşılamaz.

lışmalardan söz ediyoruz.[8] Gelişmekte olan ülkelerdeki ve savaş sonrası ülkelerdeki enflasyonist finans üzerine tam anlamıyla yüzlerce ampirik makale olmasına rağmen, iç borçtan nadiren söz edilmiş ve zaman serisi analizinde iç borç çok daha az kullanılmıştır.

[8] Bkz. Dornbusch ve Fischer (1993).

Vergi Tabanını Tanımlamak: İç Borç mu, Parasal Taban mı?

Dış borç hakkındaki literatüre göre, üzeri örtülü varsayım, iç borcun nispeten önemsiz olduğudur. Ancak, bu isabetli bir yaklaşım mıdır? Tablo 8.2 birçok önemli olayda iç borcun, baskın dürtü olmasa bile, hükümetin enflasyona izin vermesinde başta gelen etkenlerden biri olduğunu öne sürer.[9] Bu nedenle, reel enflasyon oranlarıyla, sadece parasal tabanı esas alarak hesaplanan hipotetik "senyoraj maksimize eden oranların" karşılaştırılması genellikle konu dışı kalabilir.

Örneğin, Tablo 8.2'de görüldüğü gibi, Almanya'da enflasyonun Birinci Dünya Savaşı sonrasında 1920'de yüzde 66'ya fırladığı zaman, iç borç, parasal tabanın neredeyse üç katına ulaşmıştı. Brezilya örneğinde, iç borç neredeyse parasal tabanın 20 katı olmuştu.[10]

İç borcun önemi hiperenflasyon devreleriyle sınırlandırılmamıştır. Tablo 8.2 aynı zamanda bir dizi yüksek enflasyon devresi de göstermektedir. 1945'te, enflasyon yüzde 500'ün üzerine çıktığı zaman, kamu iç borcu neredeyse Japonya'nın yükümlülüklerinin (parası dahil) yüzde 80'ini oluşturuyordu. Tablo 8.2'de listelenen örnek olayların tümünde, kamu iç borcunun büyüklük derecesi en az rezerv para kadardı (1918'de bunun bir parça altında olduğu Norveç örneği dışında).

"Enflasyonun Baştan Çıkarıcılığı" Yeniden Değerlendiriliyor

Hükümetlerin, borçlarının gerçek değerini enflasyon yoluyla düşürerek kazandıklarının tam hesaplanması için, borcun vade yapısı ve faiz ödemeleri hakkında ülkeler arası veri kümemizde mevcut olanlardan daha fazlasına ihtiyacımız vardır. Burada kritik bilgi, enflasyonun ne derecede istenmiş olduğudur. Ek olarak, kesin hesap yapabilmek için bankaların mevduat mun-

---

9 Doğal olarak, nominal borçları ödeyememe amacıyla tahmin edilemeyen enflasyondan yararlanma olasılığı, teorik literatürde iyi anlaşılmıştır, örneğin Barro (1983).

10 Brezilya örneği kuraldışı bir durum oluşturur; burada borcun bir kısmı enflasyona endekslenmiştir ve yine de endeksleme planındaki kopukluklar, hükümetin borcunu enflasyonun yeterince yüksek olması yardımıyla azaltmasına olanak tanır. Aslında, yıllarca hiperenflasyonla yalpalayarak seyreden bir ülke için tam anlamıyla söz konusu olan da budur.

zam karşılıklarına, faiz oranı düzenlemelerine, finansal baskı derecesine ve diğer kısıtlayıcı koşullara ihtiyaç vardır. Birçok önemli yüksek enflasyon devresi arasındaki baz parayla karşılaştırıldığında, nominal iç borcun bu kadar büyük olması, gelecekteki çalışmalarda borç konusuna çok daha fazla dikkat gösterilmesine ihtiyaç duyulduğunu gösteriyor.[11]

Dış borç, enflasyon ve iç borç arasındaki olası bazı bağları tartıştık ve enflasyondan borç ödeyememe durumuna geçişin, iç borç ödeyememe durumunun hesaplanmasında önemli bir bileşen olduğunu vurguladık. Sonraki bölümde dikkatimizi, şimdiye kadar araştırmadan öylece bıraktığımız ülkeler arası bağlamda dış borca karşı iç borç ödeyememe deneyimlerinin bazı özelliklerine çevireceğiz.

[11] Calvo ve Guidotti (1992) nominal borcun optimal vade yapısı hakkında bir model geliştirmiştir; bu modelde, hükümet esneklikle (finansal sıkıntı içindeyken uzun vadeli borcunu enflasyonla azaltma) düşük enflasyon oranı tutturmanın (enflasyonla azaltmanın daha zor olduğu çok kısa vadeli borçlanmayla erişilebilen bir hedef) kazandıracağı yüksek itibar arasında bir tercih yapmak durumundadır.

- 9 -

İÇ VE DIŞ BORÇ ÖDEYEMEME: HANGİSİ DAHA KÖTÜ? HANGİSİ BAŞTA?

İç borç miktarının, özel olarak dış borç ödeyememe ya da yüksek enflasyon durumlarında, genelde büyük olduğunu göstermiş bulunuyoruz. Bu durum, krizlerin kendini nasıl gösterdiğini anlamaya uğraşırken, iç ve dış borcun göreceli üstünlüğünü daha iyi anlamamıza yardımcı olacaktır. Bu bölüm, verilerdeki bazı anahtar özelliklere göz gezdirmek için başlangıç oluşturacak bir çabadır. Krizlerin kendini gösteriş tarzı, ülkeler ve dönemler arasında farklılıklar gösterir. Merkez bankalarının bağımsızlığı ve döviz kuru rejimi gibi birçok etken muhtemelen bu konuyla ilgilidir. Bununla birlikte, iç ve dış borç ödeyememe durumları öncesi ve sonrasındaki üretim ve enflasyonun gelişim çizgileri arasında yapılacak birkaç karşılaştırma oldukça açıklayıcı ve anlamlı olacaktır.[1]

Hesaplamalarımız, birkaç nedenle, sadece düşündürücü olarak değerlendirilmelidir. Bunlardan bir tanesi, fiili borç ödeyememe durumları şöyle dursun, iç borç ödeyememe durumları hakkında bizimkinden önceki zamana uzanan kapsamlı veritabanı bulunmamasıdır. Örneğimizdeki dış borç ödeyememe durumları ya da yüksek enflasyon devreleri hakkında sahip olduğumuz resmin nispeten tam olduğundan emin olmamıza rağmen, dikkatimizi hukuki borç ödeyememe durumlarıyla kısıtlamış olsak bile, kaç tane iç borç ödeyememe durumunu kaçırdığımızı gerçekten bilmiyoruz. Bu bölümde, iç borç ödeyememe ya da yeniden yapılandırma devrelerinin tarihsel arşivlerde nasıl açıkça gizlendiğine dair belli göstergeler su-

[1] Diğer ekonomik göstergeler (daha sonra ayrıntılı olarak inceleyeceğimiz enflasyon ve kişi başına düşen GSYH'deki büyümenin yanında), bir ülkenin borç ödeyememe durumuna girmeye niyetlenmeden önce koşulların ne kadar kötüleşmesi gerektiğiyle ilgili genel sorun hakkında daha zengin bir yanıt sunabilecektir (özellikle, iç borç ödeyememe durumuna karşı dış borç ödeyememe durumunun yoksulluk, sağlık, gelir dağılımı ve benzerleriyle ilgili sosyal göstergeler üzerindeki etkileri oldukça farklı olmaktadır).

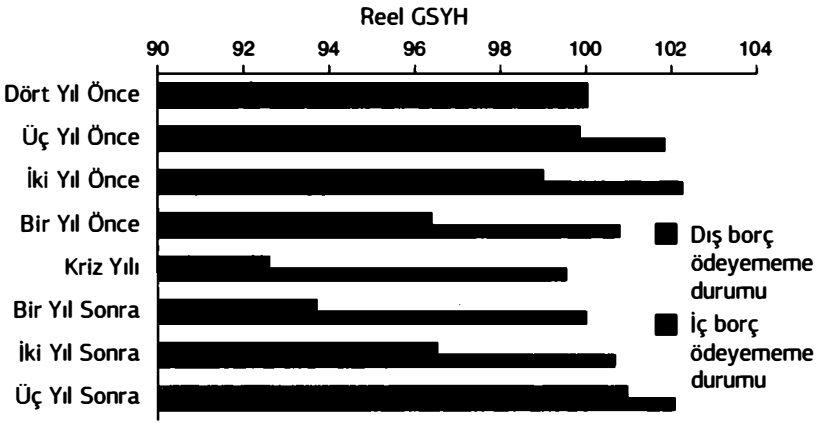
nuyoruz. Bu nedenle, iç borç ödeyememe durumlarına ilişkin listemiz, kesinlikle, gerçek vakaların sadece daha az sayıdaki bir kümesi oluyor.

En son olarak, borç ödeyememe vakasını belgelendirme konusunda sistematik bir yaklaşıma sahibiz ama borç ödeyememe durumunun büyüklüğü konusunda bir şey söylemiyoruz; bu konu tartışılmaya değer. Kamu borcu hakkındaki veritabanımız, özgün borç ödeyememe ya da yeniden yapılandırma durumunun büyüklüğünü sezmeye yardımcı olacak değerli bilgiler sağlıyor olsa bile, bu verilerin sonradan gelen yeniden yapılanma durumunun anlık görüntüsünü ya da gerçek düzelme oranlarını sağlayacağını öne sürmek, düş gücümüzü zorlamak olacaktır. Bu itirazlarımızı aklımızda tutmakla birlikte, bazı sonuçların göze çarptığını görmekteyiz.

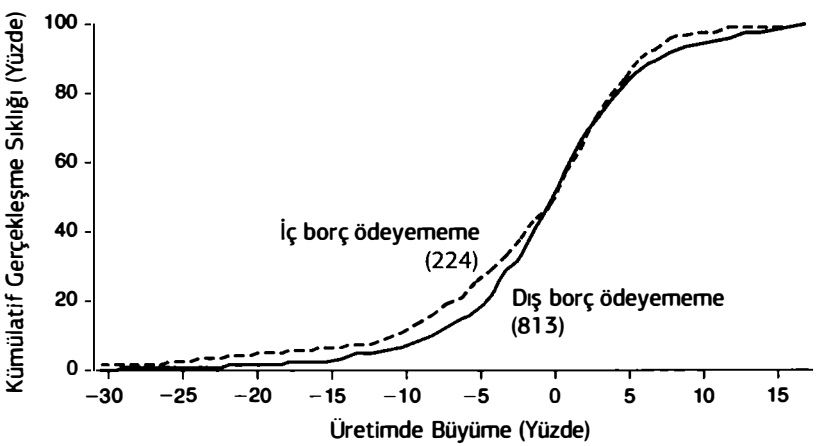
Borç Ödeyememe Durumları Öncesinde ve Sonrasında Reel GSYH

Birincisi, borç ödeyememe durumu arifesinde makroekonomik koşullar ne derecede kötüydü? Tartışmasız bir şekilde, bir iç borç ödeyememe durumu öncesinde üretimdeki düşüşler, bir dış borç ödeyememe durumu öncesinde görülenlere göre çok daha kötüdür. 9.1 ve 9.2 numaralı şekillerde öne çıkarıldığı gibi, bir iç borç ödeyememe durumu öncesindeki üç yıllık bir hazırlık döneminde, üretimde görülen ortalama kümülatif düşüş yüzde 8'dir. Sadece iç borç krizinin yaşandığı yıl, üretimdeki düşüş yüzde 4'tür. Dış borç olayları arasındaki karşılaştırmalı ortalama düşüş yüzde 1,2'dir. İç ve dış borç ödeyememe durumları öncesindeki koşulları karşılaştırmak için, borç ödeyememe durumu öncesindeki kümülatif değişiklikler için yaptığımız testlerle birlikte, ayrı ayrı yıllar için değişik testler de uyguladık. Sonraki test, toplamda, iç krizlerle ilgili 224 gözlemi (yani, içerdeki krizlerin ilerleyişiyle ilgili yapılan yıllık gözlem sayısı) ve dış çöküşlerle ilgili 813 gözlemi (yine, kriz sayısıyla yıl çarpımı) içermektedir.

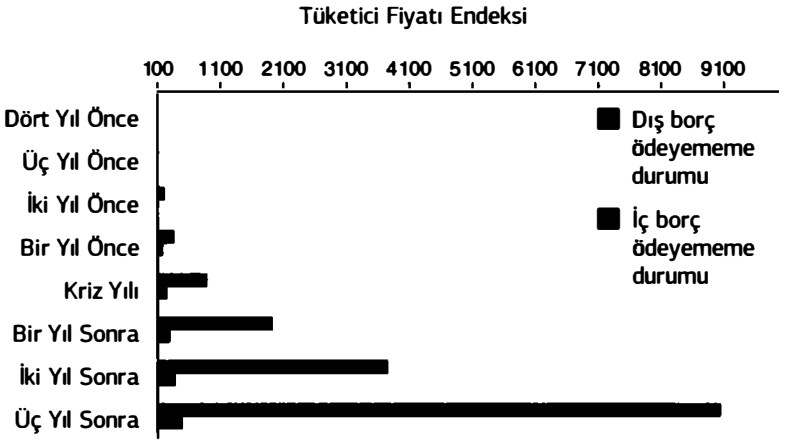
Daha önce belirtildiği gibi, sonuçlar dikkatle yorumlanmalıdır çünkü birçok iç devre, ikiz borç ödeyememe krizidir ve bunun sonucunda üretim de (eğer kaldıysa) dış kredilere kısıtlı erişim olanağı nedeniyle can çekişmektedir.



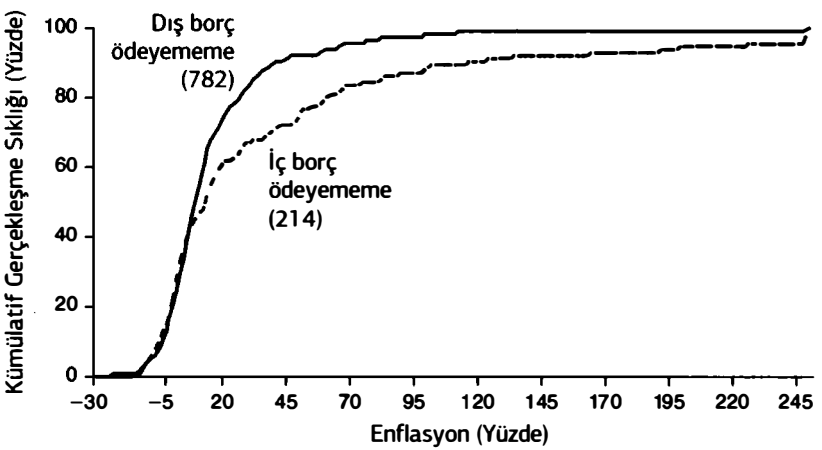
Şekil 9.1. İç ve dış borç krizleri öncesinde, sırasında ve sonrasındaki reel GSYH, 1800-2008.
Kaynaklar: Maddison (2004), Total Economy Database (2008) ve yazarların yaptığı hesaplamalar.
Not: Reel GSYH, krizden 4 yıl öncesine 100 olarak endekslenmiştir.



Şekil 9.2. İç ve dış borç krizleri ve reel GSYH, krizden üç yıl önce ve kriz yılında, 1800-2008.
Kaynaklar: Maddison (2004), Total Economy Database (2008) ve yazarların yaptığı hesaplamalar.
Notlar: Kolmogorov-Smirnov testi (K-S testi) iki veritabanı arasındaki farkın önem derecesini sınamak için uygulanmıştır. K-S testi, veri kümesinin dağılımı hakkında bir varsayım gerektirmemesi nedeniyle üstünlüğe sahiptir. Test parametrik değildir ve dağılımlardan bağımsızdır. Burada Kolmogorov-Smirnov değeri 8,79; önem derecesi 1'dir.



Şekil 9.3. İç ve dış borç krizi öncesinde, sırasında ve sonrasındaki tüketici fiyatları, 1800-2008.
Kaynaklar: IMF (değişik yıllar için), *International Financial Statistics* ve *World Economic Outlook*; ek E.1'de listelenen ek kaynaklar ve yazarların yaptığı hesaplamalar.
Not: Tüketici fiyatları krizden dört yıl öncesine 100 olarak endekslenmiştir.



Şekil 9.4. İç ve dış borç krizleri ve enflasyon, krizden üç yıl önce ve kriz yılında, 1800-2008.
Kaynaklar: IMF (değişik yıllar için), *International Financial Statistics* ve *World Economic Outlook*; ek E.1'de listelenen ek kaynaklar ve yazarların yaptığı hesaplamalar.

TABLO 9.1

Borç krizleri yakınlarında ve sırasında üretim ve enflasyon

	Ortalama testleri					
	Ortalama reel GSYH büyümesi			Ortalama enflasyon		
	İç	Dış	Fark	İç	Dış	Fark
$t-3$	−0,2	1,8	−2,0*	35,9	15,6	20,3*
$t-2$	−0,9	0,4	−1,3	38,3	14,6	23,7*
$t-1$	−2,6	−1,4	−1,2	68,0	15,0	53,0*
t (kriz)	−4,0	−1,2	−2,8*	171,2	33,4	137,8*
$t+1$	1,2	0,4	0,8	119,8	38,2	81,6*
$t+2$	3,0	0,7	2,3*	99,2	28,9	70,2*
$t+3$	4,6	1,4	3,2*	140,3	29,1	111,2*
$t-3$'ten t'ye	−1,9	−0,1	−1,8*	79,4	19,7	59,7*
$t+1$'den $t+3$'e	2,9	0,8	2,1*	119,8	32,1	87,7*
	İki dağılımın eşitliğini sınamak için yapılan Kolmogorov-Smirnov testleri					
	Gözlem sayısı		K-S istatistik	Gözlem sayısı		K-S istatistik
	İç	Dış		İç	Dış	
$t-3$'ten t'ye ve $t+1$'den $t+3$'e	224	813	8,8*	214	782	20,0*

Kaynaklar: IMF (değişik yıllar için) *International Financial Statistics* ve *World Economic Outlook*; Maddison (2004); Total Economy Database (2008); ek kaynaklar ekler E.1 ve E.2'de listelenmiştir ve yazarların yaptığı hesaplamalar.

Notlar: Ortalama t-testleri bilinmeyen ve eşit olmayan varyansların bulunduğunu varsayar. Borç ödeyememe durumunun yaşandığı yıl (t) ile gösterilmiştir. Yıldız işareti (*) farkın yüzde 1 düzeyinde istatistiksel olarak önemli olduğunu gösterir. Kolmogorov-Smirnov testinin yüzde 1 anlamlılık düzeyindeki kritik değeri 5,16'dır.

Borç Ödeyememe Durumları Öncesinde ve Sonrasında Enflasyon

Enflasyon oranı için yapılan benzer çalışma daha da kuvvetli farklar gösteriyor (9.3 ve 9.4 numaralı şekiller). Bir dış borç ödeyememe durumunun gerçekleştiği yılda enflasyon ortalama olarak yüksektir: yüzde 33.[2] Ne var

[2] Bir dış borç ödeyememe olayından sonra, özellikle de döviz kurlarında büyük çapta değer kaybı görülmesiyle birlikte, enflasyonun yükselmesi oldukça şaşırtıcıdır.

ki enflasyon, iç borç krizleri sırasında hızla artmıştır: borç ödeyememe durumunun görüldüğü yıl, ortalama olarak yüzde 170'lik bir artış görülmüştür.[3] İç borç ödeyememe durumu sonrasında, enflasyon yüzde 100 ve daha üzerinde kalmaktadır. Hiç şaşırtmasın, –çok daha açık kamulaştırmalar öncesinde, sırasında ve sonrasında– enflasyonla birlikte gelen borç ödeyememe durumu, iç borç ödeyememe durumuyla kol kola gitmektedir. Enflasyon üzerine mevcut geniş akademik literatür bu konuda sessiz kalıyor.[4] Açık iç borç ödeyememe durumunun, yalnızca ciddi makroekonomik sıkıntılar sırasında gerçekleşme eğiliminde olduğu sonucuna varıyoruz.

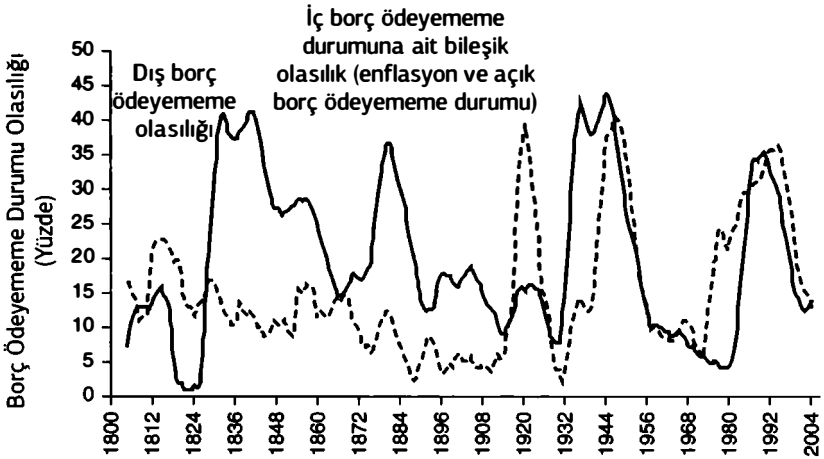
İç ve dış borç ödeyememe durumlarının görüldüğü evreler arasındaki reel GSYH ve enflasyonu karşılaştırmak için daha analitik bir yaklaşım, Tablo 9.1'de gösterilmiştir. Tablonun sütunları, bu iki tip borcun ödenememe durumları öncesi ve sonrasındaki ekonomik büyüme ve enflasyon için örneklerin ortalamalarını sağlıyor. Alttaki satır, iki sıklık dağılımını istatistiksel olarak sınayan Kolmogorov-Smirnov testinin sonuçlarını veriyor. Gerek reel büyüme gerek enflasyon, iç borç ödeyememe durumlarında, dış borç ödeyememe durumlarına göre tümüyle farklı hareket etmektedir.

İç ve Dış Kredi Kurumlarından Alınan Borçların Ödenememe Vakası

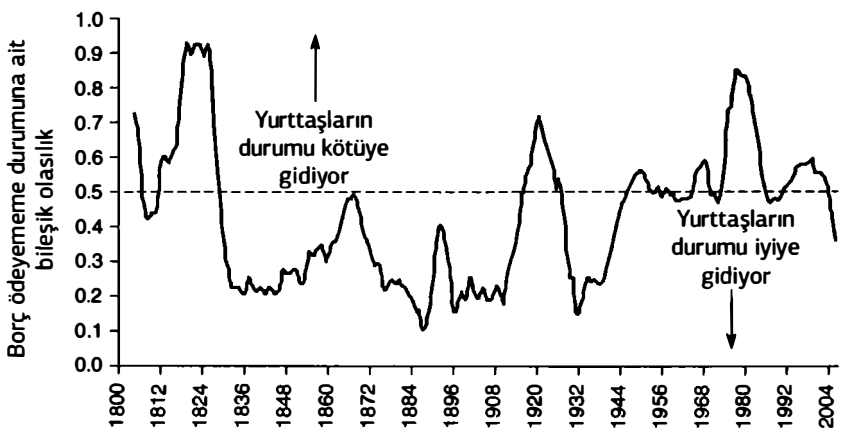
Yabancıların mallarına el konulmasına karşı yurttaşların mallarına el konulması olayına bir parça ışık tutmak amacıyla, 1800-2006 dönemi için dört zaman serisi hazırladık. Bunlar, dış borçların ödenememesi olasılığı (ya da belli bir yılda dış borç ödeyememe durumunda olan ülkelerin örneğimiz içindeki payı); iç borç ödeyememe devreleri için karşılaştırılabilir istatistikler; enflasyon krizi olasılığı (burada örneğimizin kapsadığı iki yüzyılı aşan bir dönem içindeki belli bir yılda, yıllık enflasyon oranı yüzde 20'yi geçen ülkelerin payı olarak tanımlanmıştır) ve yurtiçinde yaşayanların varlıklarına

[3] Bolivya'nın 1982'de iç borçlarını ödeyememesini bu ortalamalara dahil etmedik çünkü enflasyon, iç borç ödeyememe olayından bir önceki yılda (t-1) yüzde 11.000'e ulaşmıştı.

[4] Reinhart ve Savastano (2003), Bolivya ve Peru'daki hiperenflasyonlar sırasında bankalardaki döviz mevduatlarına zorla el konulması olayını (2002'de Arjantin'de de görülen) tartışmışlardır.



Şekil 9.5. Kimlerin malına el konuyor, yurtiçinde yaşayanların mı, yabancıların mı? İç ve dış borç ödeyememe durumlarına ait olasılık değerleri, 1800-2006.
Kaynaklar: IMF (değişik yıllar için), *International Financial Statistics* ve *World Economic Outlook*; Maddison (2004); Total Economy Database (2008); ek E.1'de listelenen ek kaynaklar ve yazarların yaptığı hesaplamalar.



Şekil 9.6. Toplam borç ödeyememe durumunun payı olarak iç borç ödeyememe durumuna ait bileşik olasılık, 1800-2006.
Kaynaklar: IMF (değişik yıllar için), *International Financial Statistics* ve *World Economic Outlook*; Maddison (2004); Total Economy Database (2008); ek E.1'de listelenen ek kaynaklar ve yazarların yaptığı hesaplamalar.

TABLO 9.2
Kimlerin malına el konuyor, yurtiçinde yaşayanların mı, yabancıların mı? İki oranın eşitliğini sınamak için uygulanan ön testler (binom dağılımı), 1800-2006

	İki örnek	1800-2006	1800-1939	1940-2006
$n_1 = n_2$	Dış ve iç borç ödeyememe durumlarına ait olasılıkların hesaplandığı gözlem (yıl) sayısı	207	139	66
p_1	Dış borç ödeyememe durumu olasılığı	0,1975	0,2048	0,1823
p_2	İç borç ödeyememe durumuna ait bileşik olasılık[a]	0,1505	0,1202	0,2138
$p_1 - p_2$	Fark	0,0470	0,0846	–0,0315
Z-test		1,2625	1,9122*	–0,4535
	Anlamlılık düzeyi	0,1034	0,0279	0,6749
Kimin malına daha çok el konuluyor, yurtiçinde yaşayanların mı, yabancıların mı?		Aynı	Yabancılar	Aynı

Kaynaklar: IMF (değişik yıllar için), *International Financial Statistics* ve *World Economic Outlook*; Maddison (2004); Total Economy Database (2008); ek E.1'de listelenen ek kaynaklar ve yazarların yaptığı hesaplamalar.

Notlar: Bu tablo "Yakın dönemde (yani, 1800-1939'dan 1940-2006'ya kadar geçen sürede) yurtiçinde yaşayanların mallarına el konulma olasılığı arttı mı?" sorusunu yanıtlıyor. Yanıt "Evet!" Z-testi, 1,4716; anlamlılık düzeyi, 0,0706**; borç ödeyememe yılı (t) ile gösterilmiştir. İki oranın eşitliğini sınamak için uygulanan test istatistiği aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

$$P = \frac{p_1 n_1 + p_2 n_2}{n_1 + n_2} \quad \text{olduğu zaman,} \quad Z = \frac{(p_1 - p_2)}{\left\{P(1-P)\left[\frac{1}{n_1} + \frac{1}{n_2}\right]\right\}^{1/2}}.$$

[a]İç borç ödeyememe durumuna ait bileşik olasılık açık iç borç ödeyememe durumu olasılığı artı bir enflasyon krizi olasılığı (yani, enflasyon kanalıyla girilen borç ödeyememe durumu olasılığı) olarak tanımlanmıştır.

(*) Anlamlılığı yüzde 5 düzeyinde gösteriyor.

(**) Anlamlılığı yüzde 1 düzeyinde gösteriyor.

el konulmasının özet göstergesi anlamında yüksek enflasyon ve iç borç ödeyememe vakalarının toplamından ibarettir.[5]

Şekil 9.5, enflasyon ya da açıktan açığa borç ödeyememe durumunun gerçekleşmesi kanalıyla düşülen iç borç ödeyememe durumuna ait karşılaştırılabilir istatistiklerle, dış borç durumuna ait olasılık değerlerini gösteriyor. Tablo 9.2, temeli oluşturan veriler hakkında biraz özet istatistik sunuyor. İkinci Dünya Savaşı'na kadar olan dönemdeki ve savaşın ilk yıllarındaki dış borç ödeyememe olayları daha sonraki dönemle karşılaştırıldığında daha fazlaydı.[6] Özellikle, 1800-1939 dönemi için dış borçların ödenememesi olasılığı yüzde 20'yken, iç borçların ödenememesi olasılığı 12'ydi. Örneğin tamamı için bakıldığında, istatistiksel açıdan, yabancılardan alınan kredilerin ödenemediği vakalarla, yurtiçinden alınan kredilerin ödenemediği vakalar arasında önemli fark yoktu. Kâğıt (fiat/kaydi) paranın yaygın olarak kabulüyle birlikte, enflasyon, mallara el koymanın daha uygun bir biçimi oldu. Sonuç olarak, yurtiçinde yaşayanların vergilendirilmesi İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra arttı.[7]

Şekil 9.6, iç borç ödeyememe olasılığını toplam borç ödeyememe olasılığının bir payı olarak grafikle gösteriyor. 0,5'in üzerinde bir oran, yurtiçinde kredi verenlerin durumunun kötüye gittiğini; buna karşın 0,5'ten düşük bir oran, yabancıların kötüye gittiğini gösteriyor.

Herkesin kabul edebileceği gibi, kanıtlara bu ilk ham haliyle bakışın, başta iç borcun genellikle borçlu ülkelerdeki önemli pay sahiplerince elde tutulduğu ve (Allan Drazen tarafından altı çizildiği şekilde) her zaman hafife alınarak küçük borç olarak görmezden gelinmesinin mümkün olmadığı tarzındaki inanışımızdan bizi vazgeçirmesi zor görünüyor.[8]

---

5 ABD elbette burada kural dışı bir durumdur. Aslında tüm ABD borcu iç borçtur (Carter tahvillerinin vadesi dolduğuna göre). Oysa yaklaşık yüzde 40'lık bir kısmı ABD'de oturmayanların elinde bulunmaktadır (çoğu merkez bankaları ve diğer resmi kurumlardır) ve hepsi dolar cinsindendir. Bu nedenle, ABD'deki enflasyon, bu ülkede oturmayanları da etkilemektedir.

6 1820'lerdeki büyük çıkış, bağımsızlığını yeni kazanan Latin Amerika ülkelerinin ilk devlet borçlarını ödeyememe dalgasına bağlı olmuştur ve bu dalga çok çalışılmıştır. Ancak, Yunanistan ve Portekiz de o sırada borç ödeyememe durumuna girmiştir.

7 Bkz. Şekil 9.6.

8 Drazen (1998).

Tablo 9.2, zaman içinde yurttaşlara ve yabancılara farklı davranılmasına daha sistematik biçimde bakmamıza izin veriyor. Bu tablo 1800'den 2006'ya kadar geçen sürenin tamamına ve İkinci Dünya Savaşı'yla ayrılan iki alt dönem içindeki iç ve dış borç ödeyememe durumlarına ait olasılık değerlerinin örnek ortalamalarını rapor ediyor. Tablonun altındaki notlarda ifade edildiği gibi, ülke içinde yaşayanların mallarına el konulması, savaş sonrası dönemde daha yüksek oranda gerçekleşmiştir.

Seçilmiş Konularla İlgili Özet ve Tartışma

Önceki birkaç bölümde, hükümetlerin genellikle gözlerden dikkat çekici biçimde gizlemeyi başardığı, anahtar özellikte bir makroekonomik değişken hakkındaki kapsamlı ülkelerarası bir veri kümesini sunmuştuk: kamu iç borcu. Kamu iç borçları üzerine, tarihsel borç ödeyememe durumlarına ait iki yüzyıllık dönemi içine alan ve altmış altı ülkeyi kapsayan, ülkeler arası bir uluslararası katalog hakkında ilk girişim olduğuna inandığımız bir çalışmayı da sunmuştuk.

Verilere ilk bakışımız, araştırmacıların dış devlet borcunun sürdürülebilirliği ve devletin yüksek enflasyon ve hiperenflasyonda kullandığı teşvikler hakkındaki ampirik yazının yeniden değerlendirilmesi gerektiğini ileri sürmektedir. Bu çalışmamız, kamu iç borçları üzerine daha önce ortaya konmamış verileri ve mümkün olduğu yerde, devlet ve devlet güvencesindeki borçların daha genel tanımlarını dikkate alarak yapılmıştır. Doğal olarak, iç borcun enflasyonu nasıl etkilediği ve dış borcun evreler ve koşullar değiştikçe nasıl değişeceği tartışılmıştır. Bazı durumlarda iç borç, yüksek enflasyonla ortadan kaldırılmıştır; başka bazı durumlardaysa, devletler dış borçlarını ödeyemez duruma düşmüştür.

Yükselen piyasalarda kamu iç borcu nasıl birçok ekonomistin radar ekranlarına takılıyor? Yükselen piyasaların 1980'ler ve 1990'ların aşırı yüksek enflasyon dönemindeki borçlanma zorluklarının farkında olan birçok araştırmacı, yükselen piyasaların hırsız hükümetlerine hiç kimsenin bir daha asla yerel para birimiyle borç vermeyeceğine gerçekten inanıyordu. Kesinlikle, hiç kimse böyle bir hükümetin borcunu karşılıksız enflasyonla azaltmaya karşı koyabileceğine inanmayacaktı. Bundan çıkarılan mantıksal sonuç, yerel para birimiyle borçlanılmamasıydı. Doğrudur, birkaç araştır-

macı bu seçenek üzerinde düşünmüştür. Alesina ve Tabellini, örneğin iç borç ödemelerinin dış borç ödemelerinin önüne geçtiği kuramsal bir durumu değerlendirmiştir.[9] Ancak, gerçekte her ülkede önemli miktardaki kamu iç borcunun daha önceden (daha yükselen piyasa aşamasını geçirdiği aşamada bile) var olup olmadığı hakkında veri bulunmaması ya da bunun farkında olunmaması nedeniyle, bu birbirinden ayrı örneklerin ana akım akademik ya da politik literatür üzerinde büyük etkisi olmamıştır.

Birçok hükümetin ve çok taraflı kurumun iç borç üzerine zaman serilerini kolayca elde edilebilir hale getirmeyi başaramayışında ortaya çıkan şeffaflık eksikliği kafa karıştırıcıdır. Her şeyden önce, bu hükümetler borç satmak amacıyla yurtiçi ve yurtdışı piyasaların kapısını rutin olarak çalıyor. Genelde, bir hükümetin geçmiş geri ödeme performansı hakkındaki belirsizlik, yeni çıkardığı borçların risk primlerini muhtemelen yükseltmek yönünde olacaktır. Daha da kafa karıştırıcı olan, küresel yatırımcıların, almayı düşündükleri hisse senedi ve tahvillerin değeri hakkında tarihsel bilgi isteme konusunda niye ısrarcı olmadıklarıdır. Her kredi kartı şirketi, bir tüketicinin satın alma ve geri ödeme geçmişini bilmek isteyecektir. Bu tüketicinin geçmişte ne tür borç yükünü hangi koşullarda üstlendiği ve yönettiği önemlidir. Kesinlikle, tarihsel bilgi de hükümetler için aynı derecede önemlidir.

Birçok hükümetin, sermaye piyasalarının çok daha yüksek finansman bedeli ödeme korkusuna bağlı olarak, borç ve borç güvencelerine yaslanmakla aldıkları riskleri tamamen bilmek isteyeceği tahmin edilebilir. Tarihsel verilerin yayınlanması, yatırımcıların, güncel verilerin de niye aynı şekilde elde edilmesinin mümkün olmadığını sormasına yol açacaktır. Yine de, daha az savurgan hükümetlerin, kayıtlarını açmaya istekli olmaları nedeniyle daha düşük faizle ödüllendirilecek olmaları kuvvetle savunulabilir. Bu şeffaflık, sırasıyla, daha güçsüz borçlular üzerinde baskı oluşturacaktır. Oysa bugün ABD bile, olağanüstü şeffaf olmayan bir muhasebe sistemi yürütmektedir ve bu sistem potansiyel olarak pahalı bütçe dışı güvencelerle doldurulmuştur. En son finans krizine verdiği karşılıkta, ABD hükümeti (FED Yönetim Kurulu da dahil olmak üzere), kayıtlarına çok büyük bilanço dışı güvenceler aldı. Tartışmasız, sigorta hesapları perspektifinden – kurtarma paketi zamanında değerlendirildiği şekliyle– örneğin en az sa-

[9] Bkz. Alesina ve Tabellini (1990).

vunma harcamalarıyla aynı büyüklükte yükümlülükleri üzerine aldı. Neden birçok hükümetin, borç tarihlerini gösterecek standart veritabanları hazırlanmasını kolaylaştırmadığı, gelecekteki akademik ve politik araştırmacıları bekleyen önemli bir sorudur.

Politika perspektifinden, uluslararası bir kuruluşun ülkeler arasında şeffaflığı ve temel raporlama koşullarını zorunlu tutsa (en azından teşvik etse), çok değerli bir kamu hizmeti sağlamış olacağını savunmak akla yakındır. Gerçekte, bugünkü çok taraflı finans kurumlarının kamu borçlarıyla ilgili verileri sistemli olarak yayınlamayı hiçbir zaman tam olarak üstlenmemiş olması tuhaftır. Özellikle, bu kurumların üstlenecekleri rol, politika yapanları ve yatırımcıları kriz riskine karşı uyarmak için öncülük edebilirdi. Onun yerine, bugünün olağanüstü büyümüş kamu iç borç piyasalarının tümüyle yeni ve farklı olduğunu düşünecek olursak, sistem, iç borçların geçmişi konusunu tümüyle unutmuş görünüyor.[10] Ancak, merkezi hükümetin iç borçları hakkındaki tarihsel veri kümemiz önemini şaşırtıcı biçimde korurken, hakikatin ötesinde hiçbir şey olmayacağını belirtelim. Gerçekte, verilerimizle, kamu sektörünün açık ve koşullu yükümlülükleri bakımından sadece buzdağının görünen yüzüne dokunabilmiş olduğumuza inanmak için birçok nedenimiz vardır.

[10] Sadece borç verilerini raporlamanın yanında, IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası finans kurumları, en iyi uygulamalarla ilgili bilgileri yayınlamaya yardımcı olmaktadırlar (örneğin, bkz. Wallis ve Weingast'da (1988) tartışılan kurumsal evrim konusu).

- IV. KISIM -

BANKACILIK KRİZLERİ, ENFLASYON VE PARA BİRİMİ ÇÖKÜŞLERİ

Ülkeler yüksek enflasyonla tekrar eden krizlerinin tarihini geride bırakabilir ama daha hiçbir ülke bankacılık krizlerinden sıyrılamamıştır.

- 10 -

BANKACILIK KRİZLERİ

Artık gelişmiş ekonomi haline gelmiş birçok ülkenin, borcunu seri biçimde ödeyememe ya da yüksek enflasyon geçmişlerini bitirmiş olmalarına rağmen, bankacılık krizlerinden ne zaman çıkacakları konusu şimdiye kadar belirsizliğini korumaktadır. Gerçekte, 1800-2008 arası dönemde gelişmiş ekonomiler için ortaya çıkan resim, seri bankacılık krizlerinden birisi şeklindedir.

Çok yakın zamana kadar, bankacılık krizi çalışmaları, ya gelişmiş ülkelerin tarihine (esas olarak Birinci Dünya Savaşı öncesindeki bankacılık paniklerine) ya da günümüz yükselen piyasalar deneyimine odaklanmıştır.[1] Bu ikili yapıyı, herhalde, gelişmiş ülkeler için istikrarı bozucu, sistemli, çok ülkeli finans krizlerinin artık geçmişte kaldığı inancı şekillendirmiştir.[2] Doğal olarak, İkinci Büyük Daralma, yani ABD ve Avrupa'yı yakın zamanda yutan küresel finansal kriz, çok büyük toplumsal bedel ödeterek de olsa, bu yanlış kavrayışı bozmuş oldu.

Bu bölümde göstereceğimiz gibi, bankacılık krizleri zengin ve yoksul ülkeleri eşit şekilde etkilemiştir. Bu bulguyu, çekirdek örnek grubumuzu oluşturan altmış altı ülkeden yola çıkarak geliştirdik (örneğimiz, bazı hesaplamalar yardımıyla genişletilmiştir). Napolyon Savaşları dönemindeki finans paniğinden, en yakın zamandaki "21. yüzyılın ilk küresel finans krizine" kadar geniş bir yelpaze içinde yer alan bankacılık krizlerini inceliyoruz. Bankacılık krizleri, hem yüksek gelir hem de orta ve alt gelir grubuna ait ülkelerde benzerlikler göstermektedir. Gerçekten de, krizlerin sayısı, özellikle dünya finans merkezleri (Fransa, Britanya ve ABD) için yüksektir.

---

1 İkinci Dünya Savaşı'ndan önceki bankacılık panikleri hakkında bkz. Gorton (1988) ve Calomiris ve Gorton (1991); yükselen piyasalarla ilgili birçok vaka çalışması için bkz. Sundararajan ve Baliño (1991) ve Latin Amerika'daki bankacılık krizleri hakkında ise bkz. Jácome (2008).

2 Hem gelişmiş ekonomilerdeki, hem de yükselen ekonomilerdeki olayları kapsayan çalışmalar içinde Demirgüç-Kunt ve Detragiache (1998), Kaminsky ve Reinhart (1999) ve Bordo vd. (2001) gösterilebilir.

Herhalde hâlâ şaşırtıcı olan şey, ayrı gelir grupları arasındaki niteliksel ve niceliksel paralelliklerdir. Bu paralellikler zengin ülkelerin günümüzde devlet borçlarını ödeyememe konusunda sahip oldukları nispeten temiz geçmişlerine rağmen, yine de ortaya çıkıyor.

Bankacılık krizi çalışmaları için, bu kitabın temelinde yatan veri kümesinin üç özelliği belirgindir. Birincisi, vurgulamak amacıyla yazıyoruz, veri kümemiz 1800'e kadar geri gidiyor. İkincisi; Asya, Avrupa ve Latin Amerika'nın da dahil olduğu yükselen piyasalardaki büyük bankacılık krizlerini ve konut fiyatları modellerini ilk inceleyen biz olduk. Bizim yükselen piyasalarla ilgili veri kümemiz, gelişmiş ülkelerde finansal krizlerde merkezi rol oynadığı uzun zamandan beri bilinen konut fiyat döngülerinin daha iyi belgelenmesiyle, süre ve büyüklük bakımından karşılaştırılmasını kolaylaştırmıştır. Bankacılık krizinin gerçekleştiği sıralardaki gayrimenkul fiyatlarının, iki grup ülke arasında süre ve derinlik bakımından benzer olduğunu bulduk. Bu sonuç, neredeyse tüm diğer makroekonomik ve finansal zaman serilerinin (gelir, tüketim, hükümet harcamaları, faiz oranları vs.) yükselen piyasalarda büyük oynaklık göstermesi koşuluyla, şaşırtıcıdır.[3] Üçüncüsü, analizimizde merkezi hükümet vergi gelirleri ve derlenmiş merkezi hükümet borçları (3. Bölümde ayrıntıları gösterildiği üzere) üzerine kapsamlı tarihsel veriler kullanılmıştır. Bu veriler, bankacılık krizlerini izleyen mali sonuçlar üzerine yeni bir perspektif üretmiştir – özellikle, literatür içinde, alışılmış kurtarma paketi maliyetleri gibi konulara dar biçimde odaklanmaya göre çok daha önemli olan vergi gelirleri ve kamu borçları hakkındaki çıkarsamaları vurgulamaktadır.

Bankacılık krizlerinin neredeyse her zaman vergi gelirlerinde keskin düşüşlere yol açtığını ortaya koyduk. Öte yandan, yüksek bütçe açıklarına yol açan diğer etkenler arasında otomatik bütçe dengeleyicileri, döngüye karşı yönde hareket eden maliye politikası ve yükselen risk primlerine ve reyting derecelerinin düşürülmesine bağlı olarak artan faiz ödemeleri (tümüyle olmasa da, özellikle yükselen piyasalar için) sayılabilir. Modern çağda, reel hükümet borcu bir banka krizini izleyen üç yıl içinde ortalama yüzde 86 yükselmiştir (yani, merkezi hükümet borcu kriz başladığında 100 milyar dolarsa, üç yıl sonra, enflasyona göre ayarlanmış hesaplamayla, 186 milyar dolara çıkmış olacaktır). Doğrudan ve dolaylı maliyetleri içeren bu

[3] Örneğin bkz. Agénor vd. (2000).

mali sonuçlar, büyüklük bakımından alışıldık kurtarma paketi maliyetlerinden daha fazladır. Bu büyüklüklerin gelişmiş ve yükselen ekonomilerde nereye kadar karşılaştırılabileceği oldukça dikkate değer bir olgudur. Açıkçası, hem kurtarma paketi maliyetleri hem de öteki bütçe maliyetleri bir dizi politik ve ekonomik faktöre; özellikle de, tam anlamıyla krizi tetikleyen politik tepkiye ve gerçek şokun şiddetine bağlıdır.[4]

Bankacılık Krizi Kuramı Hakkında Giriş Gerekçesi

Bastırılmış Finans Sistemlerinde Bankacılık Krizleri

Örneğimiz temel olarak iki tür bankacılık krizini kapsıyor. Birincisi, Afrika'daki ve başka yerlerdeki yoksul ülkelerde sıkça görülmektedir; bununla birlikte, Arjantin gibi daha zengin yükselen piyasalarda da bazen belirmektedir. Bu krizler, finansal baskının başta gelen bir vergilendirme biçimi olduğu ülkelerde, hükümetlerin uyguladığı bir iç borç ödeyememe durumu biçimidir. Finansal baskı altında bankalar, hükümetlerin, sadece para birimini değil, tasarrufların tamamını ve ödeme sistemini de tekelleri altına alarak vatandaşlarından zorla daha fazla dolaylı vergi almasını sağlayan araçlar haline gelmiştir. Hükümetler ülkede yaşayan kişileri, onlara çok az seçenek sunarak tasarruflarını bankalarda tutmaya zorlar. Ondan sonra da, mevduat munzam karşılıkları ya da başka araçlarla bankaları borçlandırır. Bu, hükümetin, borcunun bir kısmını çok düşük faiz oranıyla finanse etmesine olanak tanır; böylece finansal baskı bir vergilendirme biçimi oluşturur. Vatandaşlar tasarruflarını saklayacak daha güvenli başka yer bulamadıkları için paralarını bankaya yatırırlar. Hükümetler, bankaları kamu borcu fonlarına ödünç vermeye zorlamak amacıyla, kuralları ve kısıtlamaları yasallaştırır. Doğal olarak, bankaların doğrudan hükümet tarafından işletildiği durumlarda, merkezi hükümet, bankaları kendisine kredi vermeye yöneltir.

Hükümetler enflasyonu canlandırırken faiz oranına da üst sınır getirerek, finansal baskı vergisini daha da arttırırlar. Örneğin, Hindistan'ın 1970'lerin başında yaptığı tam olarak buydu. Hindistan enflasyonu yüzde

---

[4] Reinhart ve Rogoff (2008a, 2008c) üretimdeki büyümenin bir kriz öncesinde tam anlamıyla hızını yitirdiğini göstertmişlerdir.

20'lerin üzerine çıkarırken, banka faizlerine getirdiği üst sınırı yüzde 5'te tutmuştu. Bazen bu eylem de hükümetin doymak bilmez ihtiyaçlarını karşılamak için yeterli olmaz ve ödemelerini tümüyle durdurur (bir iç borç ödeyememe durumu). Sonrasında, iç borç ödeyememe durumu bankaları kendi yükümlülüklerini yerine getirmemeye zorlar ve böylelikle, mevduat sahipleri paralarının bir kısmını ya da tamamını kaybeder (bazı durumlarda, hükümet gerçekte mevduat sigortası çıkarmış olabilir ama borç ödeyememe durumu sırasında sözünden tamamen cayar).

Bankacılık Krizleri ve Bankalara Hücum

Daha genel anlamda, yükselen piyasalarda ve gelişmiş ekonomilerde yaşanan gerçek bankacılık krizi çeşitleri, farklı türde oluşumlardır. Girişte değindiğimiz gibi, bankaların vade tarihlerini dönüştürmeyi etkilemedeki rolü – kısa vade mevduat fonlarını uzun vadeli kredilere dönüştürme– onları bankalara hücum karşısında benzeri görülmedik derecede korunmasız bırakır.[5] Bankalar tam anlamıyla, tasarruf ve vadesiz mevduat (prensip olarak kısa sürede haber verilmek suretiyle hesaptan çekilebilir) biçiminde kısa vadeli ödünç para alırlar. Aynı zamanda, diğer ileri tarihli ve yüksek riskli hisse senedi ve tahvillerin yanısıra, doğrudan ticari krediler biçiminde uzun vadeli krediler verirler. Normal zamanlarda, bankalar herhangi bir mevduat çekiminde yaşanacak ani dalgalanmalarla başa çıkmaya yeteceğinden daha fazla nakit kaynak bulundurur. Bankaya "hücum" edilmesi durumunda, mevduat sahipleri bankaya güvenlerini kaybeder ve toplu halde paralarını çeker. Mevduat çekimleri arttıkça, banka bu baskı altında varlıklarını nakde çevirmek zorunda kalır. Özellikle, banka, elinde nakde çevrilmesi çok zor ve kendine özgü krediler (öteki yatırımcılara nazaran hakkında çok daha iyi bilgiye sahip olduğu yerel ticari firmalara verilen krediler gibi) tutuyorsa, verilen fiyatlar tam anlamıyla bir "yangından kurtarılmış mal satışındaki" gibidir. Yangından kurtarılmış mal satış fiyatları gibi nakde çevirmenin sorunu, bizim burada odaklandığımız türden tüm sistemle ilgili bir banka krizinde olduğu gibi, çok daha geniş bir alana yayılabilir. Farklı bankalar, genelde benzer varlık portföyleri tutarlar ve eğer tüm bankalar bunları bir anda satmaya kalkışırsa, piyasa tamamıyla kuruyabilir. Normal zamanlarda

[5] Bkz. Diamond ve Dybvig (1983).

nispeten kolayca nakde çevrilebilecek varlıklar, bankaların en çok ihtiyacı olduğu bir zamanda likiditesini neredeyse tümüyle kaybedebilir.

Böylelikle, bir banka, kendisine bir hücum yokken tamamıyla borçlarını ödeyebilir durumda olsa bile, varlıklarını yangından mal kurtarırcasına sattığı fiyatlarla bilançosunu mahvedebilir. Böyle bir durumda, bankaya hücumun olması beklendiği için bunun gerçekleştiği söylenebilir. Yani, bu durum çoklu dengenin başka bir örneğidir; bir ülkenin kredi kurumlarının, kolektif olarak kısa vadeli borca dönmeyi reddetmesiyle benzerdir. Bir bankaya hücum örneğinde, borç sözleşmelerini yenilemeyi gerçekte reddedenler, mevduat sahiplerinin kendisidir.

Pratikte, bankacılık sistemlerinin hücumlarla başa çıkmak için birçok yöntemi vardır. Eğer hücum tek bir banka üzerindeyse, o banka, diğer bankaların gerçekte birbirlerine mevduat sigortası sağlamak amacıyla oluşturduğu havuzdan ödünç alabilir. Ne var ki, eğer bu hücum yaygınlaşmış ve geniş bir banka grubunu etkilemişse, özel sigorta havuzu oluşturulması işe yaramayacaktır. Böyle bir hücum örneği ABD'deki 2007 eşikaltı finans krizidir, o zaman da sorunlu ipotek varlıkları, geniş çapta bankacılık sektöründe tutulmaktaydı. 1990'larda birçok gelişmekte olan ülkede yaşanan döviz kuru krizleri, bir ülkedeki hemen tüm bankaları etkileyen sistemik finansal krizin bir başka örneğidir. Bu örneklerin her ikisinin de temsil ettiği krizlerde en sonunda şoku başlatan şey, bankacılık sisteminin gerçek anlamda zararıdır. Eğer bankacılık sektöründe güven sağlanabilmişse şok yönetilebilir düzeydedir. Ne var ki, eğer bir hücum gerçekleşirse sistemin tamamını iflas ettirebilir ve zarar veren bir sorunu yıkıcı bir duruma sokabilir. Diamond ve Dybvig, mevduat sigortasının bankaya hücumu önleyebileceğini iddia ediyorlardı; fakat kurdukları model, etkili kurallar bulunmaması halinde, mevduat sigortasının bankaları aşırı risk almaya yönelteceği olgusunu dikkate almıyordu.[6]

Bankaya hücumlar genelde, bu kitabın girişinde tartıştığımız gibi, kaldıraç gücü yüksek, kamu ya da özel sektör borçlularının kırılganlığını gösteren önemli bir örnektir. 2007-2008'deki ABD finans sisteminin göçmesi, geleneksel ve kurallara uyan bankacılık sektörünün dışında kalan birçok finans firmasının, likit olmayan yatırımlarını kısa vadeli borçlanmayla finanse etmesi nedeniyle ortaya çıktı. Modern finansal sistemlerde, hücum-

6 A.g.e.

lara maruz kalanlar yalnızca bankalar değildir, aynı zamanda kısa vadeli borçlanmayla finanse edilen kaldıraç riski yüksek portföylere sahip başka tip finans kurumları da bu hücumlara maruz kalmıştır.

Bankacılık Krizleriyle İlişkili Resesyonların Maliyeti Niye Bu Kadar Yüksektir?

Şiddetli finans krizlerinin tek başına gerçekleşmesi pek nadirdir. Bu krizler, resesyonun tetikleyicisi olmak yerine, genelde bir derinleştirme mekanizmasıdır: üretimin büyümesinde servetlerin ters yüz edilmesi banka kredilerinde bir dizi borç ödeyememe durumuna, üretimde düşüşlere ve geri ödeme sorunlarına yol açacak olan öteki banka kredilerinde sözlerin tutulmamasına neden olacaktır. Aynı zamanda, bankacılık krizleri genelde beraberinde başka kriz çeşitlerini getirir; bunların içinde döviz kuru krizleri, iç ve dış borç krizleri ve enflasyon krizleri vardır. Krizlerin çakışmasını ve zamanlamasını 16. Bölümde daha ayrıntılı araştıracağız. Böylelikle, uzun tarihsel veri kümemize ilk bakışımız bankacılık krizlerinin nedensel etkilerinin kesin kanıtı olarak yorumlanmamalıdır; daha yapılması gereken şeylerin olduğu yeni bir alan vardır.

Finansal krizlerin gerçek faaliyeti etkilemesinin nasıl mümkün olduğu hakkındaki kuramsal ve ampirik literatür, aşırı derecede genel ve iyi gelişmiştir. En etkileyici çalışmalardan biri 1983'te Bernanke tarafından anlatılmıştır. Bernanke, 1930'ların başında ABD bankalarının yarıya yakınının tükendiğini ve finansal sistemin kredi kapasitesini yeniden eski haline getirmesi için uzun zaman gerektiğini iddia etmişti. Bernanke'ye göre finans sisteminin çöküşü, Büyük Bunalımın normal bir resesyonda görüldüğü gibi bir iki yılda bitmek yerine on yıl sürmesinin baş nedeniydi (Bernanke, doğal olarak 2006'da FED Başkanı oldu ve 2007'de başlayan İkinci Büyük Daralma sırasında akademik sezgilerini uygulama fırsatı buldu).

Bernanke, Mark Gertler'le daha sonradan yaptığı bir çalışmada, kredi verenlerle borç alanlar arasındaki asimetrik bilgi alışverişine bağlı olarak finans piyasalarında oluşan kusurların nasıl parasal politika şoklarının derinleşmesiyle sonuçlandığını ayrıntılarıyla gösteren kuramsal bir model sundu.[7] Bernanke-Gertler modelinde, servetteki azalma (örneğin, ters bir

[7] Bkz. Bernanke ve Gertler (1990).

verimlilik şokuna bağlı olarak), firmalar yatırım planlarını yeniden ayarlamak zorunda kalacağı için, üretim üzerinde büyük bir etki yaratacaktır. Firmalar yatırımlarını yeniden ayarlamak zorunda kalacaklardır çünkü birikmiş kazançları düşerken, yatırım projelerinin finansmanının büyükçe bir kısmını nispeten ucuz iç finansmanla çözmek yerine daha pahalı dış finansmanla çözmeleri gerekir. Resesyonlar daha sonradan finansal sistem içinde derinleşecek ipotek teminatlı borç senetlerinde kayba neden olacaktır.

Kiyotaki ve Moore, daha zengin bir zamanlar arası modelde benzer bir dinamiğin planını çizmişlerdir.[8] Arsa fiyatlarındaki çöküşün (Japonya'da 1990'ların başında gerçekleşen olaylar gibi) bir firmanın ipotek teminatlı borç senetlerini nasıl zayıflatabileceğini; bunun da sonradan arsa fiyatlarında daha fazla düşüşlere neden olacak yatırımlardan vazgeçme kararına nasıl yol açacağını göstermişlerdir.

Bernanke 1983 tarihli makalesinde, resesyonlarda rastlanan kredi kanallarındaki çöküş olayının, adı pek bilinmeyen ve bu nedenle büyük borç alanlara nazaran (daha çok ilişkilere dayalı banka finansmanına alternatif olarak) tahvil ve hisse senedi piyasalarına erişimleri daha güç olan küçük ve orta boy borç alanlar için özellikle vahim olduğunu vurgulamıştır. Sonradan yazılan birçok makale, banka kredi kanallarını merkezi bir öğe olarak işaret eden makul miktarda kanıtla birlikte, küçük ve orta boy borç alanların bir resesyon döneminde orantısız zarar gördüğünü onaylamıştır.[9] Bir ülkenin bankacılık sisteminin çöküşünün, onun büyüme yolu üzerinde büyük etkileri olacağını savunan görüşe, gerçekte önemli oranda teorik ve ampirik destek verildiğini söylemek dışında, finans piyasaları ve gerçek faaliyetler hakkındaki geniş teorik literatür üzerinde daha fazla durmayacağız.[10]

Şimdi ampirik kanıtlara dönüyoruz. Bankacılık sistemlerinin hücumlar karşısında korunmasız kaldığı veriliyken, bankacılık krizlerinin resesyonları derinleştiren en büyük etkenler olduğuna dair teorik ve ampirik kanıtları da göz önünde bulundurduğumuzda, ülkelerin, büyüyen finans krizlerinde, devlet borç krizlerinin uzun tarihinden kaçmak için yaşadıklarından daha büyük zorluklar yaşadığına hayret etmemek gerek. Sonuncusunda, bir "tamamlanma"dan söz etmek mümkündür; ülkeler tekrar borç ödeyememe

---

8 Bkz. Kiyotaki ve Moore (1997).

9 Örneğin bkz. Bemanke ve Gertler (1995).

10 Bkz. Bemanke vd. (1999).

durumuna düşmeden yüzyıllarca gidebilmiştir. Ancak, bu zamana kadar hiçbir büyük ülke, bankacılık krizlerini tamamlamış değildir.

Bankacılık Krizleri: Bütün Ülkeler İçin Aynı Büyüklükte Bir Tehdit

Daha önce gösterildiği gibi, dış borç ödeyememe (ya da yeniden yapılandırma) vakalarının sıklığı, gelişmiş ekonomilerde yükselen piyasalara göre önemli derecede düşüktü. Gelir düzeyi yüksek birçok ülke için bu sıklık 1800'den beri sıfır olmuştur.[11] Fransa ve İspanya gibi, 1800'den önce tarihinde birçok borç ödeyememe durumu olan ülkeler bile, dış borç ödeyememe durumunu bitirmiş olduklarına dair kanıt sunmaktadır.

Tablo 10.1 ve 10.2'deki ikinci sütun, yükselen piyasalarla (özellikle Afrika ve Latin Amerika, ama Asya'daki bazı ülkelerde bile) yüksek gelir düzeyine sahip Batı Avrupa, Kuzey Amerika ve Okyanusya arasındaki devlet borcu ödeyememe deneyimleri arasındaki farka ışık tutmaktadır. Tablo 10.1 ve 10.2'nin üçüncü sütunları, her ülke için bankacılık krizlerinin karşılaştırmalı hesabını veriyor (yani, burada geliştirilen veri kümesine göre, bankacılık kriziyle geçen yıl sayısı, o ülkenin bağımsızlığını kazandığı tarihten, ya da daha önceyse 1800'den bu yana geçen yıl sayısına bölünüyor). Tablolardan elde edilen çarpıcı bir gözlem, bir ülkenin borcunu ödeyememe durumu içinde geçirdiği ortalama zamanın, finans krizinde geçirilen ortalama zamandan çok daha fazla olduğudur. Bir ülke dış kredi kurumlarını uzun bir dönem atlatabilir. Tahminen, herhalde ticaret ve yatırımlar üzerinde çoğalan etkilerine bağlı olarak, bir iç bankacılık krizini sürdürmenin maliyeti çok daha fazla olacaktır.

Tablo 10.3 ve 10.4, bankacılık krizlerinin yayılmasıyla ilgili farklı bir perspektif sunmaktadır. İkinci sütun, ülkenin bağımsızlığını kazandığı yıldan ya da 1800'den bu yana gerçekleşen bankacılık krizi sayısını (krizde geçirilen yıllar yerine) gösteriyor. Üçüncü sütun, pencereyi daraltarak İkinci

[11] Bu, dış borç ödeyememe durumuna göndermede bulunmaktadır. 1930'lardaki Büyük Bunalım sırasında ABD ve diğer gelişmiş ekonomiler tarafından, altınla ilgili anlaşmaların ve –iç borçlarla ilgili– diğer yeniden yapılandırma biçimlerinin yaygın olarak ortadan kaldırılması, kamu iç borçlarının (yurtiçindeki yasalara göre çıkarılan borçlar) ödenememesi durumu olarak değerlendirilmiştir.

TABLO 10.1
Borç ve bankacılık krizleri: Afrika ve Asya, bağımsızlık yılından 2008'e kadar

Ülke	Bağımsızlık ya da 1800'den beri borç ödeyememe durumu ya da yeniden yapılandırma yıllarının payı	Bağımsızlık ya da 1800'den beri bankacılık krizi yıllarının payı
Afrika		
Angola	59,4	17,6
Cezayir	13,3	6,4
Fas	15,7	3,8
Fildişi Sahili	48,9	8,2
Güney Afrika	5,2	6,3
Kenya	13,6	19,6
Mauritius	0,0	2,4
Mısır	3,4	5,6
Nijerya	21,3	10,2
Orta Afrika Cumhuriyeti	53,2	38,8
Tunus	9,6	9,6
Zambiya	27,9	2,2
Zimbabve	40,5	27,3
Asya		
Çin	13,0	9,1
Endonezya	15,5	13,3
Filipinler	16,4	19,0
Hindistan	11,7	8,6
Japonya	5,3	8,1
Kore	0,0	17,2
Malezya	0,0	17,3
Myanmar	8,5	13,1
Singapur	0,0	2,3
Sri Lanka	6,8	8,2
Tayland	0,0	6,7
Tayvan	0,0	11,7

Kaynaklar: Yazarların hesaplamaları; Purcell ve Kaufman (1993); Kaminsky ve Reinhart (1999); Bordo vd. (2001); Reinhart, Rogoff ve Savastano (2003a) ve orada gösterilen kaynaklar; Caprio vd. (2005); Jácome (2008) ve Standard and Poor's. Ayrıca bkz. ek E.2.

Not: 1800'den önce bağımsızlığını kazanan ülkeler için hesaplamalar 1800-2008 arası içindir.

TABLO 10.2
Borç ve bankacılık krizleri: Avrupa, Latin Amerika, Kuzey Amerika ve Okyanusya, bağımsızlık yılından 2008'e kadar

Ülke	Bağımsızlık ya da 1800'den beri borç ödeyememe durumu ya da yeniden yapılandırma yıllarının payı	Bağımsızlık ya da 1800'den beri bankacılık krizi yıllarının payı
Avrupa		
Almanya	13,0	6,2
Avusturya	17,4	1,9
Belçika	0,0	7,3
Britanya	0,0	9,2
Danimarka	0,0	7,2
Finlandiya	0,0	8,7
Fransa	0,0	11,5
Hollanda	6,3	1,9
İspanya	23,7	8,1
İsveç	0,0	4,8
İtalya	3,4	8,7
Macaristan	37,1	6,6
Norveç	0,0	15,7
Polonya	32,6	5,6
Portekiz	10,6	2,4
Romanya	23,3	7,8
Rusya	39,1	1,0
Türkiye	15,5	2,4
Yunanistan	50,6	4,4
Latin Amerika		
Arjantin	32,5	8,8
Bolivya	22,0	4,3
Brezilya	25,4	9,1
Dominik Cumhuriyeti	29,0	1,2
Ekvador	58,2	5,6
El Salvador	26,3	1,1
Guatemala	34,4	1,6
Honduras	64,0	1,1
Kolombiya	36,2	3,7
Kosta Rika	38,2	2,7
Meksika	44,6	9,7
Nikaragua	45,2	5,4
Panama	27,9	1,9
Paraguay	23,0	3,1

(*devam ediyor*)

TABLO 10.2 (devamı)

Ülke	Bağımsızlık yada 1800'den beri borç ödeyememe durumu ya da yeniden yapılandırma yıllarının payı	Bağımsızlık ya da 1800'den beri bankacılık krizi yıllarının payı
Latin Amerika (devamı)		
Peru	40,3	4,3
Şili	27,5	5,3
Uruguay	12,8	3,1
Venezuella	38,4	6,2
Kuzey Amerika		
ABD	0,0	13,0
Kanada	0,0	8,5
Okyanusya		
Avustralya	0,0	5,7
Yeni Zelanda	0,0	4,0

Kaynaklar: Yazarların hesaplamaları; Purcell ve Kaufman (1993); Kaminsky ve Reinhart (1999); Bordo vd. (2001); Reinhart, Rogoff ve Savastano (2003a) ve orada gösterilen kaynaklar; Caprio vd. (2005); Jácome (2008) ve Standard and Poor's. Ayrıca bkz. ek E.2.

Dünya Savaşı dönemine odaklanıyor. Birkaç özellik not etmeye değer. Bakılan aralığın tümü içinde, gelişmiş ekonomiler için ortaya çıkan resim, seri bankacılık krizi durumudur. Dünya finans merkezleri olan Britanya, ABD ve Fransa 1800'den beri sırasıyla 12, 13 ve 15 bankacılık krizi yaşamıştır. Bankacılık krizi sıklığı, gelişmiş ülkeler ve büyük yükselen piyasalar için İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra belirgin biçimde düşmüştür. Ne var ki, Portekiz hariç hepsi, yakın dönem öncesinde en az bir kez savaş sonrası kriz yaşamıştır. Yakın dönemdeki kriz dalgası tam anlamıyla değerlendirildiğinde, görünen düşüş muhtemelen daha az telaffuz edilecekti. Böylelikle, *bugün gelişmiş ekonomi konumuna gelmiş birçok ülke, seri olarak devlet borcunu ödeyememe durumunu ya da çok yüksek enflasyon (yüzde 20 üzeri) aşamasını tamamlamış olmasına rağmen, bu ülkelerin bankacılık krizlerini şimdiye kadar tamamlamış olduklarını söylemek zordur*. Daha sonra göstereceğimiz gibi, aynı değerlendirme, para birimindeki çöküşler için geçerli değildir. Gerçekten de, Tablo 10.1 - 10.4, yakın zamandaki devlet borcu ödeyememe durumu açısından aralarında ciddi performans farklılıkları olmasına rağmen, bankacılık krizi vakalarının, yükselen piyasalarla gelişmiş ekonomiler bakı-

TABLO 10.3
Bankacılık krizi sıklıkları: Afrika ve Asya, 2008'e kadar

Ülke	Bağımsızlık ya da 1800'den beri bankacılık krizi sayısı	Bağımsızlık ya da 1945'ten beri bankacılık krizi sayısı
Afrika		
Angola	1	1
Cezayir	1	1
Fas	1	1
Fildişi Sahili	1	1
Kenya	2	2
Mauritius	1	1
Mısır	3	2
Nijerya	1	1
Orta Afrika Cumhuriyeti	2	2
Güney Afrika[a]	6	2
Tunus	1	1
Zambiya	1	1
Zimbabve	1	1
Asya		
Çin	10	1
Endonezya	3	3
Filipinler	2	2
Hindistan[a]	6	1
Japonya	8	2
Kore	3	3
Malezya	2	2
Myanmar	1	1
Singapur	1	1
Sri Lanka	1	1
Tayland	2	2
Tayvan	5	3

Kaynaklar: Yazarın hesaplamaları, Kaminsky ve Reinhart (1999), Bordo vd. (2001), Caprio vd. (2005) ve Jácome (2008); ayrıca bkz. ek E.2.

[a] Güney Afrika için 1850-2008 arasındaki dönemi, Hindistan için 1800-2008 arasını kapsamaktadır.

mından neredeyse aynı olduğunu göstermektedir. Küçük ve yoksul ekonomilerde finans piyasaları geliştikçe bankacılık krizi sıklıklarının da arttığına dikkat edilmelidir.[12]

[12] Daha önce bilgi verdiğimiz gibi, özellikle ilk dönemler için, türn çabalarımıza rağmen yoksul ülkeler için finansal kriz hesaplamalarımız eksik kalmış olabilir.

TABLO 10.4
Bankacılık krizi sıklıkları: Avrupa, Latin Amerika, Kuzey Amerika ve Okyanusya, 2008'e kadar

Ülke	Bağımsızlık ya da 1800'den beri bankacılık krizi sayısı	Bağımsızlık ya da 1945'ten beri bankacılık krizi sayısı
Avrupa		
Almanya	8	2
Avusturya	3	1
Belçika	10	1
Britanya	12	4
Danimarka	10	1
Finlandiya	5	1
Fransa	15	1
Hollanda	4	1
İspanya	8	2
İsveç	5	1
İtalya	11	1
Macaristan	2	2
Norveç	6	1
Polonya	1	1
Portekiz	5	0
Romanya	1	1
Rusya	2	2
Türkiye	2	2
Yunanistan	2	1
Latin Amerika		
Arjantin	9	4
Bolivya	3	3
Brezilya	11	3
Dominik Cumhuriyeti	2	2
Ekvador	2	2
El Salvador	2	2
Guatemala	3	2
Honduras	1	1
Kolombiya	2	2
Kosta Rika	2	2
Meksika	7	2
Nikaragua	1	1
Panama	1	1
Paraguay	2	1
Peru	3	1

(*devam ediyor*)

TABLO 10.4 (devamı)

Ülke	Bağımsızlık ya da 1800'den beri bankacılık krizi sayısı	Bağımsızlık ya da 1945'ten beri bankacılık krizi sayısı
Latin Amerika (devamı)		
Şili	7	2
Uruguay	5	2
Venezuella	2	2
Kuzey Amerika		
ABD	13	2
Kanada	8	1
Okyanusya		
Avustralya	3	2
Yeni Zelanda	1	1

Kaynaklar: Yazarın hesaplamaları, Kaminsky ve Reinhart (1999), Bordo vd. (2001), Caprio vd. (2005) ve Jácome (2008).

Not: 1800'den önce bağımsızlığını kazanan ülkeler için hesaplamalar 1800-2008 arası içindir.

Tablo 10.5 ve 10.6, bölgelere göre bankacılık krizi sayısını ve her bölgenin bankacılık krizi içinde kaldığı yılların payını özetlemektedir. Tablo 10.5, 1800'den başlıyor (tablo yalnızca bağımsızlık sonrası krizleri kapsıyor; bu da yükselen piyasaların niye daha düşük kümülatif toplamları olduğunu açıklıyor). Tablo 10.6, 1945'ten sonraki kanıtları veriyor.

Hesaplamalar ister 1800'den (Tablo 10.5) ister 1945'ten (Tablo 10.6) başlayarak yapılmış olsun, ortalamada, gelişmiş ekonomilerle yükselen ekonomiler arasında bankacılık krizi sayısı ya da vakası bakımından önemli bir fark bulunmamaktadır; bankacılık krizi her iki ülke grubuna da yayılmaktadır. Gerçekte, İkinci Dünya Savaşı öncesi, daha gelişmiş finans sistemlerine sahip gelişmiş ekonomiler, daha düşük gelirli ekonomilere göre bankacılık krizine daha eğilimli duruyorlardı.[13] Doğal olarak, küçük ülkelerin bankacı olarak yabancı kredi kurumlarını kullandığı söylenebilir ve bu nedenle, dış borçların ardı ardına ödenememesinin nedeni, daha gelişmiş finans sektörlerine sahip olmaları halinde, iç bankacılık krizi olabilirdi.

[13] Daha kesin olmak gerekirse, gelişmiş ülkeler ortalama olarak yükselen piyasalardaki 2,8 krize karşılık 7,2 kriz yaşamışlardır.

TABLO 10.5
Bankacılık krizi sıklıkları ve vakaları özeti, 1800'den (ya da bağımsızlıktan) 2008'e kadar

Bölge ya da grup	Bağımsızlıktan ya da 1800'den beri bankacılık krizi içinde geçen yılların payı	Bankacılık krizi sayısı
Afrika	12,5	1,7
Asya	11,2	3,6
Avrupa	6,3	5,9
Latin Amerika	4,4	3,6
Arjantin, Brezilya ve Meksika	9,2	9,0
Kuzey Amerika	11,2	10,5
Okyanusya	4,8	2,0
Gelişmiş ekonomiler	7,2	7,2
Yükselen ekonomiler	8,3	2,8

Kaynaklar: Tablo 10.1-10.4 temel alınmıştır.

Notlar: Gelişmiş ekonomiler Japonya, Kuzey Amerika, Okyanusya ve yükselen Avrupa ekonomileri arasında listelenmemiş tüm Avrupa ülkelerini kapsıyor. Yükselen ekonomiler Afrika, Japonya dışında kalan tüm Asya ülkeleri, Latin Amerika ve yükselen Avrupa ülkelerini (Macaristan, Polonya, Romanya, Rusya ve Türkiye'yi) kapsıyor.

TABLO 10.6
Bankacılık krizi sıklıkları ve vakaları özeti, 1945'ten (ya da bağımsızlıktan) 2008'e kadar

Bölge ya da grup	Bağımsızlıktan ya da 1945'ten beri bankacılık krizi içinde geçen yılların payı	Bankacılık krizi sayısı
Afrika	12,3	1,3
Asya	12,4	1,8
Avrupa	7,1	1,4
Latin Amerika	9,7	2,0
Arjantin, Brezilya ve Meksika	13,5	3,0
Kuzey Amerika	8,6	1,5
Okyanusya	7,0	1,5
Gelişmiş ekonomiler	7,0	1,4
Yükselen ekonomiler	10,8	1,7

Kaynaklar: Tablo 10.1-10.4 temel alınmıştır.

Notlar: Gelişmiş ekonomiler Japonya, Kuzey Amerika, Okyanusya ve yükselen Avrupa ekonomileri arasında listelenmemiş tüm Avrupa ülkelerini kapsıyor. Yükselen ekonomiler Afrika, Japonya dışında kalan tüm Asya ülkeleri, Latin Amerika ve yükselen Avrupa ülkelerini (Macaristan, Polonya, Romanya, Rusya ve Türkiye'yi) kapsıyor.

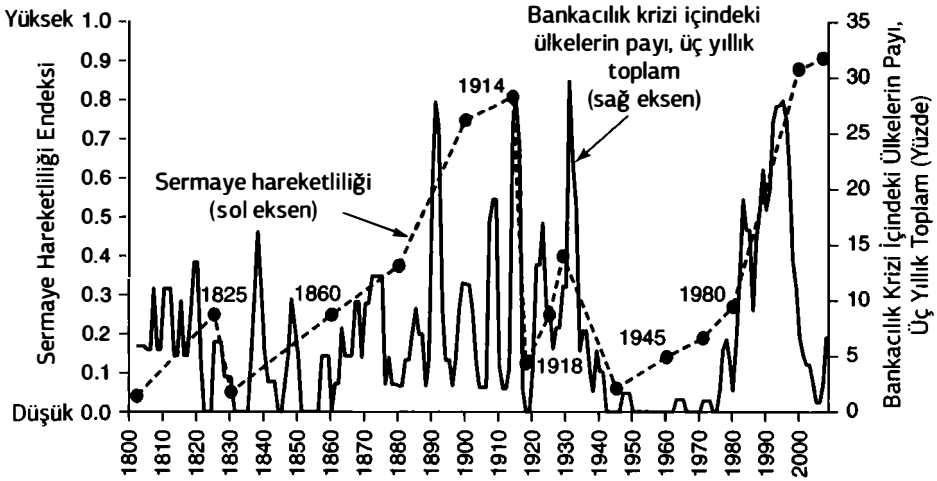
Bankacılık Krizleri, Sermaye Hareketliliği ve Finansal Liberalizasyon

Modern kriz kuramıyla uyuşan başka bir konu da, Şekil 10.1'de gösterildiği gibi, sermaye hareketlerinin serbestliğiyle bankacılık krizi vakaları arasındaki çarpıcı korelasyondur. Şekildeki toplamlar çok yüksektir fakat bölge ya da ülke düzeyinde verilerin kırılımı, şeklin mesajını vurgular. *Yüksek uluslararası sermaye hareketliliğinin yaşandığı dönemler, 1990'larda olduğu gibi sadece çok meşhur biçimde değil, aynı zamanda tarihsel olarak da uluslararası bankacılık krizlerini art arda üretmiştir.* Şekil, sağ eksendeki ölçekte bankacılık krizi yaşayan tüm ülkelerin payını üç yıllık hareketli ortalamalarıyla göstererek bunların grafiğini çizmiştir. Sol eksendeki ölçekte, uluslararası sermaye hareketliliğinin endeksine ait grafiği çizdik. Bunu yaparken, seçildiği dönemin tümünü kapsayacak şekilde, gerekli güncellemeleri yaparak zamana atıfta bulunduk ve Obstfeld ve Taylor'la aynı tasarım ilkesini kullandık.[14] Obstfeld-Taylor endeksinin kısıtları varsa da, bunun, gerçek akışları temel alan fiili sermaye hareketliliğini vurgulayarak, karmaşık kuvvetlerin kısa bir özetini vereceğini düşünüyoruz.

1970 sonrası dönem için Kaminsky ve Reinhart, krizlerle finansal liberalizasyon arasındaki bağlantıyla ilgili resmi kanıtlar sundular.[15] Çalıştıkları yirmi altı bankacılık krizinden on sekizinde, finansal sektör, kriz öncesindeki beş yıl içinde ya da genelde daha az bir süre içinde serbestleştirilmişti. 1980'ler ve 1990'larda, liberalizasyon devrelerinin çoğu, değişik şiddetlerdeki finansal krizlerle ilişkiliydi. Finansal sektörde, liberalizasyona geçen yalnızca bir avuç ülkede (örneğin, Kanada) işler düzgün devam etti. Özellikle Kaminsky ve Reinhart, finansal liberalizasyon önkoşul olarak alındığında bankacılık krizi gerçekleşme olasılık değerinin, finansal liberalizasyon önkoşulu kaldırıldığında bulunan olasılık değerinden daha yüksek olduğuna dair kanıt sundu. 1980-1995 döneminden seçilen elli üç ülkeden oluşan bir örnek üzerinde yapılan çalışma sonucunda, Demirgüç-Kunt ve Detragiache, aynı zamanda çok değişkenli logit modeli bağlamında, finansal liberalizasyonun bankacılık sektörünün istikrarı üzerinde bağımsız negatif etkisi olduğunu gösterdiler ve bu sonuç onlara göre, birçok özellik ara-

[14] Bkz. Obstfeld ve Taylor (2004).

[15] Bkz. Kaminsky ve Reinhart (1999).



Şekil 10.1. Sermaye hareketliliği ve bankacılık krizi vakaları: Tüm ülkeler, 1800-2008.
Kaynaklar: Kaminsky ve Reinhart (1999), Bordo vd. (2001), Obstfeld ve Taylor (2004), Caprio vd. (2005) ve yazarların yaptığı hesaplamalar.
Notlar: Bu örnek tüm ülkeleri kapsamaktadır (altmış altı ülkeden oluşan çekirdek örneğimizde olmayan ülkeleri de kapsar). Bankacılık krizlerinin gerçekleştiği tarihlerin tam listesi ekler E.3 ve E.4'te vardır. Bu şekil, özsermayedeki düzelmelerin konut piyasasındakilere göre daha çabuk gerçekleştiğini gösteriyor. Sol eksendeki ölçekte sermaye hareketliliğine ait gözde endeksimizi güncelledik; kabul etmek gerekir ki, bu karmaşık kuvvetlerin gelişigüzel fakat kısa bir özetini oluşturdu. Kesik çizgiler Obstfeld ve Taylor (2004) tarafından verilen sermaye hareketliliği endeksini gösteriyor; onların kullandığı aynı tasarım ilkesini kullanarak 1800 ile 1859 arası döneme atıfta bulunduk.

sında sağlam durmaktadır.[16]

Caprio ve Klingebiel tarafından sunulan geleneksel kanıtlar, kuralsızlaştırma (deregülasyon) ve bankacılık krizlerinin bu kadar iç içe girmesinde, liberalizasyon sırasındaki yetersiz regülasyon ve gözetim eksikliğinin rol oynamış olabileceğini ileri sürmüştür.[17] Bu, gelişmiş ülkelerle yükselen piyasalar bakımından aynı özellikleri taşıyan bir konudur. 2000'lerde,

[16] Bkz. Demirgüç-Kunt ve Detragiache (1998). Ayrıca Kuzeyde İskandinavya'daki finansal liberalizasyon deneyiminin esinlendirici bir tartışması için bkz. Drees ve Pazarbaşıoğlu (1998).

[17] Bkz. Caprio ve Klingebiel (1996).

bütün bu-defa-farklı anlayışlarının getirdiği kibire karşın, ABD bu konuda bir istisna oluşturmadı, zira finansal yenilikler serbestleştirme sürecinin başka bir biçimiydi.

Sermaye Akışıyla Gelen Refah Patlaması (Bonanza), Kredi Döngüleri ve Varlık Fiyatları

Bu bölümde, bankacılık krizinin ortak özelliklerinden bazılarını ülke, bölge ve zamana göre inceleyeceğiz. Odaklandığımız noktalar; uluslararası sermaye akışı, kredi ve varlık fiyatı (özellikle, konut ve hisse senedi fiyatları) döngüleri arasındaki süreklilikler olacaktır.

Sermaye Akışıyla Gelen Refah Patlaması (Bonanza) ve Bankacılık Krizleri

Bankacılık krizine yol açan olayların ortak bir özelliği, yurtiçine sermaye akışlarında görülen aralıksız yükseliştir. Reinhart ve Reinhart, bu olayı "sermaye akışıyla gelen refah patlaması" olarak tanımlamaktadır. Sermaye akışıyla gelen refah patlamasını tanımlamak için bir ölçüt belirlemişler (kabaca GSYH'nin belli bir yüzdesini birkaç yıl temelinde yurtiçine akış olarak); 1960-2006 arasında "refah patlaması" devrelerinin (ülkeler olarak) kataloğunu hazırlamışlar ve refah patlaması dönemleriyle bankacılık krizleri arasındaki bağlantıları incelemişlerdir.[18] Ek E.3'te tanımlanan ve tarihlendiri-

[18] Sermaye akışındaki bolluğu tanımlamak amacıyla, Reinhart ve Reinhart (2009) ülkeler arasında tekdüze bir uygulama sağlayacak bir algoritma hazırlamaya koyulmuşlardı ama bu algoritmanın cari işlemlerde ülkeler arasındaki önemli değişimleri göstermeye izin verecek kadar esnek olmasına da dikkat etmişlerdi. Kaminsky ve Reinhart (1999) gibi, ülkeler arasında yaygın olan sermaye akışı bollukları için bir eşik değeri tanımlamışlardı (burada, örneğin 20. yüzdesi oluyordu). Bu eşik değeri, literatürde daha iyi bilinen olayların çoğunu dahil ediyordu ama bir bolluğu cari işlemlerde daha "tekdüze" bir bozulmaya karşılık gelecek şekilde kapsayıcı olamamıştı. Temelde yatan sıklık dağılımları, ülkeler arasında geniş ölçüde değişim gösterdiği için, ortak eşik değeri, ülkeye özgü, birbirinden oldukça ayrı bitiş noktaları yaratmıştır. Örneğin, nispeten kapalı sayılan Hindistan'da, bir bolluğu tanımlayan bitiş noktası, cari işlemler açığının GSYH'ye oranının yüzde 1,8'in üzerinde olması durumudur; öte yandan ticaret yönelimli Malezya için karşılaştırılabilir bitiş noktası, açığın GSYH'ye oranının yüzde 6,6 olmasıdır.

len krizleri kullanmışlardır.[19]

Bankacılık krizlerinin ve sermaye akışıyla gelen refah patlamalarının, krizin yaşandığı tarihlerinden ülkeye özgü iki olasılık değeri hesaplanabilir: bir bankacılık krizinin bir koşula bağlı olmaksızın hesaplanan olasılık değeri ve bir bankacılık krizinin bir refah patlamasının görüldüğü yıl ya da yıllardan üç yıl öncesini ve sonrasını alan bir pencere içinde hesaplanan olasılık değeri – yani, bir krizin, koşula bağlı olasılık değeri. Eğer sermaye akışıyla gelen refah patlaması, ülkelerin krize eğilimini arttırıyorsa, bir krizin koşula bağlı olasılık değeri, *P*(Kriz, Refah) onun koşula bağlı olmayan olasılık değerinden *P*(Kriz) büyük olmalıdır.

Tablo 10.7, Reinhart ve Reinhart'ın bankacılık krizleriyle ilgili bulduğu sonuçların bir altkümesini yeniden oluşturuyor.[20] Üç grup için (tüm ülkeler, gelir düzeyi yüksek ülkeler ve gelir düzeyi orta ve düşük ülkeler) ülkeye özgü koşula bağlı ve koşula bağlı olmayan olasılık değerleri toplamını gösteriyor. Bir bankacılık krizinin, sermaye akışıyla gelen refah patlaması koşuluna bağlı olarak bulunan olasılık değeri, onun koşula bağlı olmayan olasılık değerinden yüksektir. Tablo 10.7'nin alt sırası, ülkeler arasında refah patlamalarının, krize eğilimin artmakta olduğu bir çevreyle ilişkili olarak görülmesinin ne kadar olağan olduğunun ek bir göstergesi olarak, *P*(Kriz, Refah) = *P*(Kriz) eşitliği temelinde ülkelerin payını vermektedir. Ülkelerin çoğunluğu için (yüzde 61) refah patlaması dönemlerinde bir banka krizi yaşama eğilimi daha yüksek oluyor; bu yüzde, eğer 2007 sonrası veriler dahil edilebilseydi, daha da yüksek çıkabilirdi. (2000'lerin sonunda en şiddetli bankacılık krizlerini yaşamış olan birçok ülke, krize giden yolda sürekli büyük cari işlemler açığı da vermişti. Bu grup İzlanda, İrlanda, İspanya, Britanya ve ABD gibi birçok gelişmiş ülkeyi kapsar.)

Sermaye akışıyla gelen refah patlamalarıyla ilgili bu bulgular aynı zamanda kredi döngülerini çevreleyen diğer tanımlı ampirik sürekliliklerle de tutarlıdır. Mendoza ve Terrones, az önce tartıştığımızdan farklı bir yaklaşımla, gerek gelişmiş ülkelerdeki gerekse yükselen piyasalardaki kredi döngülerini incelemişti ve yükselen piyasalardaki kredi patlamalarının öncesinde, yurtiçine sermaye girişlerinde genellikle büyük yükselişler görüldü-

---

19 Reinhart ve Reinhart; para birimi, borç ve enflasyon krizleri için karşılaştırılabilir uygulamalar yapmışlardır.

20 Bkz. Reinhart ve Reinhart (2009).

TABLO 10.7
Sermaye akışıyla gelen refah patlamasının altmış altı ülkeden oluşan bir örnekte bir bankacılık krizi olasılığı üzerindeki etkisi, 1960-2007

Gösterge	Ülkelerin yüzdesi
Bir bankacılık krizi olasılığı	
Sermaye akışıyla gelen refah patlaması koşuluna bağlı olarak (üç yıllık pencere)	18,4
Koşula bağlı olmaksızın	13,2
Fark	5,2*
Koşula bağlı olasılık değerinin koşula bağlı olmayan olasılık değerinden yüksek olduğu ülkelerin payı	60,9

Kaynak: Reinhart ve Reinhart (2009, 2 ve 4 numaralı tablolar) ve yazarların yaptığı hesaplamalar.

Notlar: Pencere, refah patlaması öncesindeki üç yılı (bkz. Reinhart ve Reinhart 2009, tablo 2), refah patlamasının görüldüğü yılı (eğer bu olaylar birbirini izliyorsa yıllar da olabilir) ve bu devreyi izleyen üç yılı kapsıyor. Yıldız işareti (*) yüzde 1 güven düzeyindeki anlamlılığı gösteriyor.

günü bulmuşlardı. Aynı zamanda, tüm kredi patlamaları finansal krizle sonlanmasa da, birçok yükselen piyasa krizinin öncesinde kredi patlamaları görüldüğü sonucuna varmışlardı. Kredi patlamalarını, yükselen varlık fiyatlarına bağlamışlardı; bu daha sonra göreceğimiz bir konudur.[21]

Hisse Senedi ve Konut Fiyatları Döngüleri ve Bankacılık Krizleri

Bu bölümde, varlık fiyatı balonlarını ve bankacılık krizleri hakkındaki literatürü özetliyoruz ve onu, yükselen piyasalardaki konut fiyatları üzerine yeni verileri de kullanarak genişletiyoruz. Bunlara, gelişmiş ülkelerde şu anda kendisini gösteren krizlerle ilgili verileri de dahil ediyoruz.

2005 sonunda sönmeye başlayan ABD'deki kötü şöhretli gayrimenkul balonu, yakında gerçekleşen küresel finans krizinde sanık olarak en başta yer alıyordu. Ancak, İkinci Büyük Daralma bu açıdan bakıldığında özgün olmanın uzağındadır. Daha önce yaptığımız bir çalışmada, İkinci Dünya Savaşı sonrasında gelişmiş ülkelerdeki bankacılık krizleri sırasında gerçekleşen reel konut fiyatlarının yörüngesini belgelemiştik. Bunu yapar-

[21] Bkz. Mendoza ve Terrones (2008). Ayrıca bkz. Kaminsky ve Reinhart'ın (1999) çalışması; bu yazarlar bankacılık ve para birimi krizleri sırasında özel sektör için uygun olan gerçek kredi miktarındaki büyümeyi incelemişlerdir.

ken "Beş Büyük" krizi (İspanya, 1977; Norveç, 1987; Finlandiya ve İsveç, 1991 ve Japonya, 1992) özellikle vurgulamıştık.[22] Ortaya çıkan model açıktır: krize giden yolda reel konut fiyatlarında görülen patlamayı, krizin görüldüğü yılda ve ondan sonra gelen yıllarda belirgin bir düşüş izlemiştir. Aynı zamanda 1970-2001 dönemindeki gelişmiş ekonomileri inceleyen Bordo ve Jeanne, bankacılık krizlerinin, reel konut fiyatlarındaki canlanmanın doruğa ulaştığı noktada ya da patlamanın tam sonrasında gerçekleşme eğiliminde olduğunu ortaya koymuştur.[23] Gerdrup, Norveç'te 1890'dan 1993'e kadar gerçekleşen bankacılık krizleriyle konut fiyatlarındaki canlanma ve patlamalar arasındaki bağlantıların saygı uyandıran bir anlatımını sunmuştu.[24]

Tablo 10.8, gelişmiş ekonomilerin ve yükselen ekonomilerin her ikisinde birden gerçekleşen büyük bankacılık krizlerine tarihsel olarak eşlik eden konut fiyatlarındaki aşağıya doğru dönüş hareketlerinin büyüklüklerini ve sürelerini göstermektedir. Gelişmiş ülke bankacılık krizleriyle konut fiyatları döngüsü arasındaki bağlantılar, daha önceki çalışmamızda ve başka birçok sayısız makalede (daha çok vaka çalışmaları biçiminde) incelenmiş olmasına rağmen, bu çalışmada, yükselen piyasalardaki konut fiyatlarının buradaki bazı büyük bankacılık krizleri sırasındaki hareketiyle ilgili sistematik kanıtlar ilk kez verilmiş oluyor. Kriz devreleri, 1997-1998 Asya krizinin "Altı Büyüklerini" (Endonezya, Kore, Malezya, Filipinler, Tayland ve çok sarsılan Hong Kong) kapsıyor.

Yükselen piyasalardaki diğer devreler, Arjantin'in 2001-2002'deki mega krizi ve ulusal gelir hesaplarının kaydedilmeye başlandığı 1920'lerden bu yana görülen en kötü resesyonu üreten Kolombiya'nın 1998 krizidir. Yakın zamanda gayrimenkul piyasası balonlarının görüldüğü gelişmiş ülkelere (İzlanda, İrlanda, İspanya, Britanya ve ABD) ek olarak, yakın zamandaki krizlere Macaristan'ı da dahil ediyoruz.[25]

---

22 Bkz. Reinhart ve Rogoff (2008b). Her yıl krizin başlangıcını göstermektedir.

23 Bkz. Bordo ve Jeanne (2002).

24 Bkz. Gerdrup (2003).

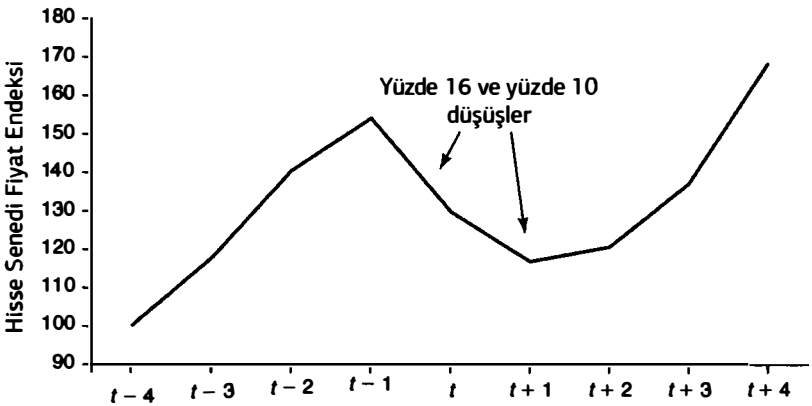
25 Tarihsel karşılaştırmalara rastlamak oldukça zordur çünkü en gerçek konut fiyatı serileri hemen eskimektedir. Ancak, biz bu kategoriyi daha eski iki olaya dahil ediyoruz: Büyük Bunalım sırasında ABD olayı ve yüzyılın dönümünde Norveç olayı (1898).

TABLO 10.8
Reel konut fiyatları döngüleri ve bankacılık krizleri

Ülke	Kriz yılı	Tepe noktası	Dip	Aşağı dönüş süresi	Düşüş büyüklüğü (yüzde)
Gelişmiş ekonomiler: Beş Büyükler					
Finlandiya	1991	1989:Ç2	1995:Ç4	Altı yıl	–50,4
İspanya	1977	1978	1982	Dört yıl	–33,3
İsveç	1991	1990:Ç2	1994:Ç4	Dört yıl	–31,7
Japonya	1992	1991:Ç1	Halen sürüyor	Halen sürüyor	–40,2
Norveç	1987	1987:Ç2	1993:Ç1	Beş yıl	–41,5
Asya ekonomileri: Altı Büyükler					
Endonezya	1997	1994:Ç1	1999:Ç1	Beş yıl	–49,9
Filipinler	1997	1997:Ç1	2004:Ç3	Yedi yıl	–53,0
Güney Kore[a]	1997		2001:Ç2	Dört yıl	–20,4
Hong Kong	1997	1997:Ç2	2003:Ç2	Altı yıl	–58,9
Malezya	1997	1996	1999	Üç yıl	–19,0
Tayland	1997	1995:Ç3	1999:Ç4	Dört yıl	–19,9
Diğer yükselen ekonomiler					
Arjantin	2001	1999	2003	Dört yıl	–25,5
Kolombiya	1998	1997:Ç1	2003:Ç2	Altı yıl	–51,2
Tarihsel devreler					
ABD	1929	1925	1932	Yedi yıl	–12,6
Norveç	1898	1899	1905	Altı yıl	–25,5
Şu anki durumlar					
ABD	2007	Aralık 2005	Halen sürüyor	Halen sürüyor	–16,6
Britanya	2007	Ekim 2007	Halen sürüyor	Halen sürüyor	–12,1
İrlanda	2007	Ekim 2006	Halen sürüyor	Halen sürüyor	–18,9
İspanya	2007	2007:Ç1	Halen sürüyor	Halen sürüyor	–3,1
İzlanda	2007	Kasım 2007	Halen sürüyor	Halen sürüyor	–9,2
Macaristan	2008	2006	Halen sürüyor	Halen sürüyor	–11,3

Kaynaklar: Bank for International Settlements ve ekler E.1 ve E.2'de tasvir edilen ülke kaynakları.

[a] Veri serileri tepe noktasını işaretleyebilmek için yeterli uzunlukta değildir.



Şekil 10.2. Reel hisse senedi fiyatları ve bankacılık krizleri: Yükselen piyasalardaki kırk devre, 1920-2007.
Kaynaklar: Global Financial Data (t.y.) ve yazarların hesaplamaları.
Notlar: Kırk devrenin dördü İkinci Dünya Savaşı öncesine aittir (1921-1929). Kriz yılı (t) ile gösterilmiştir; $t - 4 = 100$.

Tablo 10.8'de verilen özet istatistiklerde iki özellik öne çıkıyor. Birincisi, gelişmiş ekonomilerin ve yükselen piyasaların her ikisinde birden, reel konut fiyatları döngüsünün, sürekliliğini tam anlamıyla dört ila altı yıl korumasıdır.[26] Tablo 10.8'de dikkat çeken ikinci özellik, bankacılık krizi sırasında reel konut fiyatlarında tepeden dibe düşüşün büyüklüğünün, gelişmiş ekonomilerle yükselen ekonomiler arasında hissedilir derecede farklılık göstermemesidir. Bu benzerlik, birçok makroekonomik serinin yükselen piyasalarda ciddi anlamda daha büyük oynaklık gösterdiği kabul edildiğinde oldukça şaşırtıcı oluyor; bu nedenle, bu konu üzerine daha fazla eğilmemizi gerektiriyor.[27] Bankacılık krizlerinin yaşandığı tarihlerin civarında konut fiyatlarında görülen canlılık ve patlamaların karşılaştırılmasından çıkarılarak ortaya konan sonuçlar, bankacılık krizlerinin eşit şansa sahip bir tehdit oluşturduğu inancına kesinlikle güçlü destek sağlamış görünüyor.

[26] Bkz. ortalama süreyi altı yıl olarak tahmin eden Ceron ve Suarez'in (2006) çalışması.

[27] Örneğin Agénor vd. (2000) yükselen piyasalarda üretimin ve reel tüketimin çok daha oynak olduğuna dair kanıt sağlamışlardır; Kaminsky, Reinhart ve Végh (2003) ise reel hükümet harcamaları döngüsünün genişliğinin, yükselen piyasalarda daha büyük olduğuna dair kanıt sunmuşlardır.

Konut fiyatlarında finansal krizin ardından başlayan aşağı doğru dönüşün uzun sürmesi, Şekil 10.2'de gösterildiği gibi, reel hisse senedi fiyatlarının hareketiyle kuvvetli bir karşıtlık içindedir. Buradaki düşüş ve düzelme modeli daha çok V-şeklindedir (şekil yalnızca yükselen piyasaları gösteriyor ama daha sonra V. Kısımda ayrıntılarına gireceğimiz gibi, hisse senedi fiyatları gelişmiş ülkelerde de benzer V-şekilli düzelmeler gösteriyor).

Şekil, reel hisse senedi fiyatlarının kriz öncesindeki dört yıl ile kriz sonrasındaki üç yıl arasındaki evrimini gösteriyor. Şekilde açığa çıktığı gibi, hisse senedi fiyatları bankacılık krizi öncesinde tam anlamıyla zirve yapıyor ve kriz yaklaşmaya başladıktan itibaren iki-üç yıl boyunca fiyatların düşüşü sürdürüyor; yükselen piyasalar örneğindeyse düşüş, krizi izleyen ilk yılda başlıyor. Düzelme, krizden üç yıl sonra reel hisse senedi fiyatlarının ortalama olarak kriz öncesi tepe noktasından daha yükseğe çıkması anlamında tamamlanmış oluyor. Ne var ki, kriz sonrası Japonya, bu modelin ciddi bir karşıt örneğini oluşturmaktadır çünkü burada, kriz sonrasındaki hisse senedi fiyatları, kriz öncesindeki tepe noktasının altında kalmış ve fiyatlar ancak çok az bir düzelme gösterdikten sonra aşağıya kaymayı sürdürmüştür.

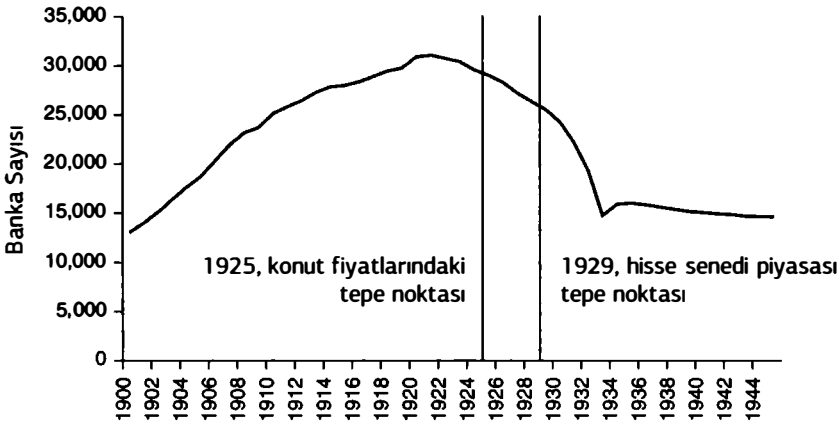
Büyük bankacılık krizlerinin bu kadar uzun sürmesinin bir nedeni de, bu devrelerin, "saf borsa çöküşlerinde" –örneğin, Ekim 1987'deki Kara Pazartesi ya da bilişim teknolojisi (IT) balonunun 2001'de patlaması– rastlanmayan şekilde gayrimenkul piyasaları döngüsünün kalıcı özelliğine sahip olmasıdır.[28]

Finans Endüstrisindeki Kapasite Fazlası Balonlar

Philippon, ABD finansal hizmet sektöründeki (sigortacılık dahil) genişlemeyi analiz etmiştir. Bu sektör 1976-1985 arasında GSYH'nin ortalama yüzde 4,9'unu oluştururken, 1996-2005 arasında yüzde 7,5'ine çıkmıştı.[29] Philippon, makalesinde bu kazanımın sürdürülemeyeceğini ve GSYH içinde en az yüzde 1 oranında bir düşüş olabileceğini iddia etmişti. Eşikaltı krizi arifesinde, 2008 ile 2009 arasında finans sektöründeki daralma çok

[28] Bu kavram, konut fiyatlarının hisse sendi fiyatlarından çok daha atıl olduğu gerçeğiyle tutarlılık içindedir.

[29] Bkz. Philippon (2007).



Şekil 10.3. ABD'deki banka sayısı, 1900-1945.
Kaynak: Carter vd. (2006).

daha büyük olmuştu. Bir bankacılık krizi sırasında, finans sektöründe kriz öncesi patlama ya da çöküş sonrası göçme, ABD için yeni ya da örneği görülmemiş bir olay değildir.

Şekil 10.3, ABD'de Büyük Bunalıma giden yolda ve sonrasında banka sayısının grafiğini göstermektedir. Herhalde hisse senedi ve gayrimenkul fiyatlarındaki balon da finans kurumlarının sayısını arttırmıştı. Finans kurumlarının kriz öncesinde genişlemesi ve kriz sonrasında daralması, diğer banka krizlerinde de görülmektedir – özellikle, kriz öncesinde finansal liberalizasyon olduğu durumlarda.

Finans Krizlerinin Mali Mirasının Yeniden Değerlendirilmesi

Bankacılık krizlerinin mali ve büyümeyle ilgili sonuçlarına bakarken, gelişmiş ülkelerle yükselen piyasalar arasında yine paralellikler görüyoruz. Mali sonuçlar hakkındaki analizimiz, özellikle, önceki literatürden keskin biçimde ayrılmaktadır. Önceki literatür "kurtarma paketlerinin maliyetini" neredeyse tümüyle hükümetin üstüne atmak üzerine yoğunlaşmıştı ve ileride tartışacağımız gibi, bu iddianın ölçülmesi çok zordur. Onun yerine, biz merkezi hükümet üzerinde oluşan bütçe maliyetine, özellikle de bankacılık krizini izleyen devasa borç birikimi üzerine odaklanıyoruz. Bu kitaptaki araştırmamızın temelini oluşturan, yıllık iç borçlarla ilgili birçok ülkeyi kap-

TABLO 10.9
Yaratıcı muhasebe mi?
Bankacılık krizlerindeki kurtarma paketlerinin maliyeti

	GSYH yüzdesi olarak tahmin edilen kurtarma paketi maliyeti		
Ülke, başlangıç yılı	Üst sınır	Alt sınır	Fark
ABD (tasarruf ve kredi krizi), 1984	3,2	2,4	0,8
Arjantin, 1981	55,3	4,0	51,3
Filipinler, 1984	13,2	3,0	10,2
Gana, 1982	6,0	3,0	3,0
İspanya, 1977	16,8	5,6	11,2
İsveç, 1991	6,4	3,6	2,8
Japonya, 1992	24,0	8,0	16,0
Norveç, 1987	4,0	2,0	2,0[a]
Şili, 1981	41,2	29,0	12,2

Kaynaklar: Frydl (1999) ve orada gösterilen kaynaklar.

[a]Norges Bank (2004) Norveç hükümetinin sonuç olarak banka tasfiye işleminden az bir kazanç elde ettiğini iddia etmektedir.

sayan büyük veri kümemizi süzerek bunu yapma olanağımız var. Bu verileri zaten önceki bölümlerde kullanmıştık. Bu veriler, bir kriz arifesinde borçlarda oluşan dikkat çekici yükselişi göstermemize izin veriyor.

Kolay Anlaşılmayan Kurtarma Paketi Maliyeti Kavramı

Daha önce belirttiğimiz gibi, bankacılık krizi devrelerine ait literatürün büyük bölümü, kurtarma paketlerinin en son bütçe maliyetini tahmin etmek üzerine odaklanıyor (örneğin bkz. Frydl'in olağanüstü güzellikteki tartışması ve Norges Bank'in yayınladığı çeşitli makaleler).[30] Ama kurtarma paketlerinin maliyetlerine yönelik tahminler, seçilen metodolojiye bağlı olarak, çalışmadan çalışmaya belirgin farklılık gösterir; bu tahminler Frydl'in vurguladığı gibi, krizin bütçeye etkisini hesaplarken kullanılan zaman aralığının genişli-

[30] Bkz. Frydl (1999) ve Norges Bank (2004). Ayrıca bkz. Sanhueza (2001), Hoggarth vd. (2005) ve Caprio vd. (2005).

ğine bağlı olarak, zamana göre daha da büyük farklılıklar gösterir.[31]

Tablo 10.9, neredeyse bütün bölgelerde, gelişmiş ekonomiler ve yükselen ekonomilerin her ikisinde birden görülen, iyi bilinen bankacılık krizlerinin bazıları için yapılan kurtarma paketi maliyeti tahminlerinin alt ve üst sınırlarını vermektedir. Tahminler arasındaki farklılıklar çok büyüktür ve bazı durumlarda çok şaşırtıcıdır. Gelişmiş ekonomilerde İkinci Dünya Savaşı'ndan bu yana gerçekleşen "Beş Büyük" kriz arasında, örneğin Japonya ve İspanya için tahmin edilen kurtarma paketi maliyetleri, sırasıyla bu ülkelerin GSYH'lerinin yüzde 16'sı ve 11'idir. Dahası, Vale'nin açıkladığı gibi, eğer maliyetler krizden sonraki daha geniş bir zaman aralığı içinde hesaplanacak olursa, ortaya çıkan resimde üst uçtaki tahminlerle arası daha da açılmış olacaktır; Vale'nin bulguları, Norveç hükümetinin gerçekte millileştirilmiş bankalardaki paylarını satarak yaptığı bankacılık tasfiye işleminden küçük bir kazanç elde ettiğini gösteriyor.[32]

İzleyen bölümde, kurtarma paketlerinin maliyetinin şeffaf olmayan hesaplamaları üzerine yaptığımız bu genele yakın yoğunlaşmanın yanlış yönlendirildiğini ve eksik olduğunu iddia ediyoruz. Yanlış yönlendirilmiştir, çünkü bu tahmin rakamlarını hesaplamak için herkes tarafından kabul edilen bir kılavuz yoktur. Eksiktir, çünkü bankacılık krizini izleyen mali sonuçlar, kurtarma paketinin doğrudan doğruya getirdiği maliyeti fazlasıyla aşmaktadır. Bu sonuçlar esas olarak krizin hükümet gelirleri üzerine (yaklaşık her durumda) yaptığı önemli yan etkiden ve krize tepki olarak gösterilen bazı maliye politikalarının aynı zamanda önemli mali canlandırma paketleri içermesinden kaynaklanmaktadır.

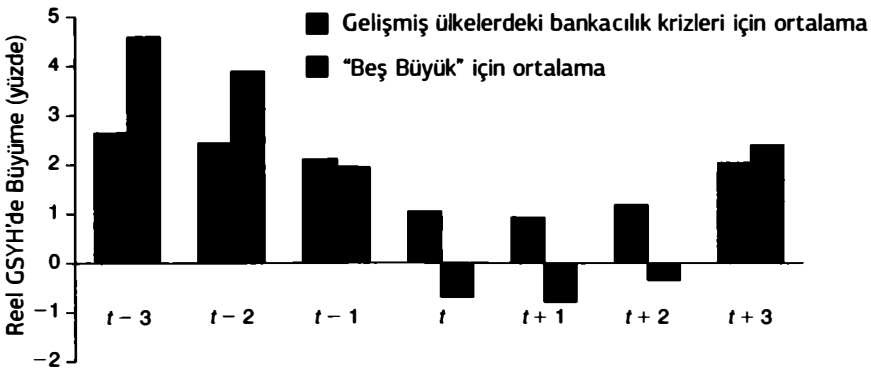
Kriz Sonrasında Büyüme

Birçok bankacılık krizinin, özellikle sistemik olanların, ekonomik düşüş hareketleriyle ilişkili olduğu gerçeği, ampirik literatürde iyi tespit edilmiştir. Bununla birlikte; konut, hükümet borcu ve bütçe finansmanı gibi bazı ana

---

31 Benzer bir sorun, bu tür piyasa alım ya da satışlarının kârlılığını ölçerek, dövize müdahalenin etkinliğini tespit etme çalışmalarını aksatmaktadır. Sonuçlar, zaman aralığının genişliğine ve finansman maliyetiyle ilgili üzeri örtülü varsayımlara önemli derecede bağlıdır. Bkz. Neely (1995).

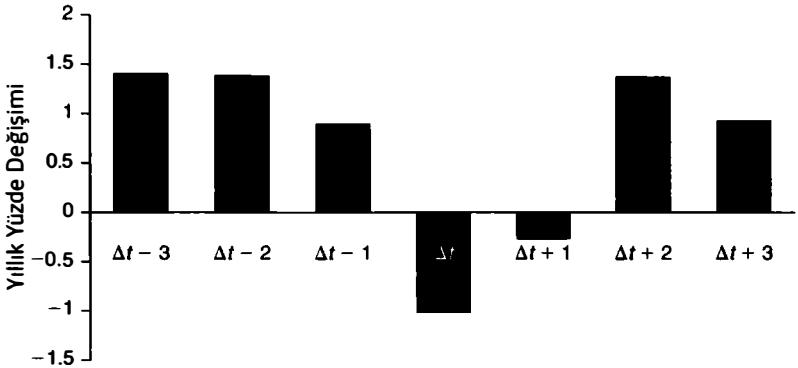
32 Bkz. Vale (2004).



Şekil 10.4. Kişi başına düşen reel GSYH (satın alma gücü paritesine göre) ve bankacılık krizleri: Gelişmiş ekonomiler.
Kaynaklar: Maddison (2004); IMF (çeşitli yıllar), *World Economic Outlook*; Total Economy Database (2008) ve yazarların hesaplamaları.
Notlar: Bankacılık krizi devreleri ek E.3'te listelenmiştir. Kriz yılı (t) ile gösterilmiştir.

değişkenler üzerindeki etkileri daha az çalışılmıştır.[33] Şekil 10.4, bir grup olarak, gelişmiş ülkelerdeki üretimi gösteriyor; bunun yanına, "Beş Büyükler" krizlerini yaşayan ülkeleri (Japonya, Kuzey ülkeleri ve İspanya) koyuyor. Öte yandan, Şekil 10.5, bu analizi, yükselen piyasalardaki savaş sonrası bankacılık krizlerinin benzer bir özetiyle genişletiyor. Daha önce olduğu gibi, (t) kriz yılını gösteriyor. İşin ilginci, şekil, gelişmiş ülkelere göre yükselen piyasalarda daha dik bir düşüş gösterirken, daha çabuk bir geriye dönüşe işaret ediyor. Bankacılık krizlerini izleyen uzun dönem büyüme sonuçlarını soruşturmak bu kitabın kapsamı dışındadır (bankacılık krizlerinin sona erdiği çizgiyi tanımlamak çok zordur ve büyümenin buraya katılması çok karışık bir konudur). Bununla birlikte, bu kriz sonrası model dikkate değer, çünkü büyüme (kendi çapında önemli); bütçe dengeleri, hükümet borçları ve bir finansal krizin daha genel maliyeti ve sonuçları açısından basit olmayan çıkarsamalara sahiptir.

[33] Örneğin bkz. Frydl (1999), Kaminsky ve Reinhart (1999) ve özellikle Rajan vd. (2008); bu yazarlar, mikro veriler kullanarak, bankacılık krizinden sonra kredi kanallarının üretimdeki sonuçlarını incelemişlerdir. Barro ve Ursúa (2008) tarafından incelenen, üretimdeki çöküş vakalarının hepsinin aslında bankacılık krizleriyle ilişkili olduğunu belirtmek isteriz.

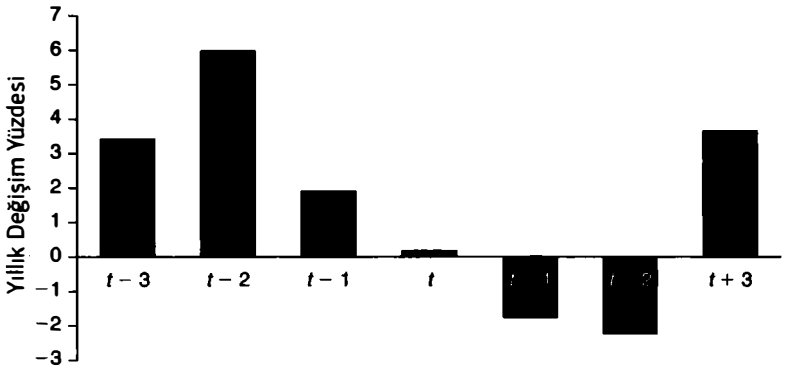


Şekil 10.5. Kişi başına düşen reel GSYH (satın alma gücü paritesine göre) ve bankacılık krizleri: Yükselen piyasa ekonomileri (112 devre).
Kaynaklar: Maddison (2004); IMF (çeşitli yıllar), *World Economic Outlook*; Total Economy Database (2008) ve yazarların hesaplamaları.
Notlar: Bankacılık krizi devreleri ek E.3 ve E.4'te listelenmiştir. Kriz yılı (t) ile gösterilmiştir.

Kurtarma Paketi Maliyetlerinin Ötesinde: Krizin Gelirler ve Borçlar Üzerindeki Etkisi

İkinci Dünya Savaşı'ndan beri, sistemik bir bankacılık krizine karşı (yükselen ekonomilerin ve gelişmiş ekonomilerin her ikisinde de) en genel politika, bankacılık sektörüne (farklı başarı derecelerinde) bir kurtarma paketi sunmak olmuştur. Bu paketin içeriği, kötü varlıkların satın alınması, kötü bankaların nispeten sağlam kurumlarla birleştirilmesi, doğrudan hükümetin el koyması ya da bu uygulamaların bir bileşimi şeklinde olmuştur. Çoğu durumda, bu tür eylemler, özellikle krizin ilk aşamalarında önemli mali sonuçlar yaratmıştır. Ne var ki, tekrarlayarak vurguladığımız gibi, bankacılık krizleri varlık piyasalarında kalıcı etkileri olan uzun süren işlerdir – bu, en dikkat çekici biçimde, gayrimenkul fiyatları ve reel ekonomide görülmüştür. O zaman, hükümet gelirlerinin krizlerden olumsuz ve belirgin biçimde etkilenmiş olması bizi şaşırtmamalıdır.

Birçok çalışma, bankacılık krizlerinin ekonomik faaliyet üzerindeki yan etkilerinin izini ortaya çıkarmıştır. Bu çalışmaların araştırmadığı konu, resesyonun hükümet finansmanı –özellikle vergi gelirleri– üzerindeki doğrudan sonuçlarıdır. Şekil 10.6, hükümet gelirlerinin tamamına ait verilere sahip olduğumuz 1800-1944 dönemi içinde görülen toplam seksen altı ban-



Şekil 10.6. Reel merkezi hükümet gelirlerindeki büyüme ve bankacılık krizleri: Tüm ülkeler, 1800-1944.
Kaynaklar: Gelir rakamları Mitchell'dendir (2003a, 2003b).
Ülkelere özgü sayısız fiyat kaynağı için bkz. Reinhart ve Rogoff (2008a).
Notlar: Şekil, krizdeki gelirler üzerindeki vergilerin yeni olmadığını gösteriyor. Merkezi hükümet gelirleri tüketici fiyatlarına göre indirgenmiştir. Gelir verilerine sahip olduğumuz 1800-1940 dönemi için toplam seksen altı bankacılık krizi devresi vardır.
Kriz yılı (t) ile belirtilmiştir.

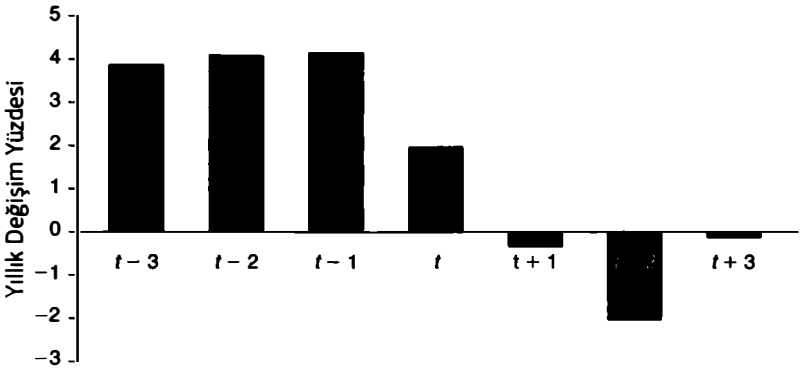
kacılık krizinin; krizden üç yıl öncesi, kriz esnası ve kriz sonrası üç yıl için, reel hükümet gelirlerindeki ortalama yıllık büyümenin şeklini gösteriyor.[34]

Şekil 10.7'de, İkinci Dünya Savaşı'ndan beri görülen tüm 138 bankacılık krizi için benzer bir çalışma gösterilmiştir. Savaş öncesi ve sonrası şekiller özdeş değildir ancak benzerlikleri çarpıcıdır. Bankacılık krizine yol açan yıllarda yıllık gelir büyümesi sağlamdı; krizin gerçekleştiği yıl zayıfladı ve krizin başladığı yılları izleyen dönemde giderek düşüşler gösterdi. Savaş sonrası devre için, gelirler ortalama iki yılda bir düştü ve bu arada savaş sonrası krizler için gelirdeki ani düşüş üçüncü yıla da uzadı.

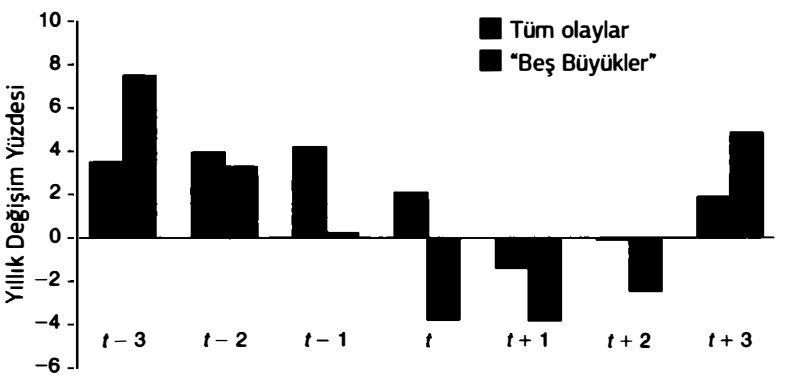
Yükselen Piyasalarla Gelişmiş Ekonomiler Arasında Gelir Kayıpları Açısından Paralellikler

Yükselen piyasalarla gelişmiş ekonomiler arasında gelir kayıplarındaki paralellikler çarpıcı olmuştur. Şekil 10.8, bankacılık krizleri görüldüğü sıralar-

[34] Gelirler (Mitchell, 2003a, 2003b) tüketici fiyat endeksleriyle enflasyondan arındırılmıştır; bu verilerle ilgili sayısız kaynak, ek E.2'de ülkelere ve dönemlere göre gösterilmiştir.

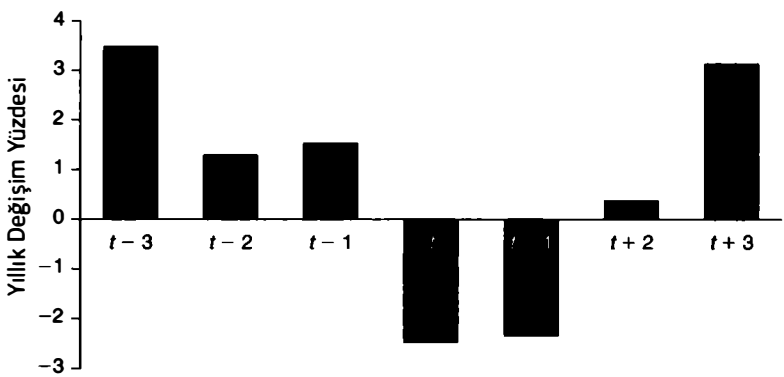


Şekil 10.7. Reel merkezi hükümet gelirlerindeki büyüme ve bankacılık krizleri: Tüm ülkeler, 1945-2007.
Kaynaklar: Gelir rakamları Mitchell'den (2003a, 2003b) alınmıştır.
Ülkelere özgü sayısız fiyat kaynağı için bkz. Reinhart ve Rogoff (2008a).
Notlar: Şekil, kurtarma paketlerinin maliyetinin, kamu borcunun kriz sonrasındaki artış nedenlerinden yalnızca biri olduğunu gösteriyor. Merkezi hükümet gelirleri tüketici fiyatlarına göre indirgenmiştir. Gelir verilerine sahip olduğumuz 1945-2008 dönemi için toplam 138 bankacılık krizi olayı vardı. Kriz yılı (t) ile belirtilmiştir.



Şekil 10.8. Reel merkezi hükümet gelirlerindeki büyüme ve bankacılık krizleri: Gelişmiş ülkeler, 1815-2007.
Kaynaklar: Gelir rakamları Mitchell'den (2003a, 2003b) alınmıştır.
Ülkelere özgü sayısız fiyat kaynağı için bkz. Reinhart ve Rogoff (2008a).
Notlar: Merkezi hükümet gelirleri tüketici fiyatlarına göre indirgenmiştir.
Kriz yılı (t) ile belirtilmiştir.

daki gelirin tüm örnek içinde düştüğünü gösteriyor; savaş sonrası "Beş Büyükler" krizleri ayrıca listelenmiştir. Genel olarak gelirlerdeki büyüme, krizden sonraki üçüncü yıldan itibaren (daha düşük bir tabandan) yeniden başlar. Gelişmiş ekonomiler, ekonomik faaliyeti rahatlatmak amacıyla canlandırma önlemlerine başvurmaya daha kuvvetli bir eğilim sergilemektedir. Bunun en çarpıcı örneği 1990'larda, Japonya'da altyapı harcamalarının aşırı kullanımı şeklinde görülmüştür. Borçlanmaya daha dayanıksız ve finansman açısından uluslararası sermaye piyasalarının aşırılıklarına daha bağımlı olan yükselen piyasalar, döngüye karşı yönde maliye politikası uygulamak için daha az temkinlidir. Bununla birlikte, krizin vergilendirme üzerindeki etkisi genel olarak her iki tip ülke için de aynıdır. Şekil 10.9, tüm örnek içinde yer alan yükselen piyasaların, bankacılık krizleri sırasında gelirlerdeki düşüşü gösteriyor. Ortalama gelir düşüşü "Beş Büyükler" krizindekilerle oldukça yakındır; bununla birlikte, düzelme daha çabuk gerçekleşir – önceki bölümde tartışıldığı gibi, büyümedeki daha çabuk bir düzelmeyle aynı doğrultuda seyreder.



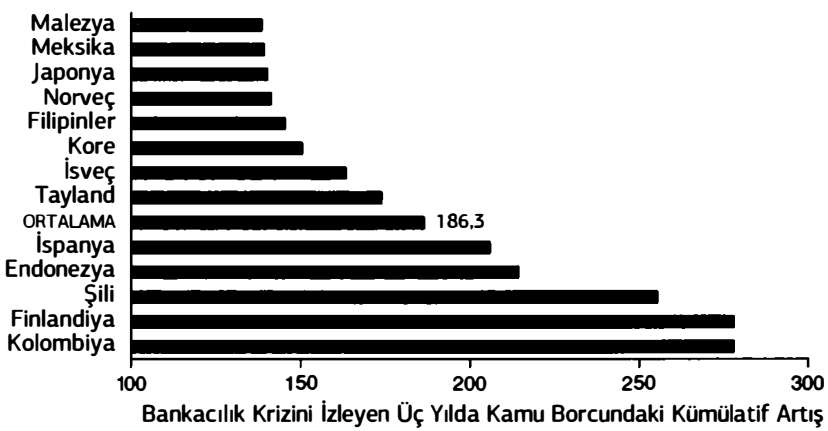
Şekil 10.9. Reel merkezi hükümet gelirlerindeki büyüme ve bankacılık krizleri: Yükselen piyasa ekonomileri, 1873-2007.
Kaynaklar: Gelir rakamları Mitchell'dendir (2003a, 2003b).
Ülkelere özgü sayısız fiyat kaynağı için bkz. ek E.1.
Notlar: Şekil, gelirlerden alınan vergilerin borçlara eklendiğini gösteriyor. Merkezi hükümet gelirleri tüketici fiyatlarına göre indirgenmiştir. Kriz yılı (t) ile belirtilmiştir.

Bankacılık Krizi Sonrasında Hükümet Borçlarında Birikim

Krizin hükümet finansmanı üzerindeki etkilerini kabaca tahmin edebilmek amacıyla, daha önce tartıştığımız gibi, ek E.2'de derlenen merkezi hükümet borcuyla ilgili tarihsel verilerden yararlanıyoruz. Bu verilerin, resmin yalnızca bir kısmını verdiğine dikkat çekmek isteriz çünkü (yalnızca merkezi hükümeti değil) eyalet ve belediyeleri de içine almak üzere, ülkenin tamamı krizden etkilenmektedir. Aynı zamanda, tam olarak bu devrelerde, devlet teminatındaki borçlar belirgin olarak büyümektedir ama bu eğilim, merkezi hükümetle ilgili rakamlar içinde görülmez.

Şekil 10.10, gelişmiş ülkelerdeki ve yükselen piyasalardaki bazı büyük savaş sonrası krizlerden sonra borcun evriminin bir özetini veriyor.

Hepsi birlikte ele alındığında, hiç de şaşırtıcı olmayan bir biçimde, bu krizlerin bazılarında tanık olduğumuz, bankacılık sektörünün kurtarılması, gelirlerde azalma ve mali canlandırma paketleri, hükümetin borç stokuna ek olarak, genişleyen mali açıkları beraberinde getirmektedir. Herhalde şaşırtıcı olan şey, borçlardaki artışın ne kadar ciddi olduğudur. *Eğer kriz anında (t) borç stoku 100'e eşitlenmişse, ortalama deneyim, krizden sonraki üç yılda borcun 186'ya yükselmiş olmasıdır. Bu, reel borç stokunun neredeyse ikiye*



Şekil 10.10. Savaş sonrası dönemde büyük krizlerin ardından reel kamu borçlarının evrimi: Gelişmiş ve yükselen piyasalar.
Kaynaklar: Reinhart ve Rogoff (2008c).
Not: Borç stoku, kriz yılında 100'e endekslenmiştir (yalnızca merkezi hükümet borcudur).

katlanmış olması demektir.[35] Kamu borcundaki bu tür artışlar, yükselen ekonomilerde ve gelişmiş ekonomilerde aynı şekilde kesindir ve her ikisinde de aşırı derece yüksektir. Tartışmasız, bankacılık krizlerinin gerçek mirası, büyük kamu borçluluğudur – büyük kurtarma paketlerinin doğrudan maliyetlerinin çok üzerinde ve ötesindedir.[36] (Daha önce belirttiğimiz gibi, kamu borçlarındaki artış, politik ve ekonomik faktörlerin tümüne bağlıdır; bu faktörlere, politik önlemlerin etkisi ve krizi üreten ilk gerçek ekonomik şokun şiddeti de dahildir. Bununla birlikte, borçlardaki artışın evrensel niteliği hayret vericidir.)

Enkazla Birlikte Yaşamak: Bazı Gözlemler

Ülkeler seri devlet borcu ödeyememe durumlarını ve tekrarlayan çok yüksek enflasyon olaylarını bitirebilirler (ya da en azından çok uzun bir süre düzelme dönemine girebilirler); bunun örnekleri Avusturya, Fransa, İspanya ve başka ülkelerde görülebilir. Ne var ki, tarih bize, tekrarlayan bankacılık ve finans krizlerini bitirmenin çok daha zor olduğunu söylemektedir. 2007 finans krizinin bize bu gerçeği anımsattığını unutmamak gerekir. Örneğimizdeki altmış altı ülkeden yalnızca Avusturya, Belçika, Portekiz ve Hollanda 1945 ile 2007 arasındaki krizlerden kaçmayı başarabilmiştir. Ne var ki, 2008 krizi sırasında bu dört ülkeden üçü büyük kurtarma paketleri çıkarmaya girişen ülkeler arasındaydı.

ABD'de 2007'de eşikaltı kriziyle birlikte başlayan finansal kriz dalgası akademisyenler, piyasa katılımcıları ya da politika yapanlar arasındaki, keskin finansal krizlerin geçmişte kaldığı ya da "oynak" yükselen piyasalara gönderme yapıldığı şeklindeki anlayışı uzaklaştırmıştır. Bu-defa-farklı sendromu ABD'de hâlâ geçerliydi ve herkes tarafından kabul gören bir inanış

---

35 Aslında, bazı önemli durumlarda (örneğin Japonya gibi) borçların hızlı biçimde toparlanması on yıldan uzun sürebilir; böylece üç yıllık bitiş süresi, uzun dönem sonuçlarını büyük çapta eksik tahmin etmiş olur.

36 Krizlerle birlikte GSYH'de görülen büyük düşüşlerin rakamları bozmaması amacıyla, Şekil 10.10'un GSYH'ye göre borçtan ziyade, borçtaki değişim yüzdesini verdiğine dikkat çekmek isteriz. Ne var ki, aynı temel mesaj, GSYH'ye göre borca bakarken karşımıza çıkmaktadır. Hesaplamaların toplam merkezi hükümet borçlarını temel alarak yapıldığını belirtelim.

biçimini almıştı. Herkes IT (bilişim teknolojileri) endüstrisinden kaynaklanan kazançların herhangi bir tarihsel normun çok ötesine geçtiğine ve fiyat-kazanç oranlarını onayladığına inanıyordu.[37] Bu yanılgı, IT balonunun 2001'de patlamasıyla sona erdi. Ancak, aşırılıklar, farklı piyasalarda farklı şekillere bürünerek çabucak yeniden ortaya çıktı. Eşikaltı ipoteklerinin menkul kıymete dönüştürülmesi Almanya, Japonya gibi ülkelerin ve Çin gibi büyük yükselen piyasaların bu araçlara iştahını kabartmasıyla birleşince konut fiyatlarının sonsuza kadar tırmanacağına dair algılamayı ateşledi. Yeni yanılgı "bu defa farklıydı" çünkü yeni piyasalar, yeni araçlar ve yeni borç verenler vardı. Özellikle finans mühendisliği yardımıyla, açıkta bekleyen tehlikelerin, yatırımcıların arzularına göre daha iyi şekillendirilerek, riskin ortadan kaldırılmış olacağına inanılıyordu. Bu arada, türev sözleşmeler, hedging (riskten korunma) fırsatlarının her türünü sunuyordu. Son popüler yanılgının nasıl çözüldüğünü artık biliyoruz. Son finans krizine, İkinci Büyük Daralmaya 13-16. bölümlerde geri döneceğiz.

Özetle, tarihsel deneyim, sıra yurtiçine sermaye girişini yönetmeye ve özellikle bankacılık krizine geldiğinde, zengin ülkelerin, bazı amigoların iddia ettiği kadar "özel" olmadığını zaten gösteriyor. Bu kitabın temel aldığı geniş yeni veri kümesi, hükümet gelirleri ve iç borçlar hakkında, birçok ülke için neredeyse bir yüzyıl geriye kadar giden verilerle birlikte, konut fiyatları hakkında da verileri kapsıyor. Şaşırtıcı bir biçimde, bankacılık krizlerinin sıklığı ve süresi, gelişmiş ülkelerde ve orta gelir düzeyindeki ülkeler arasında benzer olmakla kalmaz; bu krizlere girerken ve krizlerden çıkarken yapılan niceliksel ölçümler de aynıdır. Özellikle, finansal krizlerden sonra konut piyasalarındaki reel düşüşlerin süresi, her iki grup için de genellikle dört yıl veya daha fazladır ve çöküntülerin büyüklüğü benzerdir. Çarpıcı bir bulgu da, bir finans krizi arifesinde ülkelerin çoğunun, borçlarında büyük yükseliş yaşamasıdır; krizi izleyen üç yıl içinde merkezi hükümet borcu tam anlamıyla ortalamada yaklaşık yüzde 86 artmıştır.

Bu bölüm sistemik bankacılık krizleriyle ilişkili resesyonların devasa maliyetini vurgulamaktadır. Ne var ki, bankacılık kuramında (bu bölümün girişinde kısaca tartışılan) onların dış nedensellik mekanizması olarak değil,

---

[37] Önemli bir soru, Barro'nun (2009) analiz ettiği gibi, bankacılık krizlerinin piyasa likiditesindeki ani değişimler kanalıyla varlık fiyatları üzerindeki etkiyi ne sıklıkta kuvvetlendirdiğidir.

bir derinleştirme mekanizması olarak görülmesi gerektiğini vurgulamak önemlidir. Bir ülke ters bir şok yaşadığı zaman –örneğin, verimlilik, savaş, ya da politik ya da sosyal ayaklanma nedeniyle– bankalar doğal olarak sıkıntı çeker. Kredilerin ödenememe durumuna düşme oranı ciddi anlamda yükselir. Bankalar güven kayıplarına ve para çekmelere karşı savunmasız kalır ve banka iflas oranları yükselir; bu da kredi yaratılmasında azalmaya yol açar. Sağlıklı bankalar, iflas eden bankaların kredi portföylerini kolaylıkla üstlenemez çünkü özellikle küçük ve orta büyüklükteki işyerlerine kredi verme işi, uzmanlaşmış bilgi ve ilişkileri gerektirir. Banka iflasları ve kredi vermekten vazgeçme, resesyonu derinleştirir, daha çok kredinin geri ödenememesine ve banka iflaslarına neden olur ve böyle sürer gider.

Modern ekonomiler, sofistike finans sistemlerine bağlıdır ve bankacılık sistemi donduğu zaman ekonomik büyüme çabucak duraksar, hatta felç olur. Bu nedenle büyük banka iflasları bir ekonomi için çok sorunlu olabilir ve yine bu nedenle, finans sistemini düzeltmeyi başaramayan krizdeki ülkeler –örneğin, 1990'lardaki Japonya– kendilerini resesyona girip çıkarken bulurlar ve bu ülkelerin performansları yıllarca potansiyel kapasitelerinin altında kalabilir.

Bankacılık iflaslarının, derinleşen resesyonlarda niye bu kadar sorunlu olduğuna dair iyi geliştirilmiş bir teori olmasına rağmen, edindiğimiz ampirik kanıtlar, tek sorunun bankalar olduğunu kesin olarak göstermemektedir. Bankacılık krizi sırasındaki gayrimenkul ve hisse senedi fiyatlarındaki çöküşün, burada belgelendiği gibi, bankalarda bir çöküş olmasa bile çok önemli ters etkileri olabilecekti. Kriz çeşitlerini incelediğimiz 16. Bölümde göreceğimiz gibi, diğer birçok kriz türü –enflasyon, döviz kuru, iç ve dış borç ödeyememe durumları da dahil olmak üzere– genellikle bankacılık krizleriyle aynı anda gerçekleşir, özellikle de en şiddetli olanlarıyla rastlaşırlar. Böylelikle, burada gerçekten gösterdiğimiz şey, şiddetli bankacılık krizlerinin derin ve uzun süren resesyonlarla ilişkili olması, bunlar arasındaki nedensellik ilişkisini kurabilmek ve daha da önemlisi, politik karşılıklara öncelik kazandırmaya yardım etmek için daha fazla çalışmaya ihtiyaç olmasıdır. Bununla birlikte, resesyonların ciddi bankacılık krizleriyle ilişkili olduğu gerçeğinin bu kadar derin olması ve iki unsurun bu kadar çok özellik paylaşması, bu zorlu olayları çözme çabasına girişen gelecekteki araştırmacılar için ana başlangıç noktası işlevi görmelidir.

- 11 -

PARANIN AYARINI DÜŞÜRMEK SURETİYLE BORÇLARIN ÖDENMEMESİ: "ESKİ DÜNYADA" GÖZDE BİR ÇARE

Enflasyon ancak 1900'lerin başlarında kâğıt paranın yaygın kullanımıyla gerçekten sıradan bir olay ve kronik bir sorun haline gelmişse de, madeni para tarihi üzerine okuyanlar, hükümetlerin bundan çok uzun süre önce dolaşımdaki para biriminden "senyoraj geliri elde etmek" için yöntemler geliştirdiğini bilirler. Esas yöntem, sikkelerin içeriğinin ayarını düşürmekti. Bunun için ya içlerine ucuz metaller katılır ya da sikkeler tıraşlanırdı; ayrıca aynı para birimi karşılığında daha küçük sikkeler de basılabilirdi. Modern para basma makineleri sadece teknolojik olarak daha ileridedir ve aynı sonuca ulaşmak için daha verimli bir yaklaşım kullanırlar.[1]

Krallar, imparatorlar ve diğer egemenler, kayıtlı tarih boyunca borç ödemekten kaçmak için yaratıcı yollar bulmuşlardır. Winkler, Yunanistan'da MÖ 4. yüzyılda yaşamış Siraküzalı Diyonisos'la başlayarak, ilk borç ödeyememe olaylarının özellikle eğlenceli tarihini veriyor.[2] Tebaasından senetle borç alan Diyonisos, bir kararname yayınlayarak dolaşımdaki tüm paranın hükümete verilmesini istedi; buna uymayanlara ölüm cezası verilecekti. Tüm sikkeleri topladıktan sonra, üzerinde bir drahmi yazılı sikkelerin üzerine iki drahmi bastı ve borçlarını bu sikkelerle kapattı. Elimizde o döneme ait veri olmamasına rağmen, standart fiyat kuramı, Diyonisos'un bu hilesinden sonra genel fiyat düzeyinin çok yukarılara çıktığını kuvvetle varsaymaktadır. Klasik para teorisi, diğer her şeyin eşit kalması halinde (ülkedeki üretim dahil), para arzının ikiye katlanmasıyla birlikte fiyatların da ikiye katlanacağını, yani enflasyon oranının yüzde 100 olacağını öne sürmektedir. Para arzının ikiye katlandığı sırada, Siraküza'da çıkan finansal kargaşa ve

---

1 Örneğin bkz. Sargent ve Velde (2003). Ferguson (2008) paranın kökenleri konusunda esinlendirici bir tartışma sağlamaktadır.

2 Bkz. Winkler (1928).

belirsizliğin, üretimde daralmaya yol açacağını varsayarak, uygulamada enflasyon düzeyinin daha yüksek olabileceği söylenebilir.

Bu buluşun öncesi olup olmadığını bilmiyoruz. Ancak, kesin olarak bildiğimiz şey, Diyonisos örneğinin, tarih boyunca karşılaştığımız şaşırtıcı süreklilikle birlikte görülen birkaç öğe içerdiğidir. Birincisi, enflasyon uzun zamandan beri iç borçların ve mümkün olduğunda dış borçların da devlet tarafından ödenememesi durumunda kullanılacak bir silah olmuştur. İkincisi, hükümetler borç ödeyememe durumlarını planlayıp düzenlerken son derece yaratıcı oluyorlar. Üçüncüsü, egemenler, tebaaları üzerinde, genelde dış borç için yapmaları mümkün olmasa da, iç borç ödeyememe durumunu "yumuşakça" yönetmelerine yardımcı olan baskıcı bir güce sahiptir. Modern çağda bile, birçok ülke, sermaye hesapları ve para birimiyle ilgili yasaklara uymayanlar için ciddi cezalar koymuştur. Dördüncüsü, hükümetler parayı olabildiğince çoğaltmaya girişirler. Bunun nedeni, gerçek para miktarı üzerinden senyoraj vergisi elde edecek olmalarıdır (vatandaşların elindeki paranın değerini düşürüp, talebi karşılamak için daha fazlasını çıkarmak suretiyle). Ancak, mevcut kamu borçlarının gerçek değerini de aynı zamanda azaltmak ve hatta silmek isterler. 8. Bölümde anlatıldığı gibi, iç borç kanalı o kadar açık olmasına rağmen, veriler elverişli olmadığı için birçok olayda göz ardı edilmiştir.

Ekonomistler için, İngiltere'nin VIII. Henry'si, kraliçelerin boynunu vurdurtmasıyla olduğu kadar, krallığının sikkelerini tıraşlamasıyla da ünlüdür. Babası VII. Henry'den kendisine büyük bir servet kalmasına rağmen ve kilisenin varlıklarına el koymasından sonra bile, çok şiddetle paraya ihtiyacı olmuş ve para biriminin ayarının düşürülmesi yoluna başvurmuştu. Bu ayar düşürme olayı 1542'de başladı ve Henry'nin krallığının sona erdiği 1547'ye kadar devam etti; yerine geçen VI. Edward zamanında da uygulandı. Kümülatif olarak, İngiliz para birimi pound, bu dönemde içeriğindeki gümüşün yüzde 83'ünü kaybetti.[3] (Okur, "ayar düşürme" kavramıyla enflasyonu değil, sikkelerin içeriğindeki gümüş ya da altının azaltılmasını kastettiğimize dikkat etmelidir. Enflasyon ise sikkelerin satın alma gücünü ölçmektedir. Büyüyen bir ekonomide, hükümet, satın alma gücünü azaltmadan sikkelerin ayarını yavaşça düşürebilir çünkü ekonomideki değiş tokuş maliyeti artarken, halk daha fazla sikke talep edecektir.)

[3] MacDonald (2006).

TABLO 11.1
Paranın ayarını düşürerek el koyma: Avrupa, 1258-1799

Ülke, para birimi	Kapsadığı dönem	Para biriminin içerdiği gümüşteki kümülatif azalma (yüzde)	En büyük ayar düşürme yüzdesi ve yılı		Para biriminin ayarının düşürüldüğü (gümüş içeriğinin azaltıldığı) yılların payı (yüzdesi)	
					Tümü	yüzde 15 ya da daha fazla
Almanya						
Bavyera-Augsburg,	1417–1499	–32,2	–21,5	1424	3,7	1,2
fenik	1500–1799	–70,9	–26,0	1685	3,7	1,0
Frankfurt, fenik	1350–1499	–14,4	–10,5	1404	2,0	0,0
	1500–1798	–12,8	–16,4	1500	2,0	0,3
Avusturya, Viyana, kroyzer	1371–1499	–69,7	–11,1	1463	25,8	0,0
	1500–1799	–59,7	–12,5	1694	11,7	0,0
Belçika, hoet	1349–1499	–83,8	–34,7	1498	7,3	3,3
	1500–1799	–56,3	–15,0	1561	4,3	0,0
Britanya, pens	1260–1499	–46,8	–20,0	1464	0,8	0,8
	1500–1799	–35,5	–50,0	1551	2,3	1,3
Fransa, tournois lirası	1258–1499	–74,1	–56,8	1303	6,2	0,4
	1500–1789	–78,4	–36,2	1718	14,8	1,4
Hollanda						
Flaman groteni	1366–1499	–44,4	–26,0	1488	13,4	5,2
	1500–1575	–12,3	–7,7	1526	5,3	0,0
Gulden	1450–1499	–42,0	–34,7	1496	14,3	6,1
	1500–1799	–48,9	15,0	1560	4,0	0,0
İspanya						
Yeni Kastilya, maravedis	1501–1799	–62,5	–25,3	1642	19,8	1,3
Valencia, dinar	1351–1499	–7,7	–2,9	1408	2,0	0,0
	1500–1650	–20,4	–17,0	1501	13,2	0,7
İsveç, mark ortug	1523–1573	–91,0	–41,4	1572	20,0	12,0
İtalya, fiorentina lirası	1280–1499	–72,4	–21,0	1320	5,0	0,0
	1500–1799	–35,6	–10,0	1550	2,7	0,0
Portekiz, reis	1750–1799	25,6	–3,7	1766	34,7	0,0
Rusya, ruble	1761–1799	–42,3	–14,3	1798	44,7	0,0
Türkiye, akçe	1527–1799	–59,3	–43,9	1586	10,5	3,1

Kaynaklar: Esas olarak Allen ve Unger (2004) ve ek E.1'de listelenen diğer kaynaklar.

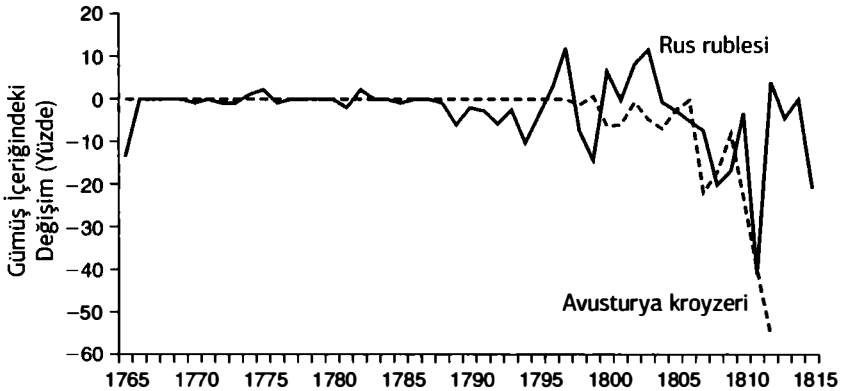
TABLO 11.2
Paranın ayarını düşürerek el koyma: Avrupa, 19. yüzyıl

Ülke	Kapsadığı dönem	Para biriminin içerdiği gümüşteki kümülatif azalma (yüzde)	En büyük ayar düşürme yüzdesi ve yılı		Para biriminin ayarının düşürüldüğü (gümüş içeriğinin azaltıldığı) yılların payı (yüzdesi)	
					Tümü	yüzde 15 ya da daha fazla
Almanya	1800–1830	–2,2	–2,2	1816	3,2	0,0
Avusturya	1800–1860	–58,3	–55,0	1812	37,7	11,5
Britanya	1800–1899	–6,1	–6,1	1816	1,0	0,0
Portekiz	1800–1855	–12,8	–18,4	1800	57,1	1,8
Rusya	1800–1899	–56,6	–41,3	1810	50,0	7,0
Türkiye	1800–1899	–83,1	–51,2	1829	7,0	7,0

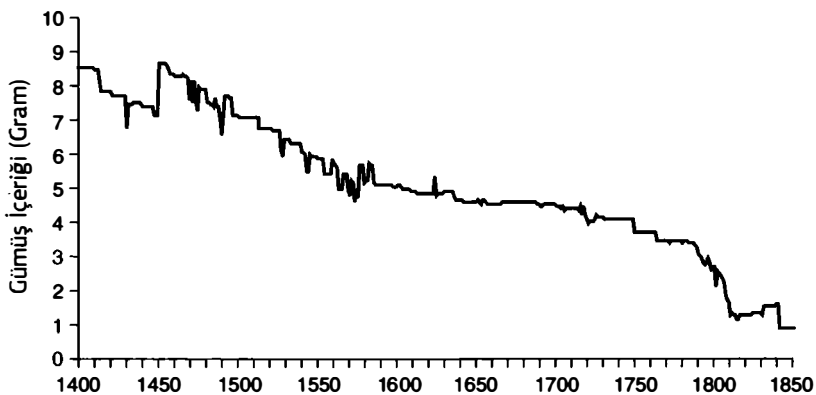
Kaynaklar: Esas olarak Allen ve Unger (2004) ve ek E.1'de listelenen diğer kaynaklar.

Tablolar 11.1 ve 11.2, kağıt paranın ortaya çıkışından önceki dönem olan 1258-1799 arasında ve kağıt paraya geçiş dönemi olan 1800'lerde, Avrupa'nın büyük bir bölümünü kapsayan ülkelerde para birimi ayarının düşürülmesinin zamanlamaları ve büyüklükleri üzerine ayrıntıları vermektedir. Tablolar, başarılı kralların, para birimi ayarının düşürülmesi yoluyla enflasyonist para politikasını uygulamada ne kadar başarılı olduğunu gösteriyor. İngiltere 1551'de para biriminin içeriğini yüzde 50 azaltmayı başardı, İsveç 1572'de paranın ayarını yüzde 41 oranında düşürdü ve Türkiye'de bu rakam 1586'da yüzde 44 oldu. Rus rublesinin ayarı 1798'de, kısmen ülkenin girdiği savaşı finanse etmek amacıyla yüzde 14 oranında düşürüldü. Her tablonun üçüncü sütunu, uzun dönemler içinde para birimi ayarının düşürülmesine dair kümülatif değerleri gösteriyor. Tablo 11.2, 19. yüzyılda Avrupa ülkelerinin istatistiklerini gösteriyor. Göze çarpanlar, paranın ayarını Rusya'nın 1810'da yüzde 57 ve Avusturya'nın 1812'de yüzde 55 düşürmesidir. Her ikisi de, Napolyon Savaşlarıyla birlikte gelen ekonomik sıkıntılarla ilişkilidir. 1829'da Osmanlı Devleti, sikkelerinin içerdiği gümüş miktarını yüzde 51 düşürdü.

Sürekli ayar düşürme modeli, Şekil 11.1'de çarpıcı biçimde ortaya çı-



Şekil 11.1. Para biriminin içerdiği gümüş miktarındaki değişimler, 1765-1815: Napolyon Savaşları sırasındaki Avusturya ve Rusya
Kaynaklar: Esas olarak Allen ve Unger (2004) ve ek E.1.3'te listelenen diğer kaynaklar.



Şekil 11.2. Fiat (kağıt) paraya doğru gidiş, Avrupa, 1400-1850: On para biriminin içerdiği gümüş miktarına ait ortalama değerler.
Kaynaklar: Esas olarak Allen ve Unger (2004) ve ek E.1.3'te listelenen diğer kaynaklar.
Notlar: Birden fazla para biriminin dolaşımda olduğu durumlarda (örneğin, İspanya'da New Castile *maravedisi* ve Valencia dinarı vardı) basit ortalamalarını hesapladık. Napolyon Savaşlarının 1799'dan 1815'e kadar sürdüğüne dikkat edin, Avusturya para biriminin ayarını yüzde 55 düşürmüştü.

kıyor. Bu şekilde, önceki örneğimizdeki Avrupa (artı Rusya ve Türkiye) para birimlerinin içerdiği gümüş miktarının eşit ağırlıklı ortalama değerlerinin grafiği çizilmiştir. Şekil 11.2 "fiat (kağıt) paraya gidiş" dediğimiz olayı gösteriyor ve modern enflasyonun, bazılarının düşündüğü gibi, para ayarının düşürülmesinden farklı olmadığını gösteriyor (okur, kağıt/fiat paranın kendisinin değer taşımadığını ve halkın, sadece hükümetin değiş tokuşlarda ve işlemlerde başka bir para birimi kullanılmasını yasakladığı için talep ettiği bir para birimi olduğunu hatırlayacaktır).

Finansal krizler uzun zamandan beri daha büyük ve daha abartılı biçimler kazandığı için, burada para birimi ayarının düşürülmesi olayına daha fazla yer vermek aşırıya kaçmak olacaktır. Oysa ayar düşürme deneyimi birçok önemli konuya işaret ediyor; enflasyon ve borç ödeyememe olaylarının yeni bir şey olmadığını, yalnızca araçların değiştiğini gösteriyor. Daha da önemlisi, madeni paradan kâğıt paraya geçiş, teknolojik yeniliklerin mutlaka tümüyle yeni finansal kriz türleri üretmek zorunda olmadığı ama teknolojinin (tarih boyunca savaşları daha ölümcül hale getirmesi gibi) bu krizlerin etkisini daha da şiddetlendirdiği gerçeğine dair önemli bir örnek sunuyor. En son olarak, ayar düşürülmesi konusunda yaptığımız bu inceleme, günümüzün gelişmiş ülkelerinin bugün birçok yükselen piyasa ekonomisine sıçrattıkları aynı tür borç ödeyememe olaylarını, enflasyonları ve ayar düşürme travmalarını bir zamanlar yaşamış olduklarına işaret ediyor.

- 12 -

ENFLASYON VE MODERN PARA BİRİMİ ÇÖKÜŞLERİ

Seri borç ödeyememe durumu, yükselen piyasa aşamasından geçmekte olan bir ülkenin normu haline gelmişse, yüksek ve aşırı yüksek enflasyon dönemlerine düşme eğiliminin daha da çarpıcı ortak bir özellik olduğu söylenmelidir.[1] *ABD dahil (enflasyon oranı 1779'da yüzde 200'e yaklaşmıştı) olmak üzere, tarihte hiçbir yükselen piyasa ülkesi enflasyon nöbetlerinden kaçmayı başaramamıştır.*

Doğal olarak, dış borç ödeyememe, iç borç ödeyememe ve enflasyon sorunlarının tümü birbirleriyle ayrılmaz biçimde ilişkilidir. Borcunu ödememeyi seçen bir hükümetin, ülkesinin para biriminin değerini koruyacağına güvenmek zordur. Para yaratılması ve borç üzerindeki faiz maliyetlerinin tümü, hükümetin bütçe kısıtlamalarına girer ve bir fon bulma kriziyle karşılaşıldığında, devlet tam anlamıyla kaynakların hepsine el atacaktır.

Bu bölümde, ülkeler arası enflasyonla ilgili veri kümemize yukarıdan (sözgelimi) kuşbakışı bakarak başlıyoruz. Bu enflasyon veri kümesi, bildiğimiz kadarıyla, daha önce mevcut herhangi bir veri grubuna kıyasla daha çok sayıda yüksek enflasyon olayını ve daha geniş kapsamda ülkeyi ele almaktadır. Ondan sonra, yüksek enflasyon olaylarıyla güçlü korelasyon içinde olan döviz kuru çöküşlerine bakacağız. Birçok durumda, yüksek enflasyon ve çöken döviz kurları, hükümetin para basma üzerinde sahip olduğu kendiliğinden menkul tekelini kötüye kullanmasından kaynaklanır. Bu bölümün son kısmında, enflasyon sonrasında, para birimi üzerindeki (ve bazen daha genel ödeme sistemleri üzerindeki) bu tekelin genellikle alternatif bir para biriminin kabul edilmesi ve/veya bu para birimine endekslenmesi ya da "dolarizasyon" yoluyla nasıl aşındırıldığına bakacağız. Aynen banka krizlerinin ekonomi üzerinde kalıcı ters etkileri olması gibi, yüksek enflasyon için de aynısı söylenebilir.

Enflasyon ve döviz kurlarıyla ilgili tarihsel gezimizden ortaya çıkan

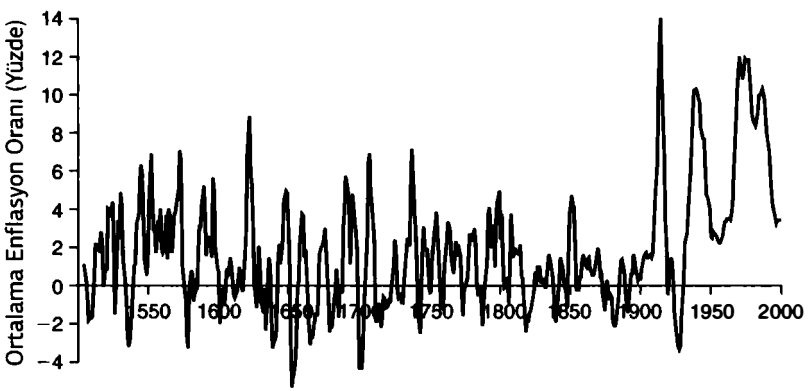
---

[1] Végh (1992) ve Fischer vd. (2002) nispeten modern enflasyon krizleri hakkındaki temel okumalardır.

ana bir bulgu, ülkeler için yüksek ve oynak bir enflasyon tarihinden kaçmanın ne kadar zor olduğudur. Gerçekte, yüksek enflasyon tarihinden kaçmakla seri borç ödeyememe olaylarının tarihinden kaçmak arasında güçlü bir paralellik vardır ve doğal olarak, her ikisi de iç içe geçmiştir.

Enflasyon Krizlerinin Erken Tarihi

Tablolar 11.1 ve 11.2'de aktarılan sikke ayarlarının düşürülmesinden bazıları ne kadar ses getirici büyük olaylar olmuşsa da, kuşkusuz matbaa makinesinin çıkışı enflasyonu bütünüyle yeni bir düzeye taşımıştır. Şekil 12.1, örneğimizde yer alan tüm ülkeler için 1500'den 2007'ye kadar ortalama enflasyon oranlarını göstermektedir (ölçüm yanlışlarını gidermek ve döngüyü düzeltebilmek amacıyla, beş yıllık hareketli ortalama kullandık). Şekil, tarih boyunca enflasyona eğilim bulunduğunu açıkça gösteriyor (bununla birlikte, iş döngülerine, kötü hasat ve benzeri olaylara bağlı olarak deflasyon dönemleri de görülmüştür). Ne var ki, enflasyon 20. yüzyıldan başlayarak köklü biçimde sivrilmiştir (enflasyon örneğimizin Fransa ve İngiltere gibi ülkeler için 1300'lere kadar geri gittiğini belirtelim ama daha genel ve düzgün karşılaştırma elde etmek için burada 1500 yılından başlıyoruz).



Şekil 12.1. Ortalama enflasyon oranı: Tüm ülkeler için beş yıllık hareketli ortalama, 1500-2007.

Kaynaklar: Kapsanan uzun dönem ve dahil edilen çok sayıda ülke verildiğinde, tüketici fiyatları (ya da hayat pahalılığı endeksleri) birçok farklı kaynaktan seçilerek alınmıştır. Bunlar ek E.1'de ülke ve dönemlere göre ayrıntılarıyla listelenmiştir.

Bu bölümdeki üç tabloda, yüzyıllar içinde ülke enflasyon verilerine bakacağız. Tablo 12.1, 16. yüzyıldan 18. yüzyıla kadar geniş bir para birimi yelpazesi içinde veri sunmaktadır. Burada çarpıcı olan nokta, Asya ve Avrupa'daki her ülkenin, bu evrede önemli bir süreyi yüzde 20'nin üzerinde enflasyonla geçirmiş olması ve çoğunun da önemli bir süreyi yüzde 40'ın üzerinde enflasyonla geçirmiş olmasıdır. Örneğin, veri kümemizin 1743'ten başladığı Kore'yi alın. Kore, 1800'e kadar geçen sürede yüzde 20'nin üzerinde enflasyonla yaşamış; bu sürenin neredeyse üçte birinde ise yüzde 40'ın üzerinde enflasyonla yaşamıştır. Veri kümemizin 1704'e kadar geri gittiği Polonya da benzer yüzdeler yaşamıştır. İngiltere bile, 1500'e kadar geri giden sürenin yüzde 5'inde, yüzde 20'nin üzerinde enflasyon yaşamıştı (bu muhtemelen düşük bir tahmindi çünkü İkinci Dünya Savaşı ve hemen sonrasındaki resmi rakamların, gerçekte geçerli enflasyon düzeylerinin bayağı altında olduğu düşünülüyordu). Latin Amerika'daki Yeni Dünya sömürgeleri, İspanya'yla verdikleri bağımsızlık savaşlarından çok uzun zaman önce, sıkça yüksek enflasyon nöbetleri yaşamışlardı.

Modern Enflasyon Krizleri: Bölgesel Karşılaştırmalar

Tablo 12.2, 1800-2007 arasındaki yıllara on üç Afrika ülkesi ve on iki Asya ülkesi açısından bakıyor. Güney Afrika, Hong Kong ve Malezya özellikle yüksek enflasyona gösterdikleri direnç bakımından en iyi kayıtlara sahiptir. Güney Afrika'nın kayıtları 1896'ya kadar geri gidiyor; halbuki Hong Kong ve Malezya'nınkiler sadece, sırasıyla 1948 ve 1949'a kadar geri gidiyor.[2]

Ne var ki, Afrika ve Asya'daki birçok ülke yüksek veya çok yüksek enflasyon dalgası yaşamıştır. Asya ülkelerinin Latin Amerika tarzı yüksek enflasyona karşı bağışıklıkları olduğunu düşünmek; 1990'lar sonundaki Asya finansal krizine kadar, Asya ülkelerinin borç ödeyememe krizlerine bağışıklıkları olduğunu düşünmek kadar safça olacaktır. Çin 1947'de yüzde 1500'ün üzerinde enflasyon yaşamıştır ve Endonezya 1966'da yüzde 900'ün üzerinde enflasyon görmüştür. Asya "kaplanları" Singapur ve Tayvan bile, 1970'ler başında yüzde 20'nin bayağı üzerinde enflasyon

[2] Tablo 12.2'deki tarihler, örneğin Malezya'nın da dahil olduğu birçok ülke için, bağımsızlıklarını kazandıkları yılların öncesine kadar gider.

TABLO 12.1
Enflasyon kanalıyla "borç ödeyememe": Asya, Avrupa ve "Yeni Dünya", 1500-1799

Ülke	Kapsanan dönem	Enflasyonun aşıldığı yılların payı: yüzde 20	Enflasyonun aşıldığı yılların payı: yüzde 40	Hiperenflasyon sayısı[a]	Maksimum yıllık enflasyon	Enflasyonun zirve yaptığı yıl
Asya						
Çin	1639–1799	14,3	6,2	0	116,7	1651
Japonya	1601–1650	34,0	14,0	0	98,9	1602
Kore	1743–1799	43,9	29,8	0	143,9	1787
Avrupa						
Almanya	1501–1799	10,4	3,4	0	140,6	1622
Avusturya	1501–1799	8,4	6,0	0	99,1	1623
Belçika	1501–1799	25,1	11,0	0	185,1	1708
Britanya	1501–1799	5,0	1,7	0	39,5	1587
Danimarka	1749–1799	18,8	10,4	0	77,4	1772
Fransa	1501–1799	12,4	2,0	0	121,3	1622
Hollanda	1501–1799	4,0	0,3	0	40,0	1709
İspanya	1501–1799	4,7	0,7	0	40,5	1521
İsveç	1540–1799	15,5	4,1	0	65,8	1572
İtalya	1501–1799	19,1	7,0	0	173,1	1527
Norveç	1666–1799	6,0	0,8	0	44,2	1709
Polonya	1704–1799	43,8	31,9	0	92,1	1762
Portekiz	1729–1799	19,7	2,8	0	83,1	1757
Türkiye	1586–1799	19,2	11,2	0	53,4	1621
"Yeni Dünya"						
ABD	1721–1799	7,6	4,0	0	192,5	1779
Arjantin	1777–1799	4,2	0,0	0	30,8	1780
Brezilya	1764–1799	25,0	4,0	0	33,0	1792
Meksika	1742–1799	22,4	7,0	0	80,0	1770
Peru	1751–1799	10,2	0,0	0	31,6	1765
Şili	1751–1799	4,1	0,0	0	36,6	1763

Kaynaklar: Kapsanan uzun dönem ve dahil edilen ülkelerin yüksek sayısı verildiğinde, tüketici fiyatları (ya da hayat pahalılığı endeksleri) birçok farklı kaynaktan seçilerek alınmıştır. Bunlar ek E.1'de ülke ve dönemlere göre ayrıntılarıyla listelenmiştir.

[a] Hiperenflasyon burada yıllık enflasyon oranının yüzde 500 ya da üzerinde gerçekleşmesi şeklinde tanımlanmıştır (bu geleneksel Cagan tanımı değildir).

TABLO 12.2
Enflasyon kanalıyla "borç ödeyememe": Afrika ve Asya, 1800-2008

Ülke	Kapsanan dönemin başladığı yıl	Enflasyonun aşıldığı yılların payı		Hiperenflasyon sayısı[a]	Maksimum yıllık enflasyon	Enflasyonun zirve yaptığı yıl
		yüzde 20	yüzde 40			
Afrika						
Angola	1915	53,3	44,6	4	4416,0	1996
Cezayir	1879	24,1	12,0	0	69,2	1947
Fas	1940	14,9	4,5	0	57,5	1947
Fildişi Sahili	1952	7,3	0,0	0	26,0	1994
Güney Afrika	1896	0,9	0,0	0	35,2	1919
Kenya	1949	8,3	3,3	0	46,0	1993
Mauritius	1947	10,0	0,0	0	33,0	1980
Mısır	1860	7,5	0,7	0	40,8	1941
Nijerya	1940	22,6	9,4	0	72,9	1995
Orta Afrika Cumhuriyeti	1957	4,0	0,0	0	27,7	1971
Tunus	1940	11,9	6,0	0	72,1	1943
Zambiya	1943	29,7	15,6	0	183,3	1993
Zimbabve	1920	23,3	14,0	Devam ediyor	66.000	
Asya						
Çin	1800	19,3	14,0	3	1579,3	1947
Endonezya	1819	18,6	9,6	1	939,8	1966
Filipinler	1938	11,6	7,2	0	141,7	1943
Hindistan	1801	7,3	1,5	0	53,8	1943
Hong Kong	1948	1,7	0,0	0	21,7	1949
Japonya	1819	12,2	4,8	1	568,0	1945
Kore	1800	35,3	24,6	0	210,4	1951
Malezya	1949	1,7	0,0	0	22,0	1950
Myanmar	1872	22,2	6,7	0	58,1	2002
Singapur	1949	3,4	0,0	0	23,5	1973
Tayland	1821	14,0	7,5	0	78,5	1919
Tayvan	1898	14,7	11,0	0	29,6	1973

Kaynaklar: Kapsanan uzun dönem ve dahil edilen ülkelerin yüksek sayısı verildiğinde, tüketici fiyatları (ya da hayat pahalılığı endeksleri) birçok farklı kaynaktan seçilerek alınmıştır. Bunlar ek E.1'de ülke ve dönemlere göre ayrıntılarıyla listelenmiştir.

[a] Hiperenflasyon burada yıllık enflasyon oranının yüzde 500 ya da üzerinde gerçekleşmesi şeklinde tanımlanmıştır (bu geleneksel Cagan tanımı değildir).

yaşamışlardı.[3]

Herhalde şaşırtıcı olmasa gerek, Afrika ciddi anlamda daha kötü kayıtlara sahiptir. Angola'da 1996'da yüzde 4000'in üzerinde enflasyon vardı; Zimbabve'nin enflasyonu 2007'de zaten yüzde 66.000'in üzerine çıkmıştı ve o ülkeyi geçmek üzere peşinden gelen Kongo Cumhuriyeti (örneğimize dahil edilmeyen, gelişmekte olan yoksul ülkelerden biri olan bu ülke, küresel sermaye piyasalarından ayrılmıştı) 1970'ten beri üç hiperenflasyon olayı yaşamıştı.[4] 2008 için Zimbabve'nin enflasyon oranı daha da kötüydü.

Son olarak, Tablo 12.3, 1800'den 2008'e kadar Avrupa, Latin Amerika, Kuzey Amerika ve Okyanusya için enflasyon oranlarının listesini veriyor. Avrupa deneyimleri, Cagan'ın incelediği büyük savaş sonrası hiperenflasyonlarını içeriyor.[5] Ancak, hiperenflasyonları bir yana koysak bile, Polonya, Rusya ve Türkiye gibi ülkeler de zamanlarının olağanüstü yüksek enflasyonlarını yaşamışlardır. Çağdaş dönemde, İskandinav ülkelerinin yüksek oranlarda enflasyon yaşayacakları düşünülemezse de, onlar da geçmiş yıllarda yüksek enflasyona girmişlerdir. Örneğin, Norveç'in 1812'deki enflasyon oranı yüzde 152 olmuştu; Danimarka'nınki 1800'de yüzde 48 ve İsveç'inki 1918'de yüzde 36 olmuştu. Latin Amerika'nın İkinci Dünya Savaşı sonrasındaki enflasyon tarihi olağanüstüdür; tablonun gösterdiği gibi, 1980'ler ve 1990'lardaki barış döneminde birçok hiperenflasyon olayı görülmüştü. Ne var ki, Latin Amerika'nın zayıf performansı, ülkeler ve tarih açısından bakıldığında daha az benzersiz durmaktadır.

Kanada ve ABD bile yüzde 20'nin üzerinde enflasyon yaşamıştır. ABD enflasyonu 18. yüzyıldan sonra asla tekrar üç haneli rakamlara ulaşmamış olmasına rağmen, İç Savaş sırasında, 1864'te yüzde 24 olmuştu (doğal olarak Güney Eyaletleri Konfederasyonu'nda, İç Savaş sırasında kendi para birimiyle üç haneli enflasyon görülmüştü ve en sonunda ayrılan devletler savaşı kaybetmişti). Kanada'nın enflasyon oranı da 1917'de yüzde 24'e ulaşmıştı. Tablo 12.3'ün tamamında, sadece Yeni Zelanda ve Pana-

---

3 Matbaayı icat etmiş olan Çin, Avrupa'nın önünde gidiyordu; kağıt para kullanımının neden olduğu yüksek enflasyonu 12 ve 13. yüzyıllarda yaşanuştı (bu konuda daha fazla bilgi edinmek için örneğin bkz. Fischer vd. 2002). Bu olaylar bizim veritabanımızda da yer almaktadır.

4 Reinhart ve Rogoff (2002).

5 Cagan (1956).

TABLO 12.3
Enflasyon kanalıyla "borç ödeyememe": Avrupa, Latin Amerika ve Okyanusya, 1800-2008

Ülke	Kapsanan dönemin başladığı yıl	Enflasyonun aşıldığı yılların payı: yüzde 20	Enflasyonun aşıldığı yılların payı: yüzde 40	Hiperenflasyon sayısı[a]	Maksimum yıllık enflasyon	Enflasyonun zirve yaptığı yıl
Avrupa						
Almanya	1800	9,7	4,3	2	2,22E + 10	1923
Avusturya	1800	20,8	12,1	2	1733,0	1922
Belçika	1800	10,1	6,8	0	50,6	1812
Britanya	1800	2,4	0,0	0	34,4	1800
Danimarka	1800	2,1	0,5	0	48,3	1800
Finlandiya	1861	5,5	2,7	0	242,0	1918
Fransa	1800	5,8	1,9	0	74,0	1946
Hollanda	1800	1,0	0,0	0	21,0	1918
İspanya	1800	3,9	1,0	0	102,1	1808
İsveç	1800	1,9	0,0	0	35,8	1918
İtalya	1800	11,1	5,8	0	491,4	1944
Macaristan	1924	15,7	3,6	2	9,63E + 26	1946
Norveç	1800	5,3	1,9	0	152,0	1812
Polonya	1800	28,0	17,4	2	51.699,4	1923
Portekiz	1800	9,7	4,3	0	84,2	1808
Rusya	1854	35,7	26,4	8	13.534,7	1923
Türkiye	1800	20,5	11,7	0	115,9	1942
Yunanistan	1834	13,3	5,2	4	3,02E + 10	1944
Latin Amerika						
Arjantin	1800	24,6	15,5	4	3079,5	1989
Bolivya	1937	38,6	20,0	2	11.749,6	1985
Brezilya	1800	28,0	17,9	6	2947,7	1990
Dominik Cumhuriyeti	1943	17,2	9,4	0	51,5	2004
Ekvador	1939	36,8	14,7	0	96,1	2000
El Salvador	1938	8,7	0,0	0	31,9	1986
Guatemala	1938	8,7	1,4	0	41,0	1990
Honduras	1937	8,6	0,0	0	34,0	1991
Kolombiya	1864	23,8	1,4	0	53,6	1882
Kosta Rika	1937	12,9	1,4	0	90,1	1982
Meksika	1800	42,5	35,7	0	131,8	1987
Nikaragua	1938	30,4	17,4	6	13.109,5	1987

(*devam ediyor*)

TABLO 12.3 (devamı)

Ülke	Kapsanan dönemin başladığı yıl	Enflasyonun aşıldığı yılların payı: yüzde 20	Enflasyonun aşıldığı yılların payı: yüzde 40	Hiperenflasyon sayısı[a]	Maksimum yıllık enflasyon	Enflasyonun zirve yaptığı yıl
Latin Amerika (devamı)						
Panama	1949	0,0	0,0	0	16,3	1974
Paraguay	1949	32,8	4,5	0	139,1	1952
Peru	1800	15,5	10,7	3	7481,7	1990
Şili	1800	19,8	5,8	0	469,9	1973
Uruguay	1871	26,5	19,1	0	112,5	1990
Venezuella	1832	10,3	3,4	0	99,9	1996
Kuzey Amerika						
ABD	1800	1,0	0,0	0	24,0	1864
Kanada	1868	0,7	0,0	0	23,8	1917
Okyanusya						
Avustralya	1819	4,8	1,1	0	57,4	1854
Yeni Zelanda	1858	0,0	0,0	0	17,2	1980

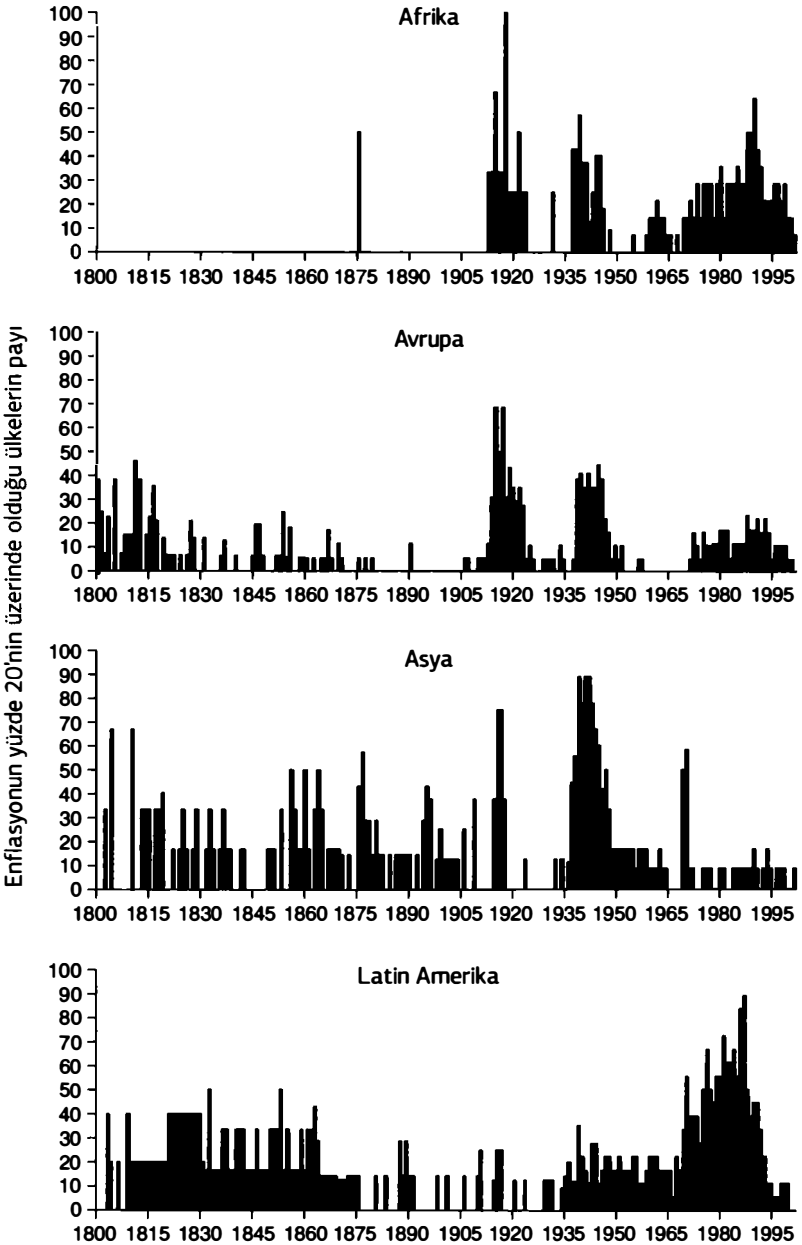
Kaynaklar: Kapsanan uzun dönem ve dahil edilen ülkelerin yüksek sayısı verildiğinde, tüketici fiyatları (ya da hayat pahalılığı endeksleri) birçok farklı kaynaktan seçilerek alınmıştır. Bunlar ek E.1'de ülke ve dönemlere göre ayrıntılarıyla listelenmiştir.

[a]Hiperenflasyon burada yıllık enflasyon oranının yüzde 500 ya da üzerinde gerçekleşmesi şeklinde tanımlanmıştır (bu geleneksel Cagan tanımı değildir).

ma'nın enflasyonu hiç yüzde 20'nin üzerinde olmamıştı; bununla birlikte, Yeni Zelanda'nın enflasyon oranı 1980 gibi yakın bir tarihte yüzde 17'ye ulaşmış ve Panama'da 1974'te yüzde 16 enflasyon görülmüştü.

Borç ödeyememe durumlarında görüldüğü gibi, 2001 küresel resesyonunu izleyen ilk yıllar, çok yüksek enflasyon açısından nispeten sakin bir dönem oldu; bununla birlikte, (Arjantin, Venezuella ve doğal olarak Zimbabve'nin de aralarında bulunduğu) bazı ülkeler sorun yaşadı.[6] Bazı gözlemciler, dış borç ödeyememe durumundakiyle aynı mantığı izleyerek "bu defa farklı" görüşünde ısrar ettiler ve enflasyonun bir daha asla geri gelme-

[6] Bu kitap yazıldığı sırada, Arjantin'deki "resmi" enflasyon oranı yüzde 8'di; tahminler, gerçekte yüzde 26 olduğu yönündeydi.



Şekil 12.2. Yüzde 20'nin üzerindeki yıllık enflasyon olayları: Afrika, Avrupa, Asya ve Latin Amerika, 1800-2007.

Kaynaklar: Kapsanan uzun dönem ve dahil edilen ülkelerin yüksek sayısı verildiğinde, tüketici fiyatları (ya da hayat pahalılığı endeksleri) birçok farklı kaynaktan seçilerek alınmıştır. Bunlar ek E.1'de ülke ve dönemlere göre ayrıntılarıyla listelenmiştir.

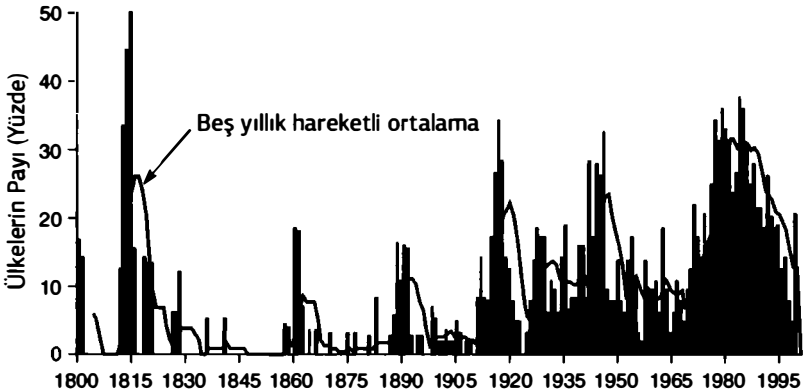
yeceğini söylediler. Biz merkez bankası ve para politikası tasarımı anlayışımızda önemli ilerlemeler olduğunu kesinlikle kabul ediyoruz; özellikle, enflasyon istikrarına büyük önem veren, bağımsız bir merkez bankasına sahip olmanın önemini savunuyoruz. Ancak, borç ödeyememe durumunda olduğu gibi, deneyimler, sakin dönemlerin sonsuza kadar sürmediğini göstermektedir.

Şekil 12.2, belli bir yılda (1800-2007) enflasyon krizi görülen (yıllık enflasyon oranı yüzde 20 ya da daha fazla olarak tanımlanmıştır) ülkelerin payının grafiğini dört ayrı panelde sırasıyla, Afrika, Avrupa, Asya ve Latin Amerika için çiziyor. Bölgelerin hiçbiri temiz enflasyon tarihine sahip değildir. İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra yüksek enflasyon olayı, öteki bölgelere göre Afrika ve Latin Amerika'da daha çok görülmüştür; bu eğilim 1980'ler ve 1990'larda giderek yoğunlaşmıştır. Enflasyonda dünya çapında bir bozulma, hâlâ modern dönemin bir ürünüdür. 2000'lerin sonundaki finansal krizi izleyen yıllarda, özellikle kamu borç stoku yükselirken, mali "boşluk" (mali canlandırma paketine girişmek için gerekli kapasite) eriyip giderken ve özellikle, en sonunda yükselen piyasalarda bir dizi borç ödeyememe olayı bunları izleyecek olursa, enflasyonun yeniden su üstüne çıkıp çıkmayacağını göreceğiz.

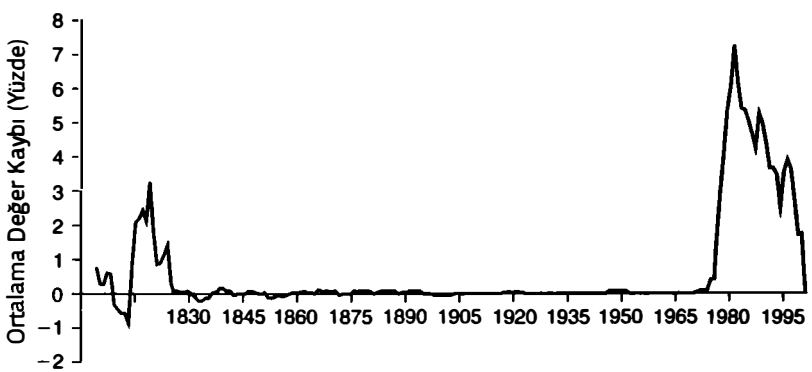
Para Birimi Çöküşleri

Paranın ayarının düşürülmesini ve enflasyon krizlerini tartıştıktan sonra, döviz kuru çöküşleri üzerine uzun bir açıklama eklemek, bu aşamada gereksiz gibi görünüyor. Döviz kurları üzerine veritabanımız, özellikle gümüş esaslı döviz kurları dikkate alınacak olursa (ayrıntılı tasviri için eklere bakınız) neredeyse fiyatlarınki kadar zengindir. Burada ayrıntılara girmeyecek olmamıza rağmen, veri kümemizin daha sistematik bir analizi genel olarak şunları gösterecektir: enflasyon krizleri ve döviz kuru krizleri, dönemler içinde ve ülkeler arasındaki olayların büyük çoğunluğunda el ele gitmiştir (kronik enflasyon yaşayan ülkelerde belirgin olarak daha sıkı bir bağlantı vardır; döviz kurlarından fiyatlara geçiş en yüksek düzeydedir).

Döviz kurlarının hareketine baktığımızda, muhtemelen en şaşırtıcı kanıtların Napolyon Savaşlarından geldiğini görebiliriz. Bu dönemde döviz kurundaki istikrarsızlık, daha önce hiç görülmemiş ve bir yüzyıl daha hiç



Şekil 12.3. Para birimi çöküşleri: Yıllık değer kaybı oranları yüzde 15'ten büyük olan ülkelerin payı, 1800-2007.
Kaynaklar: Birincil kaynaklar Global Financial Data (t.y.) ve Reinhart ve Rogoff'tur (2008a) ama birçok başka kaynak ek E.1'de listelenmiştir.
Not: Şeklin solundaki sivri çıkış 1799'dan 1815'e kadar süren Napolyon Savaşlarını işaret ediyor.



Şekil 12.4. Ortalama yıllık değer kaybı: Tüm ülkeler için beş yıllık hareketli ortalama, 1800-2007.
Kaynaklar: Birincil kaynaklar Global Financial Data (t.y.) ve Reinhart ve Rogoff'tur (2008a) ama birçok başka kaynak ek E.1'de listelenmiştir.
Not: Şeklin solundaki sivri çıkış 1799'dan 1815'e kadar süren Napolyon Savaşlarını işaret ediyor.

görülmeyecek düzeylere tırmanmıştı. Şekil 12.3'te, para birimindeki değer kaybının tepe noktaları ve Şekil 12.4'te ise ortalama enflasyon gösteriliyor. Şekiller, aynı zamanda daha çağdaş dönemde, çok sayıda çöküş olayını ve

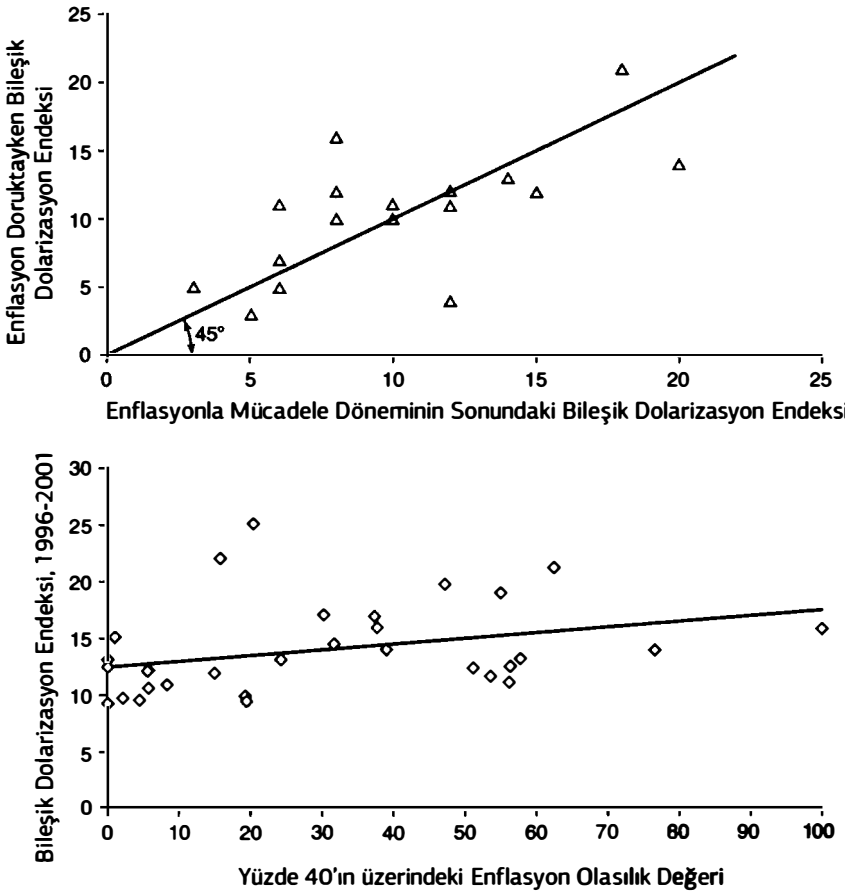
ortalamalarda daha büyük değişimleri gösteriyor. Meksika (1994), Asya (1997), Rusya (1998), Brezilya (1999) ve Arjantin'deki (2001) öne çıkan döviz kuru krizleri verildiğinde, bu şaşırtıcı gelmemelidir.

Yüksek Enflasyonun ve Para Birimi Çöküşlerinin Sonrası

Sürekli yüksek enflasyon görülen ülkeler genellikle dolarizasyon yaşarlar; bu, dövizin bir değişim ortamı, bir hesap birimi ve değer birikimi olarak kullanılmasıdır. Pratik perspektiften bakıldığında, bundan, yabancı para biriminin ticarette kullanılması ya da daha yaygın olarak, banka hesaplarının, tahvillerin ve diğer finansal varlıkların yabancı para birimine endekslenmesi anlamı çıkarılabilir (Savastano'yla birlikte yaptığımız bir çalışmada "yükümlülüklerin dolarizasyonu" deyimini kullanmıştık).[7] Birçok durumda, dolarizasyona doğru sürekli kayış, yüksek enflasyon olaylarının birçok uzun dönem maliyetlerinden biridir ve hükümet bu hareketi önlemek için mücadele etse bile, genellikle devam eder. Para birimi ve ödemeler sistemi üzerindeki tekelini kabaca kötüye kullanan bir hükümet, sonrasında bu tekeli kullanmak istediğinde çok zorlanacaktır. Dolarizasyonu indirmek ve para politikası üzerindeki denetimi yeniden kazanmak, yüksek enflasyon döneminin ardından, enflasyonla mücadele politikasının başlıca hedeflerinden biridir. Oysa dolarizasyondan arınma çok güç olabilir. Bu kısa bölümde, bu önemli parasal olguya bakmaktan uzaklaşmak istiyoruz.

Başarılı enflasyonla mücadele programlarına, genellikle dolarizasyon derecesinde büyük düşüşler eşlik eder. Şekil 12.5'in üst paneli, enflasyonla mücadele döneminin sonunda, olayların yarısından fazlasında, enflasyonun tepeye ulaştığı zamana göre aynı ya da daha yüksek kalmıştı. Bundan başka, dolarizasyon derecesindeki azalma, öteki olayların birçoğunda genellikle az olmuştu. Dolarizasyonda görülen bu süreklilik, iç dolarizasyonun daha dar kapsamda ölçümünü temel alan çalışmalarda bulunan "hysteresis (gecikmeli tepki olayı)" üzerine bulgularla tutarlılık göstermektedir. Bu bağlamda, hysteresis basit olarak, dolarize olan bir ülkenin, bu harekete yol açan özgün nedenlerin (genellikle yurtiçindeki para birimi üzerindeki aşırı enflasyon)

[7] Reinhart, Rogoff ve Savastano (2003b)



Şekil 12.5. Dolarizasyonun sürekliliği.
Kaynak: Reinhart, Rogoff ve Savastano (2003b).
Notlar: Üst panel, enflasyonla mücadele önlemlerinin dolarizasyon üzerinde hiç açık etkisi olmadığını gösteriyor. "Enflasyonla mücadele döneminin sonu" enflasyon oranının yüzde 10'un altına düştüğü yıl olarak tanımlanmıştır. Alt panel, dolarizasyonun o günkü düzeylerinin bir ülkenin yüksek enflasyon tarihiyle ilişkili olduğunu gösteriyor. 1958-2001 dönemi için enflasyon üzerine aylık verilerle hesaplanan, koşula bağlı olmayan olasılık değerleri.

ortadan kalkmış olmasına rağmen dolarizasyonu sürdürmesi anlamına geliyor.

Dolarizasyonun devamlılığı, ülkelerin enflasyon tarihleriyle ilişkili olmaya eğilim gösterir. Gerçekte, geçen birkaç onyıl içinde enflasyon krizlerini tekrarlamış olan ülkeler, genel olarak enflasyon tarihleri daha iyi olan

ülkelere göre, 1990'lar sonunda daha yüksek derecede dolarizasyon sergilemişti (Şekil 12.5, alt panel). Şekil 12.5'te kullanılan (koşula bağlı olmayan) olasılık değerlerini, para politikasının inanılırlığını gösteren kaba bir ölçü olarak yorumlamak, düşük enflasyonun genelde dolarizasyon derecesinde hızlı düşüş için niye yeterli bir koşul olmayacağı konusunda bize fikir verecektir. Şöyle ki, zayıf enflasyon tarihi olan bir ülke, yeni bir enflasyon krizine girme olasılığını önemli derecede azaltmadan önce, enflasyonu uzun bir dönem için düşük düzeylerde tutmak zorunda kalacaktır.[8] Oysa bu, bir ülkenin borca dayanıklılık durumunu bitirirken karşılaşacağı zorlukların başka bir benzeridir.

Dolarizasyonun mevcut düzeyleriyle, ülkelerin döviz kuru geçmişleri arasında bir ilişki göstermek mümkündür. Paralel piyasa döviz kurları ve yaygın döviz denetimleri, yüksek enflasyon tarihi olan ülkeler için bir istisna olmaktan çok, bir kural oluşturmaktadır. Bunun tersine, sabit ve birleştirilmiş kur uygulayan çok az ülke yüksek enflasyon krizine girmiştir.[9] Bu nedenle bulgular, dolarizasyonun mevcut düzeyleriyle, ülkelerin geçmişte döviz denetimi ve çoklu para birimi uygulamalarına dayanmış olmaları arasında bir bağlantı öngörüyor.

Yurtiçi Dolarizasyonu Ortadan Kaldırmak

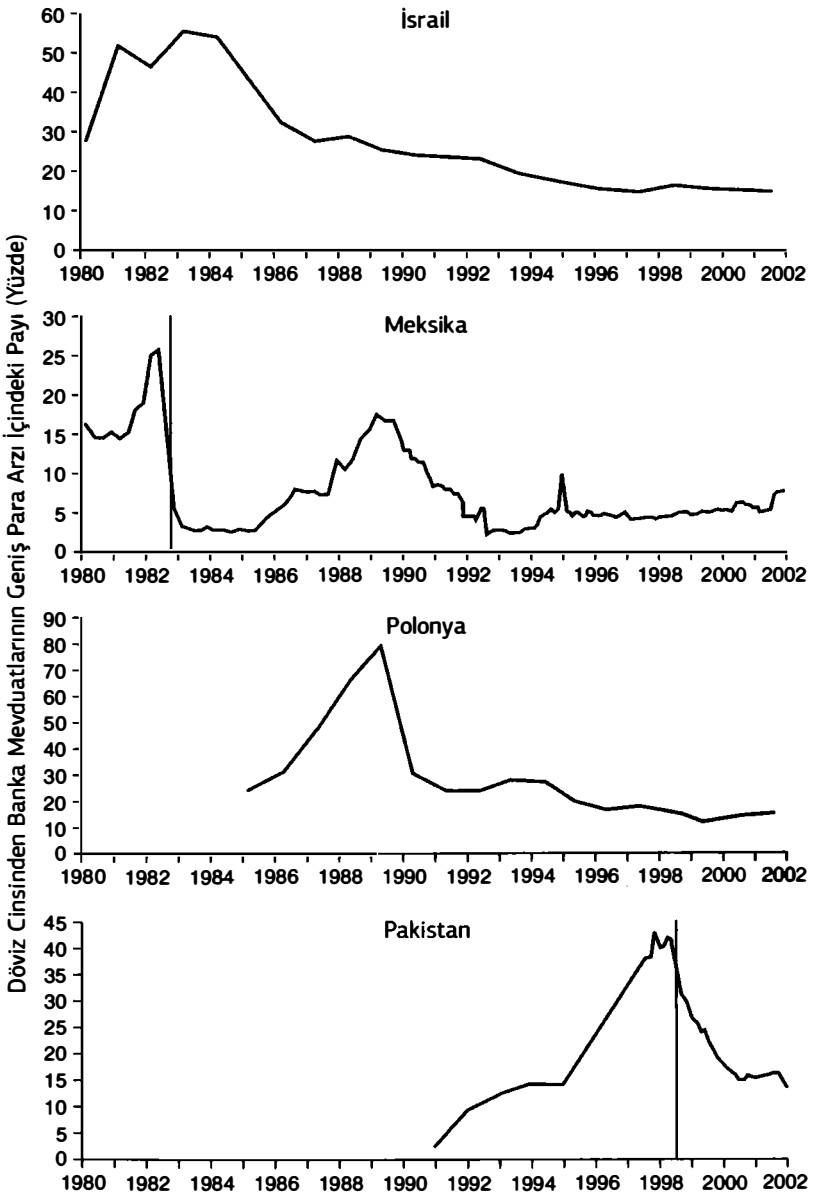
Enflasyonu indirmenin, genel olarak, yurtiçi dolarizasyonu ortadan kaldırmaya (en azından beş yıldan büyük dönemler için) yetmeyeceğini göstermiştik. Bununla birlikte, bazı ülkeler yurtiçi dolarizasyon düzeyini indirmeyi başarmıştır. O ülkeleri belirlemek için; yurtiçi dolarizasyondaki azalmanın, döviz cinsinden çıkarılan kamu iç borcunun düşmesinden kaynaklandığı durumla, geniş para arzındaki döviz mevduatlarının payındaki düşüşten kaynaklandığı durumu ayrı olarak değerlendirmek yararlı olacaktır.

Yerel olarak çıkardıkları döviz yükümlülüklerini dolarizasyondan kurtarmayı başaran, örneğimizdeki birkaç hükümet, iki stratejiden birini iz-

---

8 İzleyen bölüm, enflasyona karşı önlemleriyle birlikte iç borçların dolarizasyon düzeyini ciddi anlamda düşüren ülkelerin deneyimini ayrıntılarıyla incelemektedir.

9 Reinhart ve Rogoff (2004), ikili döviz kuruna sahip ülkelerin ortalama büyüme ve enflasyon performanslarının kötü olmaya meyilli olduğunu göstermektedir.



Şekil 12.6. Banka mevduatlarının dolarizasyondan kurtarılması: İsrail, Polonya, Meksika ve Pakistan, 1980-2002.

Kaynak: Bkz. ek E.1.

Notlar: Meksika hakkındaki panelde, dikey çizgi, bankalardaki döviz mevduatlarının zorunlu çevriminin yapıldığı yılı, 1982'yi gösteriyor. Pakistan hakkındaki panelde, bankalardaki döviz mevduatlarının zorunlu çevriminin yapıldığı yılı, 1998'i gösteriyor.

lemişti: ya mevcut borç stokunu orijinal koşullarına göre amorti ettiler ve o menkul kıymetleri çıkarmaktan vazgeçtiler, ya da borcun üzerinde yazılı döviz cinsini değiştirdiler – bazen (fakat her zaman değil) piyasayı temel alarak bunu yaptılar. Birinci stratejiye bir örnek, Meksika'nın, Aralık 1994 krizinde dolara bağlı tesobono adlı tahvillerinin bekleyen tüm borcunu ABD doları ile ödeyerek geri alma (bunu IMF ve ABD'den aldığı kaynaklarla yapmıştı) ve üzerinde döviz yazılı iç borçlanmayı durdurma kararıdır. İkincisi için yakın zamandan bir örnek, Arjantin'in 2001 sonunda orijinal olarak ABD doları ile çıkardığı devlet tahvillerini kendi parasına çevirme kararıydı (bu, Arjantin yasalarına göre yapıldı).

Geniş para arzı içindeki döviz mevduatı payındaki düşüşler nedeniyle yurtiçi dolarizasyonda azalmalar görülmesi, bizim örneğimizde daha yaygındır. Mevduat dolarizasyonunun tersine dönüşünün büyük ve uzun olduğu bu durumları tanımlamak için, döviz mevduatlarının geniş para arzına oranının şu üç koşulu yerine getirdiği tüm olayları araştırdık: (1) en az yüzde 20 düşüş yaşamış; (2) düşüşün hemen ardından yüzde 20 düzeyinde kalmış ve (3) örneğin seçildiği dönemin sonuna kadar yüzde 20 düzeyinin altında kalmış.

Döviz mevduatları üzerine verilere sahip olduğumuz *seksen beş ülkeden yalnızca dört tanesi* 1980-2001 dönemi sırasında bu üç ölçütü karşılamıştır: İsrail, Polonya, Meksika ve Pakistan (Şekil 12.6). Diğer on altı ülkede, döviz mevduatlarının geniş para arzına oranı, 1980-2001 döneminin bir bölümünde yüzde 20'den daha fazla düşmüştür. Ne var ki, bu ülkelerden bazılarında –örneğin, Lübnan ve Bulgaristan'da– mevduat dolarizasyon oranı, düşüşün ardından, yüzde 20'nin ciddi derecede üzerinde bir düzeyde dengelenmiştir. Diğer durumların çoğunluğunda (altmış altının on ikisinde), dolarizasyon oranı başlangıçta yüzde 20 işaretinin altına inmiş fakat daha sonra yüzde 20'nin üzerine fırlamıştır.[10] Bazı dolarizasyon biçimlerinin kökünün kazınması daha da zordur. Şu anda Polonya'daki (nispeten dolarizasyondan kurtulmayı başarmış ülkelerden biri) ipotek kredilerinin yarısıyla üçte ikisi arasındakiler, çoğunluğu İsviçre Frangı olmak üzere dövizle verilmiştir.

[10] Bu model 1990'ların ikinci yarısında, geçiş ekonomileri arasında (örneğin, Azerbaycan, Belarus, Litvanya ve Rusya) özellikle yaygındı ama aynı zamanda öteki ülkelerde ve başka dönemlerde de mevcuttu – örneğin, 1980'lerin başında Bolivya ve Peru'da ve 1990'ların ortalarında Mısır'da.

Mevduat dolarizasyon oranındaki büyük ve uzun süren bir düşüş için gerekli üç koşulu yerine getiren dört vakadan üçünde, tersine dönüş, yetkililerin dolar mevduatlarının çevrilmesine yasaklar koyduğu an başladı. İsrail'de 1985 sonlarında yetkililer, tüm döviz mevduatlarına bir yıl zorunlu tutma koşulu getirdi. Böylelikle, o mevduatların çekiciliği, diğer endeksli finansal araçlara göre önemli oranda azaldı.[11] Tersine, 1982'de Meksika'da ve 1998'de Pakistan'da, yetkililer, dolar mevduatlarını zorla yurtiçi paraya çevirdiler; bu çevirme işleminde de (çok daha değerli olan), geçerli piyasa kurundan önemli derecede düşük kalan bir döviz kurunu kullandılar.

İlginçtir ki, dolar mevduatlarının kullanımına şiddetli sınırlamalar getiren ülkelerin tamamının, mevduat dolarizasyon oranını sürdürülebilir bir tabana düşürmeyi başardığı söylenemez. Bolivya ve Peru, 1980'lerin başında Meksika ve Pakistan'a benzer önlemler uyguladılar ama onları hiperenflasyonun eşiğine getiren birkaç aşırı makroekonomik istikrarsızlık yılından sonra, her iki ülke de sonunda döviz mevduatlarına bir kez daha izin verdiler ve o zamandan beri enflasyonu indirmek için dikkat çekici başarı göstermiş olmalarına rağmen, yüksek dolarizasyon düzeyinde kaldılar.

Dolar mevduatlarındaki yasaklamaların o zamana kadar mevduat dolarizasyonunda uzun süren düşüşe yol açtığı ülkelerde bile, dolarizasyondan kurtulmanın bedeli hiç de önemsiz olmamıştı. Meksika'da, sermaye kaçışı neredeyse ikiye katlandı (yıllık yaklaşık 6,5 milyar dolar); özel sektöre verilen banka kredileri, dolar mevduatlarının zorunlu çevrimini izleyen iki yılda yarıya yakın düştü ve ülkenin enflasyon ve büyüme performansı birçok yıl için sıkıntılı kaldı.[12] Pakistan'da 1998'deki zorunlu dolarizasyondan kurtulma hareketinin kalıcı mı olacağının, yoksa sonunda Bolivya ve Peru gibi tersine mi döneceğinin yanıtını vermek için henüz çok erkendir – ve Arjantin'de 2001-2002 yıllarındaki zorunlu "pezoya dönüş" hakkında söz söylemek için de erkendir.

Bu bölüm, dünyanın göz alıcı enflasyon ve döviz kurundaki çöküşler tarihini kazıyarak oldukça fazla konuya girdi. Gerçekte, dünyadaki her ülke, özellikle yükselen piyasa aşamasında, enflasyon nöbetlerine girmiştir ve bu nöbetler uzun süren ve kendini tekrarlayan nitelikte olmuştur. Gerçekten

---

[11] Bkz. Bufman ve Leiderman (1992).

[12] Bkz. Dornbusch ve Werner (1994).

de, enflasyon tarihi, makroekonomik yanlış yönetimden tesadüfi fakat çok acı verici adımlar atmadan kalıcı biçimde çıkmanın ne kadar güç olduğunu göstermektedir. Yüksek enflasyon, o ülkede yaşayanların uzun bir süredir maruz kaldıkları makroekonomik kötüye kullanımın etkilerini minimize etmelerine neden oluyor. Onların yerli para birimine gösterdikleri düşük talep, hükümetin enflasyon kanalıyla elde ettiği gelirin temelini zayıflatarak, enflasyonu yeniden düşük seviyelere getirmeyi daha acılı (mali anlamda) hale getiriyor. İstikrarı bozulan döviz kuru dinamiği, doğal bir yan sonuçtur. Aşırı durumlarda, vatandaşlar nakit para kullanarak hükümetin para üzerindeki tekelini engellemek için yollar bulabilir ya da hükümet, ödeme sistemini yeniden sağlamlaştırmak amacıyla banka mevduatlarını ve diğer yükümlülüklerini nakde endeksleyerek güvence vermek zorunda kalabilir. Hükümetin para üzerindeki tekelinin zayıflamasının önüne geçmek için de uzun zaman gerekebilir.

- V. KISIM -

ABD EŞİKALTI (SUBPRIME) KRİZİ VE İKİNCİ BÜYÜK DARALMA

Modern bir küresel finans krizinin yörüngesini değerlendirmek için tarihsel ölçütler ne kadar uygundur? Kitabın bu kısmında tarihsel veri kümemizi, krizin şiddetini hem kriz öncesindeki hazırlıklar hem de kriz sonrasındaki gelişmeler açısından ölçecek işaretleri geliştirmek için kullanacağız. Birkaç yıl öncesinde, birçok insan, finans mühendisliğindeki ilerlemelerin ve para politikası yönetiminin, iş çevrimlerini güvenli kılmak ve finansal bulaşma riskini sınırlamak için çok şeyler yaptığını söylerdi. Ancak, son küresel kriz, onların yanıldığını kanıtladı.

"Eşikaltı finans krizi" (başlangıçta adlandırıldığı gibi) 2007 yazında kendini göstermeye başladığında, küresel finans basını meraklı bir gözle okunduğu takdirde, dünya ekonomisinin karanlık ve güvensiz sulardan geçmekte olduğu anlaşılabilirdi. Olayların 2008 sonbaharı başında daha da kötüleşmeye başladığının iyice anlaşılmasından sonra, (bildiğimiz üzere) birçok yorumcu, kahin üslubuyla, uygarlığı sona erdirebilecek bir tehdidin varlığından söz etmeye başladı. Oysa politikacılar, finansal krizlerin yakın tarihine bakmış olsalardı, bu bilgilerin, krizin evrimini nasıl ölçeceklerine dair önemli niteliksel ve niceliksel perspektif sağladığını göreceklerdi.

Sonraki dört bölümde, kıyaslamalar için geçmiş deneyimleri kullanarak ve niceliksel ölçütler kurmak için veri kümemizden yararlanarak, biz de tam olarak bunu yapacağız. Okurlarımızın çoğu en son krizle başlamamızı istediği için, kitabın bu kısmını kendi kendine yeterli hale getirmek için elimizden gelenin en iyisini yapmaya çalıştık; gerekli olan yerlerde, önceki bölümlerden yorumlar ve tekrarlar ekledik.

13. Bölümde, okura son kriz hakkında perspektif vermek amacıyla, bankacılık krizlerinin tarihine genel bir bakışla başlayacağız. Kriz öncesinde

ortaya çıkan, bazılarının söylediği gibi krizi tetikleyen, büyük küresel cari işlemler dengesizliklerine özel dikkat göstereceğiz. Göstereceğimiz gibi, kriz öncesi ABD'nin büyük çapta yaptığı dışarıdan borçlanma (açılan cari işlemler ve dış ticaret açıkları), tek uyarı işareti değildi. Aslında ABD ekonomisi, krizin merkez üssünde bulunduğu için, derin bir finans krizinin eşiğinde olduğuna dair başka birçok işaret veriyordu. Özellikle gayrimenkul sektöründe görülen varlık fiyatları enflasyonu, hanehalkı kaldıraç kâğıtlarının yükselişi ve yavaşlayan üretim gibi başka ölçümler – hepsi endişe uyandırıcı belirtiler gösteriyordu. Gerçekte, tümüyle niceliksel bir perspektiften, ABD finans krizini hazırlayan olaylar, gelecek kazanın tüm işaretlerini gösteriyordu. Doğal olarak, ABD bir finans krizinin klasik uyarı işaretini gösteren tek ülke değildi; diğer ülkelerle birlikte Britanya, İspanya ve İrlanda da aynı belirtilerin birçoğunu gösteriyordu.

Sonraki bölümde (14. Bölüm), geçmiş krizlerle şimdiki kriz arasındaki karşılaştırmayı, şiddetli krizlerin sonuçlarını inceleyerek genişleteceğiz. Veri kümemizi genişletmek için, yükselen piyasalardaki nispeten iyi bilinen birkaç olayı ortaya koyacağız. 10. Bölümde gördüğümüz gibi, yükselen piyasalar ve gelişmiş ülkeler, finans krizleri arifesinde şaşırtacak derecede benzer sonuçlar çıkarmışlardır (en azından çekirdek alanlarda); böylece bu, akla yakın bir alıştırma olacak gibi gözüküyor. Bu bölümün büyük kısmında, karşılaştırma yapmak için kullanacağımız grup, savaş sonrası krizler olacaktır ama bölümün sonuna doğru Büyük Bunalımla karşılaştırmalar yapacağız. Makroekonomik politikanın, Büyük Bunalımın başlarında çok pasif kaldığını iddia etmek akla yakın olabilir. Gerçekte, azalan vergi gelirleri öncesinde denk bütçe sağlama gayretleri, muhtemelen derin anlamda ters etki yapacaktı; öte yandan, altın standardından vazgeçme konusunda isteksiz davranmak, birçok ülkede başlayan deflasyona katkıda bulunmuştu. Hâlâ karşılaştırmalar önem taşıyor çünkü Büyük Bunalımdan itibaren hiçbir finans krizi, doğası itibariyle küresel olmamıştır.

İzleyen bölümde (15. Bölüm), ülkeler arasında krizleri aktaran bağlantıları araştıracağız; bu bağlantılar, finansal bağlardan ticarete, teknoloji ve jeopolitik şoklar gibi ortak etkenlere kadar uzanır. Krizleri diğer ülkelere çok çabuk yayan, yüksek hızlı ya da "hızlı ve azgın" etkenlerle (örneğin borsalarla), bu aktarımın biraz daha fazla zaman aldığı, düşük hızlı ya da "içten içe yanan" etkenler arasında bir ayrım yapacağız.

Bu dört bölümün sonuncusunda (16. Bölüm), son krize küresel bir

perspektiften bakıyoruz. Bu bölüm, daha önce ele alınan konuların bir toparlaması niteliğinde olacaktır. Yaklaşık tüm bölgelere uzanan geniş veri kümemiz, küresel finans krizi üzerine işe yarar bir tanım sunmaktadır. Ek olarak, bu kitapta tasvir edilen farklı tür krizler için yaptığımız analizler, dünya üzerinde her ülkenin yaşadığı farklı krizleri temelde biraraya getirmek için yeni bir kriz endeksi geliştirmemize izin veriyor. Bu nedenle, 16. Bölüm bu kitapta değerlendirdiğimiz tüm kriz yelpazesini biraraya getirmekte oldukça ciddi öneme sahiptir. En son krizin, 1930'lardaki Büyük Bunalımın şiddetine yaklaşması muhtemel gözükmemesine rağmen, okurlar yine de karşılaştırmaları anlaşılabilir bulacaktır.

- 13 -

ABD EŞİKALTI (SUBPRIME) KRİZİ: ULUSLARARASI VE TARİHSEL BİR KARŞILAŞTIRMA

Bu bölüm, bu kitap için toplanan büyük miktarda verinin avantajından da yararlanarak, geçmiş yüzyıldan bugüne kadar küresel bankacılık krizlerinin genel bir karakalem "resmiyle" başlıyor. Amacımız, 2000'lerin sonlarının uluslararası durumunu, yani "İkinci Büyük Daralma" olayını daha geniş tarihsel bir bağlam içine yerleştirmektir.[1] Ondan sonra, bu bölümde ve sonrasında, son klasikleşmiş eşikaltı krizinin, geçmiş finansal krizlerle nasıl benzeştiğine bakacağız. Genel konuşursak, son krizin öncesinde ve sonrasında (bu kitap yazılırken) ABD'nin, tam anlamıyla derin bir finansal krizin niceliksel hatlarını aşağı çekmiş olduğunu göstereceğiz.

Bu bölümde niceliksel karşılaştırmalar yapmamıza ek olarak, bu eriyişin arifesinde görülen bu-defa-farklı sendromunun yeniden ortaya çıkışını –bazı etkenlerin biraraya gelmesi sonucunda daha önceki yatırım yasaları geçersiz olmaktadır– tartışacağız. Bu görev zor değildir çünkü akademisyenlerin değerlendirmeleri ve yazılı çalışmaları, politika üretenler ve finansal piyasa katılımcıları, krizin öncesinde bu sendromun bol miktarda kanıtını vermiştir. Kriz öncesinde ABD'nin, dünyanın diğer ülkelerinden büyük miktarda borçlar almış olmasının, kritik bir uyarı işareti gibi görülüp görülmeyeceğine dair tartışmaya özel vurgu yapacağız.

---

[1] Giriş bölümündeki 7. dipnotta gösterildiği gibi, Friedman ve Schwartz'ın (1963) 1930'ları "Büyük Daralma" diye adlandırmasından sonra biz de "İkinci Büyük Daralma" deyimini kullandık. Ayrıca bkz. Felton ve Reinhart (2008, 2009); bu yazarlar "21. Yüzyılın İlk Küresel Finans Krizi" deyimini kullanmıştır.

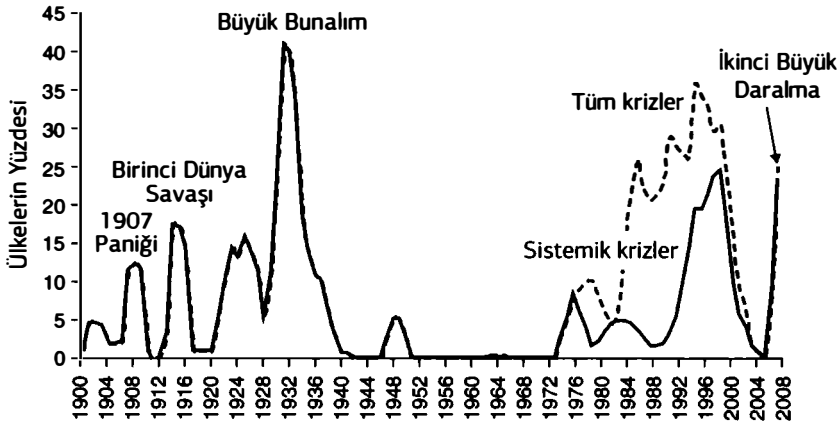
Eşikaltı Krizine ve Sonrasına Küresel ve Tarihsel Bir Bakış

2007'de başlayan İkinci Büyük Daralmanın üzerine odaklanmadan önce, ilk olarak 10. Bölümde incelediğimiz bankacılık krizlerini, daha geniş bir zaman aralığı içinde yeniden gözden geçirmek yardımcı olacaktır. O verilere daha yakından bakınca, gelişmiş ekonomiler arasında en eski bankacılık krizinin 1802'de Fransa'da; yükselen piyasalardaki ilk krizlerin de 1863'te Hindistan'da, 1860'lar ve 1870'lerde Çin'de (birçok kez) ve 1873'te Peru'da yaşandığı görülüyor. Bu bölümde, ülkeler arası geniş karşılaştırmalar yapmakla ilgilenmemiz nedeniyle, esas olarak 1900'den bu yana gelen verilere odaklanacağız çünkü bunlar, sistematik ampirik bir değerlendirme yapmaya izin verecek kadar zengindir.[2]

Şekil 13.1, örneklemimizdeki ülkelerde yaşanan bankacılık krizlerinin grafiğini çiziyor (okur, örneklemimizin, satın alma gücü paritesini esas alarak hesaplanan dünya toplam gelirinin yüzde 90'ına karşılık geldiğini anımsayacaktır). Grafik, esasında Şekil 10.1'le aynı verileri temel almıştır; sadece burada biz sermaye hareketliliğine değil, yalnızca bankacılık krizleri üzerine yoğunlaştık. Daha önce olduğu gibi, şekil, 1900'den 2008'e kadar verilen bir yılda bankacılık krizi yaşayan tüm bağımsız ülkelerin yüzdesini, üç yıllık hareketli ortalamalarını alarak gösteriyor. Şekil 10.1'de ve kitap boyunca yer alan bir dizi benzer şekilde olduğu gibi, Şekil 13.1'deki hesaplama, ülkeleri küresel GSYH içindeki paylarıyla tartmaktadır; böylelikle, daha büyük ekonomilerdeki krizlerin, grafiğin bütününde daha fazla ağırlığı olmaktadır. Bu ağırlıklar dikkate alınarak hesaplanmış toplamlardaki amaç, "küresel" etkinin her ülkedeki boyutunu görmek için bir ölçüm sağlamaktır. Bu nedenle, ABD ya da Almanya'daki bir krize, Angola ve Honduras'taki krizden daha büyük bir ağırlık verilmiş olmaktadır; bu ülkelerin hepsi, altmış altı ülkeden oluşan örneklemimizin bir parçasını oluşturmaktadır. Okur, Şekil 13.1'in, herhangi bir zamanda dünyanın bankacılık krizi içinde olan kısmına ait adil bir resim verdiğine inanmamıza rağmen, bunun sadece kaba bir ölçüm olduğunu göz ardı etmemelidir çünkü bankacılık krizlerinin şiddetleri birbirlerinden farklıdır.

10. Bölümde açıkladığımız gibi, bu 109 yıllık aralıkta bankacılık krizlerinin en yüksek gerçekleşme sıklığı, dünya çapında etkisi olan 1930'ların

[2] Daha fazla tartışma için bkz. 10. Bölüm.



Şekil 13.1. Bankacılık krizi yaşanan ülkelerin oranı, 1900-2008, dünya geliri içindeki paylarına göre ağırlıklandırılmış.
Kaynaklar: Kaminsky ve Reinhart (1999), Bordo vd. (2001), Maddison (2004), Caprio vd. (2005), Jácome (2008) ve bankacılık krizlerinin tarihlerini veren ek E.3'te listelenen ek kaynaklar.
Notlar: Örneklem, verili yıllarda bağımsız devlet statüsünde olan altmış altı ülkenin tümünü kapsıyor. Üç GSYH kümesi kullanılmıştır; bunlar 1800-1913 dönemi için 1913 ağırlıkları; 1914-1990 dönemi için 1990 ağırlıkları ve en son 1991-2008 dönemi için 2003 ağırlıkları şeklindedir. Kesik çizgi tüm krizleri; kesintisiz çizgi sistemik krizleri gösteriyor (örneğin, 1980'ler ve 1990'lar için Kuzey ülkeleri, ondan sonra Japonya ve ondan sonra Asya'nın geri kalanı). 2007-2008 kayıtları Avusturya, Belçika, Almanya, Macaristan, Japonya, Hollanda, İspanya, Britanya ve ABD'deki krizleri gösteriyor. Şekil üç yıllık hareketli ortalama gösteriyor.

Büyük Bunalımında görülebilir. Daha eskilerde, daha az yayılmış olan küresel finansal gerginlik "dalgaları" New York'ta başlayan 1907 Paniği sırasında ve yakınlarında ortaya çıkmıştı. Bunlarla birlikte, Birinci Dünya Savaşı'nın çıktığı sırada da krizler görülmüştü. Şekil 13.1 bize 1940'ların sonu ve 1970'lerin başındaki göreceli sessizlik yıllarını da anımsatmaktadır. Bu sessizlik, kısmen dünyadaki büyümede görülen canlanmayla açıklanabilir ama herhalde bundan daha ziyade, iç finans piyasalarının baskı altına alınması (değişik derecelerde) ve İkinci Dünya Savaşı'nı izleyen birçok yılda sermaye denetimlerinin zorbalıkla uygulanmasıyla açıklamak daha doğru olacaktır (finansal kriz riskleriyle başa çıkmak için doğru yaklaşımın bu tür baskı ve denetimler olduğunu söylemek istediğimiz anlaşılmasın).

10. Bölümde de söylediğimiz gibi, 1970'lerin başından itibaren finansal kesimin ve uluslararası sermaye hesaplarının liberalizasyonu –ülke içi ve dışında yatırımlara getirilen engellerin azaltılması ve kaldırılması– dünya çapında kök salmıştı. Banka krizleri de aynı şekilde.[3] Uzun bir aradan sonra, bankacılık sektöründe zora giren ülkelerin payı ilk kez 1970'lerde artmaya başladı. Petrol fiyatlarındaki ani artışla birlikte, Bretton Woods'un sabit kur sisteminin çökmesi, uzun süren bir küresel resesyona yol açtı; bu da bazı gelişmiş ekonomilerde finansal sektörün zor duruma düşmesine yol açtı. 1980'lerin başında, ABD'deki yüksek ve oynak faiz oranlarıyla birleşen küresel meta fiyatlarındaki çöküş, yükselen ekonomilerde bankacılık krizlerine ve devlet borcunu ödeyememe durumlarına katkıda bulundu; bunların en ünlüleri önce Latin Amerika ve daha sonra da Afrika'da gerçekleşti. Yüksek faiz oranları, büyük borçların geri ödenmesinin maliyetini yükseltti; borçlar genellikle dünya piyasalarına bağlı değişken faiz oranlarına göre bulunuyordu. Yükselen piyasaların ana ihracat kalemini oluşturan meta fiyatlarındaki düşüşler, onlar için borçlarının geri ödenmesini zorlaştırdı.

ABD, 1984'te başlayan ve tasarruf ile kredi endüstrisi içinde kök salan kendi bankacılık krizini yaşadı (gerçi bu, 1930'lar ve 2000'lerle karşılaştırıldığında nispeten ılımlı bir kriz olmuştu). 1980'lerin sonu ve 1990'ların başında Kuzey ülkeleri, zengin ülkelerin İkinci Dünya Savaşı'ndan beri gördüğü en kötü bankacılık krizlerinden bazılarını yaşadı; bu krizler, sermaye girişlerindeki yükselişlerin (yurtdışından gelen krediler) ve yükselen gayrimenkul fiyatlarının ardından gerçekleşti. 1992'de Japonya'nın varlık fiyatlarındaki balon patladı ve bu, on yıl sürecek bir bankacılık krizine öncülük etti. Aynı sıralarda, Sovyet blokunun çöküşüyle birlikte, Doğu Avrupa'daki birçok eski komünist ülke, bankacılık sektöründe sorunlar yaşayan ulusların saflarına katıldı. 1990'ların ikinci yarısı yaklaşırken, yükselen piyasalar yeni bir bankacılık krizi raunduyla yüzleştiler. Meksika ve Arjantin'deki sorunları (1994-1995), ünlü 1997-1998 Asya krizi ve ondan sonra diğerleriyle birlikte Rusya ve Kolombiya'daki dertler izledi.[4]

---

[3] Bu konuyu 10. Bölümde daha fazla araştırıyoruz.

[4] Çin'deki güçlü sermaye denetimleri, Asya'daki karışıklıklar sırasında para birimi çöküşlerinin yayılmasına karşı kalkan işlevi görmüş olmasına rağmen, verimsiz ve iflas etmiş devlet işletmelerine verilen büyük çaptaki kredilerin yol açtığı sistemik ve bedeli ağır bankacılık krizlerine karşı Çin'i koruyamamıştı.

Bankacılık krizi döngüsündeki bu yükseliş, 2001'de Arjantin ve 2002'de Uruguay'da meydana gelen krizlerle son buldu. 2007 yazında, ABD'de hemen kendini küresel finans krizine dönüştürecek olan eşikaltı krizi tam anlamıyla başladığında, sakin geçen bu kısa dönemin sonu gelmiş oldu.[5]

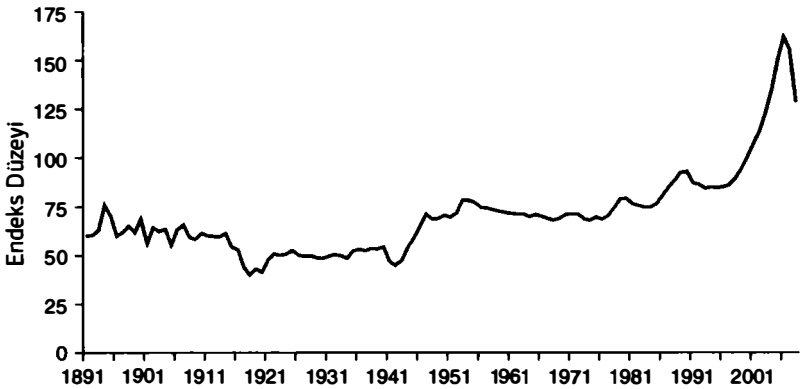
İyi bilindiği üzere, 2000'lerin sonundaki ABD finans krizi, konut fiyatlarındaki sürekli artışların, rekor dış ticaret ve cari işlemler açığından kaynaklanan bol miktarda ucuz yabancı sermaye girişinin ve bu faktörler arasındaki dinamiği harekete geçirmeye yardım eden aşırı hoşgörülü kuralcı politikaların (ileride niceliksel analizini göstereceğimiz bir model) ateşlediği gayrimenkul piyasasındaki balonda sıkıca kök salmıştı. Şekil 13.2, konut balonunu tarihsel perspektife yerleştirmek için, GSYH deflatörüyle enflasyon değerlerinden arındırılmış, artık ünlü olan Case-Shiller konut fiyat endeksinin grafiğini gösteriyor (eğer tüketici fiyat endeksi kullanılırsa, resim esas olarak değişmeyecektir).[6] Fiyat serilerinin başladığı 1891'den itibaren, saf büyüklük ve süre açısından, konut fiyatlarındaki hiçbir canlanmanın 2007 eşikaltı ipotek fiyaskosundaki rekorla karşılaştırılması mümkün değildi. 1996-2006 arasında (fiyatlar zirve yaptığında) kümülatif reel fiyat artışı yaklaşık yüzde 92'ydi – 1890'dan 1996'ya kadarki yüzde 27'lik kümülatif artışın üç katından fazlaydı! 2005'te, balonun en yüksek noktasında, reel konut fiyatları yüzde 12'den fazla tırmanmıştı (o yıl için kişi başına düşen reel GSYH rakamının artış oranının yaklaşık altı katıydı). Nüfus ve gelir eğilimlerinin konut fiyatlarını desteklediği İkinci Dünya Savaşı sonrası refah yılları bile, fiyatların 2007 öncesindeki fırlayışıyla karşılaştırıldığında sönük kalıyordu.[7] 2007'nin ortala-

---

5 Şekil 13.1. finans krizinin şimdiki ani ve hızlı yükselişinin boyutlarını tamamıyla göstermemektedir çünkü İrlanda ve İzlanda (her ikisi de bu kitap yazıldığı sırada bankacılık krizi yaşıyordu), bizim çekirdek altmış altı ülkeden oluşan örneklemimizde yer almıyordu.

6 Case-Shiller endeksi, Robert Shiller (2005) tarafından tanımlanmıştır ve yakın yıllarda Standard and Poor's ile bağlantılı olarak (web siteleri www.standardandpoors.com'da tanımlandığı gibi) aylık yayınlanmıştır. Case-Shiller endeksi aynı konutların yeniden satışına odaklanır ve bu nedenle tüm satışlara bakan endekslere göre fiyat hareketlerine dair daha doğru bir ölçüm sunduğu iddia edilebilir. Doğal olarak, Case-Shiller endeksinde de birçok sapma vardır (örneğin, başlıca büyük kentsel alanlarla sınırlı kalmıştır). Bununla birlikte, ABD'deki konut fiyatlarındaki değişimlerle ilgili en doğru ölçüm olarak bakılmaktadır.

7 Case-Shiller endeksi konut fiyatlarının tarihine dair oldukça akla yakın bir resim sunuyor fakat bu fiyat serilerinin hazırlanmasının, bazı tarih aralıklarında, örneğin İkinci Dünya Savaşı öncesi dönemde, eksik kalan verilerin enterpolasyonu (tahmin edilmesi) için önemli sayıda varsayımı gerektirdiğini belirtmeliyiz.



Şekil 13.2. Reel konut fiyatları: ABD, 1891-2008.
Kaynaklar: Shiller (2005), Standard and Poor's ve ABD Ticaret Bakanlığı.
Notlar: Konut fiyatları GSYH deflatörüyle enflasyon değerlerinden arındırılmıştır. Reel konut fiyatları endeksi 2000'de 100'e eşitlenerek hazırlanmıştır.

rında, ABD'deki düşük gelirli konut ipoteklerinin iflas oranlarındaki ani yükseliş, en sonunda küresel finans paniğini patlatacak kıvılcım oldu.

Bu-Defa-Farklı Sendromu ve Eşikaltı Krizine Giden Yol

İster kendisine eşlik eden resesyonun derinlik, genişlik ve (olası) süresiyle ya da ister varlık piyasalarındaki tam etkisiyle ölçülsün, 2000'lerin sonundaki küresel finans krizi, Büyük Bunalımdan beri en ciddi finansal kriz olarak önümüzde durmaktadır. Nihai çözümü, muhtemelen an azından bir kuşak için politika ve ekonomiye yeniden şekil verecek olan bu kriz, küresel ekonomi tarihinde dönüşüme yol açan bir hareket olmuştur.

Krizin, özellikle ABD üzerindeki derin etkisiyle, bir sürpriz olarak mı gelmesi gerekiyordu? Önde gelen akademisyenleri, yatırımcıları ve ABD'de politika üretenleri dinleyince, 2000'lerin sonundaki finansal eriyişin hiç beklenmedik bir sürpriz, bir "altı sigma" olayı olduğu düşünülebilirdi. ABD Merkez Bankası Başkanı Alan Greenspan, menkul kıymetleştirme ve opsiyon fiyatlaması gibi finansal yeniliklerin, riski dağıtan yeni ve daha iyi yollar ürettiğini ve aynı anda, konut gibi geleneksel olarak likit olmayan varlıkları

daha likit hale getirdiğini sıkça iddia ediyordu. Böylelikle, riskli varlıklar için yüksek ve daha yüksek fiyatlar mazur gösterilmiş oluyordu.

Burada durmamız ve birçok insanın "bu defa farklı olduğuna" inandığını söylememiz gerek, çünkü onlara göre ABD "özeldi." Ne var ki, ABD'de ve küresel çapta meydana gelen finansal çöküşün tarihsel doğası göz önünde bulundurulduğunda, bir parça arka plana bakış, niye bu kadar çok insanın aldandığını anlamamıza yardım edecektir.

ABD'nin Dünyadaki Diğer Ülkelerden Sürekli Borç Alması Sonucunda Gelen Riskler: Kriz Öncesindeki Tartışmalar

Başkan Greenspan, artan ABD cari işlemler açığının büyümesinden aşırı derecede endişe edenleri "yaygaracı" olarak niteleyen takımın içindeydi.[8] Greenspan, 2006'da GSYH'nin yüzde 6,5'ini aşan (800 milyar dolardan fazla) bu genişleyen açığın, önemli bir dereceye kadar, ülkelerin geçmişteki göre daha büyük cari işlem açıkları ve fazlalarını sürdürmelerine izin veren küresel finansal derinleşmeye doğru daha genel bir eğilimin yansıması olduğunu savunuyordu. 2007'deki kitabında Greenspan, sürdürülebilir ABD cari işlemler açığını, birincil risk faktörü olarak değil, ikincil öneme sahip bir konu olarak nitelendiriyordu. 2007'de başlayan kriz öncesi gelişmeler sırasında, cari işlemler açığı konusunun (hızla yükselen konut fiyatları ve hanehalkı borçlarındaki çarpıcı büyüme gibi diğer konularla birlikte) ABD'de politika üretenler içinde aşırı panik yaratmasına gerek yoktu.[9]

FED Başkanı, Amerikan borçlanmasına nispeten iyimser bakışında pek de yalnız sayılmazdı. ABD Maliye Bakanı Paul O'Neill, bu ülkenin verimliliğindeki yüksek büyüme oranı verildiğinde, diğer ülkelerin ABD'ye kredi vermesinin doğal olduğunu ve cari hesabın "anlamsız bir kavram" ol-

---

8 Cari işlemler dengesi, esas olarak ticaret dengesinin –ithalat eksi ihracat– yatırımları da kapsayacak şekilde daha geniş bir ölçümüdür. Cari işlemlerin, yurtdışından gelen kamu ve özel borç girişlerini de gösterdiğine dikkat ediniz; bu, bütçe açığıyla aynı değildir. Hükümetlerin bütçe açığına sahip olmasına rağmen, aynı zamanda özel tasarrufların telafi etmesi koşuluyla, cari işlemlerinde fazlalık göstermesi pekala mümkündür.

9 Greenspan (2007).

duğunu iddia etmesiyle ünlenmişti.[10]

Greenspan'ın halefi Ben Bernanke, 2005'te yaptığı meşhur konuşmasında ABD borçlanma furyasını, birçok faktörün çakışmasının neden olduğu (ki ona göre bunların çoğu ABD politika üreticilerinin denetimi dışındaydı) "küresel tasarruf fazlasının" bir sonucu olarak tanımladı.[11] Bu faktörlere, 1990'larda ve 2000'lerin başında Latin Amerika ve Asya'da patlak veren bir dizi krizin ardından, birçok yükselen piyasanın gelecekteki ekonomik krizlere karşı kendilerini güvenceye alma arzusu da dahildi. Aynı zamanda, Ortadoğu ülkeleri petrol kazançlarını kullanmak için yollar arıyordu ve Çin gibi azgelişmiş finansal sistemleri olan ülkeler daha güvenli varlıklara geçmek istiyordu. Bernanke, Japonya ve Almanya gibi bazı gelişmiş ülkelerin, nüfuslarının hızla yaşlanması nedeniyle, yüksek tasarruf oranına sahip olmalarının doğal olduğunu iddia ediyordu. Bu faktörlerin hepsi, birlikte büyük bir net tasarruflar havuzu sağlamak amacıyla, güvenli ve dinamik bir dinlenme yeri arayışı için anlaşmıştı: bu yer ABD'ydi. Doğal olarak, bu ucuz fon kaynağı, ABD için bir fırsattı. Yetkililerin daha fazla kafa yorabileceği soru şuydu: "Bu kadar çok iyi şey nasıl biraraya gelir?" Ülkelerine büyük çapta sermaye girmeye başladığı zaman, yükselen piyasalardaki politika üretenlerin konuşmalarında, bu-defa-farklıdır tezine çok sık rastlanıyordu: "Dünyanın diğer bölgelerindeki düşük getiri oranları, ülkemize yapılacak yatırımları çekici hale getiriyor."

Para ABD'ye akmaya başladığında Goldman Sachs, Merrill Lynch (2008'de "silah zoruyla" Bank of America tarafından satın alınmıştı) gibi görkemli yatırım bankaları, artık feshedilmiş olan Lehman Brothers'ın da dahil olduğu ABD finans şirketleri ve onların yanı sıra Citibank gibi büyük evrensel bankalar (bireysel bankacılık bazında) kârlarının hızla yükseldiğini gördüler. ABD finans sektörünün (bankacılık ve sigortacılığı da kapsayan) boyutu, iki katından fazlasına çıktı; 1970'lerin ortalarında GSYH'nin ortalama yüzde 4'ü civarındayken, 2007'de GSYH'nin neredeyse yüzde 8'ine çıktı.[12] En büyük beş yatırım bankası, üst düzey çalışanlarına 2007'de 36 milyar dolar ikramiye dağıttı. Finans sektöründeki yöneticiler, elde etikleri yüksek getirilerin aslında yeniliklerden ve katma değer içeren ürünlerden

[10] *Economist*, "The O'Neill Doctrine", baş makale, 25 Nisan 2002.

[11] Bernanke (2005).

[12] Bkz. Philippon (2007).

kaynaklandığını iddia ediyorlardı ve şirketlerinin aldığı gizli riskleri –kabul edilemez bir biçimde– olduğundan az gösterme eğilimindeydiler (bu-defa-farklı sendromuna yaptığımız işe yarar tanımın tamamlayıcı kısmının "eski değerlendirme kuralları artık geçerli değildir" şeklinde olduğunu aklınızda tutun). Onların gözünde finansal yenilik, başka türlü olması mümkün olmadığından, ABD'nin dışarıdan daha büyük miktarda borçlar alabilmesine izin veren anahtar bir platformdu. Örneğin, menkul kıymetleştirme gibi yenilikler ABD vatandaşlarının, daha önceden likit olmayan konut varlıklarını ATM makinelerine dönüştürmesine olanak tanıdı; bu da parasal tasarruflarda azalma anlamına geliyordu.[13]

ABD cari işlemler açığının ortaya koyduğu tehlikeler karşısında akademisyenler ve politika ekonomistleri nerede duruyor? Görüşler geniş bir yelpaze içinde değişiyor. Bir yanda, Obstfeld ve Rogoff birçok çalışmalarında, çok büyük boyuttaki ABD cari açığının muhtemelen sürdürülemeyeceğini iddia ettiler.[14] Eğer dünyada tüm net tasarruf yapan ülkelerin (ulusal tasarruflarının ulusal yatırımlarını geçtiği ülkeler – bunlar içinde Çin, Japonya, Almanya, Suudi Arabistan ve Rusya vardır) fazlalarını alt alta toplayacak olursak, ABD'nin 2004-2006'da bu tasarruf edilen dolarların üçte ikisinden çoğunu emmekte olduğu görülecektir. Böylelikle, ABD'nin borç alma furyası, herhalde, oldukça hızlı biçimde çözülmek zorundadır. Bu çözülme, karmaşık küresel türevler sistemini şiddetle baskı altına sokabilecek keskin varlık hareketleriyle sonuçlanacaktır.[15]

Birçok başka akademisyen de aynı şekilde endişeli bir bakış sergilediler. Örneğin, 2004'te Nouriel Roubini ve Brad Setser, ABD borçlanma sorununun daha kötü olacağını öngördüler; borçların, ciddi bir çöküş öncesi GSYH'nin yüzde 10'una ulaşacağını söylediler.[16] Paul Krugman (2008'de Nobel ödülü almıştı) ABD cari açığının sürdürülemez hale gelmesinin

---

[13] İpoteklerin menkul kıymetleştirilmesi, ipotek havuzlarının gruplanarak ve yeniden paketlenerek, yüksek derecede kendine özgü bireysel kredilerin standart ürünlere dönüştürülme sürecini kapsamaktadır. Bu nedenle, ABD cari işlemlerinin üst düzey finansal yeniliklerle yönlendirildiği ölçüde endişe edecek bir şey yoktu. Olsa bile, üst düzey ABD finansal düzenleyicileri önlem alacaktı.

[14] Bkz. Obstfeld ve Rogoff (2001, 2005, 2007).

[15] Obstfeld ve Rogoff (2001).

[16] Roubini ve Setser (2004).

açıklık kazandığı ve doların aniden çöktüğü zaman, kaçınılmaz olarak bir "Wile E. Coyote anı" yaşanacağını iddia etti.[17] Riskleri gösteren akademik makalelerin başka birçok örneği vardır.[18]

Oysa birçok saygın akademisyen, politika ve finansal piyasa araştırmacısı olaya daha sakin bakıyordu. Bir dizi etkileyici makale içinde, Michael Dooley, David Folkerts-Landau ve Peter Garber (Deutschebank üçlüsü) genişleyen ABD cari işlemler açığının, yükselen piyasaların ihracata dayalı büyüme modelini uygulamalarının ve güvenli varlıklara yönelme ihtiyaçlarının doğal bir sonucu olduğunu ileri sürdüler.[19] ABD açıklarını arttıran sistemi, güçlü bir sezgiyle "İkinci Bretton Woods" olarak adlandırdılar çünkü aynen Avrupa ülkelerinin kırk yıl önce yaptığı gibi Asya ülkeleri de para birimlerini yarı yarıya dolara bağlıyordu.

Harvard ekonomisti Richard Cooper da, ABD cari işlemler açığının mantıksal temelleri olduğunu (bu temeller mutlaka açık ve mevcut tehlikeler anlamına gelmiyordu) güzel ve etkili biçimde iddia etmişti.[20] İddiasını desteklemek için, konut piyasalarının yanısıra, ABD'nin küresel finans ve menkul kıymetler sistemindeki hegemonik konumuna ve ABD finans piyasalarının olağanüstü likit durumuna işaret etmişti. Gerçekte, Bernanke'nin küresel tasarruf fazlası üzerine yaptığı konuşma, akademik ve politik araştırmalar literatüründe zaten uçuşmakta olan ilginç fikirlerin bir sentezi niteliğindeydi.

Harvard Üniversitesi Kennedy Kamu Yönetimi Okulu'ndan Ricardo Hausmann ve Federico Sturzenegger gibi başkalarının, daha egzotik tezler ileri sürdüğüne dikkat edilmelidir. Bunlar, ABD'deki yabancı varlıkların yanlış ölçüldüğünü ve gerçekte resmi tahminlerin çok üzerinde olduğunu iddia etmekteydiler.[21] Bu "karanlık maddenin" varlığı, ABD'nin hiç bitmeyecekmiş gibi görünen cari işlemler ve dış ticaret açıklarını nasıl finanse

---

17 Krugman (2007). Wile E. Coyote, Chuck Jones'un Road Runner çizgi filmindeki talihsiz karakterdi. Planları hep suya düşer ve bir yamacı tırmanırken, altında tutunacak bir dal bulamadığı anlar onu beklerdi.

18 Bu literatür hakkında daha ayrıntılı bir tartışma için bkz. Obstfeld ve Rogoff (2009); ayrıca bkz. Wolf (2008).

19 Dooley vd. (2004a, 2004b).

20 Cooper (2005).

21 Hausmann ve Sturzenegger (2007).

edebileceğini açıklamaya yardımcı oluyordu. Minnesota'dan Ellen McGrattan ve Arizona'dan Ed Prescott (başka bir Nobel Ödülü sahibi), karanlık maddeyi gerçek anlamda ölçmek için bir model geliştirdiler ve açıklamaların ABD'nin cari işlemler açığının yarısını dikkate almayı gerektirecek kadar akla yakın olabileceğini buldular.[22]

ABD'nin dışarıdan borç almasını tartışmaya ek olarak, ekonomistler, politika üretenlerin ABD'deki konut fiyatlarında ulusal çapta görülen patlama hakkında (önceki kısımda gösterildiği gibi) endişe duymaları gerekip gerekmeyeceği konusunda da tartıştılar. Ancak yine, üst düzey politika üretenler, makroekonomik risklerdeki azalma nedeniyle, yeni evler için borç bulmayı kolaylaştıran ve riskli varlıkların değerlerinin artmasına yol açan yeni finansal piyasaların, yüksek konut fiyatlarını haklı gösterebileceğini iddia etmişlerdi. Hem Greenspan hem de Bernanke, FED'in, öncelikli hedefleri olan büyüme ve fiyat istikrarını etkilemediği sürece konut fiyatlarına aşırı ilgi göstermemesi gerektiğini savunmuşlardı. Gerçekten de Bernanke, FED'e geçmeden önce bu iddiasını, New York Üniversitesi Profesörü Mark Gettler'la birlikte 2001 yılında kaleme aldığı bir makalede daha resmi ve kuvvetli bir biçimde vurgulamıştı.[23]

Bir yanda FED'in, konut fiyatlarını göz ardı etmek için, özel sektörün denge durumundaki konut fiyatlarını (ya da hisse senedi fiyatlarını) en az bir bürokrat kadar iyi değerlendirebileceği şeklindeki son derece akla yakın bir önermeye dayandırdığı mantık vardı. Öte yanda, varlık fiyatlarındaki artışın, kişisel tasarruf oranındaki rekor gerilemelere karşı, hanehalkı borcunun GSYH'ye oranındaki aralıksız artışla ateşlenmekte olmasına daha fazla dikkat edebilirdi. 1993'e kadar, kişisel gelirin yüzde 80'i düzeylerinde, kabaca istikrarlı seyreden bu oran, 2003'te yüzde 120'ye ve 2006 ortasında yüzde 130'a yakın bir düzeye yükseldi. Bordo ve Jeanne ile Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) tarafından yapılan ampirik çalışma, konut sektöründeki canlanmaya borçlardaki keskin yükselmeler eşlik ettiği zaman, kriz riskinin önemli derecede artacağını öne sürmektedir.[24] Bu çalışma sonuçlarının kesin olması zorunlu değilse de, FED'in zararsız umursamazlığı hakkında sorular ortaya attığı kesindir. Öte yandan, dünyanın her yerinde

---

22 Curcuru vd. (2008) "karanlık madde" hipotezinin, verilere aykırı düştüğünü iddia ediyor.

23 Bkz. Bernanke ve Gertler (2001).

24 Bordo ve Jeanne (2002). Uluslararası Ödemeler Bankası (2005).

konut fiyatlarındaki ani yükseliş (gerçi, Almanya ve Japonya gibi büyük fazlaları olan ülkelerde daha az derecede görülüyordu), sorunun çıkış kaynağı hakkında ve ulusal para ya da düzenleme politikasının tek başına etkili bir çare olup olamayacağı konusunda sorular ortaya atmıştı.

Bernanke, 2004'te hâlâ FED yöneticisi olmasına rağmen, uygun olmayan zayıf kredi standartlarının ateşlediği konut fiyatı balonlarıyla uğraşmanın para politikasının değil de, düzenleyici politikaların işi olduğunu makul olarak savunuyordu.[25] Doğal olarak bu iddia, politik nedenlerle ya da başka bir şekilde, düzenleyici politika varlık fiyatı balonuna uygun şekilde karşılık vermediği takdirde ne yapılması gerekeceği sorusuna açık bir cevap verememektedir. Gerçekte, düzenleyicilerden ve reyting kurumlarından riskleri saklayan varlık fiyatı enflasyonunu ve düşük faiz oranlarını dışarıdan gelen muazzam sermaye akışının ateşlediği iddia edilebilir.

Ne olursa olsun, en aşırı ve en acil sorunlar, piyasa tarafından "eşikaltı" (ya da düşük gelirli) borçlulara verilen ipotek kredileri nedeniyle çıkmıştı. Konut fiyatlarının sonsuzmuş gibi gözüken tırmanışının yanısıra, menkul kıymetleştirme konusundaki "ilerlemeler", önceden ev alabileceklerini akıllarına getirmeyen insanların ev almasına imkan tanıdı. Ne yazık ki, borç alanların çoğu, değişken faiz oranlarına ve faiz oranı düşükten başlayan kredilere bağlı kaldılar. Kredileri yeniden ayarlama zamanı geldiğinde, artan faiz oranları ve bozulan ekonomi, birçoğu için ipotek yükümlülüklerinin yerine getirilmesini zorlaştırdı. Böylelikle, eşikaltı felaketi başladı.

ABD'nin finans ve düzenleyici sisteminin, hiç sorun çıkmadan, sürdürülebilir bir temelde büyük sermaye girişlerine dayanacağına dair gururu, 2000'lerin sonlarındaki küresel finansal krizin temellerini attı. Budefa-farklıdır düşüncesi –çünkü bu defa ABD üstün bir sisteme sahipti– bir kez daha yanlış olduğunu kanıtladı. Aşırı büyük finans piyasası getirileri, aslında aynen yükselen piyasalarda da görüleceği gibi, büyük çapta sermaye girişleriydi. Geçmişe bakıldığında, eşikaltı ipotek piyasasının kuralsızlaştırılması ve Securities and Exchange Commission'ın (Menkul Kıymetler ve Takas Komisyonu) 2004 yılında yatırım bankalarının kaldıraç oranlarını (yani, risk miktarının sermaye içindeki risk oranını ölçen oran) üçe katlamalarına izin veren kararının da dahil olduğu büyük düzenleme yanlışları, o

[25] Bkz. Rolnick (2004).

zaman iyi huylu görünmüştü. Sermaye girişleri, tüm riskli varlık çeşitlerinde aralıkları (spread) azaltırken, borçlanma ve varlık fiyatlarını yukarı itiyordu; bu durum IMF'nin, Nisan 2007'de –yılda iki kez yayınladığı– *World Economic Outlook*'ta, bunun risklerinin küresel ekonomi için hayli düşük olduğu ve o an için endişe edecek büyük bir şey olmadığı şeklinde bir sonuca varmasına yola açtı. Küresel jandarma olmakla suçlanan bu uluslararası kurum, risk olmadığını açıklıyorsa, bu defa farklı olduğuna dair daha başka bir işaret aramamak gerekir.

2007'de başlayan kriz, bir yükselen piyasa krizinin öncesindeki canlanma dönemiyle birçok paralellik taşır, özellikle de hükümetlerin, sistemin deşarj olmasını sağlayacak önleyici adımları atmayı başaramaması konusunda; hükümetler, böyle durumlarda sermaye girişinin getirdiği refahın sonsuza kadar süreceğini umuyorlardı. Genellikle bunun yerine, canlılığı bir parça daha sürdürme gayretiyle, ekonomilerini daha büyük risklere itecek adımlar atıyorlardı.

ABD eşikaltı finans krizine yol açan bu-defa-farklı anlayışını saran tartışmanın kısa bir nitelendirmesi böyledir. Özetlersek, birçok kişi "bu-defa-farklı oldu" şeklinde düşünmeye şu nedenlerle sürüklenmişti:

- 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 özeldi. 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 derinleştiriyor ve ülkelerin daha derin borçlara girmesine izin veriyordu.
- Diğer güçlü yanlarına ek olarak, ABD daha üstün para politikası kurumlarına ve para politikası üretenlere sahipti.
- Yeni finansal araçlar birçok yeni borçlunun ipotek piyasalarına girmesine izin veriyordu.
- Tüm bu olanlar sadece finansal küreselleşmenin yenilikler sayesinde daha da derinleşmesiydi ve endişe edecek büyük bir şey yoktu.

Savaş Sonrası Banka Merkezli Finans Krizleri

Akademisyenler, işadamları ve politika üretenlerin savunduğu "bu defa farklı" anlayışı için sayılan nedenlerin listesi uzayıp giderken, ABD'deki ekonomik gelişmelerin, diğer krizlerin öncesinde görülenlerle benzerlikleri de aynı şekilde çoğalıyordu.

2007 eşikaltı krizi (sonradan "İkinci Büyük Daralmaya" dönüşmüştü) öncesinde olanları incelemek için, İkinci Dünya Savaşı sonrasında gerçekleşen on sekiz banka merkezli finans krizine ait verilere bakarak başlıyoruz.[26] Şu an için, ABD'yi yükselen piyasalarla karşılaştırarak abartıya düşmüş gözükmekten kaçınmak amacıyla, dikkatimizi endüstrileşmiş ülkelerdeki krizlerle sınırlayacağız. Ancak, 10. Bölümde zaten gördüğümüz gibi, yükselen piyasalardaki finans krizleri ile gelişmiş ülkelerdekiler o kadar da farklı değildir. Daha sonra, 14. Bölümde, karşılaştırma kümemizi genişleteceğiz. Bizim karşılaştırmamızdaki kriz dönemleri Tablo 13.1'de listelenmiştir.

İkinci Dünya Savaşı'nın ardından gerçekleşen on sekiz banka merkezli finans krizi, ayrıca "Beş Büyükler" krizleri, hepsi birden genellikle iki yıl ya da daha fazla süren uzatmalı bir dönem içinde üretimde büyük düşüşleri içermekteydi. 2007 öncesi en kötü kriz, doğal olarak, Japonya'daki krizdi ve bu ülke için "kayıp onyıl" olmuştu. Bununla birlikte, önceki Beş Büyükler krizleri de aşırı derecede travmatik olaylardı.

Zengin ülkelerdeki diğer on üç finans krizi, normalden bariz biçimde daha kötü olan ama felaket olmayan bir ekonomik performansla ilişkili küçük olayları temsil ediyordu. Örneğin 1984'te ABD'de başlayan kriz, bir tasarruf ve kredi kriziydi.[27] Öteki on üç krizden bazılarının nispeten az etkisi vardı ama karşılaştırma amacıyla onları şimdilik bir kenara bırakıyoruz. 2000'lerin sonundaki ABD finans krizini hazırlayan olayların bu ılımlı kriz-

---

[26] 2007 eşikaltı kriziyle diğer derin finansal krizler arasındaki çarpıcı benzerliklere, ilk olarak Aralık 2007'de yayımlanan Reinhart ve Rogoff'ta (2008b) dikkat çekmiştik. Bu kitap yazıldığı sırada doğal olarak olgular, olayların bu yönde okunuşuna tam anlamıyla destek vermiştir. Diğer kaynaklar: Caprio ve Klingebiel (1996 ve 2003), Kaminsky ve Reinhart (1999), Caprio vd. (2005).

[27] Daha sonra biz bu finansal krizlerin derinliğini ölçmek için geleneksel ölçüm kapsamının –bankalardaki temizlik hareketlerinin finansal maliyetleri– çok daha dar kaldığını iddia ederek, bazı alternatif ölçü bilimlerine başvuruyoruz.

TABLO 13.1
Gelişmiş ülkelerde İkinci Dünya Savaşı sonrası banka merkezli finans krizleri

Ülke	Krizin başladığı yıl
Şiddetli (sistemik) krizler: "Beş Büyükler"	
İspanya	1977
Norveç	1987
Finlandiya	1991
İsveç	1991
Japonya	1992
Ilımlı krizler	
Britanya	1974
Almanya	1977
Kanada	1983
ABD (tasarruflar ve kredi)	1984
İzlanda	1985
Danimarka	1987
Yeni Zelanda	1987
Avustralya	1989
İtalya	1990
Yunanistan	1991
Britanya	1991
Fransa	1994
Britanya	1995

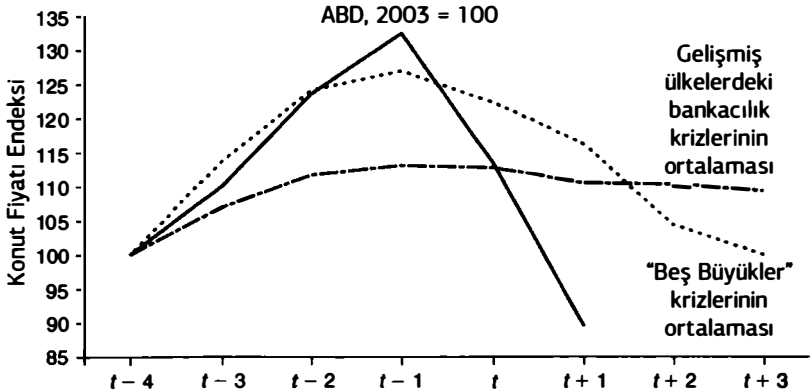
Kaynaklar: Caprio ve Klingebiel (1996, 2003), Kaminsky ve Reinhart (1999) ve Caprio vd. (2005).

lere benzemediği hemen anlaşılacaktır; bununla birlikte birçok politika üreticisi ve gazeteci o zaman bunun farkına varmış gibi gözükmüyordu.

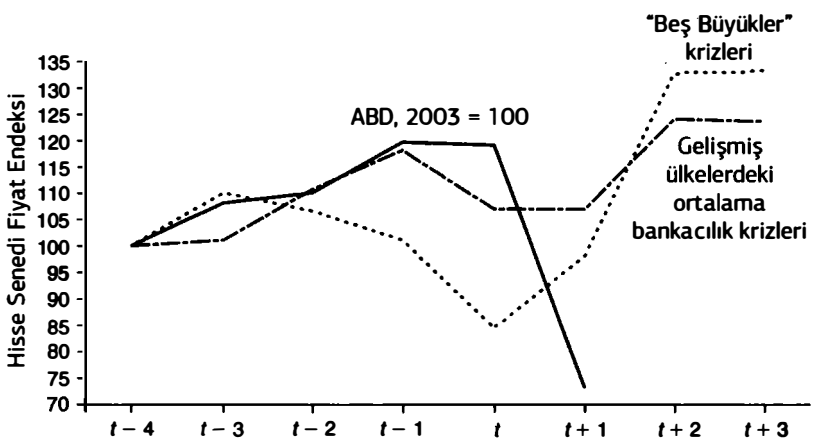
Eşikaltı Krizinin Gelişmiş Ülkelerdeki Geçmiş Krizlerle Karşılaştırılması

ABD'de bir finans krizi gerçekleşme riskini ölçmek için kullandığımız değişkenleri seçerken, gelişmiş ülkelerin ve yükselen piyasaların her ikisinde birden finans krizlerini öngörme hakkındaki literatürden hareket ettik.[28] Fi-

[28] Örneğin bkz. Kaminsky, Lizondo ve Reinhart (1998); Kaminsky ve Reinhart (1999).



Şekil 13.3. Reel konut fiyatları ve savaş sonrası bankacılık krizleri: Gelişmiş ekonomiler.
Kaynaklar: Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) (2005); Shiller (2005); Standard and Poor's; IMF (değişik yıllar), *International Financial Statistics* ve yazarların hesaplamaları.
Notlar: Nominal (kaydi) konut fiyatı endekslerini enflasyondan arındırmak için tüketici fiyatları kullanılmıştır. Kriz yılı (t) ile gösterilmiştir; (t-4) = 100.



Şekil 13.4. Reel hisse senedi fiyatları ve savaş sonrası bankacılık krizleri: Gelişmiş ekonomiler.
Kaynaklar: Global Financial Data (t.y.); IMF (değişik yıllar), *International Financial Statistics* ve yazarların hesaplamaları.
Notlar: Nominal konut fiyatı endekslerini enflasyondan arındırmak için tüketici fiyatları kullanılmıştır. Kriz yılı (t) ile gösterilmiştir; (t-4) = 100.

nans krizleri hakkındaki bu literatür, belirgin olarak yükselen varlık fiyatlarının, yavaşlayan gerçek ekonomik faaliyetin, büyük cari işlemler açığının ve sürdürülebilir borç birikiminin (kamu, özel ya da her ikisi birden) bir finansal krizin ön habercisi olduğunu öne sürmektedir. 10. Bölümde tartışılan sermaye girişleriyle gelen "refah" hakkındaki bulgularımızı da anımsayın. Bu tartışma, aralıksız sermaye girişlerinin, en azından 1970 sonrasındaki büyük finansal liberalizasyon döneminde yaşanan finans krizlerinin güçlü işaretleri olduğunu gösteriyordu. 10. Bölümde gösterildiği gibi, tarihsel olarak finansal liberalizasyon ya da yenilik, finans krizlerinin kendini tekrarlayan bir ön habercisidir.

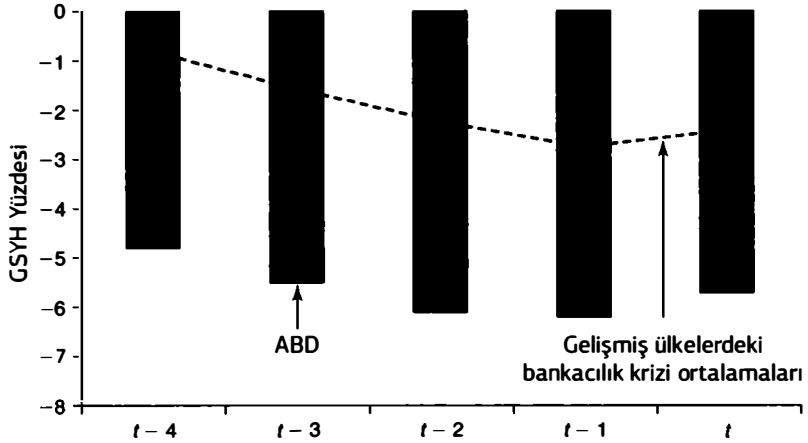
Şekil 13.3'te konut fiyatlarındaki tırmanmaları karşılaştırarak başlıyoruz. Dönem (t), finansal krizin başladığı yılı gösteriyor; (t-4) kriz öncesindeki dört yılı temsil ediyor ve her bir örnekteki grafik (t+3)'e kadar devam ediyor; bunun tek istisnası ise tabii ki, bu satırları yazarken ve muhtemelen bir süre daha kaderin kollarında kalacak olan son ABD krizidir.[29] Şekil, örnek vaka çalışmalarının gösterdiği gibi, konut fiyatlarının bir finansal kriz öncesinde genellikle çok yükseldiğini doğruluyor. Bu şekle göre, ABD'de konut fiyatlarındaki artışın "Beş Büyüklerin" finansal kriz ortalamasının üzerine çıktığını ve aşağıya doğru dönüşün daha keskin gözüktüğünü (yıl [t+1] 2008'dir) açıklamak bir parça şaşırtıcı olacaktır.

Şekil 13.4'te hisse senedi piyasası fiyat endekslerine göre reel büyüme oranlarına bakıyoruz.[30] ABD hisse senedi fiyatlarının, krize girerken her iki karşılaştırma grubundakilere göre daha iyi durduğunu görüyoruz; bunun nedeni, FED'in 2001 resesyonuna verdiği döngü karşıtı agresif tepki ve kısmen ABD krizindeki önemli "sürpriz öğesi" olabilir. Ancak, krizin başlamasından bir yıl sonra (t+1), hisse senedi fiyatları "Beş Büyükler" finansal krizlerindekilerle aynı doğrultuda dikine düşmüştür.

---

29 Bu bölümün daha başında gösterildiği gibi, ABD için konut fiyatları Case-Shiller endeksiyle ölçülmüştür. Kalan konut fiyat verileri, Uluslararası Ödemeler Bankası tarafından hazırlanmış ve Gregory D. Sutton (2002) tarafından tanımlanmıştır. Doğal olarak, uluslararası konut fiyat verileriyle ilgili birçok sınırlamalar vardır; onlar, iş döngüleri arasında daha zengin karşılaştırma yapmaya izin verecek uzun geçmişe tam olarak sahip değildir. Bununla birlikte, bizim esas faiz değişkenini ve düşüş süresini mantıklı bir biçimde abartmış olsalar bile, konut fiyatlarındaki zirveden en dibe düşüşleri yakalama olasılıkları vardır çünkü altta yatan piyasa fiyatlarındaki değişimleri yansıtmakta nispeten yavaş kalmaktadırlar.

30 ABD için endeks S&P 500'dür.

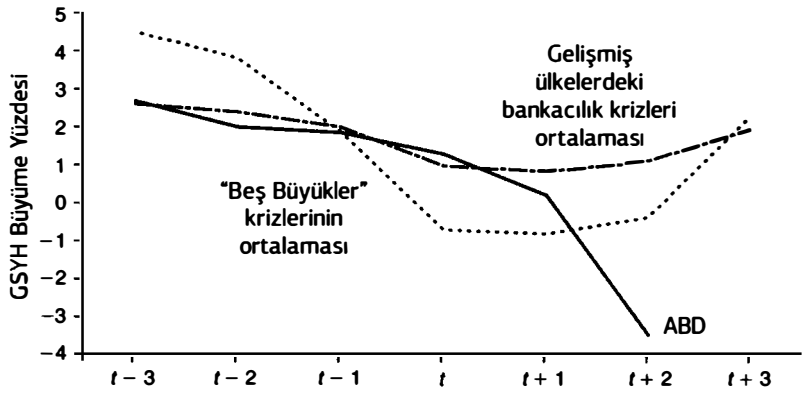


Şekil 13.5. Savaş sonrası bankacılık krizleri arifesinde cari işlemler dengesinin GSYH'ye oranı: Gelişmiş ekonomiler.
Kaynaklar: IMF (çeşitli yıllar), *World Economic Outlook* ve yazarların hesaplamaları.

Şekil 13.5'te, tipik olarak öteki krizlerdekine göre çok daha büyük ve kalıcı olan ABD cari işlemler açığının yörüngesine bakıyoruz.[31] Şekilde, çubuklar 2003'ten 2007'ye kadar ABD cari işlemler yörüngesini GSYH'nin yüzdesi olarak veriyor ve kesik çizgiler, önceki on sekiz krizin ortalamasını gösteriyor. Birçok yabancı merkez bankasının rekor miktarlarda döviz rezervi tuttuğu dönemde ABD dolarının dünyanın rezerv para birimi niteliğini koruması, ABD cari işlemler açığını finanse etmek için gerekli yabancı sermayeyi kesinlikle arttırmıştır.

Finansal krizlerin boşlukta gerçekleşmesi çok nadirdir. Çoğunlukla bir finansal kriz, ancak gerçek bir şok ekonominin hızını yavaşlattıktan sonra başlar; bu nedenle kriz, bir tetikten çok derinleştirici bir mekanizma işlevi görür. Şekil 13.6, bankacılık krizi arifesindeki kişi başına düşen reel GSYH'deki büyümenin grafiğini çiziyor. 2007'de başlayan ABD krizi, daha önceki kriz olaylarında görülen ters "V" şeklini izlemektedir. Hisse senedi fiyatlarında olduğu gibi, GSYH'nin verdiği tepki geç kalmıştı. Gerçekten de

[31] Reinhart ve Reinhart (2009), 2005-2007 sırasında ABD'de olanları "sermaye akış furyası" olarak nitelendirdi (yani, yurtdışmdan ortalamanın üzerinde borç alındığını söylemenin farklı bir şekli anlamında, anormal derecede büyük sermaye girişleri olmuştur).



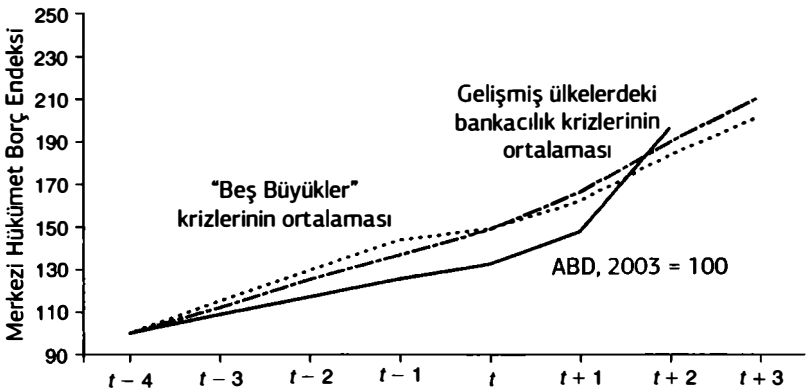
Şekil 13.6. Kişi başına düşen reel GSYH (satın alma gücü paritesine göre) ve savaş sonrası bankacılık krizleri: Gelişmiş ekonomiler.
Kaynaklar: IMF (çeşitli yıllar), *World Economic Outlook* ve *Wall Street Journal*.
Notlar: 2009 için ortak tahmin (yüzde 3,5 küçülme), ABD için Temmuz 2009 olarak çizilmiştir. Kriz yılı (t) ile gösterilmiştir.

2007'de, ABD'nin büyümesi yavaşlamasına rağmen yine de daha ılımlı bir resesyon tipine benzerliği daha fazlaydı.

2008'de işler daha kötüye gitti ve büyümedeki yavaşlama keskinleşti. 2009 başında, ortak görüş –*Wall Street Journal*'da yayınlanan tahminlere göre– bu resesyonun, ortalama bir "Beş Büyükler" örneğinde yaşanandan daha derin olacağı yönündeydi. Şiddetli "Beş Büyükler" krizlerinde, büyüme oranının zirveden dibe gitmesi yüzde 5'ten fazla düşüşe denk geliyordu ve bu oran kabaca üç yıl düşük kalmıştı.

Bu bölümdeki en son şeklimiz, Şekil 13.7, (tüketici fiyatlarıyla enflasyondan arındırılmış) reel kamu borcunun patikasını göstermektedir.[32] Artan kamu borcu, diğer savaş sonrası krizlerin neredeyse evrensel ön habercisi olmuştur; bununla birlikte, 14. Bölümde göreceğimiz gibi, kriz öncesi borçlardaki birikme, kriz sonrası büyümeyle karşılaştırıldığında donuklaşmaktadır çünkü zayıf büyüme, vergi gelirlerini çökertmektedir. 2007 krizi öncesindeki kamu borcu birikimi "Beş Büyükler" krizlerinin ortalamasından daha azdı. Özel borçlarla (zaten ABD için söylemiştik) karşılaştırma

[32] İlkesel olarak reel kamu borcundaki artış, nominal kamu borcundaki artışı, fiyatların tümündeki enflasyonu temsil eden artışa göre ayarlayarak belirlenir.



Şekil 13.7. Merkezi hükümetin reel borçları ve savaş sonrası bankacılık krizleri: Gelişmiş ekonomiler.
Kaynaklar: ABD Maliye Bakanlığı; IMF (çeşitli yıllar), *International Financial Statistics*; ekler E.1 ve E.2 ve orada gösterilen kaynaklar ve yazarların hesaplamaları.
Notlar: Nominal borcu enflasyondan arındırmak için tüketici fiyatları kullanılmıştır. Kriz yılı (t) ile gösterilmiştir; (t-4) = 100.

yapılması da ilginç olacaktı ama ne yazık ki, burada değerlendirilen ülkelerle karşılaştırma yapmayı sağlayacak verileri elde etmek kolay değildir. ABD örneğinde, hanehalkı borcunun hanehalkı gelirine oranı, on yıldan kısa bir süre içinde yüzde 30 arttı ve resesyon sürdükçe tüketiciler daha az riskli pozisyonlar almaya çalıştığından, çökmesi de muhtemeldir.

Göstergelerin ABD'de 2007 öncesinde yüksek bir derin finansal kriz riski gösterdiğine dair iddiamıza bir not: finansal kriz yaşayan diğer ülkelerle karşılaştırıldığında, 2007 öncesinde enflasyon bakımından ABD'nin performansı iyi olmuştur. Elbette, gelişmiş ülkelerde daha önce meydana gelen krizler zengin ülkelerde düşen enflasyon döneminde meydana gelmişti.

Özet

Gelmekte olan 2007 finans krizini bu kadar çok insan nasıl göremedi? Finans krizlerinin standart göstergelerine göre, epey önceden kırmızı ışıklar yanıp sönmeye başlamıştı. Politika üretenler, risklerin farkına daha önceden varmış olsalar ABD finans krizinin önüne geçmek daha kolay olurdu

demek istemiyoruz. Makroekonomik konulara odaklandık, ama krizin başından bu yana acı bir şekilde ortaya çıktığı gibi, birçok sorun, finans piyasalarının "derinliklerinde" saklıydı. Bu sorunların bazılarıyla başa çıkmak yıllar alabilirdi. Her şeyden önce, yükselen kaldıraç işlemleriyle ateşlenen konut fiyatlarındaki muazzam tırmanış –beş yıldan uzun bir zaman içinde yüzde 100'den fazla– bir uyarı olmalıydı. 2008 başında, ABD'deki ipoteklerin toplam değeri GSYH'nin yüzde 90'ına yaklaşıyordu. Politika üreticilerinin, krizden birkaç yıl önce sistemin sıkışıklığını bir nebze olsun çözmeye karar vermiş olmaları gerekirdi. Ne yazık ki, büyümeyi sürdürme ve borsadaki önemli keskin düşüşleri önleme çabaları, sorunu daha da şiddetlendirdi. Elbette, bu finansal krizin destansı oranlarına rağmen, ABD 2009'un ortaları itibariyle borç ödeyemez duruma düşmemişti. ABD bir yükselen piyasa olsaydı, döviz kuru dimdik düşecek ve faiz oranları da hızla tırmanışa geçecekti. Sermaye piyasalarına giriş, klasik Dornbusch/Calvo tipi ani duruş modelinde olduğu gibi aniden engellenecekti. Krizi izleyen birinci yılda (2007) tam tersi oldu: diğer ülkeleri ABD'den daha riskli bulan dünyadaki yatırımcılar Hazine kâğıtları satın alınca, dolar değerlendi ve faiz oranları düştü.[33] Satın alanlar, gözünüzü açın! Daha uzun vadede, özellikle de politikalar uzun soluklu mali sürdürülebilirliğe yönelik sağlam bir temeli yeniden inşa etmek için değiştirilmeyecekse, ABD döviz kuru ve faiz oranları yeniden biçim kazanabilir.

[33] Faiz oranları ve döviz kurlarındaki bu değişimleri –ABD'nin bunu yapmak için çok büyük bir ülke olması nedeniyle– ABD için anormal değerler olarak açıklayan Reinhart ve Reinhart'ın (2008)gösterdiği sonuçlara bakınız.

- 14 -

FİNANS KRİZLERİNİN SONUÇLARI

Önceki bölümde, 2007 ABD eşikaltı finans krizini hazırlayan koşullarla, gelişmiş ekonomilerde İkinci Dünya Savaşı'ndan bu yana yaşanan diğer bankacılık krizlerinin öncesinde görülen olayları karşılaştıran tarihsel bir analiz sunduk. ABD'nin varlık fiyatı enflasyonu, yükselen kaldıraç işlemleri, büyük kalıcı cari işlemler açığı ve yavaşlayan ekonomik büyüme yörüngesi gibi standart göstergelerin, aslında finansal bir krizin –gerçekte, çok şiddetli bir krizin– sınırında olan bir ülkeye dair tüm işaretleri sergilediğini açıkladık. Bu bölümde, sistemik bankacılık krizlerinin sonrasındaki gelişmelere odaklanan, benzer karşılaştırmalı bir tarihsel analizi ele alacağız. Olaylar geliştikçe, ABD krizinin sonuçlarının burada gösterilen ölçütlerden daha iyi ya da daha kötü olduğu kanıtlanabilir. Bununla birlikte, yaklaşım kendi içinde değerlidir çünkü bu satırlar yazıldığı sırada ABD ekonomisini ve dünya ekonomisini etkileyenler gibi aşırı şokları analiz ederken, istatistiki olarak "normal" büyüme dönemlerine göre düzenlenmiş standart makroekonomik modellerin çok az yararı olabilir.

Önceki bölümde, abartıya girmemek amacıyla, yükselen piyasaları karşılaştırma kümemizin içinden çıkardık. Her şeyden önce, ABD son derece sofistike bir finans merkezidir. Bankacılık krizleri söz konusu olduğunda, gelişmiş ülkelerin, yükselen piyasalarla ne gibi ortak özellikleri olabilir? Aslında 10. Bölümde gösterdiğimiz gibi, zengin ülkelerdeki ve yükselen piyasalardaki bankacılık krizlerinin öncesi ve sonuçları arasında şaşırtıcı miktarda benzer özellik vardır. Bunlar konut ve hisse senedi fiyatlarında, işsizlikte, hükümet gelirlerinde ve borçlarda genel olarak aynı özellikleri paylaşırlar. Dahası, karşılaştırmalar İkinci Dünya Savaşı sonrası dönemiyle sınırlı kalsa bile (şu anda halen devam eden 2000'lerin sonlarındaki küresel finansal krizin dikkate alınması koşuluyla), kriz vakaları ve sıklıkları tarihsel olarak çok fazla farklılık göstermiyor. Bu nedenle, bu bölümde şiddetli finansal krizin sonuçlarını tanımlamaya döndüğümüz zaman, ilgili karşılaştırma kümesini genişletmek amacıyla, yakındaki bazı yükselen piyasa ör-

neklerini de incelememize dahil edeceğiz.[1]

Genel olarak konuşursak, finansal krizler uzun sürer. Çoğunlukla, şiddetli finansal krizlerin sonuçları üç özelliği paylaşır:

- Birincisi, varlık piyasası çöküşleri derin ve uzun sürelidir. Reel konut fiyatlarındaki düşüşler, altı yıllık bir süre içinde ortalama yüzde 35 olmuştur; halbuki hisse senedi fiyatlarındaki çöküş, üç buçuk yıllık bir süre içinde ortalama yüzde 56'dır.
- İkincisi, bankacılık krizlerinin sonuçları, üretim ve işsizlikteki derin düşüşlerle ilişkilidir. İşsizlik oranı, döngünün aşağıya doğru döndüğü aşamada ortalama yüzde 7 yükselir ve bu da ortalama dört yıldan fazla sürer. Üretim (zirveden dibe kadar) ortalama yüzde 9'dan fazla düşer; bununla birlikte, kabaca ortalama iki yıl süren aşağıya dönüşün süresi, işsizliktekinden dikkate değer derecede daha kısa olur.[2]
- Üçüncüsü, daha önce belirtildiği gibi, kamu borcu patlama eğiliminde olur; İkinci Dünya Savaşı sonrasındaki büyük vakalarda (kriz öncesi borçlara göre) ortalama yüzde 86 yükselmiştir. 10. Bölümde tartışıldığı (ve burada tekrarlayacağımız) üzere, borç patlamalarının ana nedeni, herkesin bahsettiği gibi kurtarma paketlerinin maliyeti ve bankacılık sistemine yeniden sermaye aktarılması değildir. Kuşkusuz, kurtarma paketlerinin maliyetini ölçmek zordur ve yapılan çalışmaların tahminleri arasındaki ayrılıklar önemlidir. Ancak, üst sınır tahminleri bile kamu borçlarındaki reel artışlarla karşılaştırıldığında sönük kalmaktadır. Aslında borç artışının en büyük nedeni, derin ve uzun süreli üretim daralmaları ertesinde, hükümetin vergi gelirlerinde kaçınılmaz olarak gerçekleşen çöküşlerin sıkıntısıdır. Ayrıca birçok ülke de, faiz oranları hızla yükseldiği için,

---

1 Bu karşılaştırmalarda, konut fiyatı ve diğer ilişkili verilerine sahip olduğumuz gelişmiş ülkelerdeki, savaş öncesi döneme ait iki olay da yer almaktadır.

2 Açıkolmak gerekirse, zirveyle dip arasındaki hesaplamalar, tek seriler temelinde yapılmıştır. Dip ve zirve tarihleri, kriz tarihine en yakın tarihlerdir ve Burns ve Mitchell'in (1946) ABD'deki iş döngülerine ait klasik incelemelerindeki öncü yaklaşımlarıyla hemen hemen aynı yolu izleyerek, (küresel değerler yerine) yerel maksimum ya da minimum değerlere başvurmuda bulunurlar. Böylece, örneğin Japonya'nın hisse senedi fiyatları vakasında, hisse senedi piyasasında daha sonradan görülen iyileşme, fiyatları daha önceki zirve değerlerinin bayağı altına getirmiş olmasına rağmen dip değer (ve onu izleyen dip değerleri, fiyatları hâlâ daha da aşağı düzeylere çekmesine rağmen) 1995'teki yerel dip değerdir.

borçlar üzerindeki faiz yükünün fırlamasından sıkıntı çekebilir ve bazı durumlarda (en dikkat çekici olanı, 1990'larda Japonya örneği) döngü karşıtı mali politikalar, borç birikimiyle sonlanabilir. (Ülkeler arasında döngü karşıtı mali politikalardaki farklılıkları derecelendirmek zor olabilir çünkü Kuzey ülkeleri gibi bazı ülkelerin marjinal vergi oranları ve cömert işsizlik ödemeleri aracılığıyla geliştirdikleri, sistem içi güçlü mali istikrar araçları vardır. Halbuki ABD ve Japonya gibi diğer ülkeler, çok daha zayıf olan otomatik istikrar araçlarına sahiptir.)

Bu bölümün son kısmında, Büyük Bunalım (şu anki krizden önceki son derin küresel finans krizi) dönemindeki niceliksel karşılaştırma ölçütlerine bakacağız. O dönemde ekonomik faaliyetlerdeki düşüşün derinliği ve süresi, savaş sonrası şiddetli krizlerle karşılaştırıldığı zaman bile nefes kesiciydi. Ülkeler, kişi başına üretim miktarında 1929'daki düzeyi yakalamak için ortalama on yıla ihtiyaç duydular. Bunalımın ilk üç yılında, karşılaştırma kümemizdeki on beş büyük ülkede işsizlik ortalama yüzde 16,9 yükseldi.

Tarihsel Dönemlerin Yeniden Değerlendirilmesi

Önceki bölüm, gelişmiş ülkelerdeki savaş sonrası büyük bankacılık krizlerinin tümünü (toplam on sekiz) dahil etmişti ve "Beş Büyükler" (İspanya, 1977; Norveç, 1987; Finlandiya, 1991; İsveç, 1991 ve Japonya, 1992) adı verilen krizlere özel ağırlık vermişti. Bu bölümde açıkça görüleceği gibi (ki bu, 2007 ABD finans krizinin devamındaki gelişmelerden de görülebilir), 2000'lerin sonundaki kriz, her açıdan şiddetli bir "Beş Büyükler" tipi kriz olarak değerlendirilmelidir. Sonuç olarak, bu bölüm yalnızca gelişmiş ekonomilerdeki Beş Büyükler krizine ve ek olarak, yükselen piyasalardaki ünlü vakaların da dahil olduğu şiddetli sistemik krizlere odaklanacaktır. Yükselen piyasalardaki ünlü örnekler: 1997-1998 Asya krizleri (Hong Kong, Endonezya, Kore, Malezya, Filipinler ve Tayland'dakiler); 1998 Kolombiya ve 2001'de Arjantin'in çöküşü. Bunlar, tümü ya da çoğu için hisse senedi piyasaları, konut piyasaları, işsizlik, büyüme vb. ana göstergeler arasında anlamlı niceliksel karşılaştırmalar yapmamıza izin veren uygun verilere sahip olduğumuz örnek vakalardır. Analizin merkezinde, elde edilmesi zor

olabilen ve son krizi değerlendirmek için kritik nitelikteki konut fiyatları verileri vardır.[3] Konut fiyatları verilerine, daha eski iki tarihsel örneği de dahil ediyoruz: 1899 Norveç ve 1929 ABD.

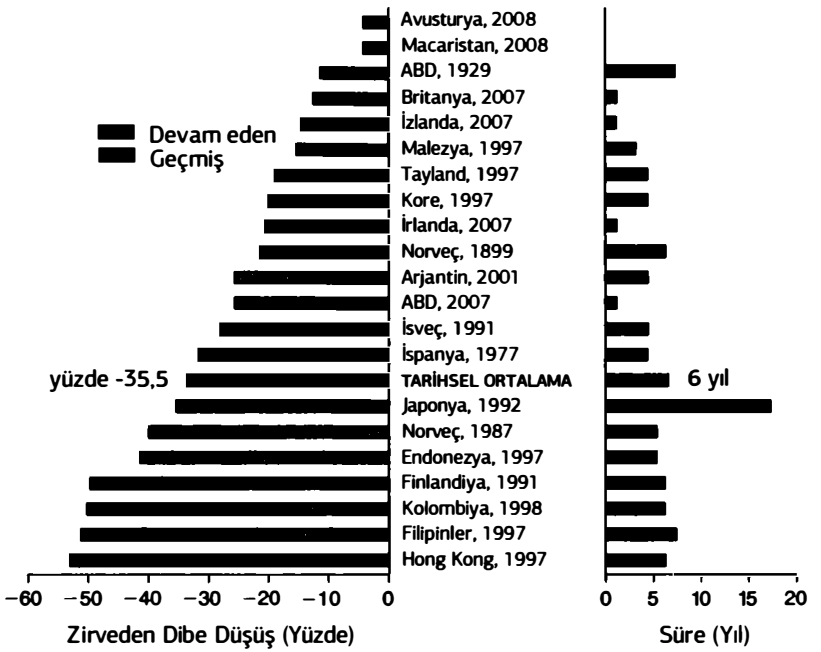
Kriz Sonrasında Düşüş: Derinlik ve Süre

Tablo 10.8 ile aynı verileri esas alan Şekil 14.1'de, banka krizlerine eşlik eden konut fiyatları döngüsündeki iflas aşamasına, genişletilen veri kümesiyle yeniden bakıyoruz. 2007'den itibaren kriz yaşayan bazı ülkeleri de dahil ediyoruz. Son krizler koyu renkli çubuklarla temsil ediliyor, geçmiş krizler ise açık renkli çubuklarla gösteriliyor. Reel konut fiyatlarındaki kümülatif düşüş, zirveden dibe kadar ortalama yüzde 35,5'i bulmaktadır.[4] En şiddetli reel konut fiyatı düşüşleri Finlandiya, Kolombiya, Filipinler ve Hong Kong'da yaşanmıştır. Bunlardaki çöküşler, zirveden dibe ölçüldüğünde yüzde 50 ile 60'a varıyordu. Bu satırların yazıldığı sırada ABD'de yaşanan konut fiyatı düşüşü (Case-Shiller endeksine göre 2008 sonlarından itibaren reel terimlerle neredeyse yüzde 28'di), ABD'de Büyük Bunalım sırasında kaydedilenin iki katından fazlaydı.

Çarpıcı bir biçimde, konut fiyatlarındaki düşüş oldukça uzun sürmüştür: ortalama altı yıl civarı. Japonya'nın olağandışı deneyimi (üst üste on yedi yıl süren reel konut fiyatları düşüşü) dışarıda bırakılsa bile, ortalama düşüş süresi beş yıldan fazla olmuştur. Şekil 14.2'nin gösterdiği gibi, bankacılık krizlerine eşlik eden hisse senedi düşüşleri, konut fiyatı düşüşlerine göre daha dik gerçekleşmiş, ama bu daha kısa sürmüştür. Hisse senedi fiyatlarının çok daha hareketli olduğu göz önünde bulundurulduğunda, gayrimenkul fiyatlarından daha kısa olan bir düşüş süresi herhalde şaşırtıcı değildir. Hisse senedi fiyatlarındaki tarihsel düşüş yüzde 55,9 olmuştur; döngü-

[3] 10. Bölümde, iki yüzyıl boyunca altmış altı ülkede gerçekleşen finansal krizlere bakıyoruz ve bunu yaparken yükselen piyasalarla gelişmekte olan ülkeler arasındaki, örneğin, hükümet borçlarında görülen evrensel toparlanma da dahil olmak üzere, genel paralel özelliklere vurgu yapıyoruz.

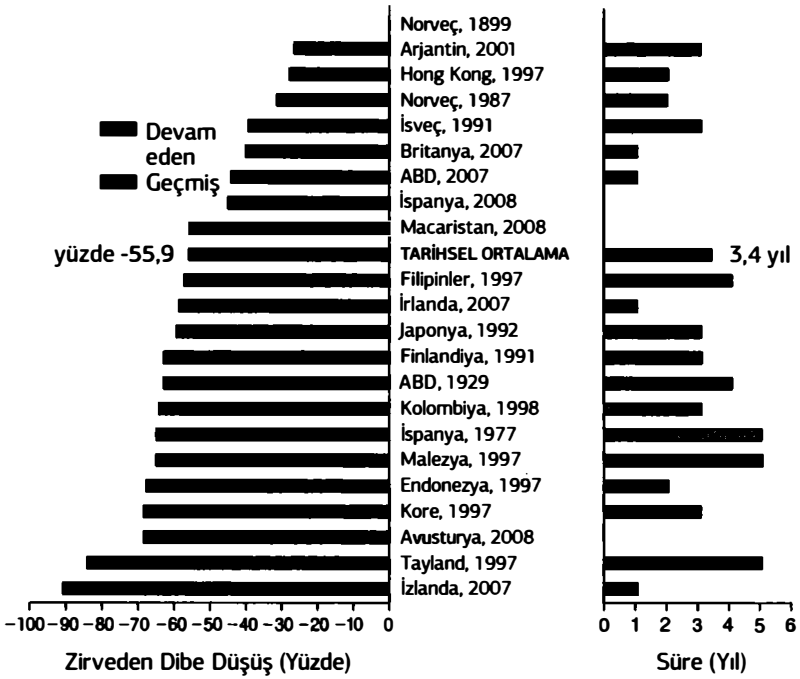
[4] Diyagramın arkasında siyah olarak gölgelendirilerek belirtilen tarihsel ortalama, sürmekte olan krizleri içermiyor.



Şekil 14.1. Geçmiş ve devam eden reel konut fiyatı döngüleri ve bankacılık krizleri.
Kaynaklar: Ekler E.1 ve E.2 ve orada belirtilen kaynaklar.
Notlar: Her bankacılık krizi, ülke ve krizin başladığı yılla tanımlanır. Veri sınırlandırmalarına bağlı olarak yalnızca büyük (sistemik) bankacılık krizleri dahil edilmiştir. Verilen tarihsel ortalama, devam eden krizleri kapsamaz.
Devam eden olaylar için hesaplamalar şu dönemleri esas almıştır: Ekim 2008, aylık, İzlanda ve İrlanda için; 2007, yıllık, Macaristan için; 2008 üçüncü çeyrek, üç aylık, tüm diğerleri için. Nominal konut fiyatlarını enflasyondan arındırmak için tüketici fiyat endeksleri kullanılmıştır.

nün aşağıya yönlü olduğu evre 3,4 yıl sürmüştür. 2008 sonuna gelindiğinde, İzlanda ve Avusturya, zaten hisse senedi fiyatlarında zirveden dibe düşüşte tarihsel karşılaştırma grubu ortalamasını epey geçen bir deneyimin içindeydi.

Şekil 14.3'te, tarihsel karşılaştırma grubu içindeki işsizlik oranı artışlarına bakıyoruz (çünkü işsizlik, geciktirici bir gösterge olarak sınıflandırılmıştır; bununla birlikte ABD işsizlik oranının, zaten dip değeri olan yaklaşık yüzde 4'ün üzerine 5 puan daha yükseldiğine dikkat çekiyoruz). Ortala-



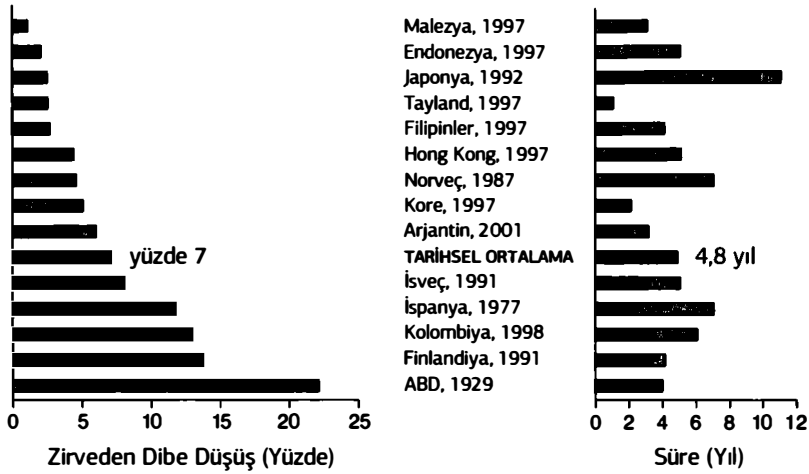
Şekil 14.2. Geçmiş ve devam eden reel hisse senedi fiyatı döngüleri ve bankacılık krizleri.

Kaynaklar: Ekler E.1 ve E.2 ve orada belirtilen kaynaklar.

Notlar: Her bankacılık krizi, ülke ve krizin başladığı yılla tanımlanır. Veri sınırlandırmalarına bağlı olarak yalnızca büyük (sistemik) bankacılık krizleri dahil edilmiştir. Bildirilen tarihsel ortalama, devam eden krizleri kapsamaz. Devam eden olaylar için hesaplamalar 2 Aralık 2008 tarihini esas almıştır. Nominal konut fiyatlarını enflasyondan arındırmak için tüketici fiyat endeksleri kullanılmıştır.

mada işsizlik beş yıla yakın sürmüştür; işsizlik oranındaki artış ise yaklaşık yüzde 7 puan olmuştur. Savaş sonrası krizlerinden hiçbiri ABD'nin Büyük Bunalımda yaşadığı yüzde 20 puandan fazlasını görmemiş olmasına rağmen, finansal krizlerin işsizlik alanındaki sonuçları, birçok örnek vakada çarpıcı biçimde yüksek olmuştur. Yükselen piyasalardaki resmi istatistikler muhtemelen gerçek işsizliğin düşük tahminleridir.

İlginçtir ki, Şekil 14.3'ün ortaya koyduğu gibi, sıra bankacılık krizlerine gelince, yükselen piyasalar (özellikle de Asya'dakiler) gelişmiş ülkelere

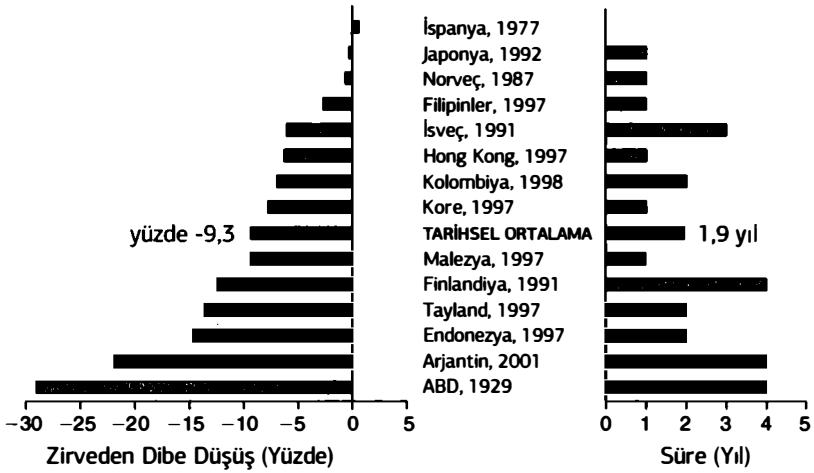


Şekil 14.3. Geçmiş işsizlik döngüleri ve bankacılık krizleri.
Kaynaklar: OECD; IMF (çeşitli yıllar), *International Financial Statistics*; Carter vd. (2006); çeşitli ülke kaynakları ve yazarların hesaplamaları.
Notlar: Her bankacılık krizi, ülke ve krizin başladığı yılla tanımlanır. Veri sınırlandırmalarına bağlı olarak yalnızca büyük (sistemik) bankacılık krizleri dahil edilmiştir. Bildirilen tarihsel ortalama, devam eden krizleri kapsamaz.

oranla daha iyi durumda gözüküyorlar (1998'de Kolombiya'da yaşanan derin resesyon bir istisnadır). Ülkeler arasındaki işsizlik oranlarını karşılaştırırken, iyi bilinen veri sorunları olmasına rağmen[5] gelişmiş ülkelerde görülen nispeten daha kötü performans, yükselen piyasalardaki (aşağı yönlü) daha büyük ücret esnekliğinin, şiddetli ekonomik kriz dönemlerinde işsizliği yumuşatmaya yardım ettiği olasılığını gündeme getiriyor. Yükselen piyasalardaki sosyal güvenlik ağındaki açıklar, sanayileşmiş ülkelerle karşılaştırıldığında, muhtemelen, işçileri işsiz kalma konusunda daha çok kaygılandırıyor.

Şekil 14.4'te, şiddetli bankacılık krizleri sırasındaki kişi başına düşen reel GSYH rakamındaki döngülere bakıyoruz. Yüzde 9,3 düzeyindeki ortalama düşüş çarpıcıdır. Kuşkusuz, daha önce belirttiğimiz gibi İkinci Dünya Savaşı sonrası dönem için GSYH'deki düşüşler, yükselen piyasalara göre gelişmiş ekonomilerde daha azdı. Yükselen piyasalarda görülen daha şid-

[5] Özellikle, birçok yükselen piyasa ve büyük enformel sektör içindeki "eksik istihdam" resmi işsizlik istatistikleri içinde tümüyle yer alamamıştır.



Şekil 14.4. Geçmiş kişi başına reel GSYH döngüleri ve bankacılık krizleri.
Kaynaklar: Total Economy Database (TED), Carter vd. (2006) ve yazarların hesaplamaları.
Notlar: Her bankacılık krizi, ülke ve krizin başladığı yılla tanımlanır. Veri sınırlandırmalarına bağlı olarak yalnızca büyük (sistemik) bankacılık krizleri dahil edilmiştir. Bildirilen tarihsel ortalama, devam eden krizleri kapsamaz. 1990 yılındaki milyon ABD doları cinsinden toplam GSYH (Geary Khamis Satın Alma Gücü Paritesine göre çevrilmiştir), yıl ortasındaki nüfus rakamına bölünmüştür.

detli daralmaların muhtemel açıklaması, onların yabancı sermaye elde edebilme konusunda ani dönüşlere daha yatkın olmaları şeklinde olabilir. Rudger Dornbusch ve Guillermo Calvo'nun yaygınlaştırdığı ifadeyi kullanacak olursak, yabancı sermaye "ani durma" noktasına geldiği zaman, ekonomik faaliyet baş aşağı düşmeye başlar.[6]

İşsizlikle karşılaştırıldığında, GSYH'deki zirveden dibe döngü daha kısa sürer: yalnızca iki yıl. Tahminen bunun nedeni, GSYH'deki potansiyel büyümenin pozitif olmasıydı ve biz yalnızca gelirdeki mutlak değişimleri ölçüyorduk; potansiyel üretime göre açıkları dikkate almamıştık. Öyle olsa bile, finansal krizlere eşlik eden resesyonların süresi, bir yıldan daha kısa süren normal resesyonlara göre epey uzundu.[7] Gerçekte, bir yıldan fazla süren resesyonlar, yalnızca ekonomide derin yeniden yapılanma gereksi-

6 Yine bkz. Calvo (1998) ve Dornbusch vd. (1995).

7 Bkz. IMF (çeşitli yıllar), *World Economic Outlook*, Nisan 2002, 3. Bölüm.

nimi duyan ülkelerde meydana gelir. Bunların örnekleri; 1970'lerde Britanya'da (Başbakan Margaret Thatcher'in göreve gelmesinden önce), 1990'larda İsviçre'de ve 1992'den sonra Japonya'da (sonuncusu sadece finansal çöküş nedeniyle değil, aynı zamanda Çin'in yükselişinin ışığında ekonomisine yeniden yön verme ihtiyacından kaynaklanmıştı) görülmüştür. Bankacılık krizleri, doğal olarak, finansal sistemin genellikle acı verici yeniden yapılanma sürecinin yaşanmasına gerek duyar ve bunlar da bu genel ilkenin önemli örnekleridir.

Krizlerin Mali Mirası

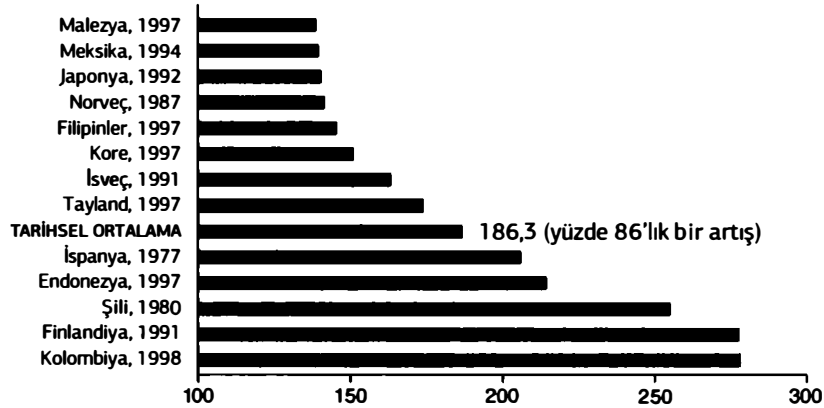
Kurtarma paketi maliyetleri, yüksek transfer ödemeleri ve borç ödeme maliyetlerinin biraraya gelmesi nedeniyle düşen gelirler ve yükselen harcamalar, bütçe denkliğinde hızlı ve belirgin bir kötüleşmeye yol açtı. Finlandiya ve İsveç'teki olaylar bu bakımdan öne çıktı; İsveç, kriz öncesinde

TABLO 14.1
GSYH'nin yüzdesi olarak bütçe açıkları (merkezi hükümet bütçe dengeleri)

Ülke, kriz yılı	Krizin bir yıl öncesi	Bütçe açığının zirvesi (yıl)	Bütçe açığındaki azalma ya da artış
Arjantin, 2001	–2,4	–11,9 (2002)	9,5
Endonezya, 1997	2,1	–3,7 (2001)	5,8
Finlandiya, 1991	1,0	–10,8 (1994)	11,8
İspanya, 1977[a]	–3,9	–3,1 (1977)	–0,8
İsveç, 1991	3,8	–11,6 (1993)	15,4
Japonya, 1992	–0,7	–8,7 (1999)	9,4
Kolombiya, 1998	–3,6	–7,4 (1999)	3,8
Kore, 1997	0,0	–4,8 (1998)	4,8
Malezya, 1997	0,7	–5,8 (2000)	6,5
Meksika, 1994	0,3	–2,3 (1998)	2,6
Norveç, 1987	5,7	–2,5 (1992)	7,9
Şili, 1980	4,8	–3,2 (1985)	8,0
Tayland, 1997	2,3	–3,5 (1999)	5,8

Kaynaklar: IMF (değişik yıllar), *Government Financial Statistics*, *World Economic Outlook* ve yazarların hesaplamaları.

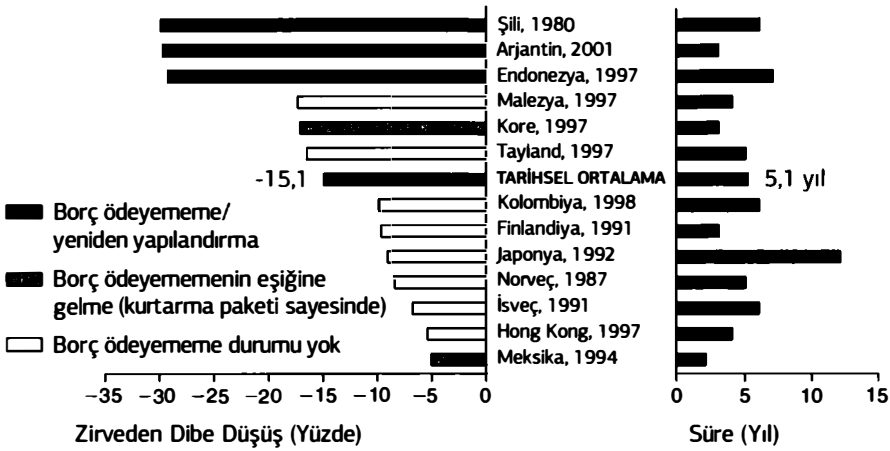
[a]Şekil 14.4'te görüldüğü gibi İspanya, örneğimizde kriz sonrası dönemde kişi başına GSYH'de artış gösteren tek ülkeydi.



Şekil 14.5. Geçmiş bankacılık krizlerini izleyen üç yıl içinde reel kamu borcundaki kümülatif artış.
Kaynaklar: Ekler E.1 ve E.2 ve orada gösterilen kaynaklar.
Notlar: Her bankacılık olayı ülkeyle ve krizin başladığı yılla tanımlanmıştır. Veri sınırlamalarıyla kısıtlı kalarak yalnızca büyük (sistemik) bankacılık krizler dahil edilmiştir. Belirtilen tarihsel ortalama, devam eden krizleri dahil etmez; bunların hepsi birlikte dışarıda bırakılmıştır çünkü bu krizler 2007'de ya da daha sonra başladı; burada yapılan borç stoku karşılaştırmaları bankacılık krizinden sonraki üç yıla aittir. Kamu borcu, kriz yılında 100'e endekslenmiştir.

GSYH'nin yüzde 4'üne yakın bütçe fazlası verirken, kriz sonrasında GSYH'nin yüzde 15'i kadar bütçe açığı verir hale geldi. Bkz. Tablo 14.1.

Şekil 14.5, banka krizlerini izleyen üç yıl içinde reel kamu borçlarındaki artışı göstermektedir. Kamu finansmanında görülen kötüleşme çarpıcıdır; borçlardaki ortalama artış yüzde 86'dan fazladır. Buradaki hesaplama, geçmiş birkaç onyıldan alınan nispeten yeni verilerden yapılmıştır ama 10. Bölümde, kamu borçlarındaki birikmenin, bir yüzyıldan fazla bir zaman boyunca bankacılık krizlerinin sonrasındaki olayların tanımlayıcı bir karakteristiği olduğunu göstermek için, kamu borçları üzerindeki üzeri daha tozlanmamış yeni verilerimizin avantajından yararlanmıştık. Borçların GSYH'ye oranından ziyade, borçlardaki yüzde artışlarına bakıyoruz çünkü bazen aşırı üretim düşüşleri, borç/GSYH oranlarının yorumunu karmaşık hale getirmektedir. Daha önce vurgulamıştık fakat tekrar belirtmeye değer: Hükümet borçlarındaki tipik birikme, esas olarak, en şiddetli finans krizlerine eşlik eden derin resesyona bağlı olarak, vergi gelirlerindeki sert düşüş-



Şekil 14.6. *Institutional Investor* borç ödeyememe reytinglerine ve geçmiş bankacılık krizlerine ait döngüler.
Kaynaklar: *Institutional Investor* (çeşitli yıllar) ve yazarların hesaplamaları.
Notlar: *Institutional Investor*'ın reyting aralığı 0 ile 100 arasındadır; kredi değeri arttıkça yükselmektedir.

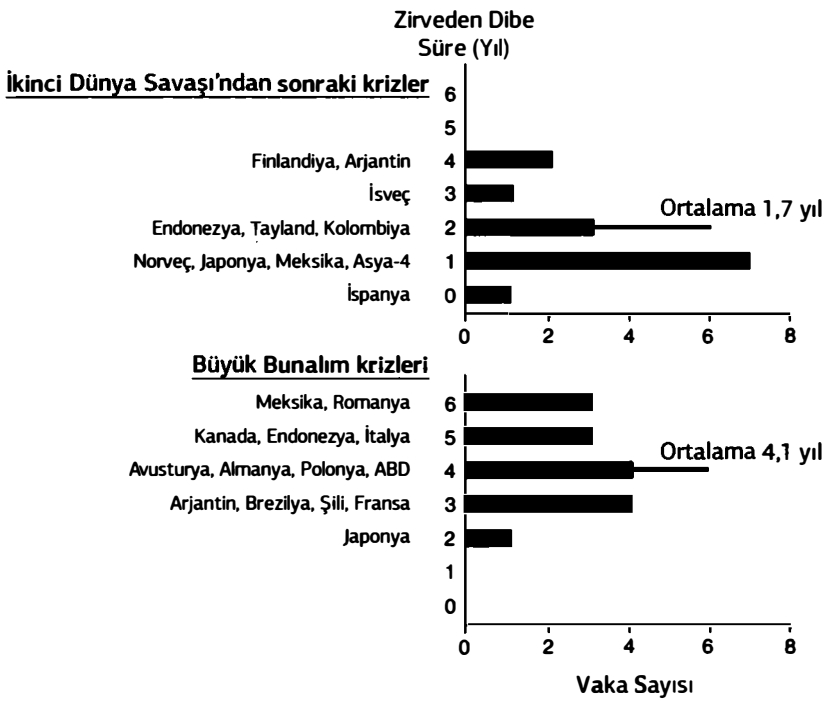
ten kaynaklanmaktadır. Üzerinde o kadar çok gürültü koparılan banka kurtarma paketleri birçok durumda, kriz sonrasındaki borç yükü artışına yalnızca küçük bir katkı yapmıştır.

Devletlerin Borçlarını Ödeyememe Riski

Şekil 14.6'da görüldüğü gibi, devlet borcunu ödeyememe, borç yeniden yapılandırma ve/veya (uluslararası kurtarma paketleriyle kaçınılmış) borç ödeyememenin eşiğine gelme, birçok yükselen piyasadaki finansal kriz deneyiminin bir parçası olmuştur. Bu nedenle, kriz sırasında bir ülkenin kredi notunun düşmesini sürpriz olarak görmek zordur. Ne var ki, gelişmiş ekonomiler bu işten zarar görmeden çıkamazlar. Finlandiya'nın reyting derecesi üç yıl içinde 79'dan 69'a indi; bu notla birlikte Finlandiya, yükselen piyasalardaki ülkelerden bazılarına yaklaşmış oldu! Japonya da bazı ünlü reyting kuruluşlarından düşük notlar aldı.

1930'ların Birinci Büyük Daralmasındaki Deneyimlerle Karşılaştırmalar

Şimdiye kadar, karşılaştırma ölçütümüz, savaş sonrası finansal krizlerden oluşmuştu. O krizlerin ABD'deki son krizle niceliksel benzerlikleri, en azından kriz öncesindeki hazırlıklar ve krizlerin ilk yörüngesi açısından çarpıcıdır. Oysa birçok bakımdan "İkinci Büyük Daralma" karşılaştırma kümesin-



Şekil 14.7. Başlıca büyük finans krizlerinin süreleri: On dört Büyük Bunalım vakasına karşılık on dört İkinci Dünya Savaşı sonrası vaka (kişi başına üretimdeki düşüş süresi).
Kaynaklar: Ek E.3 ve yazarların hesaplamaları.
Notlar: On dört savaş sonrası vaka: İspanya, 1977; Norveç, 1987; Finlandiya, 1991; İsveç, 1991; Japonya, 1992; Meksika, 1994; Endonezya, Tayland ve (şekilde Asya-4 olarak gruplandırılan) Hong Kong, Kore, Malezya ve Filipinler, 1997; Kolombiya, 1998 ve Arjantin, 2001. On dört Büyük Bunalım vakası, on bir bankacılık krizinden ve Kanada, Şili ve Endonezya'da 1930'larda daha az sistemik fakat aynı oranda yıkıcı üç ekonomik daralmadan oluşuyordu. Bankacılık krizleri 1927'de Japonya'da; 1929'da Brezilya, Meksika ve ABD'de; 1930'da Fransa ve İtalya'da; 1931'de Avusturya, Almanya, Polonya ve Romanya'da meydana geldi.

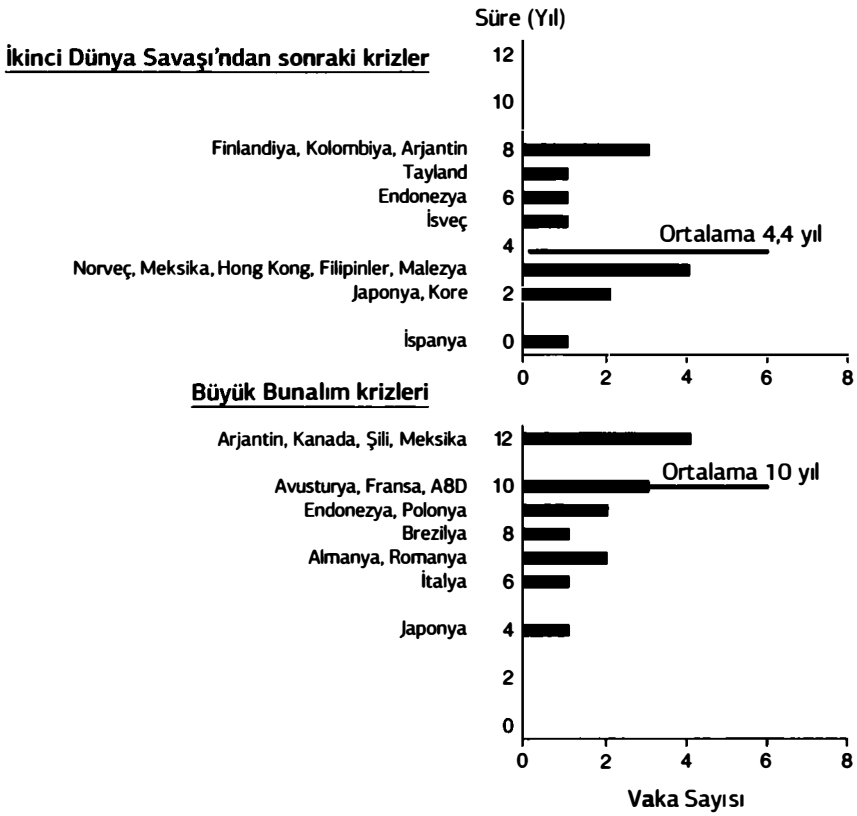
deki diğerlerinden daha derin bir krizdir çünkü kapsamı itibariyle küreseldir; halbuki diğer şiddetli İkinci Dünya Savaşı krizleri, ülkeye özeldi ya da en kötüsü, bölgeseldi. Elbette, 17. Bölümde daha ayrıntılı tartışacağımız gibi, politikacılar 1930'larda krize bir bakıma tereddüt ederek tepki verdiler; bu da, krizin süresini ve şiddetini açıklayabilir. Bununla birlikte, 2000'lerin sonundaki krizin (İkinci Büyük Daralma) gelecekteki evrimi hakkındaki belirsizlik göz önünde bulundurulduğunda, 1930'lardaki (Birinci Büyük Daralma dönemi) kanıtlara bakmak yararlı olacaktır.

Şekil 14.7, 1930'ların krizlerini, İkinci Dünya Savaşı sonrasındaki derin krizlerle (üretimin zirveden dibe düştüğü yıl sayısına göre) karşılaştırıyor. Üst panel, Kolombiya, Arjantin, Tayland, Endonezya, İsveç, Norveç, Meksika, Filipinler, Malezya, Japonya, Finlandiya, İspanya, Hong Kong ve Kore'de gerçekleşen savaş sonrası krizleri gösteriyor – tamamı on dört tane. Alt panel, Arjantin, Şili, Meksika, Kanada, Avusturya, Fransa, ABD, Endonezya, Polonya, Brezilya, Almanya, Romanya, İtalya ve Japonya'dakiler dahil olmak üzere on dört Büyük Bunalım krizini gösteriyor.

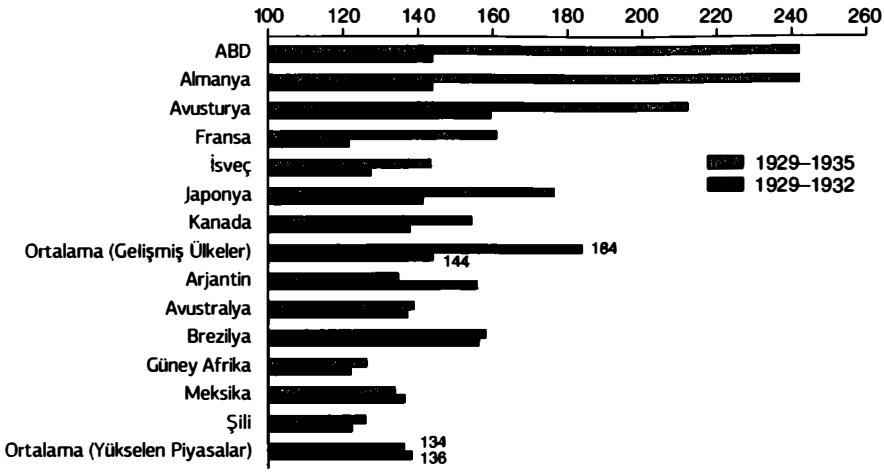
Diyagramın her bir yarısı, dikey bir histogram oluşturmaktadır. Her ülkenin ya da birkaç ülkenin krizde olduğu yıl sayısı dikey eksende ölçülüyor. Belli bir sürede kriz yaşayan ülke sayısı ise yatay eksende ölçülüyor. Büyük Bunalıma eşlik eden resesyonların sürelerinin, savaş sonrası krizlere göre çok daha uzun olduğu, diyagrama bakıldığında açıkça görülmektedir. Savaştan sonra, üretim tam anlamıyla zirveden dibe ortalama 1,7 yılda düştü; en uzun düşüş, dört yılla Arjantin ve Finlandiya'da gerçekleşmişti. Ancak Büyük Bunalımda, ABD ve Kanada'nın da dahil olduğu birçok ülkenin aşağıya düşüş süreleri dört yıl ya da daha uzundu; Meksika ve Romanya'nın üretim düşüşü altı yıl sürmüştü. Büyük Bunalımda, üretimin ortalama düştüğü süre 4,1 yıldı.[8]

Resesyonların derinlik ve sürelerinin standart ölçümleri, derin finans krizlerine genellikle eşlik eden destansı üretim düşüşlerini kavramak için elverişli değildir. Etkenlerden biri, düşüşün derinliğidir; bir diğeri, finansal sistem kendini düzeltirken büyümenin kriz sonrasında oldukça ılımlı kalmasıdır. Şekil 14.8'de, bir ülkenin kriz öncesi üretim düzeyine ulaşması için geçen yıl sayısını ölçen alternatif bir perspektif sağlanmıştır. Doğal olarak,

[8] Büyük Bunalımla ilgili yapılan diğer dikkat çekici karşılaştırmalar ve benzerlikler özellikle Eichengreen ve O'Rourke (2009) tarafından sunulmuştur.



Şekil 14.8. Başlıca büyük finans krizlerinin süreleri:
On dört Büyük Bunalım vakasına karşılık on dört İkinci Dünya Savaşı sonrası vaka (kişi başına üretimin kriz öncesi düzeyine dönmesi için geçen yıl sayısı).
Kaynaklar: Ek E.3 ve yazarların hesaplamaları.
Notlar: On dört savaş sonrası vaka: İspanya, 1977; Norveç, 1987; Finlandiya, 1991; İsveç, 1991; Japonya, 1992; Meksika, 1994; Hong Kong, Endonezya, Kore, Malezya, Filipinler ve Tayland, 1997; Kolombiya, 1998; Arjantin, 2001. On dört Büyük Bunalım vakası, on bir bankacılık krizinden ve Kanada, Şili ve Endonezya'da 1930'larda daha az sistemik fakat aynı oranda yıkıcı üç ekonomik daralmadan oluşuyordu. Bankacılık krizleri 1927'de Japonya'da; 1929'da Brezilya, Meksika ve ABD'de; 1930'da Fransa ve İtalya'da; 1931'de Avusturya, Almanya, Polonya ve Romanya'da meydana geldi.



Şekil 14.9. 1929'da Büyük Bunalımın başlamasını izleyen üç ya da altı yıl içinde reel kamu borcundaki kümülatif artış: seçilen ülkeler.
Kaynaklar: Reinhart ve Rogoff (2008b) ve orada gösterilen kaynaklar.
Notlar: Bankacılık krizlerinin başlangıç yılları 1929 ile 1931 arasındadır. Avustralya ve Kanada'da sistemik bankacılık krizi olmamıştı ama karşılaştırma amacıyla buraya dahil edildiler çünkü her ikisi de şiddetli ve uzun süreli ekonomik daralmanın sıkıntısını yaşadılar. 1929 yılı, dünya üretiminde zirveye işaret eder ve bu nedenle, Büyük Bunalımın başlangıcı olarak kullanılır.

üretimde aşırı bir düşüşün ardından başlangıç noktasına geri gelmek uzun zaman alabilir. Şekildeki her iki kısım da çarpıcıdır. Savaş sonrasındaki vakalar için, üretimin kriz öncesi düzeye geri tırmanması ortalama 4,4 yıl almıştır. Japonya ve Kore'nin bunu çok çabuk yapmaya güçleri yetmişti (yalnızca 2 yıl); halbuki bu, Kolombiya ve Arjantin'in 8 yılını almıştı. Ancak, işler Büyük Bunalımda daha da kötüydü ve ülkelerin üretimlerini arttırarak kriz öncesi düzeylere getirmeleri ortalama 10 yıllarını almıştı; bunun nedeni kısmen, dünyadaki toplam talep çöktüğü için hiçbir ülkenin "düzelmek için ihracatına bir yol" bulacak konumda olmamasıdır. Şekil, örneğin ABD, Fransa ve Avusturya'nın, üretimlerini Bunalım öncesi düzeylere getirmesinin 10 yıl aldığını göstermektedir. Kanada, Meksika, Şili ve Arjantin'de ise bu süre 12 yıldı. Böylelikle Büyük Bunalım dönemi, 2000'lerin sonundaki finans krizinin potansiyel yörüngesi için, savaş sonrası şiddetli krizler için yapmakta olduğumuz esas karşılaştırmalardan çok daha göz korkutucu ölçütler koymaktadır.

16. Bölümde göstereceğimiz gibi, Büyük Bunalımda işsizlik oranındaki artışlar da İkinci Dünya Savaşı sonrası finans krizlerindekinden çok daha büyüktü. İşsizlik oranındaki ortalama artış yaklaşık yüzde 16,8'di. ABD'de işsizlik yüzde 3,2'den yüzde 24,9'a çıkmıştı.

En son olarak, Şekil 14.9'da Büyük Bunalım dönemindeki krizler sırasında reel kamu borcunun evrimine bakıyoruz. İlginçtir ki, kamu borcu bu krizlerin ardından, savaş sonrasındaki şiddetli krizlerde olduğundan daha yavaş artmıştır. Büyük Bunalımda kamu borcunun yüzde 84 büyümesi altı yıl aldı; savaş sonrasındaki krizlerde ise bu süre üç yıldı. Bu farkın bir kısmı, Büyük Bunalımda politikacıların verdiği tepkinin çok yavaş olmasına bağlıdır. Yükselen piyasalarda kamu borcunun, krizi izleyen son aşamalarda (üç ila altı yıl içinde) artmamış olması da aynı şekilde dikkate değer. Bu yükselen piyasaların bazıları zaten (iç ve dış borçlarının her ikisinde birden) borç ödeyememe durumuna sürüklenmişti; ötekiler, daha önce tartıştığımız gibi, borca dayanıksızlıkla bağlantılı dış kısıtlamalarla karşılaşmış olabilirlerdi ve bu yüzden bütçe açıklarını finanse edecek çok az güçleri vardı.

Sonuç Değinmeleri

Savaş sonrasındaki şiddetli finans krizlerinin sonuçlarının incelenmesi, bu krizlerin varlık fiyatları, üretim ve işsizlik üzerinde derin ve uzun süren bir etkisi olduğunu göstermektedir. İşsizlik artışları ve konut fiyatları düşüşleri, sırasıyla beş ve altı yıla kadar uzamıştır. Reel hükümet borcu üç yıldan sonra ortalama yüzde 86 artmıştır.

2000'lerin sonlarındaki küresel finans krizi (İkinci Büyük Daralma) gibi bir krizin yörüngesini değerlendirmek için tarihsel ölçütler ne kadar uygundur? Bir yanda, özellikle daha az katı küresel döviz kuru rejimi sayesinde, yetkililer şimdi tartışmaya açık daha esnek para politikası çerçevelerine sahiptir. Bazı merkez bankaları da, özellikle 1930'larda ya da son zamanlardaki Japonya deneyiminde bulunmayan bir tarzda hareket ederek saldırganlıklarını göstermişlerdir. Öte yandan, bizden öncekilerden daha akıllı olduğumuzu düşünmemize sebep olan gururumuzu çok abartmayacak kadar tedbirli olmamız gerekir. Birkaç yıl geriye gidildiğinde, birçok insan, finans mühendisliğindeki gelişmelerin iş döngülerini sakinleştirmeye

çok katkıda bulunduğunu ve finansal olayların kötü etkilerini sınırladığını söylüyordu. Bu bölümün son kısmında gördüğümüz gibi, Büyük Bunalım dönemindeki krizler, İkinci Dünya Savaşı sonrasındaki en şiddetli krizlerden çok daha travmatik olaylardı. Büyük Bunalımda, krizdeki ülkelerin kişi başına düşen reel GSYH'lerinin, kriz öncesi düzeye ulaşmaları ortalama on yıl aldı. Buna karşılık, savaş sonrası krizlerde üretimin kriz öncesi düzeye ulaşması yaklaşık dört buçuk yıl aldı (büyüme oranları çok daha çabuk düzelmesine rağmen, ekonominin başladığı noktaya dönmesi yine de zaman aldı).

2007'deki son krizin başlamasından sonra bildiğimiz şey, ABD'de ve her yerde varlık fiyatlarının ve diğer standart kriz göstergesi değişkenlerinin, tarihsel öncüllerinin izleri boyunca tepe taklak olduğudur. O zamandan beri hisse senedi piyasalarının düzeldiği bir miktar doğrudur ama her şeyi göz önüne aldığımızda, hisse senedi fiyatlarındaki V-şeklindeki düzelmelerin, reel konut fiyatlarındaki ya da işsizlikteki V-şeklindeki düzelmelerden daha yaygın olduğunu söyleyen tarihsel deneyimle (10. Bölümde vurgulanmıştı) farklı çizgide değildir. Her şeyden önce, bu bölümün, krizden sonra işsizlik, üretim ve kamu borcuna ne olduğuyla ilgili analizi, finansal krizlerin ne kadar derin olduğuna dair ciddi istatistik sağlamaktadır. İkinci Dünya Savaşı sonrası tarihsel karşılaştırmalarımız, büyük çapta tekil ve bölgesel doğası olan olayları temel almaktaydı. Son krizin küresel doğası, tekil ülkeler için ihracatlarını arttırarak büyümeyi ya da dış borçlanma aracılığıyla tüketim etkilerini yumuşatmayı daha zor ve tartışmalı hale getirmiştir. 10. Bölümde belirtildiği gibi, tarihsel deneyim, 2002 sonrasında devlet borçlarındaki sakin dönemin beklenmedik bir sona gelme riskini öne sürmektedir. Doğrusu, dörde katlanan IMF kaynakları, belirgin biçimde yumuşayan IMF kredi koşullarıyla birlikte, bir sonraki borç ödeyememe durumu turlarının daha yavaş çekim seyretmesine neden olabilecektir; gerçi, eğer bizzat IMF daha geniş geri ödeme sorunlarıyla karşılaşacak olursa, sonunda daha büyük bir patlama olabilir. Yoksa, tekrarlayarak belirttiğimiz gibi, birçok ülke aynı anda iç bankacılık krizi yaşadığı zaman, yükselen piyasalardaki borç ödeyememe durumları keskin biçimde yükselme eğiliminde olacaktır.

- 15 -

EŞİKALTI KRİZİNİN ULUSLARARASI BOYUTLARI: YAYILMANIN SONUÇLARI MI, ORTAK TEMELLER Mİ?

Önceki iki bölümde, son finansal krizle (İkinci Büyük Daralma) önceki krizler arasındaki, özellikle sarsıntının merkez üssünde bulunan ABD'nin perspektifinden bakıldığında görülen benzerlikleri vurguladık. Doğal olarak, 2000'lerin sonundaki kriz, İkinci Dünya Savaşı sonrasındaki diğer krizlere göre önemli açılardan farklılık göstermektedir. Özellikle bu krizde, 2008'in dördüncü çeyreğinden başlayarak küresel olarak yayılan resesyonun şiddeti öne çıkmıştır. Küresel finansmandaki "ani duruş" çok çabuk biçimde, dünyanın her yerindeki küçük ve orta büyüklükteki işletmelere yayılmıştır; büyük işletmelerin edinebildiği finansman ise ancak öncekinden çok daha pahalı olmuştur. 2009 ortası itibariyle devletlerin aldığı kredilerin faizleri, önceki bölümde sözünü ettiğimiz şekilde, zengin ülkelerin IMF'ye yaptığı büyük destek sonrasında önemli ölçüde azalmasına rağmen, yükselen piyasa hükümetleri de benzer şekilde baskı altındaydı.[1]

[1] IMF doğal olarak, yeni bir kriz sırasında, yeni borç arayışı içinde ciddi sıkıntılarla karşılaşan yükselen piyasalar için son kurtarıcı olarak başvurulacak küresel kredi kurumu olmaktadır. 2 Nisan 2009'da, G-20 devlet başkanlarının (en zengin devletlerin ve başlıca yükselen piyasaların başkanları da dahil olmak üzere) Londra toplantısında, IMF kaynaklarının dört katına çıkarılması konusunda anlaşmaya varılmasıyla birlikte, devlet borçlarının ödenememesi konusunda dünya piyasalarında duyulan panik korkusu dikkate değer derecede önlenmiş oldu. IMF'nin verdiği güvenceler yalnızca devletler için geçerlidir, ancak yükselen piyasalardaki şirket borçlarına ait risk dağılımı 2009 ortalarındaki düzeyde kalmıştır ve şirket borç ödeyememe oranları yükselişini sürdürmektedir. Bu borç sorunları, bir dereceye kadar, geçmişte de görüldüğü gibi kurtarma paketleri kanalıyla hükümetlerin üzerine kalacak gibi durmaktadır.

Yerel ya da bölgesel bir kriz, küresel bir krize nasıl dönüşür? Bu bölümde, genel şokların (örneğin, 2001'de teknolojideki canlanma ya da 2000'lerin sonundaki krizde konut fiyatlarındaki çöküş) neden olduğu uluslararası aktarım ile, gerçekten krizin merkez üssünden kaynaklanan sınır ötesi yayılmanın sonucu olan mekanizmaların neden olduğu aktarım arasındaki temel ayrımları vurguluyoruz.

Buradan sonra, ulusal sınırları aşarak süratle yayılan finans krizlerinin az da olsa tarihsel örneklerini vereceğiz ve esasta ülke içi nitelikte bir krizin, çabucak sınırlar ötesine yayılma olasılığını hangi etkenlerin ateşlediğini anlamaya yardımcı olacak bir gerekçe sunacağız. Bu olayları, tüm ülkelerde kümelenmiş bankacılık krizlerini tartışırken başvuru noktası olarak kullanacağız; bu kümelenme, hem ortak şokların hem de ülkeler arası bağlantıların çok açık olduğu 2000'lerin sonundaki krizde çok çarpıcıdır. Daha sonra, 16. Bölümde, bölgesel ve küresel finans krizlerinin her ikisi için de karşılaştırma ölçütü tanımlamamıza izin veren bir kriz şiddeti endeksi geliştireceğiz.

Yayılma Kavramları

Yayılmayı tanımlarken iki tipi birbirinden ayıracağız; "etkisi yavaş olan" taşkınlar ve sınırlar arası hızlı aktarımlarla kendini gösteren, etkisi hızlı gerçekleşen yayılma. Bu ikinci tipi Kaminsky, Reinhart ve Végh "hızlı ve şiddetli" diye nitelendirmişti. Bu konuyu özel olarak, şöyle açıklıyorlar:

> "Yayılma" kavramını, bir olayın ardından bazı ülkelerde önemli *acil* sonuçların görüldüğü bir hadise olarak kullanıyoruz – yani, sonuçların *hızlı* ve *şiddetli* olduğu ve saat ya da günle ölçülebilecek kısa bir zaman dilimi içinde geliştiğinde. Bu "hızlı ve şiddetli" tepki, uluslararası haberlere başlangıçta verilen tepkilerin susturulduğu durumların bir karşıtıdır. Son durumlar, toplu olarak büyük ekonomik sonuçları olabilecek tedrici ve uzun süren tepkilerin ortaya çıkmasını engelleyemez. Bu tedrici durumlardan *taşkın* olarak söz ediyoruz. Uluslararası faiz oranlarındaki ya da petrol fiyatlarındaki değişimler gibi ortak dış *şoklar* da yayılmanın yürürlükteki tanımına dahil edilmemiştir.[2]

[2] Kaminsky, Reinhart ve Végh (2003); s. 55'teki alıntıda yapılan vurgu bize aittir.

Bu sınıflandırmaya, ortak şokların tümünün zorunlu olarak dışsal olmasının gerekmediği önermesini ekliyoruz. Bu itiraz, son kriz vakası açısından özellikle önemlidir. Ülkeler; konut balonu, sermaye girişinin getirdiği refah, artan özel ve/veya kamu kaldıraç işlemleri gibi ortak "yurtiçi" makroekonomik temelleri paylaşabilir.

Seçilmiş Eski Vakalar

Bordo ve Murshid ile Neal ve Weidenmier, bankacılık krizlerinde ülkeler arası korelasyonun da 1880-1913 arasında sıradan olduğuna işaret etmişlerdir; bu yıllar altın standardının geçerli olduğu bir sırada, uluslararası sermaye hareketliliğinin nispeten yüksek olduğu bir dönemdi.[3] Tablo 15.1'de, 20. yüzyılı da kapsayan daha geniş bir zaman aralığına bakıyoruz; tablo, banka krizlerinin biraraya geldiği yılların listesini veriyor; tekil ülkeler için daha fazla ayrıntı ek E.3'te verilmiştir.[4] 1890'ların ünlü Barings krizinin (başka yerlere sıçramadan önce Arjantin ve Britanya'nın başını derde sokmuştu), bankacılık krizlerinin uluslararası düzeyde biraraya gelmesinin ilk örneği olduğu anlaşılmaktadır; bunu 1907'deki panik izlemişti; bu panik ABD'de başlamış ve çabucak başka gelişmiş ülkelere sıçramıştı (özellikle Danimarka, Fransa, İtalya, Japonya ve İsveç). Bu olaylar, günümüz finansal yayılmasıyla ilgili mantıklı karşılaştırma ölçütleridir.[5]

Doğal olarak, İkinci Dünya Savaşı öncesindeki diğer bankacılık krizlerinin yayılması, Büyük Bunalımla karşılaştırıldığında sönük kalmaktadır;

---

3 Bordo ve Murshid (2001), Neal ve Weidenmier (2003). Neal ve Weidenmier, göze çarpan yayılma dönemlerinin, genel şoklara verilen karşılıklar olarak yorumlanmasının daha doğru olacağını vurgulamışlardır. Ancak herhalde, finansal yayılma hakkındaki tarihsel perspektif bakımından, alttaki satır en iyi Bordo ve Murshid tarafından özetlenmiştir; bu yazarlar, yakın dönemdeki finansal krizlerin sonrasındaki olayların, karşı çıkılan 1880-1913 dönemindeki finansal krizlerin sonrasındaki olaylardaki ülkeler arası bağlantılara göre daha sıkı olduğuna dair çok az bulgu olduğu sonucuna varmışlardı. 1880-1913 dönemi, onların incelediği finansal piyasalardaki küreselleşmenin ilk parlak günleri olmuştu.

4 Tablo 15.1, 1825'teki devlet borç ödeyememe dalgaları ya da Napolyon Savaşları sırasındaki para birimindeki çöküşler ya da para ayarının düşürülmesi gibi diğer kriz "tiplerinin" biraraya getirilmesini içermiyor. Yine, 16 Bölümde geliştirilen endeksler, her iki ülke ve kriz tipi arasındaki krizlerin gruplanmasına izin verecektir.

5 Bkz. Neal ve Weidenmier (2003) ve Reinhart ve Rogoff (2008a).

Büyük Bunalımda da çok sayıda dış ve iç borç ödeyememe durumlarının her ikisi birden, neredeyse aynı anda görülmüştü.

Ortak Temeller ve İkinci Büyük Daralma

Son krizle ilgili öğelerin biraraya gelmesi, yayılmanın iki kanalını göstermektedir: aradaki bağlantılar ve ortak şoklar. Kuşkusuz, 2007 ABD finansal krizi, öteki piyasalara doğrudan bağlantılarla taşmıştı. Örneğin, Alman ve Japon finans kurumları (ve Kazakistan'a kadar uzanan diğerleri) ABD eşikaltı piyasasında daha çekici getiriler elde etme arayışına girdiler; herhalde yurtiçindeki kâr fırsatları en iyi durumda sınırlıydı ya da en kötü durumda umutsuzdu. Gerçekten de, bundan sonra, ABD dışındaki birçok finans kurumunun ABD eşikaltı piyasasına önemsiz sayılmayacak derecede yönelişi açığa çıkmıştı.[6] Bu bir klasik aktarım ya da yayılma kanalıdır; bu yolla bir ülkedeki kriz, uluslararası sınırların ötesine sıçramaktadır. Ne var ki, şu andaki bağlamda yayılma ya da taşkınlar, hikayenin yalnızca bir kısmıdır.

Diğer birçok ülkenin ABD'yle aynı anda ekonomik zorluklarla karşılaşmış olması, ABD'de eşikaltı krizi hazırlayan özelliklerin birçoğunun öteki gelişmiş ekonomilerde de görülmüş olmasındandı. Burada iki ortak unsur göze çarpıyor. Birincisi, Avrupa ve başka yerlerdeki birçok ülkenin (örneğin, İzlanda ve Yeni Zelanda) kendi ülkelerinde geliştirdikleri gayrimenkul balonları vardı (Şekil 15.1). İkincisi, 10. Bölümde gösterildiği gibi ABD, büyük cari işlemler açığı olayında ve sürdürülebilir "sermaye akışının getirdiği refah" deneyiminde yalnız değildi. Bulgaristan, İzlanda, İrlanda, Letonya, Yeni Zelanda, İspanya, Britanya ve daha birçok ülke, dışarıdan sermaye ithal ediyordu; bu da kredilerde ve varlık fiyatlarında canlanmaya yardım etmişti.[7] Bu akımlar, gittikleri ülkeleri, ABD'de ne olup bittiğine bakmaksızın, varlık piyasasındaki çöküşlerin ve sermaye akışındaki terse dönüşlerin –ya da Dornbusch/Calvo'vari bir deyişle "ani duruşların"– alışıldık iğrenç sonuçlarına karşı savunmasız bırakıyordu.

ABD eşikaltı piyasalarına açık olmanın getirdiği doğrudan etkiler ve

---

6 Bu ülkelerdeki birçok finans kurumunun bilançolarının şeffaf olmamasına bağlı olarak etkilenmenin tam şiddeti hâlâ bilinmemektedir.

7 Sermaye girişinde yaşanan furyaların tam listesi için bkz. Reinhart ve Reinhart (2009).

TABLO 15.1

Küresel bankacılık krizleri, 1890-2008: Yayılma mı, yoksa ortak temeller mi?

Bankacılık krizlerinde kümelenmelerin görüldüğü yıllar	Etkilenen Ülkeler	Yorumlar
1890-1891	Arjantin, Brezilya, Şili; Portekiz, Britanya ve ABD	Arjantin borç ödeyememe durumuna düştü ve halk tüm Arjantin bankalarına akın etti (bkz. della Paolera ve Taylor 2001); Baring Brothers iflas etti.
1907-1908	Şili, Danimarka, Fransa, İtalya, Japonya, Meksika, İsveç ve ABD	Bakır fiyatlarındaki bir düşüş, New York'taki bir tröst şirketinin (yarı banka) ödeme gücünü yavaş yavaş zayıflattı.
1914	Arjantin, Belçika, Brezilya, Fransa, Hindistan, İtalya, Japonya, Hollanda, Norveç, Britanya ve ABD	Birinci Dünya Savaşı çıktı.
1929-1931	Gelişmiş ekonomiler: Belçika, Finlandiya, Fransa, Almanya, Yunanistan, İtalya, Portekiz, İspanya, İsveç ve ABD Yükselen piyasalar: Arjantin, Brezilya, Çin, Hindistan ve Meksika	1928-1931 arasında reel meta fiyatları yaklaşık yüzde 51 geriledi. ABD'de reel faiz oranları neredeyse yüzde 13'e ulaştı.
1981-1982	Yükselen piyasalar: Arjantin, Şili, Kolombiya, Kongo, Ekvador, Mısır, Gana, Meksika, Filipinler, Türkiye ve Uruguay	1979 ile 1982 arasında, reel meta fiyatları yaklaşık yüzde 40 düştü. ABD'deki reel faiz oranları yaklaşık yüzde 6'ya ulaştı – 1933'ten beri en yüksek rakamdı. Yükselen piyasalarda on yıl sürecek borç krizi başladı.
1987-1988	Birçok küçük, çoğunlukla düşük gelirli ülke; özellikle Sahraaltı Afrika ülkeleri büyük zarar gördü	Bu yıllar, neredeyse on yıl süren bir borç krizinin sonuna işaret ediyordu
1991-1992	Gelişmiş ekonomiler: Çek Cumhuriyeti, Finlandiya, Yunanistan, Japonya ve İsveç Diğer ülkeler: Cezayir, Brezilya, Mısır, Gürcistan, Macaristan, Polonya, Romanya ve Slovak Cumhuriyeti	Kuzey ülkeleri ve Japonya'da gayrimenkul ve hisse senedi fiyat balonları patladı; geçiş sürecindeki birçok ülke liberalizasyon ve istikrar programlarıyla başa çıktılar

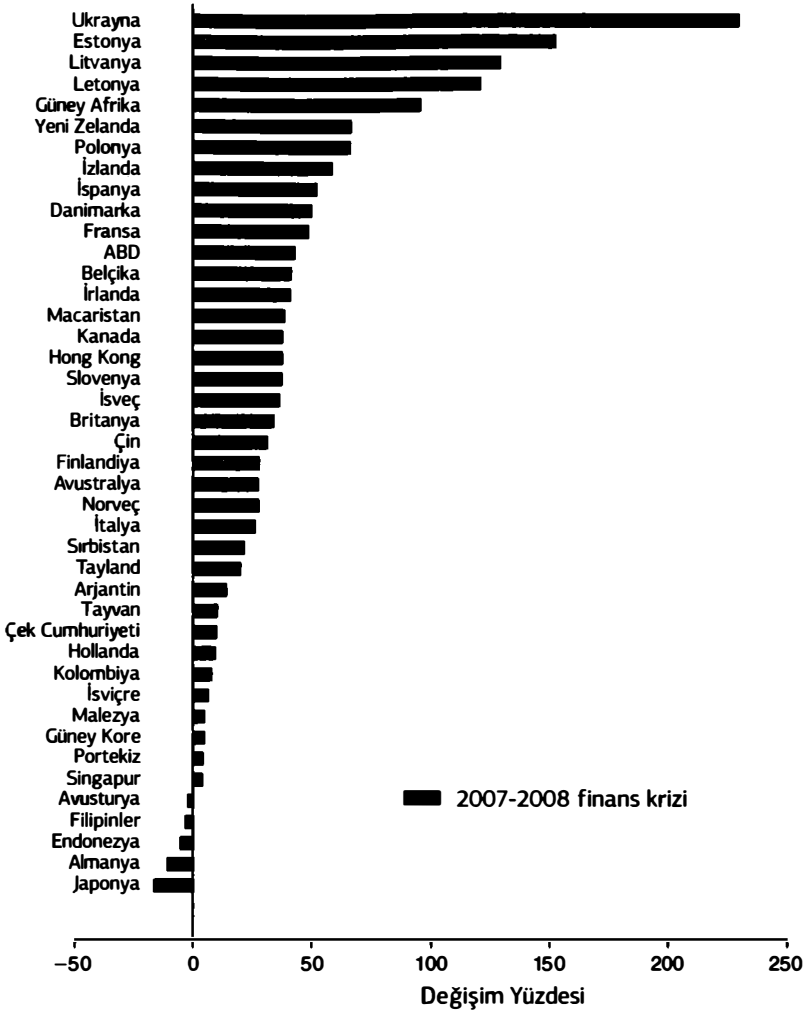
(*devam ediyor*)

TABLO 15.1 (devamı)

Bankacılık krizlerinde kümelenmelerin görüldüğü yıllar	Etkilenen Ülkeler	Yorumlar
1994-1995	Arjantin, Bolivya, Brezilya, Ekvador, Meksika ve Paraguay Diğer ülkeler: Azerbaycan, Kamerun, Hırvatistan, Litvanya ve Svaziland	Meksika'daki "tekila krizi" 1990'ların başından beri yükselen piyasalara gerçekleşen sermaye girişine ilk darbeyi vurdu.
1997-1999	Asya: Hong Kong, Endonezya, Malezya, Filipinler, Tayvan, Tayland ve Vietnam Diğer ülkeler: Brezilya, Kolombiya, Ekvador, El Salvador, Mauritius, Rusya, Türkiye ve Ukrayna	Yükselen piyasalara sermaye girişine ikinci darbeyi vurdu.
2007'den günümüze	Almanya, Macaristan, İzlanda, İrlanda, Japonya, İspanya, Britanya, ABD ve diğerleri	ABD eşikaltı gayrimenkul balonu – gelişmiş ekonomilerdeki diğer gayrimenkul balonları– patladı.

Kaynaklar: Bu kitabın 1-10. bölümleri temel alınmıştır.

yurtdışında tartışılan türden ortak temeller, bu tür olaylarda ortak olan diğer "standart" aktarım kanallarıyla (özellikle de ortak kredi verenlerin yaygınlığıyla) tamamlanmıştır. Örneğin, Macaristan'da açılan bir Avusturya bankası, Macaristan şiddetli ekonomik çalkantılarla karşılaşınca, kredileri yalnızca Macaristan'a karşı kısmakla kalmayacak, aynı zamanda zaten kredi vermekte olduğu diğer ülkelere de (ağırlıklı olarak Doğu Avrupa'dakiler) kısmış olacaktır. Bu "şoku" Macaristan'dan (ortak kredi veren aracılığıyla) diğer ülkelere aktarmış olacaktır. Benzer bir rol, kredi veren sıradan bir Japon bankası tarafından 1997-1998 Asya krizinin uluslararası düzeydeki aktarımında da oynanmıştı ve 1980'lerin başındaki Latin Amerika borç krizi sırasında da ABD bankaları tarafından aynı rolün oynandığı görülmüştü.



Şekil 15.1. Reel konut fiyatlarındaki değişim yüzdesi, 2002-2006.
Kaynaklar: Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) ve ek E.1'de verilen kaynaklar.
Notlar: Çin'le ilgili veriler 2003-2006 yıllarını kapsıyor.

Daha Fazla Taşkın Yolda mı?

Daha önce belirtildiği gibi, bu taşkınlar tam anlamıyla finans piyasalarındaki ters sürprizler ve ani duruşlarla aynı hızlı tempoda gerçekleşmezler. Bu nedenle, ani ters bilanço tepkisi uyandırma eğilimindedirler. Bununla birlikte, onların daha tedrici evrimi, kümülatif etkilerinin ciddiyetini daha aza indirmez.

Asya'nın nispeten açık, tarihsel olarak hızlı büyüyen ülkeleri, başlangıçta nispeten iyi durumlarını koruduktan sonra, gelişmiş ülkelerde 2000'lerin sonunda meydana gelen resesyonlardan çok kötü etkilendiler. Asya ekonomilerinin, diğer bölgelere göre daha fazla ihracat yönelimli olmaları yanında, ihracatlarının önemli bir bölümü mamul mallardan oluşuyordu; bu, birincil mallara olan taleple karşılaştırıldığında, yurtdışından onların mallarına olan talebin gelir esnekliğini arttırıyordu.

Asya kadar ihracata yönelik olmasalar da, Doğu Avrupa ekonomileri de, Batıdaki zengin ortaklarının yaşadığı resesyonlardan şiddetli biçimde etkilendi. Meksika ve Orta Amerika için de benzer bir gözlem yapılabilir; bu ülkeler, ABD'de çalışan işçilerinin bu ülkeden gönderdiği tasarruflarıyla son derecede bütünleşmiştir ve bu tasarruflara önemli ölçüde bağımlıdır. Metalara daha fazla bel bağlayan Afrika ve Latin Amerika ülkeleri (ve ayrıca petrol üreten ülkeler) talepteki küresel zayıflığın etkilerini, 2008 sonbaharından itibaren fiyatların keskin bir şekilde düştüğü meta piyasalarındaki yansımaları aracılığıyla hissetmişlerdir.

Bu taşkın etkileri aracılığıyla, yükselen piyasalara verilen zararın boyutlarını belirleyen kritik bir öğe, "kuzey" ülkelerinin iyileşme hızıdır. Döviz rezervlerindeki (2007 öncesi refah patlaması yıllarında biriktirilmiş) tamponlar eridikçe ve bütçe finansmanı bozuldukça, borçların (kamu ve özel) ödenmesindeki finansal zorluklar yükselecektir. Belirtildiği gibi, şiddetli finans krizleri uzun sürer. Küresel finans krizlerinin ve küresel meta fiyatlarındaki keskin düşüşlerin ertesinde devlet borçlarında görülen artış eğilimi göz önünde bulundurulduğunda, İkinci Büyük Daralmanın olumsuz sonuçları, borç ödeyememe durumlarında, yeni ödeme takvimi hazırlanmasında ve/veya devasa IMF kurtarma paketlerinde görülen artış olabilir.

- 16 -

FİNANSAL KARGAŞANIN BİLEŞİK ÖLÇÜMLERİ

Bu kitapta, krizlerin çeşitli anlarda gerek ülkeler boyunca gerekse farklı kriz tipleri boyunca biraraya toplandığını vurgulamıştık. Bir döviz krizi yaşamakta olan bir ülke, kısa zamanda kendisini bankacılık ve enflasyon krizi içinde bulabilir; bazen bunları iç ve dış borçların ödenememesi durumu izler. Krizler aynı zamanda önceki bölümde tartıştığımız gibi, ülkeler arasında yayılma ya da ortak etkenler aracılığıyla aktarılır.

Ne var ki, şimdiye kadar krizleri bölgesel ya da küresel olarak birleştiren niceliksel bir endeks yapmak için uğraşmadık. Burada, tekil finansal krizleri birbirinden ayırmak için uyguladığımız algoritmik yaklaşıma sadık kalarak, bir krizin küresel, bölgesel ve ulusal şiddetini değerlendirmek için yardımcı olacak çeşitli finansal kargaşa endeksleri sunacağız.

Finansal kargaşa endeksimiz, çarpıcı nitelikteki bilgileri açığa çıkarıyor. Son küresel finans krizi –"İkinci Büyük Daralma" demiştik– açıkçası İkinci Dünya Savaşı sonrasında meydana gelen tek küresel finans krizidir. İkinci Büyük Daralma, İkinci Büyük Bunalıma dönüşmese bile, yine de Bretton Woods'un çöküşü, ilk petrol şoku, 1980'lerde gelişmekte olan ülkelerdeki borç krizi ve artık ünlü olan 1997-1998 Asya krizinin de dahil olduğu diğer kargaşalı olayları aşmıştır. İkinci Büyük Daralma zaten olağanüstü bir bankacılık kriziyle ve çok ses getiren küresel döviz kuru oynaklığıyla dikkat çekmiştir. Konut piyasaları ve işsizlikteki çöküşlerin eşzamanlılığının da Büyük Bunalımdan beri görülmediği anlaşılıyor; bu bölümün sonlarında, bu karşılaştırmanın altını çizmek için az kullanılan verileri göstereceğiz.

Bu bölümde geliştirdiğimiz finansal kargaşa endeksi, aynı zamanda bölgesel kriz şiddetini karakterize etmek amacıyla da kullanılabilir ve burada biz bu endeks yardımıyla farklı ülke deneyimlerini karşılaştırıyoruz. Endeks, Asya'da hiç finansal kriz olmadığını söyleyen popüler görüşün ne kadar yanıltıcı olduğunu göstermektedir.

Bu bölüm, krizleri küresel olarak birbirine bağlamakla kalmıyor, aynı zamanda farklı kriz çeşitlerinin bir ülke içinde birbirleriyle nasıl bağlantılı olduğu konusuyla da uğraşıyor. Kaminsky ve Reinhart'ı izleyerek, bankacılık krizlerinin nasıl genellikle para biriminde çöküşlere, doğrudan devlet borcu ödeyememe durumlarına ve enflasyona yol açtığını tartışıyoruz.[1]

En son olarak, küresel bir krizden çıkışın, doğası itibariyle, çok ülkeli bölgesel bir krizden (örneğin, 1997-1998 Asya finans krizi gibi) çıkmaktan daha zor olduğunu belirtiyoruz. Dünyanın geri kalanındaki yavaş büyüme, dış talebin, çöken iç talebi telafi etme olasılığını ortadan kaldırmaktadır. Böylelikle, bizim finansal kargaşa endeksimiz gibi ölçümler, uygun siyasi önlemleri tasarlarken potansiyel olarak yararlı olabilir.

Bileşik Kriz Endeksi Geliştirmek: BPBE Endeksi

Kriz şiddet endeksini şöyle geliştiriyoruz. 1. Bölümde beş kriz "çeşidi" tanımladık: kamu dış borçlarının ödenememesi, kamu iç borçlarının ödenememesi, bankacılık krizi, para birimi çöküşleri ve enflasyon patlamaları.[2] Bizim bileşik finansal kargaşa endeksimiz, bir ülkede verilen bir yılda meydana gelen krizleri basitçe toplayarak hesaplanır. Böylece, eğer bir ülkede o yıl içinde bizim tanımladığımız beş krizden hiçbiri meydana gelmemişse, o yıl için o ülkenin kargaşa endeksi sıfır olur; öte yandan, en kötü durum senaryosu yaşandığında (örneğin, 2002'de Arjantin'de olduğu gibi) bu endeks beş olur. Her ülkeye her yıl için böyle bir değer atıyoruz. BPBE endeksi adını verdiğimiz değer budur; açılımı, Bankacılık (yalnızca sistemik olanlar), Para Birimi, Borç (iç ve dış) ve Enflasyon krizi endeksidir.

---

1 Kaminsky ve Reinhart (1999).

2 Paranın ayarını düşürmeyi de ekleyecek olursak, kriz çeşidi altıya ulaşmış olacaktır. Bu yolu izlemeyişimizin iki nedeni vardır: Birincisi, ülkelerin (bir düzine kadar ülke için) para birimlerinin madeni içeriği hakkında çok daha az kaynağa sahibiz; ikincisi, para basma makinesi, para ayarını düşürme yönteminin yerine geçmiş ve dolaşımdaki paranın madeni esasını fiat (kâğıt) paranın yükselişiyle birlikte ayrıştırmıştır. Bizim analizini yaptığımız bileşik kargaşa dönemi 1800 sonrasını (bankacılık krizlerinin ilk olarak başladığı tarihler) kapsadığı için, para ayarının düşürülmesinin yaygın olduğu 1300-1799 dönemlerindeki para ayarının düşürülmesi krizlerini dışarıda tutmamız sorun olmayacaktır.

Bu alıştırma, kriz deneyiminin bazı bileşik boyutlarını yakalamasına rağmen onun şiddet ölçümünde eksik kalmaktadır.[3] Eğer enflasyon (yaptığımız tanım gereği, bir kriz için eşik değeri karşılayan) yıllık yüzde 25 düzeyinde seyrederse, bu oran, endeks içinde enflasyonun yıllık yüzde 250 olması durumundakiyle aynı ağırlığı taşımaktadır; bunun da ciddi olmaktan uzaklaştığı açıktır.[4] Borç ödeyememe durumunun bu ikili ele alınış tarzı Standard and Poor's (S&P) reyting kuruluşununkiyle benzerlik gösterir; onlar da ülkeleri borç ödeyememe durumu içinde olmaları ya da olmamaları şeklinde derecelendiriyor. Örneğin, Uruguay'ın 2003'teki nispeten hızlı ve "piyasa dostu" yeniden yapılanmasına kesin borç ödeyememe durumundan çıkış olarak bakılarak verilen dereceyle, kendisinden daha büyük bir ülke olan komşusu Arjantin'e, 2001-2002 borç ödeyememe durumu içindeyken, kredi aldığı kurumlara büyük bir "indirimi" kabul ettirmeyi başardığı için verilen derece aynıydı. Bununla birlikte, S&P gibi endeksler, zaman içinde korkunç derecede yararlı olduklarını kanıtlamıştır çünkü borç ödeyememe durumu tam anlamıyla ayrı bir olaydır. Benzer şekilde, çok çeşitli krizler arasında bizim kriz belirteçlerimizi taşıyan bir ülkenin şiddetli ekonomik ve finansal sıkıntılar yaşadığı neredeyse kesindir.

Mümkün olduğu yerlerde, beş krizden oluşan bileşiğimize "Kindleberger tipi" bir borsa çöküşünü de ekliyoruz.[5] Bu durumda endeks, sıfırla altı arası bir değer alıyor.[6] Kindleberger, bir çöküşün niceliksel tanımını ver-

---

3 Bu, krizler için kullandığımız (ve birçok çalışmanın da kullandığı) ikili ölçümlere geri gider. Doğal olarak, şiddet ölçümüyle ilgili bazı ek derecelendirmeleri dikkate almak mümkündür.

4 Bu ölçüm, üç kategoriyi daha içine alacak şekilde hassaslaştırılabilir; örneğin, yüksek enflasyon (yüzde 20'nin üzerinde ama yüzde 40'tan düşük), çok yüksek enflasyon (yüzde 40'ın üzerinde ama yüzde 1000'den düşük) ve hiperenflasyon (yüzde 1000'in üzerinde).

5 Şöyle ki, çöküş olayları, uluslararası finans krizleri ve kargaşalıklarıyla (çoğunlukla gelişmiş ülkelerdekilerle) ilişkilidir.

6 Ekonomik krizlerle ilgili listemiz, Barro ve Ursúa tarafından tanımlanan büyümedeki çöküşü içermez; bu, kişi başına düşen GSYH'nin kümülatif olarak yüzde 10 ve daha fazla azaldığı bir olaydır. Tanımladığımız krizlerin önemli bir bölümü bu tanıma uymaya adaydır. Bunu ileride inceleyeceğiz. Finansal kargaşalığın bileşik endeksi de, Guillermo Calvo ve ortak yazarların çeşitli katkılarında tanımladığı (bkz. Kaynakça) tüm "ani duruşları" içermek zorunda değildir. Okuyucu, ani duruşun genellikle sermaye piyasalarına erişimin kaybedilmesine bağlı olarak, uluslararası sermaye akışlarında birdenbire tersine dönüşün görüldüğü bir olay olduğunu anımsayacaktır. Birçok sistemik bankacılık krizi, geçmişte ve şu anda (2007 ABD eşikaltı krizi istisnadır) ani duruşlarla ilişkilendirilmiştir. Aynı şey devlet dış borçları için de söylenebilir.

memiş olmasına rağmen, Barro ve Ursúa, varlık fiyatı çöküşleri için bizim de burada benimsediğimiz makul bir karşılaştırma ölçütünü kabul etmişlerdir. Barro ve Ursúa bir borsa çöküşünü, reel hisse senedi fiyatlarındaki kümülatif yüzde 25 ya da daha yüksek oranda bir düşüş olarak tanımlıyorlar.[7] Biz onların kullandığı yöntemi altmış altı ülkeden oluşan örneğimizde uyguluyoruz; hisse senedi fiyatlarının başlangıç tarihleri, verilerin elde edilebilme olanağına göre belirlenmiştir ve veri eklerinde her ülke için ayrıntılarıyla gösterilmiştir. Borsa çöküşleriyle ilgili örneğimiz, 2008'de ülkelerin hepsinde meydana gelen büyük çöküşlerin patlak vermesiyle sona eriyor. Büyümedeki çöküşlerde olduğu gibi, borsa çöküşlerinin birçoğu da (büyük çoğunluğu olmasa da) burada (1. ve 11. bölümlerde) tasvir edilen kriz olaylarıyla çakışmaktadır. "Büyük çoğunluğu" demek, tamamı anlamına gelmez; örneğin Ekim 1987'deki Kara Pazartesi çöküşü, burada verilen herhangi bir kriz türüyle ilişkili değildir. Hisse senedi piyasasından çıkan yanlış işaret elbette bilindik bir şeydir. Samuelson'un o ünlü ifadesiyle, "Borsa son beş resesyonun dokuzunu öngörmüştür."[8] Gerçekte, küresel piyasalar 2009'un ilk kısmında dibe doğru inişlerini sürdürmelerine rağmen (bizim çekirdek veri kümemizin son tarihini geçti), yılın ikinci çeyreğinde belirgin biçimde yükseldiler, yine de kriz öncesi düzeylerine dönemediler.

Devlet borçları dışında, borç ödeyememe durumlarının, kriz endeksimizin doğrudan yakalamadığı başka iki önemli boyutu daha vardır. Birincisi, hanehalkı borçlarının ödenemeyişidir. Bu borç ödeyememe durumları, örneğin, ABD'de kötü şöhretli toksik ipotekler biçiminde ortaya çıkan eşikaltı hikâyesinin tam ortasına oturmuştu. Hanehalkı borç ödeyememe durumları, elde tarihsel veri bulunmaması nedeniyle, gelişmiş ülkeler için bile ayrı olarak ele alınmamıştı. Ne var ki, bu tür olaylar muhtemelen bizim bankacılık krizi göstergemizle yakalanmıştır. Bankalar, her şeyden önce, hanehalkına verilen kredilerin esas kaynağıdır ve büyük ölçekteki hanehalkı borç ödeyememe durumları, bankaların bilançolarını zayıflatır.

Daha sorunlu olan olay, kendi alanında başka bir "kriz çeşidi" niteliğindeki, şirket borçlarının ödenememesi durumudur. Bu eksiklik, şirketlerin bankalara bağımlı olduğu ülkelerde daha az önemlidir. Bu gibi koşul-

---

7 Barro ve Ursúa (2009). Barro ve Ursúa, yirmi beş ülke için (on sekiz gelişmiş ekonomi ve yedi yükselen piyasa) 1869-2006 yılları arsında 195 borsa çöküşü tarumlamışlardır.

8 Samuelson (1966).

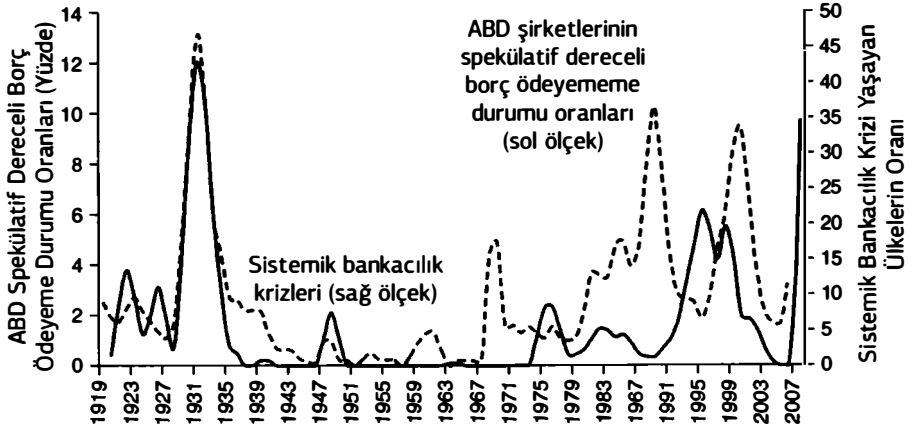
larda, hanehalkı borç ödeyememe durumları için yapılan yorum, şirket borçları için de geçerlidir. Daha gelişmiş sermaye piyasaları olan ülkeler için, yaygın şirket borçlarının ödenememesi durumunu başka bir kriz çeşidi olarak değerlendirmek mümkündür. Şekil 16.1'de gösterildiği gibi, ABD'de Büyük Bunalım sırasında hükümet, borç ödeyememe durumuna girmeden (1934'te altın yasasının kaldırılması) epeyce bir zaman önce, şirket borçlarının ödenememe durumunda keskin bir yükseliş başlamıştı. Ne var ki, aslında şirket borç ödeyememe durumlarıyla bankacılık krizleri arasında korelasyon bulunduğunu belirtmeye değer; böylece bizim endeksimiz bu olguyu kısmen de olsa, dolaysız bir biçimde yakalayabilir. Birçok olayda, hükümetlerin özel sektör borçlarına omuz vermeye niyetlendiği durumda, şirket borç ödeyememe durumları da, hükümet borçlarının ödenememesi ya da yeniden ödeme planına bağlanması durumlarının habercisi olabilir.

Ülke Düzeyinde Bileşiğin Gösterilmesi

2001-2002 Arjantin krizi, krizlerin nasıl birbirlerini şiddetlendirme ve üst üste geçme eğiliminde olduğunu göstermiştir. 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 yüzde 1 deflasyon görülüyordu) birden şişmeye başlayarak yüzde 30 oranında enflasyona dönüşmüştü (muhafazakar hesaplamalarla). Bu olayın özelliklerinin Barro-Ursúa büyüme çöküşüne (kişi başına GSYH'de yaklaşık yüzde 20-25 düşüş) uyduğunu ve reel hisse senedi fiyatlarında görülen yüzde 30 düşüşle, Kindleberger tipi çöküş olayına benzediğini ekleyebiliriz.

Dünya Toplamları ve Küresel Krizler

Tekil ülkelerin deneyimlerinden küresel ya da bölgesel toplamlara geçmek için, tüm ülkelerin ya da belirli bir bölgedeki ülkelerin ağırlıklı ortalamalarını alıyoruz. Ağırlıklar, daha önce tartıştığımız gibi, bir ülkenin üretim içindeki payı olarak ölçülür. Alternatif olarak, belirli bir ülke grubunda görülen krizlerin ortalama sayısı, ağırlıklar alınmadan basit olarak hesaplanabilir. Her ikisinin de örneklerini göstereceğiz.



Şekil 16.1. Sistemik bankacılık krizi görülen ülkelerin oranı (dünya gelirinden aldıkları paya göre ağırlıklandırılmış) ve ABD şirketlerinin spekülatif dereceli borç ödeyememe durumlarının oranı, 1919-2008.
Kaynaklar: Kaminsky ve Reinhart (1999), Bordo vd. (2001), Maddison (2004), Caprio vd. (2005), Jácome (2008), *Moody's Magazine* (çeşitli sayılar) ve ek E.3'te listesi verilen bankacılık kriz tarihlerini gösteren ek kaynaklar.
Notlar: Örneklemimiz, Tablo 1.1'de yer alan altmış altı ülkeden, verilen yılda bağımsız devlet olanların tümünü kapsamaktadır. Üç GSYH ağırlık kümesi kullanılmıştır; 1800-1913 dönemi için 1913 ağırlıkları, 1914-1990 dönemi için 1990 ağırlıkları ve en son olarak 1991-2008 dönemi için 2003 ağırlıkları. 2007-2008 listesindeki kayıtlar Avusturya, Belçika, Almanya, Macaristan, Japonya, Hollanda, İspanya, Britanya ve ABD'deki krizleri kapsar. Şekil iki yıllık hareketli ortalamaları göstermektedir.

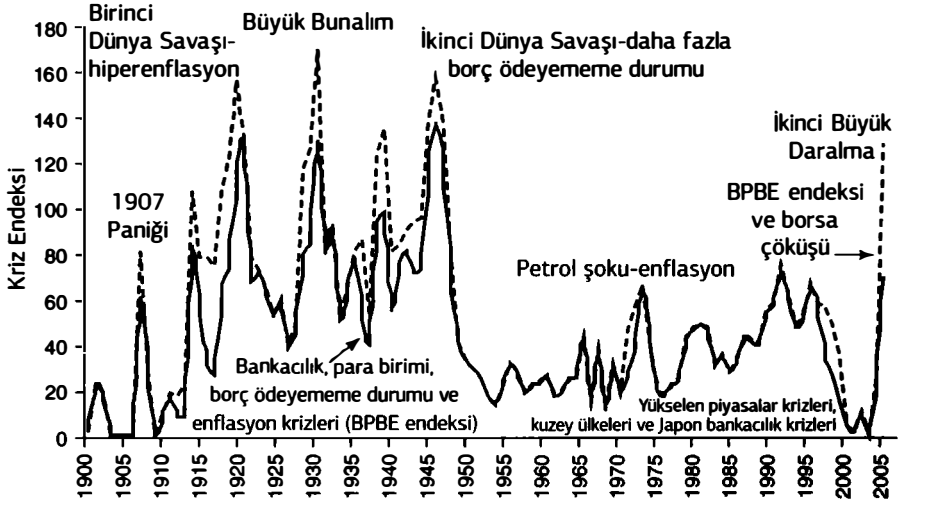
Tarihsel Karşılaştırmalar

Bizim toplam kriz endekslerimiz, Şekil 16.2 ve 16.3'te 1900-2008 yılları arası için dünya ve gelişmiş ekonomiler için gösterilen zaman serileridir. Gelişmiş ekonomiler toplamı, örneğimizdeki on sekiz yüksek gelirli ülkeden oluşur; öte yandan, yükselen piyasalar grubunun toplamı Afrika, Asya, Avrupa ve Latin Amerika'dan kırk sekiz ülkeye aittir. Burada gösterilen endeksler de, borç ve bankacılık krizlerinde yaptığımız gibi, bir ülkenin dünya GSYH'si içindeki payına göre ağırlıklandırılmıştır.[9] Ülke endeksleri (borsa

[9] Okur daha önceki bölümlerden bizim altmış altı ülkeden oluşan örneklemimizin dünya GSYH'sinin yaklaşık yüzde 90'ına karşılık geldiğini anlayacaktır.

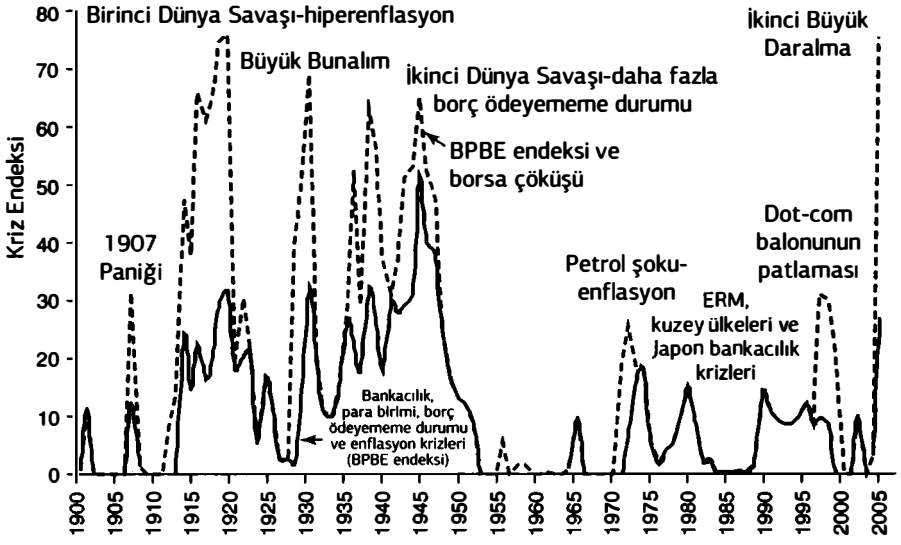
çöküşleri olmaksızın), her ülkenin (eğer 1800'den sonraysa) bağımsızlık kazandığı tarihten itibaren derlenmiştir; hisse senedi piyasasındaki çöküşlerle ilgili endeks, eldeki mevcut verilerle hesaplanmıştır.

Enflasyon ve bankacılık krizleri birçok durumda bağımsızlıktan önceki tarihlerde başlamasına rağmen, devlet borcu krizleri (dış ya da iç), tanımı gereği, bir sömürge için söz konusu olamaz. Ek olarak, sayısız sö-



Şekil 16.2. Kriz çeşitleri: dünya toplamları, 1900-2008.
Kaynak: Yazarların hesaplamaları.

Notlar: Bu şekil bankacılık, para birimi, devlet borç ödeyememe durumu, enflasyon krizleri ve borsa çöküşlerinin bileşik endeksini gösteriyor (ağırlıklar dünya geliri içindeki paylara göredir). Bankacılık, para birimi, borç ödeyememe durumu (iç ve dış) ve enflasyon bileşiği endeksi (verilen yıldaki bir ülke için) belirli bir yılda meydana gelen kriz çeşitlerine bağlı olarak sıfırla beş arasında bir değer alabilir. Örneğin, 1998'de, endeks Rusya için 5 değerini almıştı; o zaman bu ülkede para biriminde çöküş, bankacılık ve enflasyon krizi ve gerek yurtiçine gerek yabancılara karşı devlet borç yükümlülüklerini yerine getirememe durumu görülüyordu. Bu endeks 1800-2008 dönemindeki örnekte yer alan altmış altı ülke için yıllık olarak hesaplanmıştır (yukarıda 1900'den sonrası gösterilmiştir). Ek olarak, Barro ve Ursúa'nın (2009) 1864-2006 dönemi için hazırladıkları örneklemde yer alan yirmi beş ülke için (İsviçre hariç altmış altı ülkenin bir alt kümesi niteliğindeki örneklem) verdikleri borsa çöküş tanımını kullanıyoruz; onların çöküş tanımını Aralık 2008 itibariyle bankacılık, para birimi, (iç ve dış) borç ödeyememe durumu ve enflasyon bileşik (BPBE+) endeksini derlemek amacıyla güncelliyoruz. ABD için, örneğin, 2008'de endeks değeri 2'dir (bankacılık krizi ve borsa çöküşü); Avustralya ve Meksika için de 2'dir (para birimi ve borsa çöküşü).



Şekil 16.3. Kriz çeşitleri: gelişmiş ekonomilerin toplamları, 1900-2008.
Kaynak: Yazarların hesaplamaları.
Notlar: Bu şekil bankacılık, para birimi, devlet borç ödeyememe durumu, enflasyon krizleri ve borsa çöküşlerinin bileşik endeksini gösteriyor; ağırlıklar dünya geliri içindeki paylarına göredir. Bankacılık, para birimi, borç ödeyememe durumu (iç ve dış) ve enflasyon bileşiği endeksi (verilen yıldaki bir ülke için) belirli bir yılda meydana gelen kriz çeşitlerine bağlı olarak sıfırla beş arasında bir değer alabilir. Örneğin, 1947'de, endeks Japonya için 4 değerini almıştı; o zaman bu ülkede para birimi çöküşü, enflasyon krizi ve gerek yurtiçine gerek yabancılara karşı devlet borç yükümlülüklerini yerine getirememe durumu görülüyordu. Bu endeks ondan sonra ülkenin dünya geliri içindeki payına göre ağırlıklandırılarak hesaplanmıştır. Bu endeks 1800-2008 dönemindeki Reinhart-Rogoff örneğinde yer alan on sekiz gelişmiş ekonomi için (Avusturya dahil, İsviçre hariçtir) yıllık olarak hesaplanmıştır (yukarıda 1900'den sonrası gösterilmiştir). Ek olarak, Barro ve Ursúa'nın (2009) 1864-2006 dönemi için on sekiz gelişmiş ekonomi için (İsviçre dahil, Avusturya hariçtir) verdikleri borsa çöküş tanımını kullanıyoruz; onların çöküş tanımını Aralık 2008 itibariyle bankacılık, para birimi, (iç ve dış) borç ödeyememe durumu ve enflasyon bileşik (BPBE+) endeksini derlemek amacıyla güncelliyoruz. ABD ve Britanya için, örneğin, 2008'de endeks değeri 2'dir (bankacılık krizi ve borsa çöküşü); Avustralya ve Norveç için de 2'dir (para birimi ve borsa çöküşü). ERM, euro sistemi için döviz kuru mekanizmasıdır.

mürge kendi para birimine sahip değildi. BPBE bileşik endeksine borsadaki çöküşler eklendiğinde, buna BPBE+ diyoruz.

Şekiller 16.2 ve 16.3, çeşitli kriz deneyimlerinin meydana gelişini ve bir dereceye kadar şiddetini zaman içinde gösteriyor. Bu şekillerin gelişigüzel incelenmesi, İkinci Dünya Savaşı öncesi deneyimlerin çok farklı modellerini ve savaş sonrası deneyimleri açığa çıkarıyor. Bu fark, on sekiz gelişmiş ekonominin endekslerinin grafiğini çizen Şekil 16.3'te çok açıktır. Savaş öncesi deneyim, bankacılık krizi kaynaklı 1907 paniğinden, İkinci Dünya Savaşı ve sonuçlarıyla ilişkili borç ve enflasyon krizlerine kadar uzanan sık ve şiddetli kriz olaylarıyla karakterize edilmişti.[10]

Savaş sonrası dönem, bazı kargaşalık nöbetleri getirdi: 1970'lerin ortasındaki ilk petrol şoklarına eşlik eden enflasyon patlamaları, 1980'lerin başında enflasyonun aşağı çekilmesiyle ilişkili resesyonlar, 1990'ların başlarında Kuzey ülkeleri ve Japonya'daki şiddetli bankacılık krizleri ve 2000'lerin başındaki internet şirket hisseleri (dot-com) balonunun patlaması. Ne var ki, bu olaylar savaş öncesindeki benzerleriyle ve İkinci Dünya Savaşı'ndan bu yana geçen altmış yıldan uzun süre içinde (belli bir sınıra kadar) benzeri görülmemiş 2008'deki küresel daralmayla karşılaştırıldığında (Şekil 16.3) sönük kalmaktadır. Savaş öncesindeki öncülleri gibi, 2008 olayı hem büyüklüğü açısından şiddetli, hem de krize giren ülke sayısının çokluğunun yansıttığı gibi, kapsamı bakımından küresel olmuştu. Borsa çöküşleri hemen hemen evrensel olmuştu. Varlık fiyatı balonları şeklinde çıkan bankacılık krizleri patlamış ve yüksek derecede kaldıraç işlemleri görülmüştü. Gelişmiş ekonomilerde ABD dolarına karşı para birimi çöküşleri, yükselen piyasalardaki çöküşlerin büyüklük ve oynaklığıyla boy ölçüşür durumdaydı.

Aralarında McConnell ve Perez-Quiros ile Blanchard ve Simon'un yaptığı katkılar da dahil olmak üzere, giderek genişleyen akademik literatür 1980'lerin ortalarından itibaren, tahminen küresel bir düşük enflasyon ortamından kaynaklanan makroekonomik oynaklığın çeşitli yanlarındaki düşüşleri belgelemiştir. Bu olay, ABD'de ve başka yerlerde "Büyük Yumuşama" olarak adlandırılmıştır.[11] Ne var ki, sistemik krizler ve düşük makro-

[10] Avusturya, Almanya, İtalya ve Japonya'nın, savaş bittikten sonra, değişen sürelerle borç ödeyememe durumunda kaldığını belirtmek önemlidir.

[11] Bkz. McConnell ve Perez-Quiros (2000), Blanchard ve Simon (2001).

ekonomik oynaklık düzeyleri kol kola gitmiyor; 2007'de başlayan İkinci Büyük Daralma sırasında oynaklıkta görülen keskin artışlar, gayrimenkul fiyatları, hisse senedi fiyatları ve döviz kurlarının da içinde bulunduğu varlık piyasalarında çok açıktır. Bunlar aynı zamanda üretim, ticaret ve işsizlik gibi makroekonomik toplamlarda açık bir biçimde gözükmektedir. Kriz geriledikten sonra ekonomistlerin Büyük Yumuşama ve nedenlerini nasıl değerlendireceği bekleniyor.

Birçok yükselen piyasa için, Büyük Yumuşama geçici bir olaydı. Her şeyden önce, 1980'lerin borç krizi yaygındı ve 1930'daki olaylar kadar şiddetliydi (Şekil 16.3). Afrika, Asya ve Latin Amerika'yı değişik ölçülerde etkileyen bu olaylar genellikle devlet borçlarının ödenememesi, kronik enflasyon ve uzun süren bankacılık krizlerinin birleşiminden oluşuyordu. 1980 borç krizi yatışırken, 1990'ların başında, eski Sovyetler Birliği ve Doğu Avrupa ekonomilerinde yeni bozukluklar çıkmaya başlamıştı. 1994-1995 Meksika krizi ve onun Latin Amerika'daki yansımaları, 1997 yazında başlayan sert Asya krizi ve 1998'de geniş kapsamlı Rusya krizi, yükselen piyasaları rahat bırakmadı. Bir dizi kriz, 2001-2002'de Arjantin'in rekor borç ödeyememe durumu ve göçmesiyle doruğa çıktı.[12]

ABD'de 2007 yazında başlayıp bir yıl içinde dünyaya yayılan krize kadar, yükselen piyasalar bir sakinlik, hatta refah dönemi geçirdiler. 2003-2007 arasında, dünya büyüme koşulları lehlerineydi, meta fiyatları canlanmıştı ve dünya faiz oranları düşüktü; bu nedenle kredi ucuzdu. Ne var ki, "Büyük Yumuşama" tezlerini yükselen piyasalara kadar götürmeyi düşünmek için beş yıl kısa bir zamandır; gerçekte, geçmiş iki yılın olayları zaten hemen her yerde oynaklığı yeniden canlandırmıştı.

Bölgesel Gözlemler

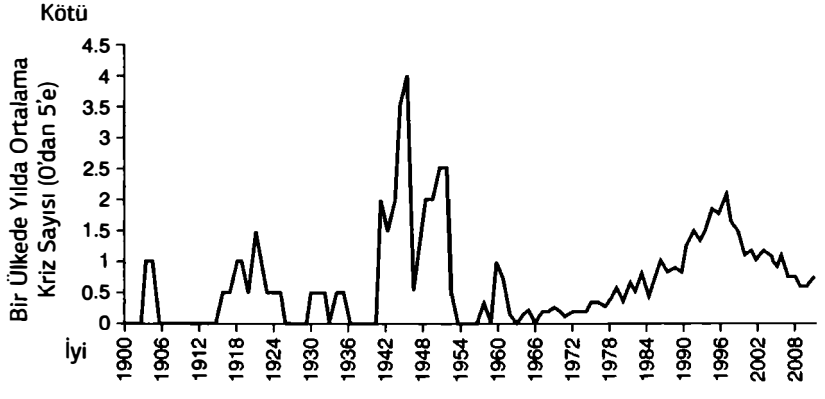
Bundan sonra krizlerin bölgesel profiline bakıyoruz. Şekil 16.2 ve 16.3'te ülke büyüklüklerine göre ağırlık verilen ortalamalara baktık. Böylelikle, hiçbir ülke bölgesel profilin üzerine çıkamayacaktır; bu tartışmanın kalan kısmı Afrika, Asya ve Latin Amerika için ağırlık verilmeksizin hesaplanmış basit ortalamalar üzerine odaklanmaktadır. Şekiller 16.4 ve 16.5'te, 1800-

[12] Arjantin'de önceden meydana gelen tüm tarihsel krizlerde olduğu gibi, 2001-2002 olayı da onun küçük komşusu Uruguay'daki bir krizin ardından meydana gelmişti.

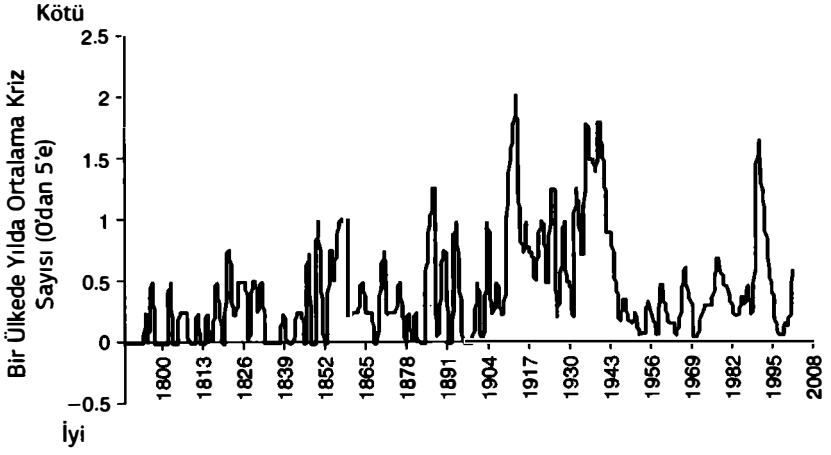
2008 döneminde Asya ve Latin Amerika'da ve İkinci Dünya Savaşı sonrası dönemde Afrika'da bağımsızlığını yeni kazanan devletlerle ilgili bölgesel sayıları vereceğiz.

Afrika için bölgesel bileşik finansal kargaşa endeksi en erken 1950'lerde başlıyor (Şekil 16.4); sadece Güney Afrika (1910) bu dönemden önce de bağımsız bir devletti. Birinci Dünya Savaşı'nı izleyen yıllar içinse, fiyat ve döviz kurlarıyla ilgili ciddi anlamda veriler bulunmaktadır; bu nedenle, bağımsızlık öncesinde meydana gelen sayısız kriz (Güney Afrika'daki bazı şiddetli bankacılık krizleri buna dahildir) sömürge dönemi içinde tarihlendirilmiş ve gösterilmiştir. Endeks 1950'lerde sıfıra yakın düşük bir düzeyden, 1980'lerde yüksek bir seviyeye çıkmaktadır. Örneğimizdeki on üç Afrika ülkesinde, 1980'lerin en kötü yıllarında aynı anda ortalama iki kriz yaşanmıştır. Borçlarında hiç ödeyememe durumuna düşmeyen ya da yeniden yapılanmaya gitmeyen Mauritius hariç tüm vakalarda, bu iki kriz, bizim kriz çeşitlerinden herhangi birinin çifti şeklindedir. 1990'lardaki ortalama kriz sayısında görülen düşüş, esas olarak enflasyon krizlerinde düşüşü ve 1980'lerin on yıl süren borç krizinin en sonunda (geciktirilmiş de olsa) tasfiye edilmesini yansıtmaktadır.

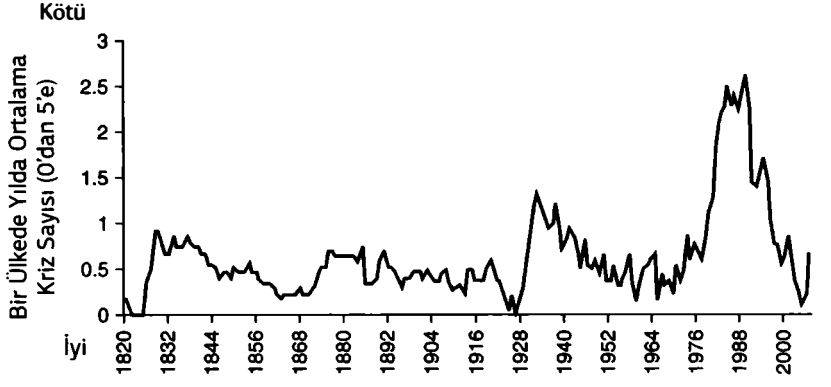
Asya için bölgesel bileşik finansal kargaşa endeksi (Şekil 16.5) Çin, Japonya ve Tayland'ın bağımsız devlet haline geldiği dönem olan 1800-2008 yılları arasındadır. Örneklemimizdeki geri kalan Asya ülkeleri, İkinci Dünya Savaşı'nın hemen ardından bağımsızlığını kazandıktan sonra bölge-



Şekil 16.4. Kriz çeşitleri: Afrika, 1900-2008.
Kaynak: Yazarların ekler E.1-E.3'te listesi verilen kaynakları temel alan hesaplamaları.



Şekil 16.5. Kriz çeşitleri: Asya, 1800-2008.
Kaynak: Yazarların ekler E.1-E.3'te listesi verilen kaynakları temel alan hesaplamaları.



Şekil 16.6. Kriz çeşitleri: Latin Amerika, 1800-2008.
Kaynak: Yazarların ekler E.1-E.3'te listesi verilen kaynakları temel alan hesaplamaları.
Notlar: Arjantin, Bolivya, Brezilya, Nikaragua ve Peru'daki hiperenflasyonlar endekste keskin biçimde artmıştı (1980'lerin sonu ve 1990'ların başı için gösterilen ani artışta yansıtılmıştır) çünkü tüm olaylar maksimum 5 değerini veriyor.

sel ortalamaya katıldılar. Asya profili, defalarca altını çizdiğimiz bir konuya ışık tutuyor: 1997-1998 krizinden önceki otuz yıl içinde "kaplanların" ya da "mucize ekonomilerin" ekonomik üstünlük iddiası, yerel tarihlerine bakıldığında çok safça durmaktadır. Bölge, o günün uluslararası standartlarına göre uzun süren çeşitli ekonomik istikrarsızlık krizleri yaşamıştır. En şid-

detli kriz değerleri, iki dünya savaşı arasındaki dönem sırasında görülmektedir. O dönemde Çin; hiperenflasyon, birden çok bankacılık krizi, sayısız para birimi çöküşü ve para birimi dönüşümü gördü. Japonya'da İkinci Dünya Savaşı sırasında dış borçlarını ödeyememe olayıyla doruğa çıkan sayısız bankacılık, enflasyon ve döviz kuru krizleri meydana geldi; 1945'te savaş sona erdiğinde, banka mevduatları donduruldu ve hiperenflasyona yakın bir durum (yüzde 600'e yaklaşıyordu) gerçekleşti.

Eğer matbaa makinesi Atlas Okyanusu'nu aşıp gelmeseydi, herhalde Latin Amerika ekonomik istikrar bakımından daha iyi olacaktı (Şekil 16.6). Latin Amerika'nın yüksek, hiper ve kronik enflasyonla uzun mücadelesi 1970'lerde karanlık bir dönüşe girmeden önce, bölgenin ortalama kargaşa endeks değerleri, dünya ortalamalarıyla aynı çizgiye çok yakındı. Periyodik borç ödeyememe durumlarına, para biriminde çöküşlere ve bankacılık krizlerine rağmen, ortalama, gerçekte hiçbir zaman yılda bir kriz değerini geçmedi; aslında uzun dönemler için diğer bölgelerin ortalamalarıyla karşılaştırıldığında ılımlı kalıyordu. Enflasyonun yükselmesi (1980'lerin ünlü borç krizinden, "kayıp onyıl"dan önce başladı), 1990'ların ikinci yarısına kadar bölgenin göreceli ve mutlak performansını değiştirecekti. Latin Amerika'nın 1980'lerin sonundaki en kötü anları sırasında –1987 Brady Planı (daha önce Kutu 5.3'te tartışılan) kötü devlet borçlarını yeniden yapılandırmadan önce ve Arjantin, Brezilya ve Peru hiperenflasyona batmış durumdayken– endeksten de görebileceğimiz gibi, bölge neredeyse yılda ortalama üç kriz yaşadı.[13]

Küresel Bir Finans Krizini Tanımlamak

Geliştirdiğimiz finansal kargaşa endeksleri, küresel bir finans krizinin şiddetinin değerlendirilmesinde oldukça yararlı olabilmesine rağmen, bizim asıl krizleri ayırmak için, örneğin küresel ölçekte yüksek olarak kaydedilen ancak yalnızca bir bölgeyi etkileyen bir krizi dışarıda bırakacak, daha geniş kapsama alanına sahip sistemli bir algoritmaya ihtiyacımız vardır. Kutu 16.1'de bulabileceğiniz, küresel bir finans krizinin işleyen tanımını öneriyoruz.

---

[13] En kötü şöhretli olayların hiperenflasyonlar olduğu çok açıktır ama bu bölgede yıllık enflasyon oranı yüzde 20'nin üzerinde olan (yani bizim kriz için öngördüğümüz eşiği yakalamış) ülkelerin payı, 1990 yılında zirveye ulaşarak yaklaşık yüzde 90'ı buldu!

Küresel Finans Krizleri: Ekonomik Etkiler

Bundan sonra, küresel krizlerle ilişkili olan ve her ikisi de yakındaki klasik küresel daralmada mevcut olan iki genel etkene dönüyoruz: birincisi; hisse

KUTU 16.1
Küresel finans krizleri: işleyen bir tanım

Genel anlamda konuşursak, küresel bir krizin, onu bölgesel bir krizden ya da çok ülkeli daha az virüs saçan bir krizden ayıran dört ana öğesi vardır:

1. Bir ya da daha fazla finans merkezi, sistemik (ya da şiddetli) bir kriz biçimine saplanmıştır. Bu "gereksinim" etkilenen ülkelerden en az birinin (baskın ülkelerden biri olmak zorunda değildir) dünya GSYH'si içinde önemli payı olmasını sağlar. Aynı zamanda küresel finans merkezlerindeki krizler de doğrudan ya da dolaylı olarak sayısız başka ülkeye finansal akışı etkilemektedir. Başka ülkelere kredi veren bir finans merkezine örnek, 1820'lerdeki kredi canlılığında "yükselen piyasalara" kredi veren Britanya ve 1920'ler sonunda Latin Amerika'ya kredi veren ABD'dir.
2. Kriz iki ya da daha fazla ayrı bölgeyi içermektedir.
3. Her bölgede kriz yaşamakta olan ülke sayısı üç ya da daha fazladır. Etkilenen ülkelerin sayısını saymak (krizden etkilenen bölgesel GSYH payına bakmanın tersi) büyük bir ülkedeki –Latin Amerika'da Brezilya ya da Asya'da Çin ve Japonya gibi– krizi tanımlamak için yeterli olmamaktadır.
4. Bileşik GSYH'ye göre ağırlıklandırılmış endeksimiz küresel finansal kargaşa ortalamasını normal düzeyin üzerinde en az bir standart sapmayla hesaplamaktadır.

Seçilmiş küresel, çok ülkeli ve bölgesel ekonomik kriz olayları

Olay	Tip	En çok etkilenen küresel finans merkezleri	En az iki ayrı bölge	Her bölgedeki ülke sayısı
1825-1826 krizi	Küresel	Britanya	Avrupa ve Latin Amerika	Pratik olarak Latin Amerika'da yeni bağımsız olan ülkelerin hepsi gibi, Yunanistan ve Portekiz borç ödeyemez durumdaydı.

Seçilmiş küresel, çok ülkeli ve bölgesel ekonomik kriz olayları

Olay	Tip	En çok etkilenen küresel finans merkezleri	En az iki ayrı bölge	Her bölgedeki ülke sayısı
1907 paniği	Küresel	ABD	Avrupa, Asya ve Latin Amerika	Özellikle Fransa, İtalya, Japonya, Meksika ve Şili banka panikle-rinde sıkıntıya girdi.
Büyük Bunalım, 1929-1938	Küresel	ABD ve Fransa	Tüm bölgeler	Yüksek enflasyonu bir kenara bıra-kırsak, başka bir kriz bildirimi mevcut değildi.
1980'ler borç krizi	Çok ülkeli (gelişmekte olan ülkeler ve yükselen piyasalar)	ABD (etkilendi fakat kriz siste-mik değildi)	Afrika, Latin Amerika ve daha az bir sa-yıda Asya'daki gelişmekte olan ülkeler	Devlet borçlarının ödenememesi, para birimi çö-küşü ve yüksek enflasyon sınır tanımıyordu.
1997-1998 Asya krizi	Çok ülkeli, 1998'de Asya'nın ötesine uzanıyordu	Japonya (etki-lenmişti, ancak o sıra-larda kendi sis-temik bankacı-lık krizinin tas-fiyesine gireli beş yıl ol-muştu)	Asya, Avrupa ve Latin Amerika	Başlangıçta Gü-neydoğu Asya etkilendi. 1998'e gelindiğinde Rusya, Ukrayna, Kolombiya ve Brezilya etkilen-mişti.
2008 Küresel Daralması	Küresel	ABD, Britanya	Tüm bölgeler	Avrupa'da bankacı-lık krizleri patlak verdi ve dolara karşı hisse se-nedi ve para bi-rimi çöküşleri bölgelere yayıldı.

Kaynak: Bu kitabın önceki bölümleri.

senedi fiyatları, reel GSYH ve ticarete ait dünya toplam rakamlarıyla ölçülen ve tanımlanan ekonomik faaliyetin düzeyinin ve oynaklığının kriz üzerindeki etkileri ve ikincisi, krizin ülkeler arasındaki eşzamanlılığı; bu da ticaret, işsizlik ve konut gibi diğer sektörel istatistiklerdeki eğilimlerin yanısıra varlık piyasalarında açıkça görülmektedir. Tartışmamızın ağırlığı, belgelendirmemizin çoğunlukla tamam olduğu son iki küresel kriz; yani 1930'ların Büyük Bunalımı ve İkinci Büyük Daralma üzerinedir. Açıkçası, bu makroekonomik verilerin geniş kapsamına bakmak, bir krizin resmini daha ince ayrıntılarıyla verecektir.

Küresel Toplamlar

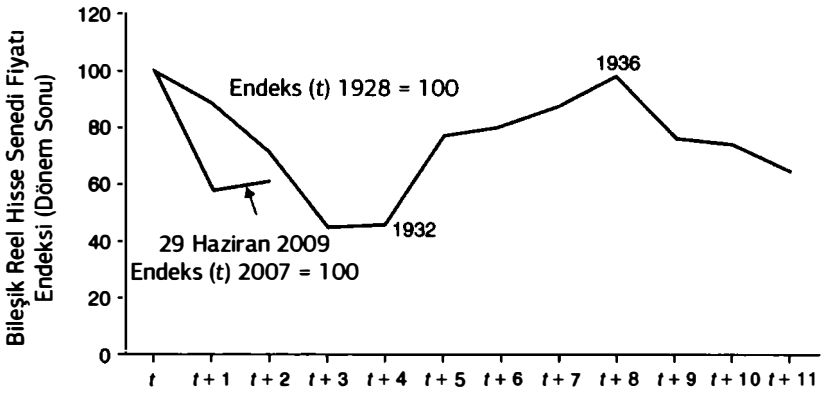
Hisse senedi fiyatlarıyla gelecekteki ekonomik faaliyet arasındaki bağlantı çok da yeni değildir. İş döngüleri üzerine eski literatür, Burns ve Mitchell'in yazdığı klasik gibi, hisse senedi fiyatlarının önde gelen gösterge özelliklerini belgelemiştir.[14] Hisse senetlerindeki eşzamanlı (herkesi ilgilendiren) ve büyük düşüşler (çöküşler), Büyük Bunalımın ve biraz gecikmeli de olsa günümüzdeki küresel kriz haline gelecek olayın başlangıcını karakterize ediyordu. Şekil 16.7, 1929-1939 ve 2008-2009 (günümüze kadar) arasındaki küresel hisse senedi fiyatlarının grafiğini çiziyor. Daha yakın devre için endeks, dünya hisse senedi piyasasındaki sermaye miktarının yüzde 70'ini dikkate almakta ve yedi ayrı bölgeyle yirmi dokuz ülkeyi kapsamaktadır. Hisse senedi fiyatları, dünya tüketici fiyatlarıyla enflasyondan arındırılmıştır. 1928-1939 verileri, örneğimizdeki altmış altı ülkenin ortalama enflasyon oranları kullanılarak oluşturulmuştur; 2007-2009 arası için *World Economic Outlook*'ta yayınlanan dönem sonu fiyatlarından alınmıştır.[15] 1928 ve 2007 yılları bu endekslerdeki döngülerin zirve değerlerine işaret etmektedir.

2008 içinde ve sonrasında hisse senedi piyasalarındaki düşüş, 1929 çöküşünün ölçeğine (ve ülkeler arası geçişine) uymaktadır. 1930'ların krizi sırasında dünya çapında hisse senedi mülkiyetinin, 21. yüzyıl koşullarına göre daha kısıtlı olduğunu dikkate almaya değer; sosyal güvenlik fonları,

---

[14] Burns ve Mitchell (1946). Hisse senedi piyasalarının, krizlerle ilgili olarak erken uyarı özelliklerinin daha yakın zamanda ele alındığı kaynaklar için bkz. Kaminsky vd. (1998); Kaminsky ve Reinhart (1999); Barro ve Ursúa (2009).

[15] IMF (çeşitli yıllar), *World Economic Outlook*.



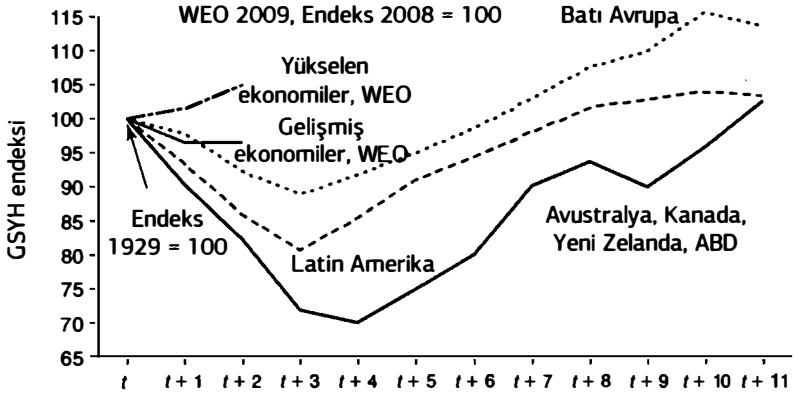
Şekil 16.7. Küresel krizler sırasındaki küresel borsalar: bileşik reel hisse senedi fiyatı endeksi (dönem sonu).
Kaynaklar: Global Financial Data (GFD) (t.y.); Standard and Poor's; IMF (çeşitli yıllar), *World Economic Outlook* ve yazarlar (ayrıntılar ek E.1'de verilmiştir).
Notlar: Dünya bileşik hisse senedi fiyatları 1928-1939 için GFD'den ve 2007-2009 için S&P'den alınmıştır. S&P Global 1200 endeksi yedi ayrı bölgeyle yirmi dokuz ülkeyi kapsar ve dünya piyasalarındaki sermaye miktarının yüzde 70'ini içerir. Hisse senedi fiyatları, dünya tüketici fiyatlarıyla enflasyondan arındırılmıştır. 1928-1939 için bunlar örneğimizdeki altmış altı ülkenin ortalama enflasyon oranları kullanılarak oluşturulmuştur; 2007-2009 arası için *World Economic Outlook*'ta yayınlanan dönem sonu fiyatlarından alınmıştır. 1928 ve 2007 yılları, bu endekslerdeki döngülerin zirve değerlerine işaret etmektedir. Kriz yılı *t* ile gösterilmiştir.

emeklilik planları ve kent nüfusunun yükselişi, hanehalkı servetiyle hisse senedi piyasaları arasındaki bağları arttırmıştır.

Şekil 16.7'dekine benzer bir ruhla, Şekil 16.8 kişi başına düşen reel GSYH'nin (dünya nüfusuna göre ağırlıklandırılmış), iki küresel kriz için çeşitli ülke gruplamalarına göre grafiğini çizmektedir.[16] Avrupa toplamları, Maddison'un on iki ülkeden oluşan nüfus ağırlıklarına göre hesaplanmış toplamlarına karşılık gelir[17]; Latin Amerika endeksi, bölgedeki en büyük sekiz ülkeden oluşmaktadır. 1929 yılı, tüm üç ülke grubu için kişi başına düşen reel GSYH'deki zirve değerini göstermektedir. Güncel veriler *World*

[16] Eichengreen ve O'Rourke (2009) bir yandan para politikasındaki tepkilerin farklılıklarına (özellikle, merkez bankası iskonto oranları) dikkat çekerken, aynı zamanda, benzerlikleri öne çıkarmak için ticareti de eklemişlerdir.

[17] Maddison (2004).

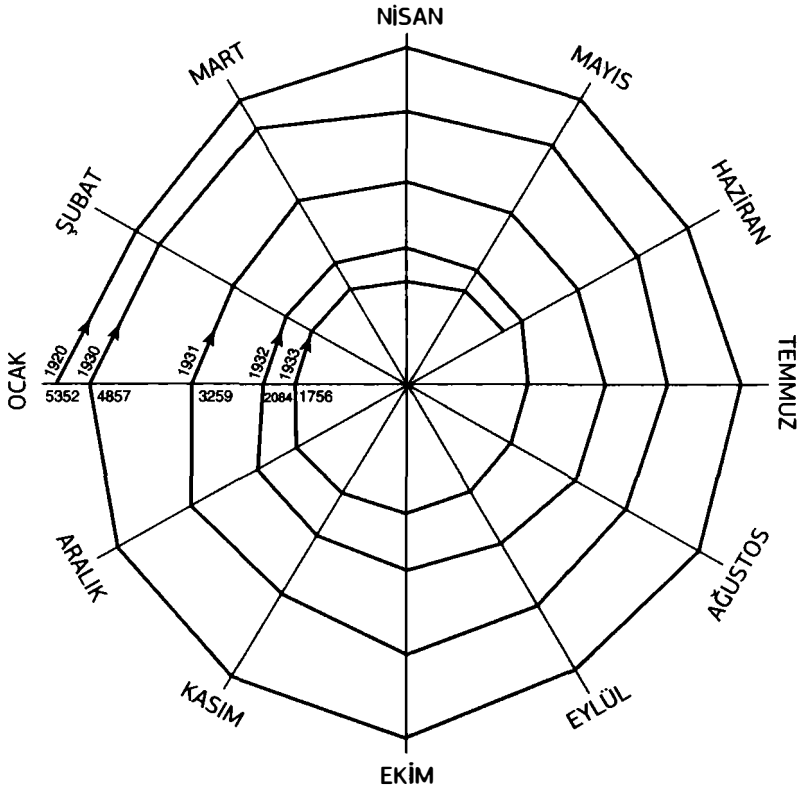


Şekil 16.8. Küresel finans krizleri sırasındaki kişi başına düşen reel GSYH: çok ülkeli toplamlar (satın alma gücü paritesine göre ağırlıklandırılmıştır). *Kaynaklar*: Maddison (2004); IMF (çeşitli yıllar), *World Economic Outlook* ve yazarlar (ayrıntılar ek E.1'de verilmiştir).
Notlar: Avrupa toplamları, Maddison'un on iki ülkeden oluşan nüfus ağırlıklarına göre hesaplanmış toplamlarına karşılık gelir; Latin Amerika endeksi bölgedeki en büyük sekiz ülkeden oluşmaktadır. 1929 ve 2008 yılları, tüm üç ülke grupları için kişi başına düşen reel GSYH'deki zirve değerini işaretlemektedir. Kriz yılı *t* ile gösterilmiştir.

Economic Outlook'tan geliyor. Tüm bu bilgiler biraraya getirildiğinde, tasarlanan yörüngeyi, özellikle yükselen piyasalar için ve hisse senedi piyasalarında 2008 ile 2009 başları arasındaki gelişmeler için reel GSYH ile bağdaştırmak zordur.

Ticaretin iki küresel kriz arasındaki evrimini göstermek için iki örnek sunuyoruz. Bunların birincisi (Şekil 16.9) "Dünya Ticaretindeki Daralmayı Gösteren Sarmal: Aylara Göre, Ocak 1929-Haziran 1933" başlığını taşıyan eski bir klasiğin yeniden basımıdır. İçeriye doğru sarmalı gösteren bu şekil *World Economic Survey, 1932-1933*'te yayınlanmıştı; onlar da başka bir kaynaktan alarak bu şekli yeniden basmışlardı.[18] Bu şekil, ticaret miktarında, Bunalım başladıktan sonra görülen yüzde 67 oranında bir düşüşü belgelemekteydi. Çağdaş kaynakları katarak geniş ayrıntılarla belgelediği gibi, uluslararası ticaretteki çöküş, sadece ekonomik faaliyetteki keskin düşüşlerin kısmen yan ürünlerinden ibaretti; Batı Avrupa'nın yüzde 10'undan, Avustralya, Kanada, Yeni Zelanda ve ABD'nin yaklaşık yüzde 30'una kadar

[18] Milletler Cemiyeti (çeşitli yıllar), *World Economic Survey*.

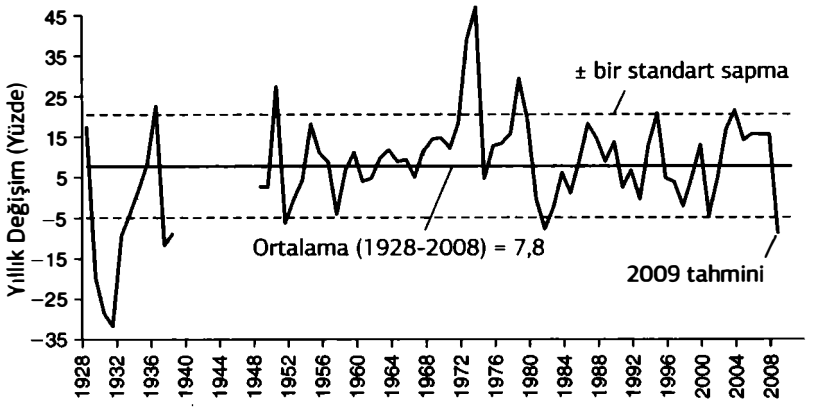


Şekil 16.9. Dünya ticaretindeki daralmayı aylara göre gösteren sarmal, Ocak 1929-Haziran 1933.
Kaynak: Monatsberichte des Österreichischen Institutes für Konjunkturforschung 4 (1933): 63.

uzanıyordu.[19] Diğer yıkıcı etken ise, ticaretin engellenmesi ve rekabeti arttırmayı amaçlayan devalüasyonlar şeklinde uygulanan korumacı politikalarda dünya çapında görülen artışlardı.

Şekil 16.10, 1928-2009 arasında dünya mal ihracatlarının grafiğini çiziyor. 2009 tahmini, 2008'in gerçek yılsonu düzeyini 2009 ortalaması olarak kullanır; bu, 2009'da bir önceki yılın aynı dönemine göre gerçekleşen düşüşü yüzde 9 olarak verir; 1938'den beri en büyük düşüş olmuştur. Diğer İkinci Dünya Savaşı sonrası büyük düşüşler, 1952'de Kore Savaşı sırasında

[19] Bkz. örneğin Milletler Cemiyeti (1944).

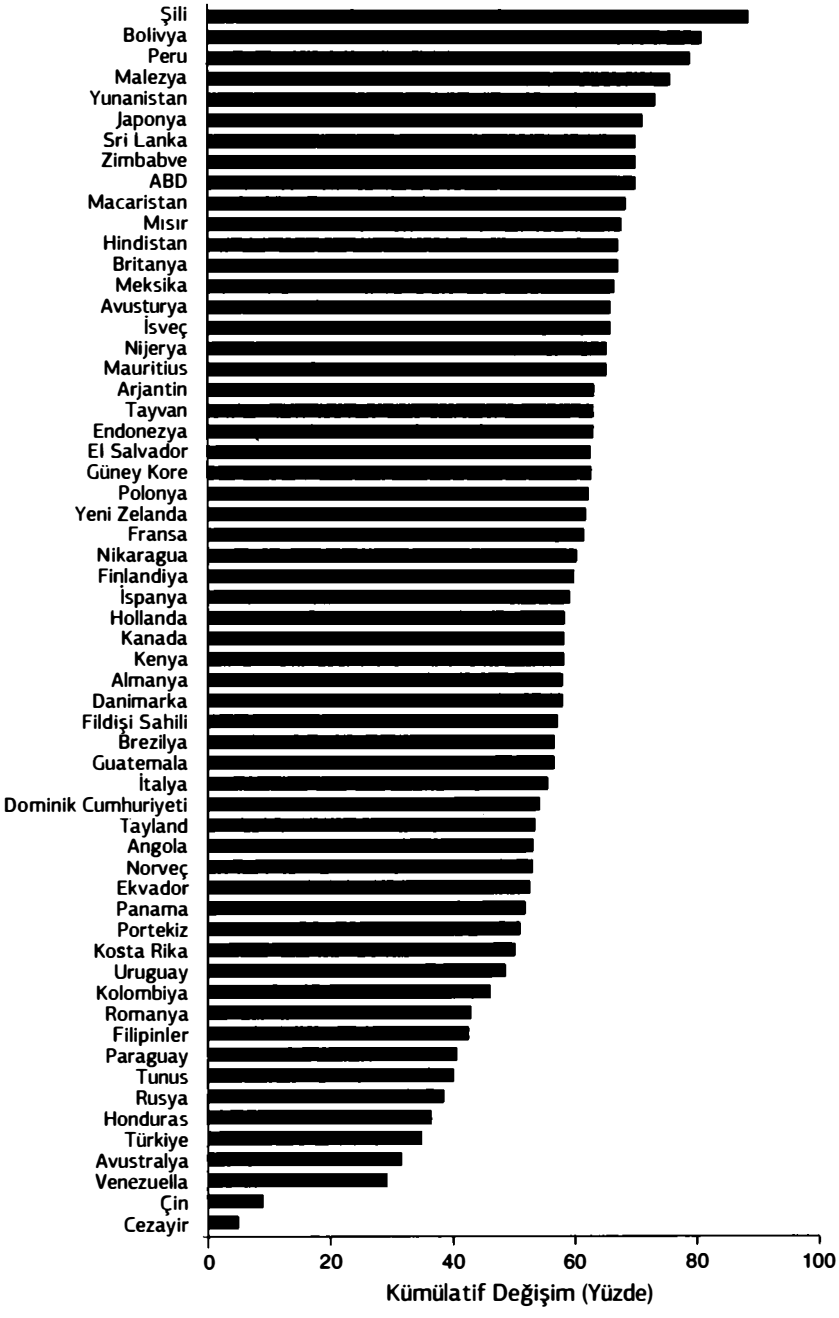


Şekil 16.10. Dünya ihracatında büyüme, 1928-2009.
Kaynaklar: Global Financial Data (GFD) (t.y.); Milletler Cemiyeti (çeşitli yıllar), *World Economic Survey*; IMF (çeşitli yıllar), *World Economic Outlook* ve yazarlar (bkz. dipnotlar).
Notlar: İkinci Dünya Savaşı dönemi için toplam rakamı bulmak mümkün değildir. 2009 tahmini, 2008'in gerçek yılsonu düzeyini 2009 ortalaması olarak kullanır; bu, 2009'daki bir yıllık aynı tarih için değişimi yüzde 9 olarak verir; savaş sonrasındaki en büyük düşüştür. Diğer İkinci Dünya Savaşı sonrası büyük düşüşler, 1952'de Kore Savaşı sırasında ve 1982-1983'te resesyon ABD'yi vurup 1930'lar ölçeğinde bir borç krizi yükselen dünyayı silip süpürdüğünde görülmüştü. Daha küçük düşüşler 1958'de ABD'de bir resesyon dibe vurduğunda, 1998'de Asya finansal krizi sırasında ve 2001'de 11 Eylül'den sonra meydana gelmişti.

ve 1982-1983'te resesyon ABD'yi vurup 1930'lar ölçeğinde bir borç krizi yükselen dünyayı silip süpürdüğünde görülmüştü. Daha küçük düşüşler; 1958'de ABD'de bir resesyon dibe vurduğunda, 1998'de Asya finansal krizi sırasında ve 2001'de 11 Eylül'den sonra meydana gelmişti.

Ülkeler Arası Eşzamanlılık

Küresel toplamların performansı, krizin dünya nüfusunun ve/veya ülkelerin yeterince büyük bir payını etkilediğine dair kanıtlar vermektedir. Ne var ki, bilgi tek bir dünya endeksine sıkıştırılmış olması nedeniyle küresel krizlerin eşzamanlı doğasını tam olarak iletmiyor. Bu boşluğu doldurmak için, en yakın küresel kriz sırasındaki çeşitli ekonomik göstergelerin performansı üzerine kanıt sunuyoruz. Özgül olarak, 1929-1932 arasında işsizlik ve



Şekil 16.11. İhracatın çöküşü, 1929-1932.

Kaynaklar: Tekil ülke kaynakları ek E.1'de verilmiştir; yazarların hesaplamaları da kullanılmıştır.

konut faaliyeti endeksleri, ihracat ve para birimi hareketleri üzerine kanıt sunuyoruz.

Büyük Bunalımın tepe noktasında ticarette gerçekleşen büyük düşüş, zaten dünya toplamlarını gösteren iki şekille açıkça anlatılmıştı. Şekil 16.11 tüm bölgelerdeki düşük, orta ve yüksek gelir düzeyindeki ülkelerin hepsini aynı şekilde etkileyen çöküşün yaygın niteliğine dair ek bilgi sunar. Başka bir deyişle, dünya toplamları, tekil ülke deneyimlerinin asıl temsilcisidir ve dünya toplamlarında fazlaca ağırlığı olan bir avuç ülkedeki gelişmeler tarafından yönlendirilmemiştir. Dünyanın önemli bir bölümünü doğrudan ya da dolaylı olarak kaplayan savaşlar dışında (Napolyon savaşları dahil), bu gibi herkesi ilgilendiren eşzamanlılık, verilerde bulunmamak-

TABLO 16.1

Seçilen ülkelerde toplam inşaat faaliyeti endeksleri (1929 = 100)

Ülke	Gösterge	1932
ABD	Ruhsat (değer)	18
Almanya	Tamamlanan bina (oda)	36
Arjantin	Ruhsat (alan)	42
Avustralya	Ruhsat (değer)	23
Belçika	Ruhsat (sayı)	93
Britanya	Ruhsat (değer)	91
Çekoslovakya	Tamamlanan bina (sayı)	88
Finlandiya	Tamamlanan bina (mekân/kübik)	38
Fransa	Ruhsat (sayı)	81
Güney Afrika	Tamamlanan bina (değer)	100
Hollanda	Tamamlanan bina (konut)	87
İsveç	Tamamlanan bina (oda)	119
Kanada	Ruhsat (değer)	17
Kolombiya	Tamamlanan bina (alan)	84
Macaristan	Tamamlanan bina (sayı)	97
Şili	Ruhsat (alan)	56
Yeni Zelanda	Tamamlanan bina (değer)	22
Ortalama		64
Açıklayıcı not: Eylül 2005 zirve değeri = 100		
ABD	Ruhsat (sayı)	25[a]

Kaynaklar: Milletler Cemiyeti, *World Economic Survey* (çeşitli sayılar), Carter vd. (2006).

Not: Göstergede ülkeler arasındaki farklılıklarına dikkat ediniz.

[a] Şubat 2009'dan itibaren.

TABLO 16.2
Seçilen ülkeler için işsizlik oranları, 1929-1932

Ülke	1929	1932	Artış
ABD[a]	3,2	24,9	21,7
Almanya	v.y.	31,7	v.y.
Avustralya	11,1	29,0	17,9
Avusturya	12,3	26,1	13,8
Belçika	4,3	39,7	35,4
Britanya	10,4	22,1	11,7
Çekoslovakya	2,2	13,5	11,3
Danimarka	15,5	31,7	16,2
Hollanda	7,1	29,5	22,4
İsveç	10,7	22,8	12,1
İsviçre	3,5	21,3	17,8
Japonya	v.y.	6,8	v.y.
Kanada	5,7	22,0	16,3
Norveç	15,4	30,8	15,4
Polonya	4,9	11,8	6,9
Ortalama	8,2	25,0	16,8

Kaynaklar: Milletler Cemiyeti, *World Economic Survey* (çeşitli sayılar), Carter vd. (2006).

Not: Rakamlar, işsizlik tanımındaki ve istatistikleri derleme yöntemlerindeki farkları yansıtır; bu nedenle, ülkeler arası karşılaştırmalar, özellikle de düzeyler deneme amaçlıdır.

[a] Yıllık ortalamalar.

tadır.

Ülkeler arasındaki eşzamanlılık, uluslararası ticaret ya da döviz kurları gibi ülkeler arasında birlikte hareketi gösteren değişkenlerle kısıtlı değildir. ABD ve başka yerlerde yakındaki inişli çıkışlı döngünün merkez üssünde yatan inşaat endüstrisi genellikle, "ticaret dışı" sektör olarak tanımlanır. Oysa 1929-1932 arasında konutla ilişkili inşaat faaliyeti Tablo 16.1'de gösterildiği gibi, neredeyse ticarette görüldüğü kadar eşzamanlıydı.

Ticari ve ticaret dışı sektörlerin ülkeler arasında belirgin ve tutarlı biçimde daralması sonucunda, Tablo 16.2'de aktarılan işsizlikteki artış bir sürpriz olarak görülmemelidir. İşsizlik, neredeyse istisnasız bir şekilde (Japonya ve Almanya için karşılaştırma amaçlı bir veri elde etmek mümkün olmamıştır) ortalama yüzde 17 puan artar. Önceki bölümde savaş sonrası krizlerin sonuçları üzerine yapılan tartışmadaki gibi, rakamlar işsizlik tanımındaki ve istatistikleri derleme yöntemlerindeki farkları yansıtır; bu ne-

denle ülkeler arası karşılaştırmalar, özellikle de düzeyler, deneme amaçlıdır.

Küresel Krizler Üzerine Bazı Düşünceler

Burada, küresel krizlerin yerel ve bölgesel olanlardan niye daha tehlikeli olduğunun altını çizmek için biraz duruyoruz. Temel olarak, bir kriz tümüyle küresel olduğu zaman, ihracat artık büyümeye tampon işlevi görmeyi sürdüremez. Küresel bir finans krizinde üretim, ticaret, hisse senedi fiyatları ve diğer göstergelerin (niceliksel olarak değilse de) niteliksel olarak dünya toplamlarında da tekil ülkelerdekiyle aynı şekilde hareket ettiği bulunur. Finansmanda ani duruş, bir ülke ya da bir bölgeyi vurmakla kalmaz, bir dereceye kadar dünyadaki kamu ve özel sektörlerin büyük bir kısmını da etkiler.

Kavramsal olarak, bir ülke için, ihracat bir teşvik olasılığı sunsa da, dünyanın geri kalanı da aynı şekilde etkilendiğinde, kriz öncesi resesyondan "çıkarılmanın" çok daha güç olduğunu görmek zor olmayacaktır. Ampirik olarak, bu kolaylıkla test edilebilecek bir önerme değildir. Örneğimizde yüzlerce kriz var ama küresel krizler birkaç tanedir ve Kutu 16.1'de belirtildiği gibi, daha eski küresel krizlerin bazıları savaşlarla ilişkiliydi; bu da karşılaştırma yapılmasını daha da karmaşık hale getiriyor.

Daha kesin olarak, birçok kriz olayıyla ilgili bulgular değerlendirildiğinde, hem gelişmiş ekonomilerde hem de yükselen piyasalarda (herhangi bir tür) krizle ilişkili resesyonların, süre ve derinlik bakımından, İkinci Dünya Savaşı sonrasında yaşanan iş döngülerindeki alışıldık örneklerden daha şiddetli olduğu sonucuna ulaşılabilir. Küresel bir olgunun bir parçası olan krizler aşağıya doğru dönüş sırasında (süre değilse de) derinlik ve oynaklık bakımından hâlâ daha kötü olabilirler. Son krize gelene kadar hiç savaş sonrası küresel kriz yaşanmamıştı; bu nedenle, zorunlu olarak karşılaştırma örnekleri, savaş öncesi dönemden seçilen olaylardır. Krizlerin şiddeti bakımından İkinci Büyük Daralma, zaten birçok savaş sonrası rekoru elde etmiş durumdadır. İş döngüsünün yumuşatılamadığı açıktır.

Krizlerin Sıralanması: Bir Prototip

Aynen finansal krizlerin; varlık fiyatları, ekonomik faaliyet, dış göstergeler vb. öncüllere sahip olması gibi, krizlerin ortaya çıktığı zaman sıralaması içinde de ortak modeller görülür. Açıkçası krizlerin hepsi, en uç aşama olan

devlet borçlarının ödenemediği noktaya kadar tırmanmaz. Oysa gelişmiş ekonomiler, para birimi çöküşlerinden, enflasyon krizlerinden, şiddetli bankacılık krizlerinden ve daha eski evrelerde devlet borçlarının ödenememe durumundan muaf değillerdi.

Bankacılık ya da para birimi krizinden hangisinin önce geldiğini araştırmak, Kaminsky ve Reinhart'ın "ikiz krizler" çalışmasının ana temasıydı; aynı zamanda finansal liberalizasyonun genellikle bankacılık krizlerinden önce geldiği sonucuna da varmışlardı; aslında, onların öngörülmesine yardımcı olmuştu.[21] Farklı bir yaklaşım ve daha büyük bir örnek kullanan Demirgüç-Kunt ve Detragiache de aynı sonuca vardı.[22] Reinhart, para birimi çöküşleriyle dış borç ödenememesi durumları arasındaki ilişkiyi inceledi.[23] Bizim buradaki çalışmamız, iç borç krizleri ile dış borç krizleri; enflasyon krizleri ile (iç ya da dış) borç ödeyememe durumları; bankacılık krizleri ile dış borç ödeyememe durumları arasındaki bağlantıları araştırmıştır.[24] Şekil 16.12, bu literatürün ürettiği olayların "prototip" bir zaman sıralamasını gösteriyor.

Diaz-Alejandro, 1970'lerin sonları ve 1980'lerin başları sırasındaki Şili deneyimi üzerine yazdıkları "Güle Güle Finansal Baskı Dönemi, Merhaba Finansal Çöküş" başlıklı klasik makalelerinde, bankaların dış kredilere erişmesinin ve yurtiçinde daha riskli kredi verme uygulamalarının, finansal liberalizasyonla birlikte daha kolay hale geldiğini anlatmaktadır.[25] Bir süre sonra, verilen kredilerde artış ve varlık fiyatlarında patlamanın görülmesinin ardından, bilançolarda zayıflıklar açığa çıkmakta ve bankacılık sektöründe sorunlar başlamaktadır.[26] Bu sorunlar, büyük bankalara göre daha fazla sallantıda olan finans kurumlarında (finans şirketleri gibi) genellikle

---

21 Kaminsky ve Reinhart (1999).

22 Demirgüç-Kunt ve Detragiache (1998).

23 Reinhart (2002).

24 Reinhart ve Rogoff (2004) para birimi çöküşleriyle sermaye denetimleri (özellikle ikili ya da çoklu döviz kurları) arasındaki ilişki kadar, para birimi çöküşleri ve enflasyon arasındaki ilişkiyi de incelemişlerdir.

25 Diaz-Alejandro (1985).

26 Diğer bankacılık krizlerinin incelenmesine karşıt olarak, Kaminsky ve Reinhart (1999) her bankacılık krizi için iki tarih vermektedir – bankacılık krizinin başladığı tarih ve daha sonra zirveye çıktığı tarih.



Şekil 16.12. Krizlerin zaman sıralaması: Bir prototip.
Kaynaklar: Diaz-Alejandro (1985), Kindleberger (1989), Demirgüç-Kunt ve Detragiache (1998), Kaminsky ve Reinhart (1999), Reinhart (2002) ve Reinhart ve Rogoff'taki (2004, 2008c) ampirik bulgular esas alınmıştır.

daha gelişmiş düzeyde görülmektedir.

Krizde bir sonraki aşama, merkez bankasının bu kurumlara kredi açarak destek vermesiyle başlamaktadır. Eğer döviz kuru aşırı derecede yönetilmekteyse (açık bir şekilde bir çıpaya bağlanmış olması gerekmiyor), döviz kuruna destek vermek ile sorunlu kurumlara son çare olarak kredi vermek arasında politik açıdan bir tutarsızlık ortaya çıkacaktır. Bu incelemelerdeki sayısız deneyim (çoğunlukla) döviz kuru hedefinin, merkez bankasının son çare olarak kredi veren bir kurum rolü üstlenmesine boyun eğdiğini ileri sürmektedir. Sorunlu finans endüstrisine verilen merkez bankası kredileri kapsam olarak sınırlı kalsa bile, merkez bankası finans sektörünün sağlam olduğu durumdaki politikasına nazaran "faiz oranını savunma amaçlı" politika yürütmeye daha isteksiz olabilirdi. Bu olay, şekil 16.12'de "Para birimi çöküşü" başlıklı kutucukta gösterilen sıraya denk düşmektedir. Para biriminin devalüasyonu, durumu yerine göre (en azından) üç şekilde karmaşık hale sokmaktadır: (1) yabancı para cinsinden borç alan bankala-

rın sorununu, döviz karşılıklarını bozduğu için daha fazla alevlendirmektedir[27]; (2) genellikle enflasyonu kötüleştirmektedir (para birimi krizinin ne dereceye kadar yüksek enflasyona çevrileceği, ülkeler arasında aynı değildir; çünkü çok yüksek ve kronik enflasyon tarihi olan ülkeler, döviz kurlarından fiyatlara çok daha yüksek ve daha hızlı geçiş göstermişlerdir)[28] ve (3) hükümetin yabancı para birimi cinsinden borcu olması durumunda, iç ve dış borç ödeyememe olasılığını arttırmaktadır.

Bu aşamada bankacılık krizi ya para birimi çöküşünü izledikten sonra zirveye çıkar (eğer devletin kredi krizi yoksa) ya da kriz yükseldikçe, ekonomi, devlet borçlarını ödeyememe durumuna doğru ilerlerse (Şekil 16.12'de bir sonraki kutucuk) kötüleşmeyi sürdürür.[29] İç ve dış kredi olaylarının analizini yaptığımızda, bu kredi olayları arasında kendini gösteren farklı bir aşama saptayamadık. İç borç ödeyememe durumları dış borç ödeyememe durumlarından önce, sonra ya da onlarla aynı zamanda meydana gelmiştir ve bunların oluşma şekli için açık bir şey görülmemektedir. Enflasyona bakıldığında, 9. Bölümdeki bulgular, bir borç ödeyememe durumundan, özellikle de (iç ve dış borç ödeyememe durumlarının her ikisini de kapsayan) ikiz borç ödeyememe durumundan sonra enflasyon performansında belirgin bir bozulmaya işaret ediyor. Analizimizin burada özetlenen kapsamı, krizin en son çözülme aşamasına kadar uzanmaz.

Para birimi çöküşlerinin, hükümetler döviz kurunu açıkça ve hatta üstü örtülü biçimde sabitledikleri (ya da sabitlemeye yakın oldukları) zaman daha ciddi bir hal alacağını belirtmemiz gerekir. Döviz kurunun istikrarı için üstü örtülü biçimde güvence verilmesi bile bankaları, şirketleri ve vatandaşları yatıştırarak, döviz kredisi almanın yükünü birden arttıracak ve onları ani bir devalüasyon riskinin çok düşük olduğunu düşünmeye yönelterek, yabancı para cinsinden ağır yükümlülükler altına girmelerine yol açacaktır. Bir anlamda, bir para biriminin çöküşü, özel sektörün bel bağlamış olabileceği hükümet güvencesinin çöküşüdür ve bu nedenle, önemli bir sözün yerine getirilememesidir. Doğal olarak, döviz kurlarındaki büyük oynamalar da belirgin ve açık dalgalı döviz kuru rejimi olan bir ülke için trav-

[27] Bkz. Goldstein ve Turner (2004).

[28] Bkz. Reinhart, Rogoff ve Savastano (2003a).

[29] Daha önce listelenen para birimindeki devalüasyon ya da değer kaybının ikinci ya da üçüncü etkileri, gelişmiş ülkeler için konudan uzak bir olaydır.

matik olabilir; özellikle bu ülkenin önemli düzeyde döviz borcu varsa ve eğer ithal edilen ara mallar üretimde önemli bir role sahipse bu travmanın etkisi artacaktır. Travma hâlâ daha azdır çünkü hükümetin ya da merkez bankasının itibarında kayıp içermez. Yüzyıllar boyunca krizlerin çeşitli maskeler ardında kalıcı ve tekrarlayan doğası, bizi bu krizlerden en iyi nasıl kaçınacağımıza dair kolay yanıtlar vermeye kuşkuyla yaklaştırıyor. En son bölümümüzde, bu iniş çıkışlı iş döngülerinin istikrarsız durumu için reçeteleri ve bu durumu sona erdirmenin ölçümü gibi bazı konuları kısaca tarif edeceğiz.

Özet

Bu bölüm kriz perspektifimizi, bir krizin küresel doğasına dair niceliksel ölçümler göstererek büyük ölçüde genişletmiştir; bu ölçümlerimiz, bileşik küresel finansal kargaşa endeksinden, geçen yüzyıldaki Büyük Bunalımla İkinci Büyük Daralmanın sonuçları arasındaki karşılaştırmaya kadar yayılıyordu. 21. yüzyılın ilk küresel krizi olan bu daralmanın yol açtığı travmanın olağanüstü şiddetli olduğunu her yanıyla gördük. Bu makroekonomik sonucun sadece İkinci Dünya Savaşı'ndan beri yaşanan en şiddetli küresel resesyon olmasına –ve daha kötüsü olmamasına– şükredilmelidir.

- VI. KISIM -

NE ÖĞRENDİK?

Unutulanların dışında yeni bir şey yok.
—Rose Bertin

- 17 -

ERKEN UYARILAR, BORÇ ÖDEYEMEME DURUMUNU BİTİRME, POLİTİK TEPKİLER VE İNSAN DOĞASININ ZAYIF YANLARI ÜZERİNE DÜŞÜNCELER

Bizi endüstri toplumu öncesi Avrupa'nın borç ödeyememe durumu ve para ayarının düşürülmesi olaylarından 21. yüzyılın ilk küresel krizine – İkinci Büyük Daralmaya– taşıyan uzun gezinin sonuna gelmiş bulunuyoruz. Bu niceliksel tarih gezimiz, gelecekteki finans krizlerini hafifletmeye yardım edecek neler açıklamıştır? 13. Bölümde, 2007 eşikaltı finans krizinin öncesindeki döneme dair konut fiyatları ve borç üzerine bazı temel makroekonomik serilerin kaydını tutmanın ve onları geçmişteki derin finansal krizlerden alınan tarihsel karşılaştırma örneklerine göre değerlendirmenin yararlı olabileceğini iddia etmiştik. Ancak, daha fazla bir şey söylenebilir mi? Bu bölümde, yeni oluşan "erken kriz uyarı sistemi" literatürünü kısaca gözden geçirerek başlıyoruz. Bu sistemin şu ana kadar çok az başarı elde ettiğini kabul ediyoruz ama buradaki ilk sonuçları temel alarak, mevcut verilerin raporlamasını geliştirerek ve verilerdeki şekiller ve istatistiksel düzenlilikler üzerine daha fazla perspektif kazandıracak uzun bir döneme yayılmış zaman serilerinin geliştirilmesine yatırım yaparak, sağduyulu gözetim ve denetimin güçlendirilmesi için büyük bir hareket alanı bulunduğunu iddia edeceğiz.

Yeni başlayanlar için, borç üzerine uzun zaman aralığını kapsayan ülkeler arası veriler özellikle yararlı olacaktır. İdeal olarak, istatistiksel analiz yapabilmek için onyıllar, hatta yüzyıllara ait veri toplanmış olması gerekir. Biz burada altmıştan fazla ülkenin yaklaşık yüz yıl (bazı durumlarda daha da uzun) geriye giden kamu borcu üzerine, bugüne kadar az bilinen verileri kullanarak önemli bir aşama kaydettik. Ancak, ülkelerin çoğu için bizim uzun süreli zaman serilerimiz yalnızca merkezi hükümet borcunu kapsıyor, eyalet ve taşra borçlarını dahil etmiyor. Yarı devlet özelliğindeki şirketleri ve üstü örtülü devlet güvencelerini dikkate alacak daha geniş ölçümler yap-

mak yararlı olacaktır. Aynı zamanda tüketici, banka ve şirket borçlarıyla ilgili, uzun bir döneme yayılmış zaman serileri son derece yararlı olacaktır. Bu gibi bilgileri toplamanın birçok ülke için çok zor olduğunun farkındayız ama bugüne kadar başarılandan çok daha fazla şey yapılabileceğine inancımız tamdır. Burada konut fiyatı serilerinin kullanıldığı yerler (10, 13, 14 ve 16. bölümler) yükselen piyasalar da dahil olmak üzere, geniş bir ülke grubunu kullanan daha önceki çalışmalara göre ciddi anlamda bir gelişmedir; verileri daha çok ülke ve daha uzun bir dönemi kapsayacak şekilde genişletmek çok yararlı olacaktır.

Bu sonuç bölümünün ikinci kısmı, IMF gibi çok taraflı finans kurumlarının kamu iç borçları, konut fiyatları ve diğer konularda veri toplamaya ve izlemeye yardımcı olmak konusundaki potansiyel rolünü araştırıyor. Bu satırlar yazıldığı sırada, küresel erişim alanı olan hiçbir uluslararası kurumun bu verileri sağlamadığı ya da sağlamak için üye devletleri zorlamadığı hususu tümüyle dikkat çekicidir. Riskler üzerine daha iyi veriler olsa bile, büyük olasılıkla, uluslararası finansal düzenlemeleri geliştirmeye ve uygulamaya yardımcı olacak yeni bir bağımsız uluslararası kurumun oluşturulmasının son derece arzu edilir olacağını iddia ediyoruz. İddiamız yalnızca kuralların ülkeler arasında daha iyi koordine edilmesine duyulan ihtiyaca değil, ayrıca düzenleyicilerin de ulusal politika baskılarından daha bağımsız olmasına duyulan ihtiyaca dayanıyor.

Bu bölümün üçüncü kısmında, kitap boyunca defalarca ele alınan "borç ödeyememe durumunu bitirme" konusunu yeniden değerlendiriyoruz. Yükselen piyasalar, devlet borcunun seri biçimde ödenememesinden oluşan bir tarihi ve tekrarlayan enflasyon krizlerini nasıl bitireceklertir? Ana sonuç, bu bitirmenin çok zaman alan bir süreç olduğu ve kutlamalar için henüz erken olduğudur.

Bu bölümü geniş bir ders yelpazesiyle sona erdiriyoruz.

Krizleri Erken Uyarmak Üzerine

Önceki bölümlerde, bankacılık krizlerinin bazı karakteristik öncüllerini ve çeşitli kriz tipleri (örneğin, bankacılık ile dış borç krizleri ya da enflasyon ile borç krizleri) arasındaki bağlantıları tasvir ettik. Bankacılık, para birimi ya da borç krizlerinin başlangıcını tahmin etmek amacıyla oluşturulacak erken

uyarı sistemlerinin tam anlamıyla analizine girmek, bu kitabın alanının dışında kalıyor. Ünlü 1994-1995 Meksika krizinin ve hatta daha iyi bilinen 1997-1998 Asya krizinin ardından, bir krizin "işaretlerini" önceden doğru biçimde verecek çeşitli makroekonomik ve finansal göstergelerin göreceli değerlerini anlama girişimini temsil eden ciddi büyüklükte ampirik bir literatür ortaya çıkmıştı.[1] Bu çalışmalar geniş çaplı bir gösterge grubunu gözden geçirdi ve orta düzeyde bir başarıyla, ekonometrik stratejilerden ve kriz olaylarından oluşan geniş bir dizi oluşturdu. Dikkati çekecek bir şekilde, daha önce tartıştığımız gibi, eski literatür o zaman elde edilebilen çok sınırlı bir veritabanı üzerine kurulmak zorundaydı; bu veritabanında da birçok ülke için başlıca zaman serileri eksikti. Özellikle, birçok balon ve aşırı kaldıraç işlemi (aşırı kredi kullanımı) olaylarına ait kritik bir öğe olan gayrimenkul piyasaları üzerine veriler, mevcut kriz uyarı literatüründe eksikti çünkü şimdiye kadar bu veriler hazırlanmamıştı.

Bu kitabın temelinde yatan veri kümesi, hemen hemen tüm bölgelere yayılan çok sayıda gelişmiş ekonomi ve yükselen piyasa için ikametgâh amaçlı konut fiyatları hakkında gerekli bilgiyi kapsadığı için, artık bu erken uyarı literatüründeki önemli açığı doldurmaya odaklanabiliriz.[2] Konut fiyatlarıyla ilgili alıştırmamız nihai değildir. Göstergelerin kıdem sırasının konut fiyatlarına nerede uyduğunu incelemek için, Kaminsky ve Reinhart'ın birçok çalışmasında önerdiği işaretler yaklaşımını izledik.[3] Tablo 17.1, bankacılık ve para birimi krizleri için yapılan işaretler yaklaşımı alıştır-

---

1 Para birimi krizlerinin risk göstergeleri için bkz. Kaminsky, Lizondo ve Reinhart (1998); Berg ve Pattillo (1999); Bussiere ve Mulder (2000); Berg vd. (2004); Bussiere ve Fratzscher (2006); Bussiere (2007) ve orada gösterilen kaynaklar. Bankacılık krizleri için bkz. Demirgüç-Kunt ve Detraigaiche (1998, 1999). İkiz krizler (bir ülkenin ortak bankacılık ve para birimi krizi riskine sahip olduğu zamana dair göstergeler) için bkz. Kaminsky ve Reinhart (1999); Goldstein, Kaminsky ve Reinhart (2000).

2 İdeal olarak, ticari gayrimenkuller için de karşılaştırılabilir veriler olması arzu edilirdi; ticari gayrimenkul fiyatları, Japonya ve diğer Asya ekonomilerinde büyük bankacılık krizlerini hazırlayan olaylar içindeki varlık fiyatları balonlarında önemli rol oynamıştı.

3 Kaminsky, Lizondo ve Reinhart (1998); Kaminsky ve Reinhart (1999). Kaminsky, Lizondo ve Reinhart (1998) tarafından ayrıntılarıyla tanımlanan işaretler yaklaşımı, göstergeleri, sahip oldukları "ses-işaret" oranlarına göre sıralandırmaktadır. Bir gösterge, bir işaret gönderdiğinde (kırmızı bayrak kaldırdığında) onu izleyen iki yıl içinde bir kriz meydana gelirse bu doğru bir işarettir; eğer işaretten sonra bir kriz meydana gelmezse bu bir yanlış alarm ya da sestir. Bu nedenle en iyi göstergeler, en düşük ses-işaret oranına sahiptir.

TABLO 17.1
Bankacılık ve para birimi krizlerine dair erken uyarı göstergeleri: Özet

Gösterge sırası (en iyiden en kötüye)	Tasvir	Sıklık
Bankacılık krizleri		
En iyi		
Reel döviz kuru	Genel eğilimden sapmalar	Aylık
Reel konut fiyatları[a]	On iki aylık (ya da yıllık) yüzde değişim	Aylık, üç aylık, yıllık (ülkeye bağlı olarak)
Kısa dönemli sermaye girişleri/GSYH	Yüzdelik puanlarla	Yıllık
Cari işlemler dengesi/yatırım	Yüzdelik puanlarla	Yıllık
Reel hisse senedi fiyatları	On iki aylık yüzde değişim	Aylık
En kötü		
Institutional Investor (II) ve Moody's devlet reytingleri	Endeksteki değişme	Yılda iki kez (II), aylık (Moody's)
Dış ticaret hadleri	On iki aylık yüzde değişim	Aylık
Para birimi çöküşleri		
En iyi		
Reel döviz kuru	Genel eğilimden sapmalar	Aylık
Bankacılık krizleri	İkili değişken	Aylık ya da yıllık
Cari işlemler dengesi/GSYH	Yüzdelik puanlarla	Yıllık
Reel hisse senedi fiyatları	Altı aylık yüzde değişim	Aylık
İhracat	On iki aylık yüzde değişim	Aylık
M2 (geniş para arzı)/uluslararası rezervler	On iki aylık yüzde değişim	Aylık
En kötü		
Institutional Investor (II) ve Moody's devlet reytingleri	Endekste değişim	Yılda iki kez (II), aylık (Moody's)
Yurtiçi faiz-yabancı faiz farkı (kredi faizleri)[b]	Yüzdelik puanlarla	Aylık

Kaynaklar: Kaminsky, Lizondo ve Reinhart (1998); Kaminsky ve Reinhart (1999); Goldstein, Kaminsky ve Reinhart (2000) ve yazarların hesaplamaları

[a] Burada gösterilen, "yeni" değişkendir.

[b] Bu, Yükselen Piyasa Tahvil Endeksi aralığında görülene benzer bir yurtiçi faiz-yabancı faiz farkıyla karıştırılmamalıdır.

masının bazı önemli kısımlarını sunuyor. Kriz olayları örneğini diğer göstergeler açısından yeniden değerlendirmedik, güncellemedik ya da genişletmedik. Katkımız, konut fiyatlarının performansını, bu literatürde genel olarak bulunan diğer göstergelerinkilerle karşılaştırmaktır.

Bankacılık krizleri için, reel konut fiyatları, güvenilir gösterge listesinin neredeyse en üstündedir. Bunlar daha az yanlış alarm vererek, cari işlemler dengesini ve reel hisse senedi fiyatlarını geride bırakmaktadır. Bu varlıkların fiyatındaki gelişmelerin izlenmesi, potansiyel bankacılık krizi senaryolarını tahmin etmemize yardım edecek açık katkıya sahiptir. Para birimi çöküşlerini öngörmek içinse, gayrimenkul fiyatı döngüsüyle var olan bağlantı o kadar keskin değildir; konut fiyatları, bir bankacılık krizi ya da cari işlemler ve ihracatın performansında olduğunun aksine, reel döviz kurunun aşırı değerlenmesinin bir tahmini olarak listenin daha alt sıralarında yer alıyor.

İşaretler yaklaşımının (ya da buna en yakın alternatif yöntemlerin), bir balonun patlayacağı tam tarihi hassas olarak saptaması ya da beliren krizin şiddetine ait açık bir gösterge vermesi mümkün olamayacaktır. Bu sistematik alıştırmanın vereceği şey, bir ekonominin şiddetli finansal hastalık gelişmeye başlamadan önce klasik belirtilerinden bir ya da daha fazlasını gösterip göstermediği yönündeki değerli bilgidir. Ne var ki, etkili ve inanılır bir erken uyarı sistemi kurmanın önündeki en önemli engel, çeşitli göstergelerden zamanında nispeten güvenilir huzursuzluk işaretleri üretebilen sistematik bir çerçeve tasarlamak değildir. Başarının önündeki en büyük engel, yerleşik politika üretenlerin ve piyasa katılımcılarının bu işaretleri, eski değerlendirme kurallarının artık geçerli olmayacağını varsayarak, modası geçmiş bir çerçeveye ait ilgisiz arkaik kalıntılar olarak görmeleridir. Eğer bu kitapta incelemiş olduğumuz tarih bize rehber olacaksa, bu işaretlerden çoğunlukla vazgeçilecektir. İşte bu nedenle, kurumları da geliştirmeyi düşünmeye ihtiyacımız vardır.

Uluslararası Kurumların Rolü

Uluslararası kurumlar risk azaltma konusunda, öncelikle verilerin raporlanmasında şeffaflık ilkesini uygulayarak ve ikincisi, kaldıraç işlemleriyle ilgili kurallara uyulmasını zorlayarak önemli bir rol oynayabilir.

Uluslararası kurumların, banka bilançoları hakkında daha şeffaf raporlar sağlamaya ek olarak, hükümet borçları ve hükümetin verdiği üzeri örtülü borç güvenceleri hakkında daha açık ve daha iyi bilgi verme konusunda da aşırı derecede yardımı olacaktır. Muhasebeye daha fazla şeffaflık kazandırılması, tüm sorunları çözmeye yeterli olmayacaktır ama bunun yardımı olacağı kesindir. Şeffaflığa zorlamakla, uluslararası kurumları bekleyen büyük bir görev vardır – bu kurumlar uluslararası düzen içinde son yirmi yıldır kendilerine bir yer arayışı içinde dönüp durmaktadır. IMF'nin, hükümetin üzeri örtülü güvenceleri ve bilanço dışı kalemleri kapsayan borç muhasebesiyle ilgili aşırı katı standartlar getirmek suretiyle, hükümetler için kamu malı sağlama olanağı vardır.

IMF'nin 1996'da yaptığı girişim (Özel Veri Yayınlama Standardı) ilk büyük adım olmasına rağmen, bu konuda yapılabilecek daha çok şey vardı. Oluşturulacak bu tür bir dış standardın ne kadar yararlı olacağını anlamak için, 2007 finans krizi sırasında ABD hükümetinin muhasebe kayıtlarının şeffaflıktan ne kadar uzaklaşmış olduğunu anımsamak yeterli olacaktır. (FED, piyasa fiyatlarının saptanması çok zor olan trilyonlarca dolarlık özel varlığı muhasebe kayıtlarına işlemiş ama krizin derinleştiği günlerde bu varlıkların ayrıntılarını ABD kongresine bile açıklamayı reddetmişti. Bu varlıkların üstlenilmesinin olağanüstü nazik ve hassas bir uygulama olduğu kabul edilebilir, yine de uzun dönem için doğru yaklaşım, sistemli bir şeffaflık olacaktır.) Şeffaflığı hayata geçirmek, söylendiği kadar kolay değildir çünkü hükümetler muhasebe kayıtlarıyla oynamak için birçok gerekçe bulmaktadır. Ancak, eğer kurallar dışarıda bir kurum tarafından, bir sonraki krizden önce yazılmış olsa, bu kurallara uyulmaması, iyi niyetli davranışlardan uzaklaşmanın işareti olarak yorumlanabilecektir. Bizim görüşümüze göre, IMF hükümetlerin başı derde girdikten sonra yangın söndürmeye gitmek yerine, onları borç pozisyonları konusunda önceden uyarmak suretiyle daha yararlı bir rol oynama olanağı bulacaktır. Oysa tarihin bize gösterdiği gibi, IMF'nin bir kriz sırasında üstlendiği role nazaran kriz öncesi etkisi daha azdır.

Ayrıca, uluslararası finans alanında kural yapıcı bir kurumun önemli etkileri olacağına kuvvetle inanıyoruz. Birincisi, sınırlar arası sermaye akışı artmaktadır ve genellikle, aradığı yüksek getiri oranları yanında, daha hafif kontroller peşindedir. Modern uluslararası finans devleri üzerinde kuralların anlamlı denetimini sağlamak için, finans kuralcılığının koordinasyonu

hakkında bazı önlemler almak önemlidir. Bu kurumun aynı şekilde önemli olan bir etkisi daha olacaktır: Uluslararası bir finansal düzenleyici potansiyel olarak, kuralların egemenliğinin ve uygulamasının hafifletilmesi için yurtiçi kural koyucular üzerinde lobi çalışması yapan yasa koyuculardan kendisini bir nebze de olsa politik olarak ayırabilir. Bu tür bir kurumda çalışacak kişiler için gerek duyulan özel niteliklerin, mevcut çok taraflı büyük uluslararası kredi kurumu için gerek duyulanlardan çok farklı olduğu göz önünde bulundurulduğunda, tamamıyla yeni bir kuruma ihtiyaç duyulduğuna inanıyoruz.[4]

Borç Ödeyememe Durumunu Bitirme

Çeşitli finans krizleri hakkında yaptığımız analizler bizi birçok önemli soruyla karşı karşıya getiriyor (fakat bize çok daha az yanıt sağlıyor). Muhtemelen, konuyla doğrudan ilgili soru kümesi "borç ödeyememe durumunu bitirme" (graduation) üzerine olan sorulardan oluşmaktadır; bu kavram ilk olarak Savastano'yla ortaklaşa yaptığımız çalışmada ortaya atıldı ve bu kitapta da baştan sona kadar hep vurgulanarak tekrarlandı.[5] Niye Fransa ve İspanya gibi ülkeler yüzyıllarca süren devlet borçlarını seri şekilde ödeyememe durumuna girdikten sonra, bu borç ödeyememe durumlarını, sonunda, en azından dar teknik anlamda durdurmuşlardır? Borç ödeyememe durumunu bitirme kavramıyla tam olarak anlatılmak istenen, olmazsa olmaz bir konu vardır. "Yükselen piyasa" aşamasından "gelişmiş ekonomi" statüsüne geçiş süreci, bu yükselişi belgeleyen bir diplomayla ya da iyi tanımlanmış bir ölçüt kümesiyle belirlenmemiştir. Qian ve Reinhart'ın ışık tutuğu gibi, borç ödeyememe durumunu bitirme, uluslararası yatırım yapılabilme statüsüne erişme ve bu konumu sürdürme statüsü olarak tanımlanabilir; burada vurgu, sürdürme kısmına yapılmaktadır.[6] Bu borç ödeyememe durumunu bitirme ölçütü tanımının başka şekilde ifade edilmesi, o ülkenin devlet borç yükümlülüklerini yerine getirememe olasılığını önemli ve inanılır derecede azaltmış olması olarak tarif edilebilir. Eğer bu ülke bir

4 Reinhart ve Rogoff'ta (2008d) uluslararası finansal düzenleyiciler vakasını savunmuştuk.

5 Bkz. Reinhart, Rogoff ve Savastano (2003a).

6 Qian ve Reinhart (2009).

daha seri borç ödeyememe durumuna girecek olursa artık yatırımcılar onu o şekilde bilecektir. Sermaye piyasalarına erişim, öyle her istediğin zaman yapılacak bir şey değildir. Borç ödeyememe durumunu bitirme, aynı zamanda belli bir kişi başına gelir düzeyine ulaşma, makroekonomik oynaklıkta önemli düzeyde azalma, döngüye ters yönde maliye ve para politikaları izleme ya da birçok yükselen piyasayı etkisi altına alan istikrar bozucu politikalardan kendini uzak tutma çizgisine erişme olarak da tanımlanabilir.[7] Açıkçası, bu dönüm noktaları birbirleriyle ilişkili değildir.

Eğer borç ödeyememe durumunu bitirme, her tür finansal krizden tümüyle kaçınmak anlamında alınacak olursa, elimizde bunu bitirecek hiçbir ülke kalmayacaktır. Daha önce belirttiğimiz gibi, örnekleri Avusturya, Fransa, İspanya ve benzerlerinde görüldüğü gibi, ülkeler, devlet borcunu seri ödeyememe ya da tekrarlayan çok yüksek enflasyon evreleri gibi durumlardan "kurtulup" bu süreçleri tamamlayabilir. Ne var ki, tarih bize tekrarlayan bankacılık ve finans krizlerinden kurtulmanın çok daha belirsiz olduğunu söylüyor. Bunun için 2007 finans krizini anımsamamız yeterlidir. 10. Bölümde gösterdiğimiz gibi, çekirdek örneğimizde yer alan altmış altı ülkeden sadece birkaçı 1945'ten beri bankacılık krizinden kaçmayı başarabilmiştir ve 2008 itibariyle yalnızca bir ülke bankacılık krizine karşı kendini koruyabilmiştir. Para krizlerinden kurtulmak bile belirsizdir. Belirlenen bir çıpaya karşı toplu spekülatif saldırıların artık gündemde olmadığı dalgalı kur bağlamında bile, gelişmiş ülkelerin para birimleri çökmektedir (yani, yüzde 15'ten fazla değer kaybı yaşamaktadır). Doğrusu, ülkeler döviz kurlarında oynaklık geliştirmedikleri durumlarda, daha gelişmiş sermaye piyasalarına ve açıkça daha esnek döviz kuru sistemlerine sahip olan para birimlerindeki çöküntüleri daha kolay savuşturabiliyorlar.

Borç ödeyememe durumunu bitirme tanımını, ülkelerin sermaye piyasalarına girmelerine olanak tanıyan koşullar olarak kabul ettikten sonra bunun ardından gelen soru, bu kavramın uygulamada nasıl kullanılacağıdır. Başka bir ifadeyle, borçları ödeyememekten kurtulmanın "niceliksel" olarak işleyen bir ölçümü nasıl geliştirilecektir? Borç ödeyememe durumunu bitirmenin kesin tanımı "piyasa duygularından" gereğinden çok etkilenmemelidir. Büyük Meksika (1994), Kore (1997) ve Arjantin (2001) krizlerini hazırlayan olaylar sırasında, bu ülkelerin hepsi, çok taraflı örgütler ve finans

7 Bkz. Kaminsky, Reinhart ve Végh (2004).

TABLO 17.2

Institutional Investor dergisinin altmış altı ülkeyle ilgili reytingleri: Yükseltme ya da indirme, 1979-2008

Ülke	Bağımsızlık yılı (1800'den sonraysa)	*Institutional Investor* reytingi, 2008 (Mart)	1979'dan 2008'e kadar reytingdeki değişim (pozitif rakamlar düzelmeyi gösteriyor)
Afrika			
Angola	1975	v.y.	
Cezayir	1962	54,7	–3,9
Fas	1956	55,1	9,6
Fildişi Sahili	1960	19,5	–28,7
Güney Afrika	1910	65,8	3,8
Kenya	1963	29,8	–15,8
Mauritius*	1968	56,3	38,3
Mısır	1831	50,7	16,8
Nijerya	1960	38,3	–15,8
Orta Afrika Cumhuriyeti	1960	v.y.	
Tunus	1957	61,3	11,3
Zambiya	1964	v.y.	
Zimbabve	1965	5,8	–18,0
Asya			
Çin		76,5	5,4
Endonezya	1949	48,7	–5,0
Filipinler	1947	49,7	4,0
Hindistan	1947	62,7	8,5
Hong Kong*		v.y.	
Japonya		91,4	–5,5
Kore*	1945	79,9	8,7
Malezya*	1957	72,9	2,6
Myanmar	1948	v.y.	
Singapur*	1965	93,1	14,2
Tayland*		63,1	8,4
Tayvan*	1949	v.y.	
Avrupa			
Almanya		94,8	–3,5
Avusturya		94,6	8,9
Belçika*	1830	91,5	5,7
Britanya*		94,0	3,4
Danimarka*		94,7	19,4
Finlandiya*	1917	94,9	20,0
Fransa		94,1	3,0
Hollanda*		95,0	5,3

(*devam ediyor*)

TABLO 17.2 (devamı)

Ülke	Bağımsızlık yılı (1800'den sonraysa)	*Institutional Investor* reytingi, 2008 (Mart)	1979'dan 2008'e kadar reytingdeki değişim (pozitif rakamlar düzelmeyi gösteriyor)
Avrupa			
İspanya		89,6	19,3
İsveç		94,8	10,6
İtalya		84,1	10,3
Macaristan	1918	66,8	4,2
Norveç*	1905	95,9	7,0
Polonya	1918	73,0	23,5
Portekiz		84,8	32,8
Romanya	1878	58,4	3,6
Rusya		69,4	–9,4
Türkiye		52,0	37,2
Yunanistan	1829	81,3	18,7
Latin Amerika			
Arjantin	1816	41,9	–20,5
Bolivya	1825	30,3	–1,3
Brezilya	1822	60,6	4,3
Dominik Cumhuriyeti	1845	36,1	–0,3
Ekvador	1830	30,9	–22,3
El Salvador	1821	46,6	33,7
Guatemala	1821	41,3	19,7
Honduras	1821	31,5	12,4
Kolombiya	1819	54,7	–6,0
Kosta Rika	1821	52,3	7,6
Meksika	1821	69,3	–2,5
Nikaragua	1821	19,3	8,9
Panama	1903	57,1	11,6
Paraguay	1811	29,7	–13,7
Peru	1821	57,7	27,0
Şili	1818	77,4	23,2
Uruguay	1811	48,8	7,8
Venezuella	1830	43,1	–29,3
Kuzey Amerika			
ABD*		93,8	–5,1
Kanada*	1867	94,6	1,1
Okyanusya			
Avustralya*	1901	91,2	3,5
Yeni Zelanda*	1907	88,2	10,0

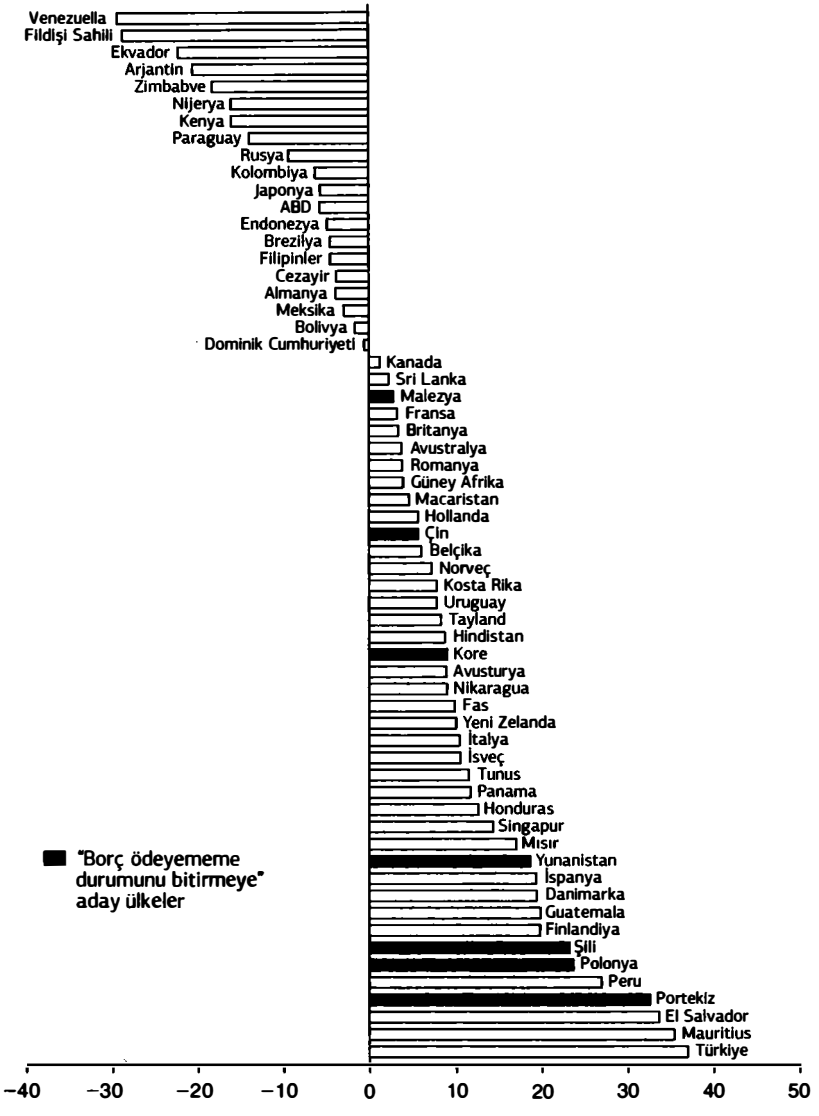
Kaynaklar: *Institutional Investor* (çeşitli yıllar), yazarların hesaplamaları ve Qian ve Reinhart (2009).

Notlar: Yıldız işareti (*) tarihinde devlet borcunu ödeyememe ya da yeni ödeme planına bağlama olayları bulunmadığını gösteriyor. v.y.: veri yok.

piyasaları tarafından yaygın bir şekilde borç ödeyememe durumunu bitirecek –gerçek– adaylar arasında gösterilmişti.

Bu karmaşık konuyla uğraşmak, bizim buradaki amacımızın dışında kalıyor. Bizim amacımız (2. Bölümde tanımlanan şekliyle) "borçlular kulübü" ülkelerine ait anlık bir görüntüyü ve geçmiş otuz yılda devlet borcu ödeyememe olasılığına dair algılamalara ait "büyük resmi" vermektir. Bu amaçla Tablo 17.2, örneğimizdeki ülkeleri (ve onların bağımsızlıklarını kazandığı tarihleri) sıralıyor. Üçüncü sütun, altmış altı ülkenin altmış ikisi için *Institutional Investor* dergisinin verdiği reytingleri gösteriyor. Reyting verilmeyen ülkeler arasında, Hong Kong ve Tayvan dışında kalanların hepsi C Kulübü (özel sermaye piyasalarını geçici olarak kapatan ülkeler grubu) üyesidir. Sonraki sütun 1979'dan (*Institutional Investor* dergisinin, piyasa katılımcılarıyla yılda iki kez yaptığı araştırmanın sonuçlarını yayınladığı ilk yıl 1979'du) Mart 2008'e kadar olan reyting değişimlerini gösteriyor.

Borç ödeyememe durumunu bitirme derecesini hak edecek adayların "A Kulübü" üyesi olmanın ölçütüne uymak için *Institutional Investor* dergisinin reytingi olan 68 ya da daha yüksek puan alması yeterli değildir; ayrıca "doğru çıkışa" da sahip olmaları gerekir. Özel olarak, bu ülkeler otuz yıl öncesinden başlayarak bir düzelme göstermeliler. Türkiye gibi ülkeler zaman içinde reytinglerinde önemli düzelmeler gösteriyor ama bunların mevcut statüleri hâlâ A Kulübü –gelişmiş ülkeler– sınırının altında kalıyor. Diğerleri, Meksika örneğinde görüldüğü gibi, 2008 sıralamasına göre A Kulübü ölçütlerini karşılıyordu ama 1979'dan itibaren bakıldığında bunların durumlarında kötüleşme görülüyordu. Şekil 17.1, *Institutional Investor* dergisi reytinglerindeki değişimlerin grafiğini çiziyor (Tablo 17.2'de yer alan sonuncu sütun) ve borç ödeyememe durumunu bitirme derecesi almayı hak etme olasılığı olan ülkelere ışık tutuyor. Bunlar Şili, Çin, Yunanistan, Kore ve Portekiz'i kapsıyor (Malezya ve Polonya, daha ziyade sınırda kalan örneklerdir ve A Kulübü sınırının tam altında yer alıyorlar). Bu listede bulunmayanlar, Afrika ülkeleri ve pratikte tüm Latin Amerika ülkeleridir. Bu alıştırma, tanımlayıcı olmaktan çok, örneklemeyi amaçlamaktadır; çünkü "yükselen piyasa ya da gelişmekte olan ülke" statüsünden kimlerin nasıl çıktığı sorunu, kalkınma ekonomisinin önünde durmaktadır.



Şekil 17.1. Altmış altı ülke için *Institutional Investor* dergisi devlet kredi reytinglerindeki değişimler, 1979-2008.

Kaynaklar: Qian ve Reinhart (2009) ve orada gösterilen kaynaklar.

Not: Malezya ve Polonya, borç ödeyememe durumunu bitirme derecesini hak eden adaylar arasında yer aldı ama bunlar "sınır çizgisindeki" vakalardı.

Politik Tepkiler Üzerine Bazı Gözlemler

Bu defa farklı sendromunun kalıcı ve tekrarlayan doğasının kendisi, bizim doğrudan üstesinden gelinebilecek bir sorunla uğraşmadığımızı gösteriyor. Bu sendrom farklı örtüler altında her bölgede kendini bir ara göstermiştir. Küresel önemine bakılmaksızın, hiçbir ülke buna karşı bağışıklığa sahip değildir. Borç alanların, kredi verenlerin, politika yapanların, akademisyenlerin ve halkın zayıflayan anıları zaman içinde güçlenecek gibi durmuyor ve bir sonraki patlamadan nasıl "kaçınılacağıyla" ilgili politika derslerinin, en iyi durumda sınırlı olduğu söylenebilir. Tehlike sinyalleri, gerekçeleri çok kuvvetli bir erken uyarı sisteminden çıkmış olsa bile, eski değerlendirme kurallarının artık uygulanamayacağı ve "Lucas eleştirisinin" bizden yana olduğu gerekçeleriyle göz ardı edilebilir. (Adını, makroekonomi politikaları üzerine çalışmasıyla tanınan Robert Lucas'tan alan Lucas eleştirisi, tarihsel verilerde, özellikle de büyük toplamlarda oluşan tarihsel verilerde gözlemlenen ilişkileri temel alarak ekonomi politikalarındaki değişimlerin etkilerini öngörmeye çalışmanın saflık olduğunu söylemektedir.)

Krizler kaçınılmaz olsa bile, finansal çılgınlığın bu kadar geniş bir biçimde gözden geçirilmesiyle elde edebileceğimiz bazı temel kavrayışlar olmalıdır. Finansal krizlerin tarihini incelemek için daha iyi zaman serileri verileri geliştirmemizin önemini zaten tartışmıştık; bu yaklaşım, bu kitabın esas öncülünü oluşturur. Aşağıda daha başka kavrayışlara ışık tutacağız.

Birincisi, borç ve enflasyon krizlerini yatıştırmak ve yönetmekle ilgili olarak:

- Hükümetin borçluluk durumunun tam resmini çıkarmak önemlidir çünkü hükümetin mevcut iç borçlarının büyüklük ve özelliklerini dikkate almayan, anlamlı bir dış borç sürdürebilirlik alıştırması yoktur; bunun ideal olarak koşullu borçları da kapsaması istenir.
- Borç sürdürülebilirlik alıştırmaları, ekonomik performansla ilgili akla yakın senaryolara dayandırılmalıdır çünkü bulgular, ülkelerin borçlarından kolaylıkla "kurtulduğuna" dair görüşe çok az destek veriyor. Bu gözlem, yüksek borç düzeyleri devralan hükümetlerin seçeneklerini sınırlandırmaktadır. Basit olarak ortaya koyarsak, sermaye akışlarındaki "ani duruşları" dikkate almaları gerekir çünkü tüm ülkeler için tekrarlanan olaylar olan bu gibi durumlar, en çok dünyanın en büyük ekonomileri için bir sorundur.

- Para politikası çerçevelerine yönelik enflasyon riski de (döviz kuru sabit ya da esnek olsun) aynı zamanda iç borç düzeyleriyle bağlantılı gözükmektedir. Birçok hükümet, iç borcu enflasyonla ortadan kaldırmanın cazibesinden kendini kurtaramamıştır.

İkincisi, politika yapanlar bankacılık krizlerinin uzun süreceğinin farkındadır. Bazı krizler (1992'de Japonya ve 1977'de İspanya'dakiler gibi), yetkililer bunları uzun süre yadsıdığı için daha da uzamıştır. Hükümet gelirleri krizlerin sonrasında daralırken ve yardım paketi maliyetleri artarken, bütçe finansmanı büyük ölçüde sıkıntıya girer. Ne var ki, bankacılık krizlerini geniş bir biçimde kapsayan çalışmamız, kriz süresini kısaltmanın bir çaresi olarak düşünülen ve bankacılık krizi başlarken ekonominin aşağıya doğru gidişini yavaşlatması beklenen, o çok tartışılan canlandırma paketlerinin etkinliği hakkında çok az şey söylüyor. İkinci Dünya Savaşı öncesi bankacılık krizleri, döngünün tersine hareket eden maliye politikalarıyla nadiren karşılaşmıştı. Savaş sonrası dönem, gelişmiş ekonomilerde yalnızca bir avuç şiddetli bankacılık krizine tanık olmuştu. 2007'den önce açık canlandırma önlemleri, Japonya krizindeki politik tepkilerin bir kısmıydı. Yükselen piyasalardaki sayısız şiddetli bankacılık krizinde, mali canlandırma paketleri bir seçenek değildi çünkü hükümetlerin uluslararası sermaye piyasalarına erişimi engellenmişti. Bu olaylarda, hükümet harcamalarındaki artışlar esas olarak yardım paketleri ve belirgin bir şekilde yükselen borç ödeme maliyetlerini yansıtıyordu. Kurtarma paketlerinin etkinliği hakkında, tek bir olaydan yola çıkarak sonuçlar çıkarmak tehlikelidir. Ne var ki, bir krizin ardından hükümet borçlarının kabarması, hükümetlerin krizin ekonomik faaliyet üzerindeki ters etkilerini ortadan kaldırmak için nereye kadar gitmek istediğini değerlendirmek açısından önemli bir faktördür. Bu mesaj, özellikle borca dayanıksızlık geçmişi olan ve nispeten orta düzeylerdeki borcunu bile ödemekte zorlanan ülkeler için önemlidir.

Üçüncüsü, borç ödeyememe durumunu bitirme hakkında en büyük politika kavrayışı, olgunlaşmamış kendi kendini kutlamanın ülkeleri halinden memnun olma durumuna ve daha aşağı dereceye indirmeye yöneltmesidir. Bazı borç krizleri, ülkelerin reytinglerinin yükseltildiği, OECD'ye katıldığı (örneğin, Meksika, Kore, Türkiye) ve genel olarak uluslararası topluluğun öne çıkan çocuğu olmasının (örneğin, 2001 sonundaki çözülmesi öncesinde 1990'lar sonundaki Arjantin) hemen ardından meydana geldi.

Bu-Defa-Farklı-Sendromunun Son Versiyonu

Son finans krizine bakıldığında, borç alanların ve kredi verenlerin yanlışlarından ders alındığına ve finans krizlerinin çok uzun bir süre, en azından yükselen piyasalarda ve gelişmiş ekonomilerde geri gelmeyeceğine dair yaygın bir görüş vardı. Daha iyi bilgi sahibi makroekonomik politikalar ve daha ayrımcı kredi verme uygulamaları sayesinde, tekrar büyük borç ödeyememe durumlarına girilmeyeceği iddia edilmişti. Aslında, son finans krizini hazırlayan olaylar sırasında, çok sık atıfta bulunulan yükselen piyasalar için niye "bu-defa-farklı-olduğunun" nedeni olarak, bu ülke hükümetlerinin iç borçlanmaya daha fazla dayanması gösterilmişti.

Ancak, kutlamalar için henüz erken sayılırdı. Onların, yükselen piyasaların tarihi hakkında bilgileri olmadığı kesindi. Sermaye akışı ve borç ödeyememe durumlarının görüldüğü döngüler, bu bölgelerde en azından 1800 yılından beri görülmekteydi; dünyanın diğer yerlerindeyse daha da eskilere gitmiş olabilirdi. Bu döngülerin niye herhangi bir zamanda sona ermesi gerektiği konusu açık değildi.

Son krizi hazırlayan olaylar sırasında, zengin ülkeler örneğinde bu-defa-farklı sendromlarından biri, modern parasal kurumların yenilmezliğiyle ilgiliydi. Merkez bankaları "enflasyon hedeflemesi" aracıyla silahlanmışlardı ve böylelikle, hem enflasyonu düşük tutacaklarına hem de üretime optimum düzeyde istikrar kazandıracaklarına inanıyorlardı. Başarıları, bazı kesin kurumsal ilerlemeler, özellikle de merkez bankalarının bağımsızlığı üzerine kurulmuş olmasına rağmen, aşırı övülmüştü. Bir canlanma döneminde oldukça mükemmel işleyen politikaların, büyük bir resesyon döneminde hiç de güçlü olmadığı birden anlaşılmıştı. Piyasa yatırımcıları, sonrasında herhangi bir sorunla karşılaşıldığında merkez bankalarının kendilerine destek olacağına güvenmişlerdi. Ünlü "Greenspan'in koyduğu para politikası" (FED Başkanı Greenspan'e atfen bu ad verilmişti), FED'in, varlık fiyatlarında keskin bir çıkış anında faiz oranlarının yükseltilmesine (bu nedenle, onların geri çağrılmasına) karşı konulmasını ama varlık fiyatlarındaki düşüşe (onları yukarı çıkarmak amacıyla) faiz oranlarını indirerek sert biçimde tepki verilmesini temel alıyordu. Bu nedenle piyasalar, FED'in yatırımcılara tek yanlı bahis oynattığına inanıyordu. FED'in, çöküş başladığı anda olağanüstü önlemlere başvuracağının artık gerçek olduğu kanıtlanmıştı. Enflasyon hakkında tek yanlı bakış açısının, ancak diğer düzenleyici-

lerin (borç alma) kaldıraç işlemlerinin aşırıya kaçırılmasını önleyebildikleri bir ortamda haklı görüleceği artık anlaşılmış olmalıdır.

O zaman tarihten çıkarılan ders şudur: Kurumlar ve politika yapanlar gelişmiş olsalar bile, sınırları zorlamaya neden olacak bir dürtü her zaman olacaktır. Aynen bir kişinin işe ne kadar zengin başlarsa başlasın iflas etme olasılığının bulunması gibi, bir finans sistemi de ne kadar iyi düzenlenmiş olursa olsun açgözlülük, politika ve kârların baskısı altında çöküntüye gidebilir.

Teknoloji değişmiştir; insanların boyları değişmiştir ve moda değişmiştir. Oysa hükümetlerin ve yatırımcıların kendilerini kandırma yetenekleri, genellikle sonu gözyaşlarıyla biten dönemsel coşku krizlerine neden olsa da, anlaşılan değişmemiştir. Friedman ve Schwartz'ın hiçbir dikkatli okuru, hükümetlerin finans piyasalarını yanlış yönetme konusundaki yetenekleri hakkında çıkardığımız bu sonuca şaşırmayacaktır; analizlerinin ana konusu da zaten budur.[8] Finans piyasalarına gelince, Kindleberger klasik kitabının birinci bölümünün başlığını şöyle koymuştu: "Finans Krizi: Uzun Ömürlü Dayanıklı bir Bitki."[9]

Başladığımız noktaya, yani büyük borçları olan ekonomilerdeki finansal kırılganlık kavramına geldik. Yoğun borçlanma dönemleri, bir balon oluştuğunda çok sıkça gerçekleşebilir ve şaşırtıcı şekilde uzun sürebilir. Ancak, kaldıraç işlemlerinin yoğun olduğu, özellikle de kısa vadeli borçların vadelerinin, sadece nispeten nakit olmayan varlıklara güvenerek, sürekli uzatılarak devredildiği ekonomilerin sonsuza kadar yaşaması, özellikle kaldıraç işlemleri denetimsiz büyümesini sürdürüyorsa çok nadirdir. Bu defa farklı gözükmüş olabilir ama derinlemesine bakıldığında, umulandan daha sık bir biçimde, öyle olmadığı görülecektir. Cesaretlendirecek olursak tarih, politika yapanların riskleri değerlendirmek için bakabilecekleri uyarı işaretlerini göstermektedir – eğer kredi balonunun şişirdiği başarılarla başları dönüp de, kendilerinden öncekilerin yüzyıllarca söylemiş olduğu gibi, "Bu defa farklı" dememişlerse.

---

8 Friedman ve Schwartz (1963).

9 Bkz. Kindleberger (1989).

VERİ EKLERİ

EK E.1
MAKROEKONOMİK ZAMAN SERİLERİ

Bu ek bölüm, kitapta kullanılan makroekonomik zaman serilerini kapsamaktadır; hükümet borçlarıyla ilgili veriler için ayrı bir ek (Ek A.2) hazırlanmıştır.

Sıkça Kullanılan Kaynaklar ve Tabirler İçin Yapılan Kısaltmalar

Ek kaynaklar ilerideki tablolarda gösterilmiştir.

BNB	Banque Nationale de Belgique (Belçika Merkez Bankası)
DVD	Diaz ve diğerleri (2005)
ESFDB	European State Finance Database (Avrupa Devlet Finans Veritabanı)
GDF	World Bank, *Global Development Finance* (çeşitli sayılar) (Dünya Bankası, *Küresel Kalkınma Finansmanı*)
GFD	Global Financial Data (Küresel Finans Verileri)
GPIHG	Global Price and Income History Group (Küresel Fiyat ve Gelir Tarihi Grubu)
IFS	International Monetary Fund, *International Financial Statistics* (çeşitli sayılar) (Uluslararası Para Fonu, *Uluslararası Finans İstatistikleri*)
IISH	International Institute of Social History (Uluslararası Toplumsal Tarih Enstitüsü)
KRV	Kaminsky, Reinhart ve Végh (2003)
MAD	Maddison (2004)

MIT	Mitchell (2003a, 2003b)
OXF	Oxford Latin American Economic History Database (Oxford Latin Amerika İktisat Tarihi Veritabanı)
RR	Reinhart ve Rogoff (yıllar belirtildiği gibi)
TED	Total Economy Database (Toplam Ekonomi Veritabanı)
WEO	International Monetary Fund, *World Economic Outlook* (çeşitli sayılar) (Uluslararası Para Fonu, *Ekonomik Açıdan Dünyaya Bakış*)
Ypb	Yerel para birimleri

TABLO E.1.1
Fiyatlar: Tüketici ya da hayat pahalılığı endeksleri
(başka bir tanım yapılmadığı sürece)

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynaklar	Yorum
ABD	1720-1789	Carter vd. (2006)	Toptan fiyatlar
	1774-2003	Carter vd. (2006)	
	1980-2007	WEO	
Almanya	1427-1765	Allen (2001)	Münih
	1637-1855	Hoffman vd. (2002)	Buğday fiyatları
	1820-2007	GFD, WEO	
Angola	1914-1962	MIT	
	1991-2007	WEO	
Arjantin	1775-1812	Garner (2007)	yalnızca Buenos Aires
	1864-1940	Williamson (1999)	
	1884-1913	Flandreau ve Zumer (2004)	
	1900-2000	OXF	
	1913-2000	DVD	
	1913-2007	GFD, WEO	
Avustralya	1818-1850	Butlin, (1962), Vanplew (1987) GPIHG	New Wales, gıda fiyatları
	1850-1983	Shergold (1987), GPIHG	Sidney, gıda
	1861-2007	GFD, WEO	
Avusturya	1440-1800	Allen (2001)	Viyana
	1800-1914	Hoffman vd. (2002)	Buğday fiyatları
	1880-1913	Flandreau ve Zumer (2004)	
	1919-2007	GFD, WEO	

TABLO E.1.1 (devamı)

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynaklar	Yorum
Belçika	1462-1913	Allen (2001)	Antwerp
	1835-2007	GFD, WEO	
Bolivya	1936-2007	GFD, WEO	
Brezilya	1763-1820	Garner (tarih yok)	yalnızca Rio de Janeiro
	1830-1937	Williamson (1999)	yalnızca Rio de Janeiro
	1861-2000	DVD	
	1912-2007	GFD, WEO	
Britanya	1450-1999	Van Zanden (2002)	Güney İngiltere
	1781-2007	GFD, WEO	
Cezayir	1869-1884	Hoffman vd. (2002)	Buğday fiyatları
	1938-2007	GFD, WEO	
Çin	1644-2000	Lu ve Peng (2006)	Pirinç fiyatları
	1867-1935	Hsu	Toptan fiyatlar
	1926-1948	GFD, WEO	
	1978-2007		
Danimarka	1748-1800	Hoffman vd. (2002)	Buğtlay fiyatları
	1815-2007	GFD, WEO	
Dominik Cumhuriyeti	1942-2000	OXF	
	1980-2007	WEO	
Ekvador	1939-2007	GFD, WEO	
El Salvador	1937-2000	OXD	
	1980-2007	WEO	
Endonezya	1820-1940	Williamson (2000b)	
	1948-2007	GFD, WEO	
Fas	1939-2007	GFD, WEO	
Fildişi Sahili	1951-2007	GFD, WEO	
Filipinler	1899-1940	Williamson (2000b)	
	1937-2007	GFD, WEO	
Finlandiya	1860-2001	Finlandiya Tarihsel Ulusal Hesaplar Birimi	
	1980-2007	WEO	
Fransa	1431-1786	Allen (2001)	
	1840-1913		
	1807-1935	Dick ve Floyd (1997)	Perakende fiyatları
Gana	1949-2007	GFD, WEO	
Guatemala	1938-2000	OXD	
	1980-2007	WEO	
Güney Afrika	1895-2007	GFD, WEO	

(*devam ediyor*)

TABLO E.1.1 (devamı)

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynaklar	Yorum
Hindistan	1866-2000	DVD	
	1873-1939	Williamson (2000b)	
	1913-2007	GFD, WEO	
Hollanda	1500-1800	Van Zanden (2005)	
	1800-1913	Van Riel (2009)	
	1880-2007	GFD, WEO	
Honduras	1938-2000	OXD	
	1980-2007	WEO	
İspanya	1500-1650	Hamilton (1969)	Valencia
	1651-1800	Hoffman vd. (2002)	Buğday, yumurta ve çarşaf fiyatları
	1800-2000	DVD	
	1980-2000	WEO	
İsveç	1732-1800	Hoffman vd. (2002)	Buğday fiyatları
	1800-2000	Edvinsson (2002)	
	1980-2007	WEO	
İtalya	1548-1645	Allen (2001)	Napoli
	1734-1806		
	1701-1860	de Maddalena (1974)	Buğday fiyatları, Milano
	1861-2007	GFD, WEO	
Japonya	1600-1650	Kimura (1987)	Pirinç fiyatları, Osaka
	1818-1871	Bassino ve Ma (2005)	Pirinç fiyatları, Osaka
	1860-1935	Williamson (2000b)	
	1900-2007	GFD, WEO	
Kanada	1867-1975	Kanada İstatistikleri (StatCan)	
	1910-2007	GFD, WEO	
Kenya	1947-2007	GFD, WEO	
Kolombiya	1863-1940	Williamson (1999)	
	1900-2000	OXF	
	1923-2007	GFD, WEO	
Kore	1690-1909	Jun ve Lewis (2002)	Kore'nin güney bölgelerindeki pirinç fiyatları
	1906-1939	Williamson (2000b)	
	1948-2007	GFD, WEO	
Kosta Rika	1937-2007	GFD, WEO	
Macaristan	1923-2007	GFD, WEO	

TABLO E.1.1 (devamı)

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynaklar	Yorum
Malezya	1948-2007	GFD, WEO	
Mauritius	1946-2007	GFD, WEO	
Meksika	1786-1821	Garner (2007)	Zacatecas
	1877-1940	Williamson (1999)	
	1918-2007	GFD, WEO	
Mısır	1859-1941	Williamson (2000a)	
	1913-2007	GFD, WEO	
	1915-1999	GFD	
Myanmar (Burma)	1870-1940	Williamson (2000b)	
	1939-2007	GFD, WEO	
Nijerya	1953-2007	GFD, WEO	
Nikaragua	1937-2007	GFD, WEO	
Norveç	1516-2005	Grytten (2008)	
	1980-2007	WEO	
Orta Afrika Cumhuriyeti	1956-1993	MIT	
	1980-2007	WEO	
Panama	1939-2000	OXD	
	1980-2007	WEO	
Paraguay	1938-2007	GFD, WEO	
	1750-1816	Garner (2007)	Potosi
Peru	1790-1841	Garner (2007)	Lima
	1800-1873	DVD	
	1913-2000		
	1980-2007	WEO	
Polonya	1701-1815	Hoffman vd. (2002)	Yulaf fiyatları, Varşova
	1816-1914	Allen (2001)	Varşova
	1921-1939	GFD, WEO	
	1983-2007		
Portekiz	1728-1893	Hoffman vd. (2002)	Buğday fiyatları
	1881-1997	Bordo vd. (2001)	
	1980-2007	WEO	
Romanya	1779-1831	Hoffman vd. (2002)	Buğday fiyatları, Eflak
	1971-2007	WEO	
Rusya	1853-1910	Borodkin (2001)	Buğday ve çavdar unu fiyatları, St. Petersburg
	1880-1913	Flandreau ve Zumer (2004)	

(*devam ediyor*)

TABLO E.1.1 (devamı)

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynaklar	Yorum
Rusya (*devamı*)	1917-1924	GFD, WEO	
	1927-1940		
	1944-1972		
	1991-2007		
Singapur	1948-2007	GFD, WEO	
Sri Lanka	1939-2007	GFD, WEO	
Şili	1754-1806	Garner (2007)	yalnızca Santiago
	1810-2000	DVD	
	1900-2000	OXF	
	1913-2007	GFD, WEO	
Tayvan	1897-1939	Williamson (2000b)	
	1980-2007	WEO	
Thayland (Siyam)	1820-1941	Williamson (2000b)	
	1948-2007	GFD, WEO	
Tunus	1939-2007	GFD, WEO	
Türkiye	1469-1914	Pamuk (2005)	İstanbul
	1854-1941	Williamson (2000a)	
	1922-2007	GFD, WEO	
Uruguay	1870-1940	Williamson (1999)	
	1929-2000	OXF	
	1980-2007	WEO	
Venezuella	1830-2002	Baptista (2006)	
	1914-2007	GFD, WEO	
Yeni Zelanda	1857-2004	Yeni Zelanda İstatistikleri	
	1980-2007	WEO	
Yunanistan	1833-1938	Kostelenos vd. (2007)	GSYH deflatörü
	1922-2007	GFD, WEO	
Zambiya	1938-2007	GFD, WEO	
Zimbabve	1920-1970	MIT	
	1930-2007	GFD, WEO	

TABLO E.1.2
Modern nominal döviz kurları
(ABD doları ve belirtilen diğer para birimlerine karşı yerel para birimleri)

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynak	Diğer ilgili kurlar
ABD	1660-2007	GFD, IFS	
Almanya	1698-1810	ESFDB, Course of the Exchange	İngiliz sterlini
	1795-2007	GFD, IFS	
Angola	1921-2007	GFD, IFS	
Arjantin	1880-1913	Flandreau ve Zumer (2004)	Fransız frangı
	1885-2007	GFD, IFS	
Avustralya	1835-2007	GFD, IFS	İngiliz sterlini
Avusturya	1814-2007	GFD, IFS	İngiliz sterlini, Alman markı
Belçika	1830-2007	GFD, IFS	Fransız frangı
Bolivya	1863-2007	GFD, IFS	
Brezilya	1812-2007	GFD, IFS	İngiliz sterlini
Britanya	1619-1810	ESFDB, Course of the Exchange	Fransız frangı
	1660-2007	GFD, IFS	
Cezayir	1831-2007	GFD, IFS	Fransız frangı, euro
Çin	1848-2007	GFD, IFS	İngiliz sterlini
Danimarka	1864-2007	GDF, IFS	İngiliz sterlini, Alman markı
Dominik Cumhuriyeti	1905-2007	GDF, IFS	
Ekvador	1898-2000	OXF, Pick (çeşitli yıllar)	
	1980-2007	IFS	
El Salvador	1870-2007	GFD, IFS	
Endonezya	1876-2007	GFD, IFS	Hollanda guldeni
Fas	1897-2007	GFD, IFS	Fransız frangı, euro
Filipinler	1893-2007	GFD, IFS	İspanyol pesetası
Finlandiya	1900-2007	GFD, IFS	Alman markı
Fransa	1619-1810	ESFDB, Course of the Exchange	İngiliz sterlini
	1800-2007	GFD, IFS	İngiliz sterlini, Alman markı
Guatemala	1900-2007	GFD, IFS	
Güney Afrika	1900-2007	GFD, IFS	İngiliz sterlini

(*devam ediyor*)

TABLO E.1.2 (devamı)

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynak	Diğer ilgili kurlar
Hindistan	1823-2007	GFD, IFS	İngiliz sterlini
Hollanda	1698-1810	ESFDB, Course of the Exchange	İngiliz sterlini
	1792-2007	GFD, IFS	Alman markı
Honduras	1870-2007	GFD, IFS	
İspanya	1814-2007	GFD, IFS	Alman markı
İsveç	1814-2007	GDF, IFS	İngiliz sterlini, Alman markı
İtalya	1816-2007	GFD, IFS	İngiliz sterlini, Alman markı
Japonya	1862-2007	GFD, IFS	İngiliz sterlini
Kanada	1858-2007	GFD, IFS	İngiliz sterlini
Kenya	1898-2007	GFD, IFS	İngiliz sterlini
Kolombiya	1900-2000	OXF	İngiliz sterlini
	1919-2007	GDF, IFS	
Kore	1905-2007	GFD, IFS	Japon yeni
Kosta Rika	1921-2007	GDF, IFS	
Macaristan	1900-2007	GFD, IFS	Avusturya şilini
Malezya	1900-2007	GFD, IFS	İngiliz sterlini
Mauritius	1900-2007	GFD, IFS	İngiliz sterlini
Meksika	1814-2007	GFD, IFS	İngiliz sterlini, Fransız frangı
	1823-1999	GFD	
Mısır	1869-2007	GFD, IFS	İngiliz sterlini
Myanmar (Burma)	1900-2007	GFD, IFS	İngiliz sterlini
Nijerya	1900-2007	GFD, IFS	İngiliz sterlini
Nikaragua	1912-2007	GFD, IFS	
Norveç	1819-2007	GFD, IFS	İsveç kronu, Alman markı
Orta Afrika Cumhuriyeti	1900-2007	GFD, IFS	Fransız frangı
Panama	1900-2007	GFD, IFS	
Paraguay	1900-2000	OXD	Arjantin pezosu
	1980-2007	IFS	

TABLO E.1.2 (devamı)

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynak	Diğer ilgili kurlar
Peru	1883-2007	GFD, IFS	İngiliz sterlini
Polonya	1916-2007	GFD, IFS	
Portekiz	1750-1865	Course of the Exchange	Hollanda groteni
	1794-2007	GDF, IFS	İngiliz sterlini, Alman markı
Romanya	1814-2007	GFD	
	1900-2000	OXF, IFS	
	1921-2007	GDF, IFS	
Singapur	1834-2007	GFD, IFS	İngiliz sterlini
Sri Lanka	1900-2007	GFD, IFS	İngiliz sterlini
Şili	1830-1995	Braun vd. (2000)	İngiliz sterlini
	1878-2007	GFD, IFS	
Tayvan	1895-2007	GDF, IFS	İngiliz sterlini, Japon yeni
Tayland (Siyam)	1859-2007	GFD, IFS	İngiliz sterlini
Tunus	1900-2007	GFD, IFS	Fransız frangı
Türkiye	1859-2007	GFD, IFS	İngiliz sterlini
Uruguay	1900-2007	GFD, IFS	
Venezuella	1900-2007	GFD, IFS	
Yeni Zelanda	1892-2007	GFD, IFS	İngiliz sterlini
Yunanistan	1872-1939	Lazaretou (2005)	İngiliz sterlini, Alman markı
	1901-2007	GFD, IFS	
Zambiya	1900-2007	GFD, IFS	İngiliz sterlini
Zimbabve	1900-2007	GFD, IFS	İngiliz sterlini

TABLO E.1.3
Gümüşe dayalı ilk döviz kurları
(yerel para biriminin bir peni [İngiliz para birimi] karşısındaki değeri)

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynak	Para birimi, açıklama
Almanya	1350-1830	Allen ve Unger (2004)	Bileşik fenik
Avusturya	1371-1860	Allen ve Unger (2004)	Kroyzer, Viyana
Belçika	1349-1801	Korthals Altes (1996)	Hoet
Fransa	1258-1789	Allen ve Unger (2004)	Tournois lirası
Hollanda	1366-1800	Allen ve Unger (2004), Van Zanden (2005)	Bileşik
İspanya	1351-1809	Allen ve Unger (2004)	Bileşik
İsveç	1523-1573	Söderberg (2004)	Mark ortug
İtalya	1289-1858	Malanima (tarih yok)	Fiorentina lirası
Portekiz	1750-1855	Godinho (1955)	Reis
Rusya	1761-1840	Lindert ve Mironov (tarih yok)	Ortak ruble
Türkiye	1555-1914	Özmucur ve Pamuk (2002)	Akçe

TABLO E.1.4
Paraların gümüş içerikleri

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynak	Para birimi, açıklama
ABD	1800-1979	Allen ve Unger (2004)	Dolar
Almanya	1350-1798	Allen (2001), Allen ve Unger (2004)	Fenik, Frankfurt
	1417-1830	Allen (2001), Allen ve Unger (2004)	Fenik, Augsburg
Avusturya	1371-1860	Allen ve Unger (2004)	Kroyzer, Viyana
Belçika	1349-1801	Korthals Altes (1996)	Hoet
Britanya	1261-1918	Allen ve Unger (2004)	Peni
Fransa	1258-1789	Allen (2001), Allen ve Unger (2004)	Tournois lirası
Hollanda	1366-1575	Allen ve Unger (2004)	Flaman groteni
	1450-1800	Van Zanden (2005)	Gulden
İspanya	1351-1650	Allen ve Unger (2004)	Dinar, Valencia
	1501-1800		Vellon maravedis, Yeni Kastilya
	1630-1809	Allen ve Unger (2004)	Real
İsveç	1523-1573	Soderberg (2004)	Mark ortug
İtalya	1289-1858	Malanima (tarih yok)	Fiorentina lirası
Portekiz	1750-1855	Godinho (1955)	Reis
Rusya	1761-1840	Lindert ve Mironov (tarih yok)	Ortak ruble
	1761-1815		Assignatzia
Türkiye	1555-1914	Özmucur ve Pamuk (2002)	Akçe

TABLO E.1.5
Nominal ve reel GSMH ve üretim (yerel para birimleri)

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynak	Açıklama
ABD	1790-2002	Carter vd. (2006)	Reel, kişi başına
	1948-1999	GFD	
Angola	1962-2007	GFD, WEO, IFS	
Arjantin	1884-1913	Flandreau ve Zumer (2004)	Nominal
	1875-2000	DVD	Toplam üretim endeksi (1995 = 100)
	1900-2000	OXF	Reel (taban = 1970)
	1900-2007	GFD, WEO	
Avustralya	1798-2007	GFD, WEO	Nominal
	1820-2000	DVD	Toplam üretim endeksi (1995 = 100)
Belçika	1835-2007	BNB, Centre d'études économiques de la Katholieke Universiteit Leuven	Nominal
Bolivya			
Brezilya	1861-2007	GFD, WEO	Nominal
	1850-2000	DVD	Toplam üretim endeksi (1995 = 100)
	1900-2000	OXF	(taban = 1970)
Britanya	1830-1999	GFD	Brüt Milli Gelir
	1948-1999	GFD	
Cezayir	1950-2007	GFD, WEO, IFS	
Çin (Net Milli Hasıla)	1962-1999	GFD	
Danimarka	1818-1975	Nordic Historical National Accounts	
Endonezya	1815-1913	Van Zanden (2006)	Java
	1910-1970	Bassino ve Van der Eng (2006)	
	1921-1939	GFD	
	1951-1999	GFD	
	1911-1938	GFD	
	1953-1999	GFD	
Fildişi Sahili			

TABLO E.1.5 (devamı)

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynak	Açıklama
Filipinler	1910-1970	Bassino ve Van der Eng (2006)	
	1946-1997	GFD, WEO	
Finlandiya	1860-2001	Kuzey Tarihsel Ulusal Hesapları	
Güney Afrika	1911-1999	GFD	
Hindistan	1900-1921	GFD	
	1948-2007	GFD, WEO	
	1861-1899	Brahmananda (2001)	Reel, kişi başına
	1820-2000	DVD	Toplam üretim endeksi
Hollanda	1800-1913	Hollanda Ulusal İstatistik Kurumu	
İsveç	1720-2000	Edvinsson (2002)	Reel, kişi başına
	1800-2000	Edvinsson (2002)	Nominal ve reel
Kanada			
Kolombiya	1900-2000	OXF	Reel (taban = 1970)
	1925-1999	GFD	
Kore	1911-1940	Cha ve Kim (2006)	Bin yen, Brüt Milli Gelir de hesaplanmıştır
Brüt Milli Gelir	1953-1999	GFD	
Kosta Rika	1947-1999	GFD	
Malezya	1910-1970	Bassino ve Van der Eng (2006)	
	1949-1999	GFD	
Meksika	1820-2000	DVD	Toplam üretim endeksi (1995 = 100)
	1900-2000	OXF	
	1900-2000	OXF	Reel (taban = 1970)
	1925-1999	GFD	
Mısır	1886-1945	Yousef (2002)	
	1952-2007	GFD, WEO	
	1821-1859	Landes (1958)	Pamuk üretimi
Myanmar (Burma)	1913-1970	Bassino ve Van der Eng (2006)	
	1950-1999	GFD	

(*devam ediyor*)

TABLO E.1.5 (devamı)

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynak	Açıklama
Norveç	1830-2003	Grytten (2008)	
Peru	1900-2000	OXF	Reel (taban = 1970)
	1900-2000	OXF	Nominal
	1942-1999	GFD	
Rusya	1885-1913	Flandreau ve Zumer (2004)	Nominal
Brüt Milli Gelir	1928-1940	GFD	
	1945-1995	GFD	
	1979-1997	GFD	
	1992-1999	GFD	Üretim
Sri Lanka	1900-1970	Bassino ve Van der Eng (2006)	
Şili	1810-2000	DVD	Toplam üretim endeksi (1995 = 100)
Tayland (Siyam)	1946-2007	GFD, WEO	
	1910-1970	Bassino ve Van der Eng (2006)	
Tayvan	1910-1970	Bassino ve Van der Eng (2006)	
Türkiye	1923-2005	GFD	Nominal
	1950-1999	GFD	
Uruguay	1935-1999	GFD	
	1955-2000	OXF	
	1900-2000	OXF	Reel (taban = 1970)
Brüt Milli Gelir	1955-1999	GFD	
Venezuella	1830-2002	Baptista (2006)	
	1900-2000	OXF	Reel (taban = 1970)
	1950-2007	GFD, WEO	
Yunanistan	1833-1939	Kostelenos vd. (2007)	
	1880-1913	Flandreau ve Zumer (2004)	
Brüt Milli Gelir	1927-1999	GFD	
	1948-1999	GFD	

TABLO E.1.6
GSMH (sabit dolar cinsinden satın alma gücü paritesine göre)

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynak	Açıklama
ABD	1870-2006	MAD, TED	
	1820-2006	RR (2008a)	İnterpolasyon 1821-1869
Almanya	1850-2006	MAD, TED	
	1820-2006	RR (2008a)	İnterpolasyon 1821-1849
Angola	1950-2005	MAD, TED	
Arjantin	1875-2000	DVD	Taban = 1996
	1900-2005	MAD, TED	
	1870-2005	RR (2008a)	İnterpolasyon 1871-1899
Avustralya	1820-2006	MAD, TED	
Avusturya	1870-2006	MAD, TED	
	1820-2006	RR (2008a)	İnterpolasyon 1821-1869
Belçika	1846-2006	MAD, TED	
	1820-2006	RR (2008a)	İnterpolasyon 1821-1845
Bolivya	1945-2005	MAD, TED	
	1936-2005	RR (2008a)	İnterpolasyon 1936-1944
Brezilya	1820-2000	DVD	Taban = 1996
	1870-2005	MAD, TED	
	1820-2005	RR (2008a)	İnterpolasyon 1821-1869
Britanya	1830-2006	MAD, TED	
	1820-2006	RR (2008a)	İnterpolasyon 1821-1829
Cezayir	1950-2005	MAD, TED	
	1820-2005	RR (2008a)	İnterpolasyon 1821-1949
Çin	1929-1938	MAD, TED	1950-2006
Danimarka	1820-2006	MAD, TED	
Dominik Cumhuriyeti	1950-2005	MAD, TED	
	1942-2005	RR (2008a)	İnterpolasyon 1942-1949
Ekvador	1939-2005	MAD, TED	
	1900-2000	OXF	Taban = 1970
	1900-2005	RR (2008a)	İnterpolasyon 1900-1938
El Salvador	1900-2000	OXF	Taban = 1970
Endonezya	1870-2005	MAD, TED	
	1820-2005	RR (2008a)	İnterpolasyon 1821-1869

(*devam ediyor*)

TABLO E.1.6 (devamı)

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynak	Açıklama
Fas	1950-2005	MAD, TED	
	1820-2005	RR (2008a)	İnterpolasyon 1821-1949
Filipinler	1902-2005	MAD, TED	
	1870-2005	RR (2008a)	İnterpolasyon 1871-1901
Finlandiya	1860-2006	MAD, TED	
	1820-2006	RR (2008a)	İnterpolasyon 1821-1859
Fransa	1820-2006	MAD, TED	
Guatemala	1920-2005	MAD, TED	
Güney Afrika	1950-2005	MAD, TED	
	1905-2005	RR (2008a)	İnterpolasyon 1905-1949
Hindistan	1884-2006	MAD, TED	
	1820-2006	RR (2008a)	İnterpolasyon 1821-1883
Honduras	1920-2005	MAD, TED	
İspanya	1850-2006	MAD, TED	
	1820-2005	RR (2008a)	İnterpolasyon 1821-1849
İsveç	1820-2006	MAD, TED	
Japonya	1870-2006	MAD, TED	
	1820-2006	RR (2008a)	İnterpolasyon 1821-1869
Kanada	1870-2006	MAD, TED	
	1820-2006	RR (2008a)	İnterpolasyon 1821-1869
Kenya	1950-2005	MAD, TED	
Kolombiya	1900-2005	MAD, TED	
Kore	1911-2006	MAD, TED	
	1820-2006	RR (2008a)	İnterpolasyon 1821-1910
Kosta Rika	1920-2005	MAD, TED	
Macaristan	1824-2006	MAD, TED	
	1870-2006	RR (2008a)	İnterpolasyon 1871-1923
Malezya	1911-2005	MAD, TED	
	1820-2006	RR (2008a)	İnterpolasyon 1821-1910
Mauritius	1950-2005	MAD, TED	
Meksika	1900-2006	MAD, TED	
	1820-2006	RR (2008a)	İnterpolasyon 1821-1899
Mısır	1950-2005	MAD, TED	
	1820-2005	RR (2008a)	İnterpolasyon 1821-1949

TABLO E.1.6 (devamı)

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynak	Açıklama
Myanmar (Burma)	1950-2005	MAD, TED	
	1820-2005	RR (2008a)	İnterpolasyon 1821-1949
Orta Afrika Cumhuriyeti	1950-2003	MAD	
Panama	1945-2005	MAD, TED	
	1939-2005	RR (2008a)	İnterpolasyon 1939-1944
Paraguay	1939-2005	MAD, TED	
Peru	1895-2005	MAD, TED	
Polonya	1929-1938	MAD, TED	
	1950-2006		
	1870-2005	RR (2008a)	İnterpolasyon 1871-1928
Portekiz	1865-2006	MAD, TED	
	1820-2006	RR (2008a)	İnterpolasyon 1821-1864
Romanya	1926-1938	MAD, TED	1950-2006
Rusya	1928-2006	MAD, TED	
Singapur	1950-2005	MAD, TED	
	1820-2005	RR (2008a)	İnterpolasyon 1821-1949
Şili	1810-2000	DVD	Taban = 1996
	1820-2005	MAD, TED	
Tayland (Siyam)	1950-2005	MAD, TED	
	1820-2005	RR (2008a)	İnterpolasyon 1821-1949
Tunus	1950-2005	MAD, TED	
	1820-2005	RR (2008a)	İnterpolasyon 1821-1949
Türkiye	1923-2005	MAD, TED	
Uruguay	1870-2005	MAD, TED	
Venezuella	1900-2005	MAD, TED	
	1820-2005	RR (2008a)	İnterpolasyon 1821-1899
Yunanistan	1921-2006	MAD, TED	
	1820-2006	RR (2008a)	İnterpolasyon 1821-1920
Zambiya	1950-2005	MAD, TED	
Zimbabve	1950-2005	MAD, TED	
	1919-2005	MAD, TED	

Not: Bilgiler kişi başına GSMH cinsinden de mevcuttur.

TABLO E.1.7
Merkezi hükümet harcama ve gelirleri
(başka birim belirtilmediği sürece yerel para birimleri gösterilmiştir)

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynak	Açıklama
ABD	1789-1994	MIT	
	1960-2003	KRV	
Almanya (Prusya)	1688-1806	ESFDB	
Almanya	1872-1934	MIT	Gelirler 1942'de bitiyor
	1946-1993		Batı Almanya
	1979-2003	KRV	
Angola	1915-1973	MIT	
	1980-2003	KRV	
Arjantin	1864-1999	MIT	
	1880-1913	Flandreau ve Zumer (2004)	
	1963-2003	KRV	
Avustralya	1839-1900	MIT	Gelirler 1824'de başlıyor, New South Wales ve diğer eyaletler için 1840'larda başlıyor
	1901-1997	MIT	İngiliz Uluslar Topluluğu
	1965-2003	KRV	
Avusturya	1791-1993	MIT	Birinci ve İkinci Dünya Savaşı dönemine ait veriler eksiktir
	1965-2003	KRV	
Belçika	1830-1993		Birinci Dünya Savaşı'na ait veriler eksiktir
	1965-2003	KRV	
Bolivya	1888-1999	MIT	Gelirler 1885'te başlıyor
	1963-2003	KRV	
Brezilya	1823-1994	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, MIT	
	1980-2003	KRV	
Britanya	1486-1815	ESFDB	
	1791-1993	MIT	
	1963-2003	KRV	

TABLO E.1.7 (devamı)

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynak	Açıklama
Cezayir	1834-1960	MIT	Gelirler 1830'da başlıyor
	1964-1975		
	1994-1996		
	1963-2003	KRV	
Çin	1927-1936	Cheng (2003)	Milliyetçi hükümet
	1963-2003	KRV	
Danimarka	1853-1993	MIT	
	1965-2003	KRV	
Dominik Cumhuriyeti	1905-1999	MIT	
	1963-2003	KRV	
Ekvador	1884-1999	MIT	
	1979-2003	KRV	
ElSalvador	1883-1999	MIT	
	1963-2003	KRV	
Endonezya	1821-1940	Mellegers (2006)	Hollanda Doğu Hindistan, florinler, yüksek hükümet
	1816-1939	MIT	
	1959-1999		
	1963-2003	KRV	
Fas	1938-2000	MIT	1920-1929 arası için gelirler de mevcuttur
	1963-2003	KRV	
Fildişi Sahili	1895-1912	MIT	
	1926-1999		
	1963-2003	KRV	
Filipinler	1901-2000	MIT	İkinci Dünya Savaşı'na ait veriler eksiktir
	1963-2003	KRV	
Finlandiya	1882-1993	MIT	
	1965-2003	KRV	
Fransa	1600-1785	ESFDB	
	1815-1993	MIT	
	1965-2003	KRV	
Guatemala	1882-1999	MIT	
	1963-2003	KRV	

(devam ediyor)

TABLO E.1.7 (devamı)

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynak	Açıklama
Güney Afrika	1826-1904	MIT	Natal 1850'de başladı
	1905-2000		
	1963-2003	KRV	
Hindistan	1810-2000	MIT	
	1963-2003	KRV	
Hollanda	1845-1993	MIT	
	1965-2003	KRV	
Honduras	1879-1999	MIT	
	1963-2003	KRV	
İspanya	1520-1553	ESFDB	Sürekli değil
	1753-1788		
	1850-1997	MIT	
	1965-2003	KRV	
İsveç	1881-1993	MIT	
	1980-2003	KRV	
İtalya	1862-1993	MIT	
	1965-2003	KRV	
Japonya	1868-1993	MIT	
	1963-2003	KRV	
Kanada	1806-1840	MIT	Aşağı Kanada
	1824-1840		Yukarı Kanada
	1867-1995		Kanada
	1963-2003	KRV	
Kenya	1895-2000	MIT	
	1970-2003	KRV	
Kolombiya	1905-1999	MIT	
	1963-2003	KRV	
Kore	1905-1939	MIT	Japon yeni
	1949-1997		Güney Kore
	1963-2003	KRV	
Kosta Rika	1884-1999	MIT	
	1963-2003	KRV	
Macaristan	1868-1940	MIT	
Malezya	1883-1938	MIT	Malaya
	1946-1999		
	1963-2003	KRV	

TABLO E.1.7 (devamı)

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynak	Açıklama
Mauritius	1812-2000	MIT	
	1963-2003	KRV	
Meksika	1825-1998	MIT	
	1963-2003	KRV	
Mısır	1821-1879	Landes (1958)	
	1852-1999	MIT	
	1963-2003	KRV	
Myanmar (Burma)	1946-1999	MIT	
	1963-2003	KRV	
Nijerya	1874-1998	MIT	
	1963-2003	KRV	
Nikaragua	1900-1999	MIT	
	1963-2003	KRV	
Norveç	1850-1992	MIT	
	1965-2003	KRV	
Orta Afrika Cumhuriyeti	1906-1912	MIT	
	1925-1973		
	1963-2003	KRV	
Panama	1909-1996	MIT	
	1963-2003	KRV	
Paraguay	1881-1900	MIT	Gelirler 1902'ye kadar
	1913-1993		
	1963-2003	KRV	
Peru	1846-1998	MIT	
	1963-2003	KRV	
Polonya	1922-1937	MIT	
	1947-1993		yalnızca harcamalar
Portekiz	1879-1902	MIT	
	1917-1992		
	1975-2003	KRV	
Romanya	1883-1992	MIT	Harcamalar 1862'de başlıyor
Rusya	1769-1815	ESFDB	
	1804-1914	MIT	
	1924-1934		
	1950-1990		
	1931-1951	Condoide (1951)	Ulusal bütçe

(devam ediyor)

TABLO E.1.7 (devamı)

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynak	Yorum
Singapur	1963-2000	MIT	
Sri Lanka	1811-2000	MIT	
	1963-2003	KRV	
Şili	1810-1995	Braun vd. (2000)	Taban = 1995
	1857-1998	MIT	
	1963-2003	KRV	
Tayland (Siyam)	1891-2000	MIT	Gelirler 1851'de başlıyor
	1963-2003	KRV	
Tayvan	1898-1938	MIT	
	1950-2000		
Tunus	1909-1954	MIT	
	1965-1999		
	1963-2003	KRV	
Türkiye	1923-2000	MIT	
	1963-2003	KRV	
Uruguay	1871-1999	MIT	
	1963-2003	KRV	
Venezuella	1830-1998	MIT	
	1963-2003	KRV	
Yeni Zelanda	1841-2000	MIT	
	1965-2003	KRV	
Yunanistan	1885-1940	MIT	Harcamalar 1833'te başlıyor ve 1946'da tekrar başlıyor
	1954-1993		
	1963-2003	KRV	
Zambiya	1963-2003	KRV	
Zimbabve	1894-1997	MIT	
	1963-2003	KRV	

TABLO E.1.8
Toplam ihracat ve ithalat
(yerel para birimleri ve ABD doları cinsinden)

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynak	Para birimi, yorum
ABD	1788-2007	GFD, WEO	
Almanya	1880-2007	GFD, WEO	
Angola	1891-2007	GFD, WEO	
Arjantin	1864-2007	GFD, WEO	Ypb (yerel para birimleri)
	1885-2007	GFD, WEO	ABD doları
	1880-1913	Flandreau ve Zumer (2004)	İhracat
Avustralya	1826-2007	GFD, WEO	
Avusturya	1831-2007	GFD, WEO	
Belçika	1846-2007	GFD, WEO	
	1816-2007	GFD, WEO	ABD doları
Bolivya	1899-1935	GFD	Ypb
	1899-2007		ABD doları
Brezilya	1821-2007	GFD, WEO	
	1880-1913	Flandreau ve Zumer (2004)	İhracat
Britanya	1796-2007	GFD, WEO	
Cezayir	1831-2007	GFD, WEO	
Çin	1865-1937	GFD, WEO	Ypb
	1950-2007		
Danimarka	1841-2007	GFD, WEO	İhracat 1818'de başlıyor, ypb
	1865-2007		ABD doları
Ekvador	1889-1949	GFD, WEO	Ypb
	1924-2007		ABD doları
El Salvador	1859-1988	GFD, WEO	İhracat 1854'te başlıyor, ypb
	1870-2007		ABD doları
Endonezya	1823-1974	GFD, WEO	Ypb
	1876-2007		ABD doları
Fas	1947-2007	GFD, WEO	
Fildişi Kıyısı	1892-2007	GFD, WEO	Ypb
	1900-2007		ABD doları
Filipinler	1884-2007	GFD, WEO	

(*devam ediyor*)

TABLO E.1.8 (devamı)

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynak	Para birimi, yorum
Finlandiya	1818-2007	GFD, WEO	Ypb
	1900-2007		ABD doları
Fransa	1800-2007	GFD, WEO	
Gana	1850-2007	GFD, WEO	Ypb
	1900-2007		ABD doları
Guatemala	1851-2007	GFD, WEO	
Güney Afrika	1826-2007	GFD, WEO	Ypb
	1900-2007		ABD doları
Hindistan	1832-2007	GFD, WEO	
Hollanda	1846-2007	GFD, WEO	
Honduras	1896-2007	GFD, WEO	
İspanya	1822-2007	GFD, WEO	
İsveç	1832-2007	GFD, WEO	
İtalya	1861-2007	GFD, WEO	
Japonya	1862-2007	GFD, WEO	
Kanada	1832-2007	GFD, WEO	Ypb
	1867-2007		ABD doları
Kenya	1900-2007	GFD, WEO	
Kolombiya	1835-1938		Ypb
	1919-2007	GFD, WEO	ABD doları
Kore	1886-1936	GFD, WEO	Ypb
	1905-2007		ABD doları
Kosta Rika	1854-1938	GFD, WEO	Ypb
	1921-2007		ABD doları
Malezya	1905-2007	GFD, WEO	1955'e kadar Singapur da dahildir
Mauritius	1833-2007	GFD, WEO	Ypb
	1900-2007		ABD doları
Meksika	1797-1830	GFD, WEO	İngiliz sterlini
	1872-2007		Ypb
	1797-1830		ABD doları
	1872-2007		
Mısır	1850-2007	GFD, WEO	Ypb
	1869-2007		ABD doları
Myanmar (Burma)	1937-2007	GFD, WEO	

TABLO E.1.8 (devamı)

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynak	Para birimi, yorum
Nikaragua	1895-2007	GFD, WEO	
Norveç	1851-2007	GFD, WEO	
Panama	1905-2007	GFD, WEO	Ypb
Paraguay	1879-1949 1923-2007	GFD, WEO	ABD doları
Peru	1866-1952 1882-2007	GFD, WEO	Ypb ABD doları
Polonya	1924-2007	GFD, WEO	
Portekiz	1861-2007	GFD, WEO	
Romanya	1862-1993 1921-2007	GFD, WEO ABD doları	Ypb
Rusya	1802-1991 1815-2007	GFD, WEO ABD doları	Ypb
Singapur	1948-2007	GFD, WEO	
Sri Lanka	1825-2007 1900-2007	GFD, WEO	Ypb ABD doları
Şili	1857-1967	GFD, WEO	Ypb
Tayland (Siyam)	1859-2007	GFD, WEO	
Tayvan	1891-2007	GFD, WEO	
Türkiye	1878-2007	GFD, WEO	
Uruguay	1862-1930 1899-2007	GFD, WEO	
Venezuella	1830-2007 1900-2007	GFD, WEO	
Yunanistan	1849-2007 1900-2007	GFD, WEO	Ypb ABD doları
Zambiya	1908-2007	GFD, WEO	
Zimbabve	1900-2007	GFD, WEO	

TABLO E.1.9
Küresel göstergeler ve finans merkezleri

Ülke	Seriler	Kapsadığı dönem	Kaynaklar
ABD	Cari işlemler dengesi/GSYH	1790-2006	Carter vd. (2006), WEO
	60 ila 90 gün vadeli ticari kâğıtlar	1830-1900	Carter vd. (2006)
	İskonto oranı	1915-2007	GFD, FED Guvernörler Kurulu
	Federal fon oranları	1950-2007	FED Guvernörler Kurulu
	Uzun vadeli tahviller	1798-2007	Carter vd. (2006), FED Guvernörler Kurulu
Britanya	Cari işlemler dengesi/GSYH	1816-2006	Imlah (1958), MIT, Britanya Ulusal İstatistik Kurumu
	Konsol tahvil oranları	1790-2007	GFD, İngiltere Merkez Bankası
	İskonto oranı	1790-2007	GFD, İngiltere Merkez Bankası
Dünya	Meta fiyatları, nominal ve reel	1790-1850	Gayer, Rostow ve Schwartz (1953)
		1854-1990	Boughton (1991)
		1862-1999	*Economist*
		1980-2007	WEO
	Devlet dış borçlarının ödenemediği tarihler	1341-2007	Suter (1992), Purcell ve Kaufman (1993), Reinhart, Rogoff, ve Savastano (2003a), MacDonald (2006), Standard and Poor's (çeşitli sayılar)

TABLO E.1.10
Reel konut fiyatları

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynak	Yorum
ABD	1890-2007	Standard and Poor's	Case-Shiller ulusal fiyat endeksi, ABD
	1987:1. Çeyrek-2008:2. Çeyrek	Standard and Poor's	Case-Shiller ulusal fiyat endeksi, ABD
Arjantin	1981-2007	Reporte Immobiliario	Eski apartmanların ortalama değerleri, Buenos Aires
Britanya	1952:1-2008:4	Nationwide	Ortalama konut fiyatı, Britanya
	1970-2007	Uluslararası Ödemeler Bankası	Konut fiyat endeksi, Britanya
Endonezya	1994:1. Çeyrek-2008:1. Çeyrek	Endonezya Bankası	Konut mülkleri fiyat endeksi, yeni konutlar, yeni gelişimler, büyük kentler
Filipinler	1994:4. Çeyrek-2007:4. Çeyrek	Colliers International: Filipinler	Temel üç yatak odalı ortak mülkiyetli katlar Makati İş Merkezi Bölgesi
Finlandiya	1983:1. Çeyrek-2008: 1. Çeyrek	StatFin Online Service	Eski apartmanların bulunduğu mahallerdeki yerleşimler, Finlandiya
	1970-2007	Uluslararası Ödemeler Bankası	Konut fiyat endeksi, Finlandiya
Güney Kore	1986:1-2006:12	Kookmin Bank	Konut fiyatı endeksi
	2007:1. Çeyrek-2008:1. Çeyrek	Kookmin Bank	Konut fiyatı endeksi
Hong Kong	1991:7-2008:2	Hong Kong Üniversitesi	Gayrimenkul endeksi serileri, Hong Kong
İrlanda	1996:1. Çeyrek-2008:1. Çeyrek	ESRI, Permanent TSB	Konut fiyatları, standardize edilmiş, İrlanda
İspanya	1990:1. Çeyrek-2008:1. Çeyrek	Banco de España	Konut fiyat endeksi, değeri tespit edilmiş konutlar, İspanya

(*devam ediyor*)

TABLO E.1.10 (devamı)

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynak	Yorum
İzlanda	2000:3-2008:4	Statistics Iceland	Konut fiyat endeksi, İzlanda
Japonya	1955:1. Yarı-2007:2. Yarı	Japonya Gayrimenkul Enstitüsü	Arsa fiyatları, kent, yerleşim endeksi, Japonya
Kolombiya	1997:1. Çeyrek-2007:4. Çeyrek	Departamento Administrativo Nacional de Estadistica	Yeni konut fiyat endeksi, toplam yirmi üç belediye
Macaristan	2000-2007	Otthon Centrum	Eski ortak mülkiyetli katların ortalama fiyatı, Budapeşte
Malezya	2000: 1. Çeyrek-2007:4. Çeyrek	Bank Negara	Konut fiyat endeksi, Malezya
Norveç	1970-2007	Uluslararası Ödemeler Bankası	Konut fiyat endeksi, tüm ikametgâhlar, Norveç
	1819-2007	Norges Bank	Konut fiyatları, Norveç
Tayland	1991:1. Çeyrek-2008:4. Çeyrek	Tayland Merkez Bankası	Konut fiyat endeksi, müstakil evler

TABLO E.1.11
Borsa endeksleri (hisse senedi fiyatları)
(yerel para birimi ve ABD doları)

Ülke	Kapsadığı dönem	Ülke	Kapsadığı dönem
ABD	1800-2008	İsviçre	1910-2008
Almanya	1856-2008	İtalya	1906-2008
Arjantin	1967-2008	Japonya	1915-2008
Avustralya	1875-2008	Kanada	1914-2008
Avusturya	1922-2008	Kenya	1964-2008
Belçika	1898-2008	Kolombiya	1929-2008
Brezilya	1954-2008	Kore	1962-2008
Britanya	1800-2008	Malezya	1970-2008
Danimarka	1915-2008	Meksika	1930-2008
Filipinler	1952-2008	Norveç	1918-2008
Finlandiya	1922-2008	Pakistan	1960-2008
Fransa	1856-2008	Peru	1932-2008
Güney Afrika Birliği	1910-2008	Portekiz	1931-2008
Hindistan	1921-2008	Singapur	1966-2008
Hollanda	1919-2008	Şili	1927-2008
Hong Kong	1962-2008	Tayvan	1967-2008
İrlanda	1934-2008	Venezuella	1937-2008
İspanya	1915-2008	Yeni Zelanda	1931-2008
İsrail	1949-2008	Yunanistan	1952-2008
İsveç	1913-2008	Zimbabve	1968-2008

Kaynak: Global Financial Data (Küresel Finans Verileri)

EK E.2
KAMU BORCU

Bu ek, kullanılan hükümet borç serilerini kapsamaktadır; oysa ek E.1 makroekonomik zaman serileriyle ilgili veritabanına ayrılmıştır.

Sıkça Kullanılan Kaynaklar ve Tabirler İçin Yapılan Kısaltmalar

Ek kaynaklar ilerideki tablolarda gösterilmiştir.

BM	Birleşmiş Milletler, *Statistical Yearbook* (İstatistik Yıllığı) (çeşitli yıllar)
CLYPS	Cowan, Levy-Yeyati, Panizza, Sturzenegger (2006)
ESFDB	European State Finance Data Base (Avrupa Devlet Finans Veritabanı)
GDF	World Bank, *Global Development Finance* (Dünya Bankası Küresel Kalkınma Finansmanı)
GFD	Global Financial Data (Küresel Finans Verileri)
IFS	International Monetary Fund, *International Financial Statistics* (çeşitli sayılar) (Uluslararası Para Fonu, Uluslararası Finans İstatistikleri)
LM	Lindert ve Morton (1989)
MAR	Marichal (1989)
MC	Milletler Cemiyeti, *Statistical Yearbook* (İstatistik Yıllığı) (çeşitli yıllar)
MIT	Mitchell (2003a, 2003b)
RR	Reinhart ve Rogoff (belirtilen yıl için)
WEO	International Monetary Fund, *World Economic Outlook* (çeşitli sayılar) (Uluslararası Para Fonu, Ekonomik açıdan Dünyaya Bakış)
Ypb	Yerel para birimleri

TABLO E.2.1
Kamu borçlanma senetleri: Hükümetin yurtdışına tahvil ihracı

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynak	Yorum
Arjantin	1824-1968	LM, MAR	Verilen ilk kredi dahildir
	1927-1946	BM	
Avustralya	1857-1978	LM, Page (1919)	
	1927-1946	BM	
Bolivya	1864-1930	MAR	
	1927-1946	BM	
Brezilya	1843-1970	Bazant (1968), LM, MAR, Summerhill (2006)	Verilen ilk kredi dahildir
	1928-1946	BM	
Çin	1865-1938	Huang (1919), Winkler (1928)	
El Salvador	1922-1930	MAR	
	1928-1946	BM	
Guatemala	1856-1930	MAR	
	1928-1939	BM	
Güney Afrika	1928-1946	BM	
Hindistan	1928-1945	BM	
Honduras	1867-1930	MAR	
Japonya	1870-1965	LM	Verilen ilk kredi dahildir
	1928-1939	BM	
Kanada	1860-1919	LM	
	1928-1946	BM	
Kolombiya	1822-1929	MAR	
	1928-1946	BM	
Kosta Rika	1871-1930	MAR	
Meksika	1824-1946	Bazant (1968), LM, MAR	Verilen ilk kredi dahildir
	1928-1944	BM	
Mısır	1862-1965	Landes (1958), LM	Verilen ilk kredi dahildir
	1928-1946	BM	
Panama	1923-1930	BM	
	1928-1945	BM	

TABLO E.2.1 (devamı)

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynak	Yorum
Peru	1822-1930	MAR	Verilen ilk kredi dahildir
	1928-1945	BM	
Rusya	1815-1916	Miller (1926), Crisp (1976), LM	
Şili	1822-1830	LM, MAR	Verilen ilk kredi dahildir
	1928-1946	BM	
Tayland (Siyam)	1928-1947	BM	
Türkiye	1854-1965	Clay (2000), LM	Verilen ilk kredi dahildir
	1933-1939	BM	
Uruguay	1871-1939	MAR	
	1928-1947	BM	
Venezuella	1822-1930	MAR	Verilen ilk kredi dahildir
	1928-1947	BM	
Yunanistan	1824-1932	Levandis (1944)	Verilen ilk kredi dahildir (bağımsızlık kredisi)
	1928-1939	BM	

TABLO E.2.2
Toplam (iç ve dış) kamu borcu

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynak	Yorum
ABD	1791-2007	Treasury Direct	
Almanya	1880-1913	Flandreau ve Zumer (2004)	Ypb (Yerel para birimleri)
	1914-1983	MC, BM	Ypb
	1950-2007	Bundesbank	Ypb
Arjantin	1863-1971	Garcia Vizcaino (1972)	Ypb
	1914-1981	MC, BM	Ypb
	1980-2005	GFD, Jeanne ve Guscina (2006)	
Avustralya	1852-1914	Page (1919)	
	1914-1981	MC, BM	Ypb
	1980-2007	Australian Office of Financial Management	Ypb
Avusturya	1880-1913	Flandreau ve Zumer (2004)	Ypb
	1945-1984	BM	Ypb
	1970-2006	Avusturya Federal Finans Kurumu	Euro
Belçika	1830-2005	BNB, Centre d'études économiques de la KUL	Euro
Bolivya	1914-1953	MC, BM	Ypb
	1968-1981		
	1991-2004	CLYPS	ABD doları
Brezilya	1880-1913	Flandreau ve Zumer (2004)	Ypb
	1923-1972	MC, BM	Ypb
	1991-2005	GFD, Jeanne ve Guscina (2006)	
Britanya	1693-1786	Quinn (2004)	Toplam fonlanmış borç
	1781-1915	Page (1919), Bazant (1968)	1787-1815, sürekli değil
	1850-2007	U.K. Debt Management Office	
Çin	1894-1950	Cheng (2003), Huang (1919), RR (2008c)	
	1981-2005	GFD, Jeanne ve Guscina (2006)	
Danimarka	1880-1913	Flandreau ve Zumer (2004)	Ypb
	1914-1975	MC, BM	Ypb
	1990-2007	Danmarks Nationalbank	Ypb

TABLO E.2.2 (devamı)

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynak	Yorum
Dominik Cumhuriyeti	1914-1952	MC, BM	Ypb
Ekvador	1914-1972	MC, BM	Ypb
	1990-2006	Maliye Bakanlığı	ABD doları
El Salvador	1914-1963	MC, BM	Ypb
	1976-1983		
	1990-2004	CLYPS	ABD doları
	2003-2007	Banco Central de Reserva	ABD doları
Endonezya	1972-1983	BM	Ypb
	1998-2005	Endonezya Bankası, GDF	
Fas	1965-1980	BM	Ypb
Fildişi Sahili	1970-1980	BM	Ypb
Filipinler	1948-1982	MC, BM	Ypb
	1980-2005	GFD, Jeanne ve Guscina (2006)	
Finlandiya	1914-1983	MC, BM	Ypb
	1978-2007	State Treasury Finland	Ypb
Fransa	1880-1913	Flandreau ve Zumer (2004)	Ypb
	1913-1972	MC, BM	Ypb
	1999-2007	Ministère du Budget, des comptes public	Ypb
Guatemala	1921-1982	MC, BM	Ypb
	1980-2005	CLYPS	ABD doları
Güney Afrika	1859-1914	Page (1919)	İngiliz sterlini
	1910-1982	MC, BM	Ypb
	1946-2006	South Africa Reserve Bank	Ypb
Hindistan	1840-1920	Statistical Abstract Relating to British India	
	1913-1983	MC, BM	Ypb
	1980-2005	Jeanne ve Guscina (2006)	
Hollanda	1880-1914	Flandreau ve Zumer (2004)	Ypb
	1914-1977	MC, BM	Ypb
	1914-2008	Hollanda Hazine Müsteşarlığı	Ypb
Honduras	1914-1971	MC, BM	Ypb
	1980-2005	CLYPS	ABD doları

(devam ediyor)

TABLO E.2.2 (devamı)

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynak	Yorum
İspanya	1504-1679	ESFDB	Sürekli değil
	1850-2001	Estadisticas Historicas de España: Siglos XIX-XX	Ypb
	1999-2006	Banco de España	Euro
İsveç	1880-1913	Flandreau ve Zumer (2004)	
	1914-1984	MC, BM	Ypb
	1950-2006	Riksgälden	Ypb
İtalya	1880-1913	Flandreau ve Zumer (2004)	Ypb
	1914-1894	MC, BM	Ypb
	1982-2007	Dipartamento del Tesoro	Ypb
Japonya	1872-2007	Japonya Tarihsel İstatistikleri, Japonya Merkez Bankası	Ypb
Kanada	1867-2007	Statistics Canada, Bank of Canada	Ypb
Kenya	1911-1935	Frankel (1938)	İngiliz sterlini
	1961-1980	MC, BM	Ypb
	1997-2007	Kenya Merkez Bankası	Ypb
Kolombiya	1923-2006	Contraloria General de la Republica	Ypb
Kore	1910-1938	Mizoguchi ve Umemura (1988)	Yen
	1970-1984	MC, BM	
	1990-2004	Jeanne ve Guscina (2006)	
Kosta Rika	1892-1914	Soley Güell (1926)	Ypb
	1914-1983	MC, BM	Ypb
	1980-2007	CLYPS, Ministerio de Hacienda	ABD doları
Macaristan	1913-1942	MC, BM	Ypb
	1992-2005	Jeanne ve Guscina (2006)	
Malezya	1947-1957	BM	Ypb
	1976-1981		
	1980-2004	Jeanne ve Guscina (2006)	
Mauritius	1970-1984	MC, BM	Ypb
	1998-2007	Ypb	
Meksika	1814-1946	Bazant (1968)	Sürekli değil
	1914-1979	MC, BM	Ypb
	1980-2006	Direccion General de la Deuda Publica	

TABLO E.2.2 (devamı)

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynak	Yorum
Mısır	1914-1959	MC, BM	Ypb
	2001-2005	Maliye Bakanlığı	Ypb
Nikaragua	1914-1945	MC, BM	Ypb
	1970-1983		
	1991-2005	CLYPS	ABD doları
Norveç	1880-1914	Flandreau ve Zumer (2004)	Ypb
	1913-1983	MC, BM	Ypb
	1965-2007	Maliye Bakanlığı	Ypb
Panama	1915-1983	MC, BM	ABD doları
	1980-2005	CLYPS	ABD doları
Paraguay	1927-1947	MC, BM	Ypb
	1976-1982		
	1990-2004	CLYPS	ABD doları
Peru	1918-1970	MC, BM	Ypb
	1990-2005	CLYPS	ABD doları
Polonya	1920-1947	MC, BM	
	1994-2004	GFD, Jeanne ve Guscina (2006)	
Portekiz	1851-1997	Instituto Nacional Estadisticas	
	1914-1975	MC, BM	Ypb
	1980-2007	Banco de Portugal	1999'dan itibaren euro cinsinden
Rusya	1880-1914	Crisp (1976), Flandreau ve Zumer (2004)	Fransız frangı ve Ypb
	1922-1938	MC, BM	Ypb
	1993-2005	Jeanne ve Guscina (2006)	
Singapur	1969-1982	BM	Ypb
	1986-2006	Para Otoritesi	Ypb
Sri Lanka	1861-1914	Page (1919)	İngiliz sterlini
	1950-1983	BM	Ypb
	1990-2006	Sri Lanka Merkez Bankası	Ypb
Şili	1827-2000	Diaz ve diğerleri (2005)	Ypb
	1914-1953	MC, BM	Ypb
	1990-2007	Ministerio de Hacienda	ABD doları

(*devam ediyor*)

TABLO E.2.2 (devamı)

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynak	Yorum
Tayland (Siyam)	1913-1984	MC, BM	Ypb
	1980-2006	Jeanne ve Guscina (2006), Tayland Merkez Bankası	
Tunus	1972-1982	MC, BM	Ypb
	2004-2007	Tunus Merkez Bankası	Ypb
Türkiye	1933-1984	MC, BM	Ypb
	1986-2007	Hazine Müsteşarlığı	ABD doları
Uruguay	1914-1947	MC, BM	Ypb
	1972-1984		
	1999-2007	Banco Central del Uruguay	ABD doları
Venezuella	1914-1982	MC, BM	
	1983-2005	Jeanne ve Guscina (2006)	
Yeni Zelanda	1858-2006	Yeni Zelanda İstatistik Kurumu, Yeni Zelanda Hazinesi	Ypb
Yunanistan	1869-1893	Levandis (1944)	Sürekli değil, Ypb
	1880-1913	Flandreau ve Zumer (2004)	Ypb
	1920-1983	MC, BM	Ypb
	1993-2006	OECD	
Zimbabve	1924-1936	Frankel (1938)	İngiliz sterlini
	1969-1982	BM	

TABLO E.2.3
Kamu dış borcu

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynak	Yorum
Almanya	1914-1983	MC, BM	Ypb
Angola	1989-2005	GFD	ABD doları
Arjantin	1863-1971	Garcia Vizcaino (1972)	Ypb
	1914-1981	MC, BM	Ypb
	1970-2005	GFD	ABD doları
Avustralya	1852-1914	Page (1919)	
	1914-1981	MC, BM	Ypb
	1980-2007	Australian Office of Financial Management	Ypb
Avusturya	1945-1984	BM	Ypb
	1970-2006	Avusturya Federal Finans Kurumu	Euro
Belçika	1914-1981	MC, BM	Ypb
	1992-2007		
Bolivya	1914-1953	MC, BM	Ypb
	1968-1981		
	1970-2005	GFD	
	1991-2004	CLYPS	ABD doları
Brezilya	1824-2000	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatistica	İngiliz sterlini ve ABD doları
	1923-1972	MC, BM	Ypb
	1970-2005	GFD	ABD doları
	1991-2005	Jeanne ve Guscina (2006)	ABD doları
Britanya	1914-2007	MC, BM	Ypb
Cezayir	1970-2005	GFD	ABD doları
Çin	1865-1925	RR (2008c)	Teminatsız tahvillerden hesaplanmıştır
	1981-2005	GFD	ABD doları
Dominik Cumhuriyeti	1914-1952	MC, BM	Ypb
	1961-2004	Banco de la Republica	ABD doları
Ekvador	1914-1972	MC, BM	Ypb
	1970-2005	GFD	ABD doları
Fas	1965-1980	BM	Ypb
	1970-2005	GDF	ABD doları

(*devam ediyor*)

TABLO E.2.3 (devamı)

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynak	Yorum
Fildişi Sahili	1970-2005	GFD	ABD doları
Filipinler	1948-1982	MC, BM	Ypb
	1970-2005	GFD	ABD doları
Fransa	1913-1972	MC, BM	Ypb
	1999-2007	Ministère du Budget, des comptes public	Ypb
Guatemala	1921-1982	MC, BM	Ypb
	1970-2005	GFD	ABD doları
	1980-2005	CLYPS	ABD doları
Güney Afrika	1859-1914	Page (1919)	İngiliz sterlini
	1910-1983	MC, BM	Ypb
	1946-2006	South Africa Reserve Bank	Ypb
Hindistan	1840-1920	Statistical Abstract Relating to British India (çeşitli yıllar)	
	1913-1983	MC, BM	Ypb
	1980-2005	Jeanne ve Guscina (2006)	
Hollanda	1880-1914	Flandreau ve Zumer (2004)	Ypb
	1914-1977	MC, BM	Ypb
	1914-2008	Hollanda Hazine Müsteşarlığı	Ypb
Honduras	1914-1971	MC, BM	Ypb
	1970-2005	GDF	ABD doları
	1980-2005	ABD doları	
İspanya	1850-2001	Estadisticas Historicas de España: Siglos XIX-XX	Ypb
	1999-2006	Banco de España	Euro
İsveç	1914-1984	MC, BM	Ypb
	1950-2006	Riksgälden	Ypb
İtalya	1880-1913	Flandreau ve Zumer (2004)	Ypb
	1914-1984	MC, BM	Ypb
	1982-2007	Dipartamento del Tesoro	Ypb
Japonya	1872-2007	Japonya Tarihsel İstatistikleri, Japonya Merkez Bankası	Ypb
	1910-1938	Mizoguchi ve Umemura (1988)	Yen
Kanada	1867-2007	Statistics Canada, Bank of Canada	Ypb

TABLO E.2.3 (devamı)

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynak	Yorum
Kenya	1961-1980	MC, BM	Ypb
	1970-2005	GDF	ABD doları
	1997-2007	Kenya Merkez Bankası	Ypb
Kolombiya	1923-2006	Contraloria General de la Republica	Ypb
Kore	1970-1984	MC, BM	Ypb
	1970-2005	GDF	ABD doları
	1990-2004	Jeanne ve Guscina (2006)	ABD doları
Kosta Rika	1892-1914	Soley Güell (1926)	Ypb
	1914-1983	MC, BM	Ypb
	1980-2007	CLYPS, Ministerio de Hacienda	ABD doları
Macaristan	1913-1942	MC, BM	Ypb
	1982-2005	GDF	ABD doları
	1992-2005	Jeanne ve Guscina (2006)	
Malezya	1947-1957	MC, BM	Ypb
	1976-1981		
	1970-2005	GDF	ABD doları
	1980-2004	Jeanne ve Guscina (2006)	
Mauritius	1970-1984	MC, BM	Ypb
	1970-2005	GDF	ABD doları
	1998-2007	Mauritius Merkez Bankası	Ypb
Meksika	1814-1946	Bazant (1968)	Sürekli değil
	1820-1930	RR (2008c)	Teminatsız tahvillerden hesaplanmıştır
	1914-1979	MC, BM	Ypb
	1970-2005	GDF	ABD doları
	1980-2006	Direccion General de la Deuda Publica	
Mısır	1862-1930	RR	Teminatsız tahvillerden hesaplanmıştır
	1914-1959	MC, BM	Ypb
	1970-2005	GFD	ABD doları
Nikaragua	1914-1945	MC, BM	Ypb
	1970-1983		
	1970-2005	GDF	ABD doları
	1991-2005	CLYPS	ABD doları

(*devam ediyor*)

TABLO E.2.3 (devamı)

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynak	Yorum
Norveç	1880-1914	Flandreau ve Zumer (2004)	Ypb
	1913-1983	MC, BM	Ypb
	1965-2007	Maliye Bakanlığı	Ypb
Orta Afrika Cumhuriyeti	1970-2005	GFD	ABD doları
Panama	1915-1983	MC, BM	ABD doları
	1980-2005	CLYPS	ABD doları
Paraguay	1927-1947	MC, BM	Ypb
	1976-1982		
	1970-2005	GFD	ABD doları
	1990-2004	CLYPS	ABD doları
Peru	1822-1930	RR (2008c)	Teminatsız tahvillerden hesaplanmıştır
	1918-1970	MC, BM	Ypb
	1990-2005	CLYPS	ABD doları
	1970-2005	GFD	ABD doları
Polonya	1920-1947	MC, BM	Ypb
	1986-2005	GFD	ABD doları
Portekiz	1851-1997	Instituto Nacional Estadisticas	
	1914-1975	MC, BM	Ypb
	1980-2007	Banco de Portugal	1999'dan itibaren Euro cinsinden
Rusya	1815-1917	RR (2008c)	
	1922-1938	MC, BM	Ypb
	1993-2005	Jeanne ve Guscina (2006)	
Singapur	1969-1982	BM	Ypb
Sri Lanka	1950-1983	BM	Ypb
	1970-2005	GFD	ABD doları
	1990-2006	Sri Lanka Merkez Bankası	Ypb
Şili	1822-2000	Díaz ve diğerleri (2005)	Ypb
	1970-2005	GFD	ABD doları
	1822-1930	RR (2008c)	Teminatsız tahvillerden hesaplanmıştır
Tayland (Siyam)	1913-1984	MC, BM	Ypb
	1970-2005	GFD	ABD doları
	1980-2006	Jeanne ve Guscina (2006), Tayland Merkez Bankası	Ypb

TABLO E.2.3 (devamı)

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynak	Yorum
Norveç	1880-1914	Flandreau ve Zumer (2004)	Ypb
	1913-1983	MC, BM	Ypb
	1965-2007	Maliye Bakanlığı	Ypb
Orta Afrika Cumhuriyeti	1970-2005	GFD	ABD doları
Panama	1915-1983	MC, BM	ABD doları
	1980-2005	CLYPS	ABD doları
Paraguay	1927-1947	MC, BM	Ypb
	1976-1982		
	1970-2005	GFD	ABD doları
	1990-2004	CLYPS	ABD doları
Peru	1822-1930	RR (2008c)	Teminatsız tahvillerden hesaplanmıştır
	1918-1970	MC, BM	Ypb
	1990-2005	CLYPS	ABD doları
	1970-2005	GFD	ABD doları
Polonya	1920-1947	MC, BM	Ypb
	1986-2005	GFD	ABD doları
Portekiz	1851-1997	Instituto Nacional Estadisticas	
	1914-1975	MC, BM	Ypb
	1980-2007	Banco de Portugal	1999'dan itibaren Euro cinsinden
Rusya	1815-1917	RR (2008c)	
	1922-1938	MC, BM	Ypb
	1993-2005	Jeanne ve Guscina (2006)	
Singapur	1969-1982	BM	Ypb
Sri Lanka	1950-1983	BM	Ypb
	1970-2005	GFD	ABD doları
	1990-2006	Sri Lanka Merkez Bankası	Ypb
Şili	1822-2000	Díaz ve diğerleri (2005)	Ypb
	1970-2005	GFD	ABD doları
	1822-1930	RR (2008c)	Teminatsız tahvillerden hesaplanmıştır
Tayland (Siyam)	1913-1984	MC, BM	Ypb
	1970-2005	GFD	ABD doları
	1980-2006	Jeanne ve Guscina (2006), Tayland Merkez Bankası	Ypb

(*devam ediyor*)

TABLO E.2.3 (devamı)

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynak	Yorum
Tunus	1970-2005	GFD	ABD doları
	2004-2007	Tunus Merkez Bankası	Ypb
	1972-1982	MC, BM	Ypb
Türkiye	1854-1933	RR (2008c)	Teminatsız tahvillerden hesaplanmıştır
	1933-1984	MC, BM	Ypb
	1970-2005	GFD	ABD doları
	1986-2007	Hazine Müsteşarlığı	ABD doları
Uruguay	1871-1930	RR (2008c)	Teminatsız tahvillerden hesaplanmıştır
	1914-1947	MC, BM	Ypb
	1972-1984		
	1970-2005	GFD	ABD doları
	1980-2004	CLYPS	ABD doları
Venezuella	1822-1842	RR (2008c)	Teminatsız tahvillerden hesaplanmıştır, ABD doları
	1914-1982	MC, BM	Ypb
Yeni Zelanda	1858-2006	Yeni Zelanda İstatistik Kurumu, Yeni Zelanda Hazinesi	Ypb
Yunanistan	1920-1983	MC, BM	Ypb
Zambiya	1970-2005	GFD	
Zimbabve	1969-1982	BM	Ypb
	1970-2005	GFD	ABD doları

TABLO E.2.4
Kamu iç borcu

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynak	Yorum
ABD	1791-2007	Treasury Direct	Ypb
Arjantin	1863-1971	Garcia Vizcaino (1972)	Ypb
	1914-1981	MC, BM	Ypb
	1980-2005	GFD, Jeanne ve Guscina (2006)	
Avustralya	1914-1981	MC, BM	Ypb
	1980-2007	Australian Office of Financial Management	Ypb
Avusturya	1945-1984	BM	Ypb
	1970-2006	Avusturya Federal Finans Kurumu	Euro
Belçika	1914-1983	MC, BM	Ypb
	1992-2007	BNB, Centre d'études économiques de la KUL	
Bolivya	1914-1953	MC, BM	Ypb
	1968-1981		
	1991-2004	CLYPS	ABD doları
Brezilya	1923-1972	MC, BM	Ypb
	1991-2005	GFD, Jeanne ve Guscina (2006)	
Britanya	1914-2007	MC, BM	Ypb
Çin	1894-1949	RR (2008c)	Ypb
Danimarka	1914-1975	MC, BM	Ypb
	1990-2007	Danmarks Nationalbank	Ypb
Dominik Cumhuriyeti	1914-1952	MC, BM	Ypb
Ekvador	1914-1972	MC, BM	Ypb
	1990-2006	Maliye Bakanlığı	ABD doları
Endonezya	1972-1983	BM	Ypb
	1998-2005	Endonezya Bankası, GDF	
Fas	1965-1980	BM	Ypb
Fildişi Sahili	1970-1980	BM	Ypb
Filipinler	1948-1982	MC, BM	Ypb
	1980-2005	GFD, Jeanne ve Guscina (2006)	

(*devam ediyor*)

TABLO E.2.4 (devamı)

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynak	Yorum
Fransa	1913-1972	MC, BM	Ypb
	1999-2007	Ministère du Budget, des comptes public	Ypb
Guatemala	1921-1982	MC, BM	Ypb
	1980-2005	CLYPS	ABD doları
Güney Afrika	1859-1914	Page (1919)	İngiliz sterlini
	1910-1983	MC, BM	Ypb
	1946-2006	South Africa Reserve Bank	Ypb
Hindistan	1840-1920	Statistical Abstract Relating to British India (çeşitli yıllar)	
	1913-1983	MC, BM	Ypb
	1980-2005	Jeanne ve Guscina (2006)	
Hollanda	1880-1914	Flandreau ve Zumer (2004)	Ypb
	1914-1977	MC, BM	Ypb
	1914-2008	Hollanda Hazine Müsteşarlığı	Ypb
Honduras	1914-1971	MC, BM	Ypb
	1980-2005	ABD doları	
İspanya	1850-2001	Estadisticas Historicas de España: Siglos XIX-XX	Ypb
	1999-2006	Banco de España	Euro
İsveç	1914-1984	MC, BM	Ypb
	1950-2006	Riksgälden	Ypb
İtalya	1880-1913	Flandreau ve Zumer (2004)	Ypb
	1882-2007	Dipartamento del Tesoro	Ypb
	1894-1914	MC, BM	Ypb
Japonya	1872-2007	Japonya Tarihsel İstatistikleri, Japonya Merkez Bankası	
	1914-1946	BM	
Kanada	1867-2007	Statistics Canada, Bank of Canada	Ypb
Kenya	1961-1980	MC, BM	Ypb
	1997-2007	Kenya Merkez Bankası	Ypb
Kolombiya	1923-2006	Contraloria General de la Republica	Ypb

TABLO E.2.4 (devamı)

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynak	Yorum
Kore	1970-1984	MC, BM	Ypb
	1990-2004	Jeanne ve Guscina (2006)	Ypb
Kosta Rika	1892-1914	Soley Güell (1926)	Ypb
	1914-1983	MC, BM	Ypb
	1980-2007	CLYPS, Ministerio de Hacienda	ABD doları
Macaristan	1913-1942	MC, BM	Ypb
	1992-2005	Jeanne ve Guscina (2006)	
Malezya	1947-1957	MC, BM	Ypb
	1976-1981		
	1980-2004	Jeanne ve Guscina (2006)	
Mauritius	1970-1984	MC, BM	Ypb
	1998-2007	Mauritius Merkez Bankası	Ypb
Meksika	1814-1946	Bazant (1968)	Sürekli değil
	1914-1979	MC, BM	Ypb
	1980-2006	Direccion General de la Deuda Publica	
Mısır	1914-1959	MC, BM	Ypb
	2001-2005	Maliye Bakanlığı	Ypb
Nikaragua	1914-1945	MC, BM	Ypb
	1970-1983		
	1991-2005	CLYPS	ABD doları
Norveç	1880-1914	Flandreau ve Zumer (2004)	Ypb
	1913-1983	MC, BM	Ypb
	1965-2007	Maliye Bakanlığı	Ypb
Panama	1915-1983	MC, BM	ABD doları
	1980-2005	CLYPS	ABD doları
Paraguay	1927-1947	MC, BM	Ypb
	1976-1982		
	1990-2004	CLYPS	ABD doları
Peru	1918-1970	MC, BM	Ypb
	1990-2005	CLYPS	ABD doları
Polonya	1920-1947	MC, BM	Ypb
	1994-2004	Jeanne ve Guscina (2006)	Ypb

(*devam ediyor*)

TABLO E.2.4 (devamı)

Ülke	Kapsadığı dönem	Kaynak	Yorum
Portekiz	1851-1997	Instituto Nacional Estadisticas-Portuguese Statistical Agency	Ypb
	1914-1975	MC, BM	Ypb
	1980-2007	Banco de Portugal	1999'dan itibaren Euro cinsinden
Rusya	1922-1938	MC, BM	Ypb
	1993-2005	Jeanne ve Guscina (2006)	
Singapur	1969-1982	BM	Ypb
	1986-2006	Para Otoritesi	Ypb
Sri Lanka	1950-1983	BM	Ypb
	1990-2006	Sri Lanka Merkez Bankası	Ypb
Şili	1827-2000	Díaz ve diğerleri (2005)	Ypb
	1914-1953	MC, BM	Ypb
	1914-1946	BM	
	1990-2007	Ministerio de Hacienda	ABD doları
Tayland (Siyam)	1913-1984	MC, BM	Ypb
	1980-2006	Jeanne ve Guscina (2006), Tayland Merkez Bankası	Ypb
Tunus	1972-1982	BM	Ypb
	2004-2007	Tunus Merkez Bankası	Ypb
Türkiye	1933-1984	MC, BM	Ypb
	1986-2007	Hazine Müsteşarlığı	ABD doları
Uruguay	1914-1947	MC, BM	Ypb
	1972-1984		
	1980-2004	CLYPS	ABD doları
Venezuella	1914-1982	MC, BM	Ypb
	1983-2005	Jeanne ve Guscina (2006)	Ypb
Yeni Zelanda	1858-2006	Yeni Zelanda İstatistik Kurumu, Yeni Zelanda Hazinesi	Ypb
Yunanistan	1920-1983	MC, BM	Ypb
	1912-1941	BM	
Zimbabve	1969-1982	BM	Ypb

EK E.3
BANKACILIK KRİZLERİNİN TARİHLERİ

TABLO E.3.1
Bankacılık krizlerinin tarihleri ve sermaye hareketliliği, 1800-2008

Yüksek gelir düzeyindeki ülkeler		Orta gelir düzeyindeki ülkeler		Düşük gelir düzeyindeki ülkeler	
Ülke(ler)	Başlangıç yılı	Ülke(ler)	Başlangıç yılı	Ülke(ler)	Başlangıç yılı
Sermaye hareketliliği: Düşük-ılımlı, 1800-1879					
Fransa	1802				
Fransa	1805				
Britanya	1810				
İsveç	1811				
Danimarka	1813				
İspanya, ABD	1814				
Britanya	1815				
ABD	1818				
Britanya, ABD	1825				
ABD	1836				
Kanada, Britanya	1837				
Britanya	1847				
Belçika	1848				
Britanya, ABD	1857			Hindistan	1863
İtalya, Britanya	1866				
Avusturya, ABD	1873	Peru	1873		
		Güney Afrika	1877		
Sermaye hareketliliği: Yüksek, 1880-1914					
Almanya	1880				
Fransa	1882	Meksika	1883		
ABD	1884				

(*devam ediyor*)

TABLO E.3.1 (devamı)

Yüksek gelir düzeyindeki ülkeler		Orta gelir düzeyindeki ülkeler		Düşük gelir düzeyindeki ülkeler	
Ülke(ler)	Başlangıç yılı	Ülke(ler)	Başlangıç yılı	Ülke(ler)	Başlangıç yılı
Danimarka	1885				
İtalya	1887				
Fransa	1889				
Portekiz, Britanya, ABD	1890	Arjantin*, Brezilya, Şili, Paraguay, Güney Afrika	1890		
Almanya, İtalya, Portekiz	1891				
Avustralya	1893	Uruguay	1893		
Hollanda, İsveç	1897				
Norveç	1898	Şili	1899		
Finlandiya	1900	Brezilya	1900		
Almanya, Japonya	1901				
Danimarka, Fransa, İtalya, Japonya, İsveç, ABD	1907	Meksika	1907		
		Şili	1908		
		Meksika	1913	Hindistan	1913
Belçika, Fransa*, İtalya, Japonya, Hollanda, Norveç*, Britanya, ABD	1914	Arjantin*, Brezilya*	1914		
Sermaye hareketliliği: Düşük, 1915-1919					
		Şili*	1915		
Sermaye hareketliliği: Ilımlı, 1920-1929					
Portekiz*	1920	Meksika	1920		
Finlandiya, İtalya, Hollanda*, Norveç*	1921			Hindistan	1921
Kanada, Japonya, Tayvan	1923	Çin	1923		
Avusturya	1924				
Belçika*, Almanya*	1925	Brezilya, Şili*	1926		
Japonya, Tayvan	1927				
ABD*	1929	Brezilya, Meksika*	1929	Hindistan	1929
Sermaye hareketliliği: Düşük, 1930-1969					
Fransa, İtalya	1930				
Avusturya, Belçika, Finlandiya, Almanya*, Yunanistan, Norveç, Portekiz*, İspanya*, İsveç*, İsviçre	1931	Arjantin*, Brezilya, Çin, Çekoslovakya, Estonya, Macaristan, Letonya, Polonya, Romanya ve Türkiye	1931		

TABLO E.3.1 (devamı)

Yüksek gelir düzeyindeki ülkeler		Orta gelir düzeyindeki ülkeler		Düşük gelir düzeyindeki ülkeler	
Ülke(ler)	Başlangıç yılı	Ülke(ler)	Başlangıç yılı	Ülke(ler)	Başlangıç yılı
Belçika*	1934	Arjantin, Çin	1934		
İtalya	1935	Brezilya	1937		
Belçika*, Finlandiya	1939				
				Hindistan*	1947
		Brezilya	1963		
Sermaye hareketliliği: Ilımlı, 1970-1979					
		Uruguay	1971		
Britanya	1974	Şili*	1976	Orta Afrika Cumhuriyeti	1976
Almanya, İsrail, İspanya	1977	Güney Afrika	1977		
		Venezuella	1978		
Sermaye hareketliliği: Yüksek, 1980-2007					
		Arjantin*, Şili*, Ekvador, Mısır	1980		
		Meksika, Filipinler, Uruguay	1981		
Hong Kong, Singapur	1982	Kolombiya, Türkiye	1982	Kongo (Demokratik Cumhuriyeti), Gana	1982
Kanada, Kore, Kuveyt, Tayvan	1983	Fas, Peru, Tayland	1983	Ekvator Ginesi, Nijer	1983
Britanya, ABD	1984			Moritanya	1984
		Arjantin*, Brezilya*, Malezya*	1985	Gine, Kenya	1985
Danimarka, Yeni Zelanda, Norveç	1987	Bolivya, Kamerun, Kosta Rika, Nikaragua	1987	Bangladeş, Mali, Mozambik, Tanzanya	1987
		Lübnan, Panama	1988	Benin, Burkina Faso, Orta Afrika Cumhuriyeti, Fildişi Sahili, Madagaskar, Nepal, Senegal	1988
Avustralya	1989	Arjantin*, El Salvador, Güney Afrika, Sri Lanka	1989		
İtalya	1990	Cezayir, Brezilya,* Mısır, Romanya	1990	Sierra Leone	1990
Çek Cumhuriyeti, Finlandiya, Yunanistan, İsveç, Britanya	1991	Gürcistan, Macaristan, Polonya, Slovak Cumhuriyeti	1991	Cibuti, Liberya, Sao Taome	1991

(*devam ediyor*)

TABLO E.3.1 (devamı)

Yüksek gelir düzeyindeki ülkeler		Orta gelir düzeyindeki ülkeler		Düşük gelir düzeyindeki ülkeler	
Ülke(ler)	Başlangıç yılı	Ülke(ler)	Başlangıç yılı	Ülke(ler)	Başlangıç yılı
Japonya	1992	Arnavutluk, Bosna-Hersek, Estonya, Endonezya	1992	Angola, Çad, Çin, Kongo, Kenya, Nijerya	1992
Makedonya, Slovenya	1993	Cape Verde (Yeşil Burun), Venezuella	1993	Gine, Eritre, Hindistan, Kırgız Cumhuriyeti, Togo	1993
Sermaye hareketliliği: Yüksek 1980-2007					
Fransa	1994	Ermenistan, Bolivya, Bulgaristan, Kosta Rika, Jamaika, Letonya, Meksika*, Türkiye	1994	Burundi, Kongo (Cumhuriyeti), Uganda	1994
Britanya	1995	Arjantin, Azerbaycan, Brezilya, Kamerun, Litvanya, Paraguay, Rusya, Svaziland	1995	Gine-Bissau, Zambiya, Zimbabve	1995
		Hırvatistan, Ekvador, Tayland	1996	Myanmar, Yemen	1996
Tayvan	1997	Endonezya, Kore*, Malezya, Mauritius, Filipinler, Ukrayna	1997	Vietnam	1997
		Kolombiya*, Ekvador, El Salvador, Rusya	1998		
		Bolivya, Honduras, Peru	1999		
		Nikaragua	2000		
		Arjantin*, Guatemala	2001		
		Paraguay, Uruguay	2002		
		Dominik Cumhuriyeti	2003		
		Guatemala	2006		
İzlanda, İrlanda, ABD, Britanya	2007				
Avusturya, İspanya	2008				

Not: Ek E.4 bu tabloda listelenen olaylar hakkında daha fazla bilgi içermektedir ve daha ılımlı bazı olayları da seçerek tabloya dahil etmiştir. Yıldız işareti (*) söz konusu olayın Barro ve Ursua'nın tanımladığı şekilde bir üretim çöküşüyle ilişkili olduğunu belirtmektedir. Ne var ki, bizim genişletilmiş örneğimizde yer alan ülkelerin birçoğu Barro ve Ursua tarafından ele alınmamıştır.

EK E.4
BANKACILIK KRİZLERİNİN TARİHSEL ÖZETİ

TABLO E.4.1
Bankacılık krizleri: Tarihsel özet, 1800-2008

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
ABD	Devlet bankaları madeni para ödemelerini 1812 Savaşı nedeniyle durdurdu; bu da hazinenin işlemlerini felç etti.	Ağustos 1814	Conant (1915)
	Second Bank of United States'in madeni para ödeme talebi nedeniyle kırk altı banka ödeme güçlüğü içine girdi.	1818-1819	Conant (1915)
	Britanya krizi öncesinde Bank of the United States ve diğer bankalar durma eşiğine geldi.	Ocak 1825	Conant (1915)
	Üç banka iflas etti; paniği önlemek amacıyla İngiltere Merkez Bankası öteki bankalara cömert avanslar verdi. New Orleans ve New York'ta iflaslar başladı ve diğer kentlerdeki bankalara da yayıldı.	1836-1838	Conant (1915)
	Second Bank of the United States tasfiye oldu; alacaklılara ödemeleri yapıldı fakat hissedarlar tüm faizleri kaybetti; yirmi altı yerel banka iflas etti.	Mart 1841	Conant (1915)

(devam ediyor)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
	Avustralya ve California altın madenlerinin bulunması, büyük spekülasyonlara ve ondan sonra da çöküşlere yol açtı; bu durum dünyanın her yanında finans işlemlerini felç etti (kriz ABD'den Avrupa'ya, Güney Amerika'ya ve Uzakdoğu'ya yayıldı). Bankaların çoğu işlemlerini durdurdu; İngiltere Merkez Bankası tek iskonto kaynağı olarak kaldı.	Ağustos 1857	Conant (1915)
	Hükümet, madeni para ödemelerini 1879'a kadar durdurdu; bu olay altın fiyatını ve öteki perakende mallarının tümünün fiyatını yukarıya çekti (altın 1864'te zirve yaptı).	Aralık 1861	Conant (1915)
	İç savaş nedeniyle ABD'de panik yaşandı.	Nisan 1864	Conant (1915)
	Philadelphia'lı bankacılık şirketi Jay Cooke and Company iflas etti ve bu, 1877'ye kadar sürecek bir resesyonu tetikledi.	Eylül 1873	Conant (1915)
	Zayıf meta fiyatları ve bir dizi aracı şirket iflası, genelde New York bölgesinde bankalara hücum edilmesine ve ödemelerin durdurulmasına yol açtı. Üretimdeki etkileri ılımlı oldu.	Mayıs 1884	Conant (1915), Bordo ve Eichengreen (1999)
	Paradaki belirsizlik ve borsadaki çöküş, bankalara hücum edilmesine yol açtı. Krizi iyileştirmek için politik eylem yapıldı; üretimde şiddetli düşüş vardı fakat ekonomi çabuk iyileşti.	1890	Conant (1915), Bordo ve Eichengreen (1999)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
	Küresel kredi kısıtlamaları ve iç finansal fazlalıklar vardı; devlet bankalarının sayısındaki artış ve mevduatların nakit rezervlerine oranındaki yükseliş, bir kriz ortamını hazırladı. Gayrimenkul ve borsa spekülasyon balonu patladı; kriz New York'tan tüm ulusa yayıldı. Büyüme oranı yılda yüzde 9 düştü. J. P. Morgan, Bank of Montreal ve New York hazinesi likidite desteği verdiler.	Mart 1907	Conant (1915), Bordo ve Eichengreen (1999)
	New York borsası savaşa tepki olarak Aralık'a kadar kapalı kaldı; ne var ki, bir bankacılık krizi ani para çekmelerine karşı acil parayla ülkeyi destekleyerek önlenmiş oldu.	Temmuz 1914	Bordo vd. (2001)
	Büyük Bunalım sırasında binlerce banka kapandı; iflaslar özel Federal Reserve bölgeleriyle ilişkilendirildi. Bank of the USA, Aralık 1930'da iflas etti; Ağustos 1931 ve Ocak 1932 arasında 1860 banka iflas etti.	1929-1933	Bernanke ve James (1990), Bordo vd. (2001)
	1400 tasarruf ve kredi kurumu ve 1300 banka iflas etti.	1984-1991	Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003)
Almanya	Hamburg Bankası, Avusturya Ulusal Bankası tarafından kurtarıldı; bu yeniden güven sağladı ve krizi dağıttı; Hamburg Bankası, kredisini altı ayda geri ödedi.	1857	Conant (1915)
	Rusya krizinden tetiklenerek hisse senedi fiyatları yüzde 61 düştü; sorun önce ipotek bankalarını vurdu ama iskonto bankaları likidite sağladı. Dresdner Creditanstalt, Bank of Leipzig ve Leipzig Bank iflas etti. Büyüme hızında ılımlı bir yavaşlama görüldü.	1901	Conant, Bordo ve Eichengreen (1999)

(devam ediyor)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
	Bankaların sermayelerini yenilediği ya da mevduatlarına hükümet tarafından güvence verildiği ikiz krizler görüldü. Bankalara hücum, 1930 ortalarından beri hazırlanan sorunlarla iyice şiddetlenmişti; birçok banka ödeme yapamıyordu ve mevduat sahiplerinin panik halinde bankalardan paralarını çekmemesi için bankalar bir süreliğine kapatıldı.	1931	Bernanke ve James (1990), Bordo vd. (2001), Temin (2008)
	Ciro kurumları sorunlarla karşılaştı.	1977	Caprio ve Klingebiel (2003)
Angola	Devletin sahip olduğu iki ticari bankanın iflas sorunu vardı.	1992-1996	Caprio ve Klingebiel (2003)
Arjantin	Arjantin Cumhuriyeti Ulusal Bankası'nın faaliyeti durduruldu; yüksek dış borç düzeyi, yurtiçi krediler ve ithalat, rezervlerin tükenmesine yol açtı; pezo yüzde 27 değer yitirdi ama kriz kısa sürdü ve sanayi üretimi üzerinde çok az etki yaptı.	Ocak 1885	Conant (1915), Bordo ve Eichengreen (1999)
	Bankalar çok fazla kredi verdi ve gayrimenkul fiyatları, banknot ihracındaki aşırı artışla birlikte ciddi biçimde yükseldi. Arazi fiyatları yüzde 50 düştü ve Ulusal Banka temettülerini ödeyemedi; bu da bankalara hücum edilmesine neden oldu ve pezo her iki yılda da yüzde 36 düştü. Temmuz 1890'da bankaların banknot ihracı durdurulunca altın yüzde 320 yükseldi. Aralık 1890'da Arjantin Ulusal bankası, eski Ulus Bankasının yerini aldı.	Temmuz 1890-1891	Bordo ve Eichengreen (1999), Conant (1915)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
	Kötü hasat yılı ve Avrupa'nın savaş nedeniyle yaptığı likidite talebi, bankalara hücuma yol açtı; özel bankalar iki yıl içinde mevduatlarının yüzde 45'ini kaybettiler.	1914	Conant (1915), Bordo ve Eichengreen (1999), Nakamura ve Zarazaga (2001)
	Altın standardı sona erdi ve iflas eden bankalar toparlanmaya başladı.	1931	della Paolera ve Taylor (1999), Bordo vd. (2001)
	Hükümete verilen büyük krediler ve düşük verimli yıllardır artıyordu; en sonunda hepsini Merkez Bankası devraldı.	1934	della Paolera ve Taylor (1999), Bordo vd. (2001)
	Büyük özel bir bankanın (Banco de Intercambio Regional) iflas etmesi, diğer üç bankaya hücum edilmesine yol açtı. En sonunda –ticari banka varlıklarının yüzde 16'sını ve finans şirketleri varlıklarının yüzde 35'ini temsil eden– yetmişten fazla kurum tasfiye edildi ya da bunlaramerkez bankası tarafından müdahale edildi.	Mart 1980-1982	Kaminsky ve Reinhart (1999), Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003)
	Mayıs başında, hükümet büyük bir bankayı kapattı ve bu da bankalara hücuma yol açtı; bunun üzerine hükümet, 19 Mayıs'ta dolar mevduatlarını dondurdu.	Mayıs 1985	Kaminsky ve Reinhart (1999)
	Verimsiz varlıklar, toplam portföylerin yüzde 27'sine ve devlet bankalarının portföylerinin yüzde 37'sine ulaşmıştı. İflas eden bankalar, finansal sistem varlıklarının yüzde 40'ını tutuyordu.	1989-1990	Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003)
	Meksika'daki devalüasyon, bankalara hücuma yol açtı; bu da Aralık ve Mart ayları arasında mevduatlarda yüzde 18 oranında bir düşüşe neden oldu. Sekiz banka faaliyetini durdurdu ve üç banka iflas etti. 1997 sonundan itibaren 205 bankacılık kurumundan 63'ü kapandı ya da birleşti.	1995	Bordo vd. (2001), Reinhart (2002), Caprio ve Klingebiel (2003)

(*devam ediyor*)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
	Mart 2001'de, halkın hükümetin politikalarına güvenmemesi sonucunda, bankalara hücum başladı. Kasım 2001 sonlarında birçok banka çöküşün eşiğine gelmişti ve bankalardan para kaçışını durdurmak için, para çekmeye kısmi kısıtlamalar (corralito) ve sabit vadeli mevduatlar (CD'ler) programlanmıştı (corralon). Aralık 2002'de corralito kaldırıldı, bir banka kapatıldı, üç banka millileştirildi ve diğer birçoğu küçültüldü.	Mart 2001	Caprio ve Klingebiel (2003), Jácome (2008)
Arnavutluk	Temmuz 1992'daki temizlik hareketinden sonra, "yeni" bankacılık sisteminin kredilerinin yüzde 31'i işlemez hale gelmişti. Bazı bankalar, bankalararası yükümlülüklerin yarattığı tıkanıklık nedeniyle likidite sorunlarıyla karşı karşıya kalmıştı.	1992	Caprio ve Klingebiel (2003)
Avustralya	Yurtiçi kredilerde yaşanan canlılık, banka varlıklarındaki nitelik kaybını gösteriyordu; arazi fiyatlarındaki canlılık ve kuralsız bankacılık sistemi spekülasyona neden oluyordu. Avustralya Ticaret Bankası ve Avustralya Federal Bankası'nın kapatılması, İngiliz mevduatlarının kaçmasına yol açmıştı. Bankaların hisse fiyatları aşırı düşmüştü, bankalar geri çekildiler, uzun vadeli kredileri durdurdular ve birçoğu kapandı. Bunu 1890'lar bunalımı izledi.	Ocak 1893	Conant (1915), Bordo ve Eichengreen (1999)
	İki büyük banka, zararlarını kapatmak amacıyla hükümetten sermaye aldılar.	1989-1992	Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
Avusturya	Ekonomide spekülasyon vardı; Viyana Borsasının çöküşü, elli iki bankanın ve kırk dört bölge bankasının iflasına neden oldu.	Mayıs 1873-1874	Conant (1915)
	En büyük banka sıkıntı yaşıyordu; Haziran'da tasfiyeler başladı.	1924	Bernanke ve James (1990)
	Ülkenin ikinci büyük bankası iflas etti ve en büyük bankayla birleşti.	Kasım 1929	Bernanke ve James (1990)
	Creditanstalt iflas etti ve yabancılar mevduatlarını çekmek için bankalara hücum ettiler.	Mayıs 1931	Bernanke ve James (1990)
Azerbaycan	On iki özel banka kapandı; devletin sahip olduğu üç banka borçlarını ödeyemiyordu ve bir tanesi ciddi likidite sorunları yaşıyordu.	1995	Caprio ve Klingebiel (2003)
Bangladeş	Kredilerin yüzde 70'ini veren dört bankanın dağıttığı kredilerin yüzde 20'si verimsizdi. 1980'lerin sonundan itibaren, özel ve kamu bankalarının tamamı teknik olarak borcunu ödeyemez durumdaydı.	1987-1996	Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003)
Belarus	Birçok banka düşük sermayeliydi; birleşme zorlamaları, bazı bankaları zayıf kredi portföyü yükü altına sokmuştu.	1995	Caprio ve Klingebiel (2003)
Belçika	İki rakip banka vardı: Belçika Bankası (1835'te kuruldu) ve Société Générale. Savaş korkusu, kredilerde daralmaya neden oldu. Société Générale, büyük miktarlarda krediyi paraya çevirerek Belçika Bankası'nı iflasa götürmeye çabaladı ama bu hareket her iki bankayı da zayıflattı. Halk Belçika Bankası'na hücum etti; banka ödemeleri durdurmadı ama hazineden yardım istedi.	Aralık 1838-1839	Conant (1915)

(*devam ediyor*)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
	Belçika Bankası, devlet mevduatlarını tutma görevinden istifa ederek bu görevi Société Générale'e devretti; Société Générale krizden etkilendi ve Antwerp dışındaki tüm şubelerini kapattı.	1842	Conant (1915)
	Société Générale ödemelerini durdurdu ve hükümetin reform talep etmesi üzerine, tahvil ihraç yetkisini kaybetti. Belçika Ulusal Bankası kuruldu.	Şubat 1848	Conant (1915)
	Halkta, devletin aldığı kararlar ve vergiler nedeniyle korku vardı ama Belçika Bankası ödemelere devam ederek (iskonto oranını yükseltti ve ticari kağıtların kabul edilmesiyle ilgili kısıtlamalar getirdi) güveni tekrar sağlamış oldu – bankanın bu kararı, ticari yaşama ve bankaya büyük bedellere mal olmuştu.	Temmuz 1870-1871	Conant (1915)
	Dünyanın her yanından yatırımcılar varlıkları getirdiler ve nakit çektiler, fiyatları aşağıya çektiler ve finansal kurumları iflasla tehdit ettiler. Dünyanın her yanında borsalar çöktü.	1914	Bordo vd. (2001)
	Sistemik deflasyon, fonlama krizine yol açtı.	1925-1926	Johnson (1998), Bordo vd. (2001)
	En büyük banka olan Brüksel Bankası'nın iflas edeceği hakkındaki söylentiler üzerine, tüm bankalardan mevduatlar çekildi. Bundan sonra devalüasyon beklentisi, yabancıların mevduatlarının çekilmesine neden oldu.	Mayıs 1931	Bernanke ve James (1990), Bordo vd. (2001)
	Banque Belge de Travail'ın iflası, genel bir bankacılık ve döviz krizine yol açtı.	1934	Bernanke ve James (1990), Bordo vd. (2001)
	Ekonomi yavaşça iyileşiyordu, yine de savaş beklentisi yatırım kararlarını bekletiyordu. Döviz ve altın rezervleri ciddi anlamda azalmaktaydı.	1939	Bordo vd. (2001)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
Benin	Üç ticari bankanın hepsi çöktü; bankaların kredi portföylerinin yüzde 80'i donuk kredilerden oluşuyordu.	1988-1990	Caprio ve Klingebiel (2003)
Bolivya	Ekim 1987'de merkez bankası, devletin sahip olduğu on iki ticari bankanın ikisini tasfiye etti; bu bankaların yedisi daha büyük zarar bildirdi. Toplamda beş banka tasfiye edildi. Bankacılık sistemindeki donuk krediler, 1987'de yüzde 30'a ve 1988 ortasında ise yüzde 92'ye yükseldi.	Ekim 1987-1988	Kaminsky ve Reinhart (1999), Caprio ve Klingebiel (2003)
	Bankacılık sistemindeki varlıkların yüzde 11'ini elinde tutan iki banka 1994'te kapandı. 1995'te, on beş yurtiçi bankadan dördü (bankacılık sistemindeki varlıkların yüzde 30'una sahiplerdi) likidite sorunları ve yüksek düzeyde donuk kredi sıkıntısı yaşadılar.	1994	Caprio ve Klingebiel (2003)
	Küçük bir bankaya (piyasadaki payı mevduatların yüzde 4,5'i olan bir banka) müdahale edildi ve banka tasfiye oldu.	1999	Jácome (2008)
Bosna Hersek	Bankacılık sistemi; eski Yugoslavya'nın parçalanması ve iç savaş nedeniyle donuk kredi miktarındaki artıştan dolayı sıkıntı içine girmişti.	1992-?	Caprio ve Klingebiel (2003)
Botsvana	Bankalar birleşti, tasfiye edildi ya da sermaye yapıları yeniden düzenlendi.	1994-1995	Caprio ve Klingebiel (2003)

(*devam ediyor*)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
Brezilya	Büyük miktarda hükümet borçlanması ve para birimi spekülasyonu vardı; hükümet sürekli olarak daha fazla bono çıkarıyordu. The National Bank of Brazil ve Bank of the U.S. of Brazil birleşerek, Bank of the Republic of the U.S. of Brazil'i oluşturdular. Yeni banka, hükümetin kağıt bonolarını tedavülden kaldırdı. Finans sektöründeki bu kargaşa üretimde düşüşe neden oldu.	Aralık 1890-1892	Conant (1915), Bordo ve Eichengreen (1999)
	İç savaş vardı ve para değer kaybediyordu. Londra'daki Rothschild'den gelen bir kredinin yardımı oldu ve ülke borçlarını ödemek için anlaşmaya vardı.	1897-1898	Conant (1915), Bordo ve Eichengreen (1999)
	Esnek olmayan kahve ihracatı, paranın değer kaybına yetişemiyordu; merkezi bir endüstri, sınırlı rekabet ve deflasyondan yavaşça çıkış vardı. Likidite pompalanmasının yararı olmadı.; mevduatlar geri çekildi ve kredilerin geri ödenmesi istendi.	1900-1901	Conant (1915), Bordo ve Eichengreen (1999)
	Uluslararası para transferlerinde yaşanan sıkıntılar nedeniyle ödemeler durduruldu.	1914	Brown (1940), Bordo vd. (2001)
	Hazine, büyük bütçe açıklarını, Banco de Brasil'de iskonto edilen bonolarla destekledi. Yüksek enflasyon ve halkın hoşnutsuzluğu, altın standardının geri getirilmesine yol açtı ve yeni kurulan hükümet, yaptığı yeni düzenlemeyle Banco de Brasil'i merkez bankası yaptı. Ne var ki, bu banka politik denetimin dışında faaliyet göstermeyi başaramadı. Bankacılık sektörü, azalan para arzına bağlı olarak sonraki üç yılda yüzde 20 daraldı.	1923	Triner (2000), Bordo vd. (2001)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
	Sermayenin aşırı birikimi, kentli işçilerin yoksullaşması uğruna gerçekleşti ve ekonomik yapılar, ücretleri değiştirerek bu baskıları hafifletmeyi sağlayamadılar. Ekonomik kriz, politik krize neden oldu ve sonuçta askeri bir darbe oldu.	1963	Bordo vd. (2001)
	Üç büyük bankaya (Comind, Maison Nave ve Auxiliar) hükümet el koydu.	Kasım 1985	Kaminsky ve Reinhart (1999)
	Mevduatlar tahvillere çevrildi.	1990	Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingbiel (2003)
	1994'te on yedi küçük banka tasfiye oldu, üç özel bankaya müdahale edildi ve sekiz devlet bankası gözetim altına girdi. Merkez Bankası kırk üç finansal kuruma müdahale etti ya da yönetimlerine geçici olarak el koydu ve bankacılık sistemindeki donuk krediler 1997 sonunda yüzde 15'e ulaştı. Özel bankalar 1998'de kârlılık düzeyini yeniden yakaladı ama kamu bankaları 1999'a kadar düzelmeye başlayamadı.	Temmuz 1994-1996	Kaminsky ve Reinhart (1999), Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003)
Britanya	Napolyon'un Berlin Bildirisi nedeniyle büyük bir spekülasyon yaşandı. Birçok yeni bölge bankası tahvil çıkardı; çıkarılan aşırı miktarda tahvil Londra borsasmda şiddetli bir düşüşe yol açtı; Hazine 11 Nisan 1811'de bankaları kurtardı.	1810	Conant (1915)
	İyi bir hasat ve düşük fiyatlar spekülasyona yol açtı; mülk fiyatlarındaki genel bir çöküş, üretim endüstrilerini etkiledi. Seksen dokuz bölge bankası iflas etti; üç yüz ila beş yüz banka işi bıraktı ve İngiltere Merkez Bankası bonolarına talep arttı.	1815-1817	Conant (1915)

(*devam ediyor*)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
	Kuralsız bölge bankacılığı tarafından finanse edilen gerçek ve sanal yatırımlardaki spekülasyon, hisse senetlerindeki balona ve Latin Amerika dış devlet borcuna neden oldu; bundan sonra, borsada çöküş yaşandı; altı Londra bankası (aralarında Henry Thornton'un bankası da vardı) ve altınış bölge bankası kapandı; Londra'da panik çıktı.	Nisan 1825-1826	Conant (1915)
	Mart 1837'de üç banka iflas etti; İngiltere Merkez Bankası, paniğin önüne geçmek için öteki bankalara cömert avanslar verdi ama onlar yine iflasa sürüklenmeyi sürdürdü. Ülke iskonto oranını yükseltti ve Fransa ve Almanya'dan borç aldı.	Mart 1837-1839	
	İrlanda Patates Kıtlığı ve demiryolu çılgınlığı, külçelerin istikrarlı bir biçimde tükenmesine yol açtı; azalan kaynaklar paniğe neden oldu. Şirketler, demiryolu girişimlerine ve şeker plantasyonlarına aşırı açıldılar; bunun sonucunda iflas etmeye başladılar; bu olay da bankaların iflasına yol açtı.	Nisan 1847-1848	Conant (1915)
	Avustralya ve California altın madenlerinin bulunması, büyük spekülasyonlara ve ondan sonra da çöküşlere yol açtı; dünyanın her yanında finans işlemlerini felç etti (kriz ABD'den Avrupa'ya, Güney Amerika'ya ve Uzakdoğu'ya yayıldı). Bankaların çoğu işlemlerini durdurdu; İngiltere Merkez Bankası tek iskonto kaynağı olarak kaldı.	Ağustos 1857	Conant (1915)
	1844 Bankacılık Yasası, panikle başa çıkmak amacıyla askıya alındı; talepler altınla ödendi. Joint Stock Discount şirketi iflas etti ve çeşitli endüstriler iskontolar sundu.	Mayıs 1866	Conant (1915)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
	Bölge bankalarında kriz vardı: Güven çöküşüne bağlı olarak, 9 Aralık'ta West of England ve South Wales District Bank, 2 Ekim'de de City of Galsgow Bank iflas etti.	Ekim 1878	Conant (1915)
	The House of Barings'in portföyü, çoğunlukla Arjantin ve Uruguay'la ilgili menkul kıymetlerden oluşuyordu. The Buenos Aires Water Supply and Drainage Company iflas etti, ama Fransa Merkez Bankası ile Rusya Bankası'nın desteğini alan İngiltere Merkez Bankası, bir kurtuluş planı organize etti ve bu da Barings'in iflasını önledi. Bu olayın ardından kısa ve ılımlı bir resesyon geldi.	Kasım 1890	Conant (1915), Bordo ve Eichengreen (1999)
	"İkincil" bir bankacılık krizi yaşandı.	1974-1976	Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003)
	Johnson Matthey Bankers iflas etti.	1984	Caprio ve Klingebiel (2003)
	The Bank of Credit and Commerce International iflas etti.	1991	Caprio ve Klingebiel (2003)
	Barings iflas etti.	1995	Caprio ve Klingebiel (2003)
Brunei	Birçok finans şirketi ve banka iflas etti.	1986	Caprio ve Klingebiel (2003)
Bulgaristan	1995'te bankacılık sistemindeki kredilerin yaklaşık yüzde 75'i standardın altındaydı. 1996 başında bankacılık sistemine hücum vardı. Hükümet kurtarma paketlerini durdurdu, sektördeki varlıkların üçte	1995-1997	Caprio ve Klingebiel (2003)

(*devam ediyor*)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
	birine karşılık gelen on dokuz bankanın kapanışını hızlandırdı. Ayakta kalan bankaların sermaye yapısı 1997'de yenilendi.		
Burkina Faso	Bankacılık sistemindeki ödenmeyen krediler yüzde 34 olarak tahmin ediliyordu.	1988-1994	Caprio ve Klingebiel (2003)
Burundi	Bankacılık sistemindeki ödenmeyen krediler yüzde 25 olarak tahmin ediliyordu ve bir banka tasfiye edildi.	1994-1995	Caprio ve Klingebiel (2003)
Cape Verde	1995 sonunda, ticari bankaların ödenmeyen kredileri yüzde 30'a ulaştı.	1993	Caprio ve Klingebiel (2003)
Cezayir	Dolaşım sınırlamaları, madeni para ödemelerinin askıya alınmasına yol açtı. Bankaların ipotek kurumlarının olmaması, bankaların kredileri gayrimenkul karşılığında güvence altına almasına yol açtı; gayrimenkullerin birçoğu zarardan kaçmak için haczedildi.	Ağustos 1870	Conant (1915), Reinhart ve Rogoff (2008a
	Bankacılık sistemindeki işlemeyen kredilerin payı yüzde 50'ye ulaştı.	1990-1992	Caprio ve Klingebiel (2003)
Cibuti	Altı ticari bankadan ikisi faaliyetlerini durdurdu ve diğer bankalar güçlükler yaşadı.	1991-1993	Caprio ve Klingebiel (2003)
Çad	Bankacılık sektörü ödeme güçlüğü sorunları yaşıyordu.	1980'ler	Caprio ve Klingebiel (2003)
	Özel sektördeki ödenmeyen krediler yüzde 35'e ulaştı.	1992	Caprio ve Klingebiel (2003)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
Çek Cumhuriyeti	1993'ten itibaren birçok banka kapatına olayı yaşandı. 1994-1995'te, bankacılık sistemindeki kredilerin yüzde 38'i ödenemez durumdaydı.	1991-?	Caprio ve Klingebiel (2003)
Çekoslovakya	Yabancıların mevduatlarını çekmesi, yurtiçindeki mevduatların çekilmesini tetiklediyse de, genel bir bankacılık paniği görülmedi.	Temmuz 1931	Bernanke ve James (1990)
Çin	Şanghay'daki büyük bir ipek ticareti firmasının iflası, birçok yerel bankanın iflasına yol açmıştı.	1883	Cheng (2003)
	Savaş sonrası dönemdeki bunalım birçok bankanın iflasına yol açtı.	1923-1925	Young (1971)
	Şanghay savaş sırasında tüm Çin bankalarını kapattı.	1931	Cheng (2003)
	Gümüş kaçışı, büyük bir ekonomik düşüşe ve finansal krize yol açtı; hükümet denetimine giren iki büyük bankanın organizasyonu yenilendi.	1934-1937	Cheng (2003)
	Çin'de bankacılık sistemindeki varlıkların yüzde 68'ini elinde bulunduran dört büyük ticari devlet bankası ödeme yapamaz duruma girmişti. Bankacılık sistemindeki ödenmeyen kredilerin yüzde 50 oranında olduğu tahmin edilmekteydi.	1997-1999	Caprio ve Klingebiel (2003)
Danimarka	Hükümet, Mevduat Bankası'nın Courant bonolarını orijinal değerine göre ödeyemeyeceğini açıkladı; bu bir anlamda kamu borçlarını azaltan bir iflas niteliğindeydi çünkü bu bonolar halkın elindeydi. Yeni Kraliyet Bankası kuruldu; Courantbank, Madeni Para Bankası ve Mevduat Bankası kaldırıldı.	Ocak 1813	Conant (1915)

(devam ediyor)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
	Finans krizi, Ulusal Banka'nın 1860'lardan itibaren merkez bankası sorumluluklarını üstlenmesine yol açtı.	1857	Jonung ve Hagberg (2002)
	Sanayi Bankası sermaye hisselerinin yarısını, kayıplarını kapatmak için çevirdi; iki bölge bankası iflas etti; bu da bankacılık işlerinde durgunluğa yol açtı.	1877	Conant (1915), Jonung ve Hagberg (2002)
	Ulusal Banka, destek sağlamak amacıyla ticaret ve tasarruf bankalarına müdahale etti.	1885	Jonung ve Hagberg (2002)
	Önemli bir bankanın iflası, Freeholder's Bank'ın ödemelerini durdurmasına ve diğer kurumlara hücum edilmesine neden oldu. Ulusal Banka paniği önlemeye yardımcı oldu; kalan beş bankayı devraldı ve bankaların yükümlülüklerini askıya aldı.	Şubat 1902	Conant (1915)
	Dünya piyasalarında ve Almanya'daki karışıklıklar ve ödenmeyen varlıklar, güven duygusunun azalmasına yol açtı. Önde gelen beş büyük bankanın oluşturduğu konsorsiyum, zayıf bankaların yükümlülüklerini yerine getirmesine yardımcı oldu ve onlara güvence verdi; bu da çabuk bir iyileşmeye yol açtı.	1907	Conant (1915), Bordo ve Eichengreen (1999), Jonung ve Hagberg (2002)
	Savaş sırasında hesapsızca verilen krediler ve 1920'lerde fiyatların uluslararası düzeyde aşağıya doğru seyretmesi nedeniyle bankacılık krizleri yıllarca sürdü.	1921	Bordo vd. (2001), Jonung ve Hagberg (2002)
	Bankalar, altın standardı kaldırılıncaya kadar likidite sorunları yaşadı.	1931	Bordo vd. (2001)
	İki küçük banka çöktü; bu da bankacılık sistemini sarstı ve bankaların kredileri kısmasına neden oldu. 1990-1992 arasındaki kümülatif	Mart 1987-1992	Kaminsky ve Reinhart (1999), Bordo vd. (2001), Caprio

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
	zarar, kredilerin yüzde 9'una karşılık geliyordu; bu dönemde sorunlu altmış bankanın kırk tanesi birleşti.		ve Klingebiel (2003)
Demokratik Kongo Cumhuriyeti	Bankacılık sektörü ödeme sorunları yaşıyordu.	1982	Caprio ve Klingebiel (2003)
	Dört devlet bankası ödeme yapamaz duruma düştü; bir beşincisinin sermaye yapısı özel sektörün katılımıyla yeniden düzenlendi.	1991-1992	Caprio ve Klingebiel (2003)
	Ödenmeyen krediler yüzde 75'e ulaştı. İki devlet bankası tasfiye edildi ve iki tanesi özelleştirildi. 1997'de on iki banka ciddi finansal güçlüklerle karşılaştı.	1994-?	Caprio ve Klingebiel (2003)
Dominik Cumhuriyeti	Varlıklarının piyasa payı yüzde 7 olan en büyük üçüncü bankaya müdahale edildi.	1996	Jácome (2008)
	2003 bankacılık krizi, varlıklarının piyasa payı yüzde 10 olan en büyük üçüncü bankaya yapılan müdahaleyle başladı. Mevduatlar 2002 ortalarından itibaren zaten çekilmeye başlamıştı; paralel banka kayıtlarında gizli yükümlülüklerin ortaya çıkmasıyla, dolandırıcılık iddiaları ortaya atıldı. Bundan hemen sonra kriz, benzer kayıtları olan (ek olarak yine yüzde 10 piyasa payına sahip) iki başka kuruma da sıçradı.	2003	Jácome (2008)
Ekvador	Bankacılık sistemini kurtarmak için, dış borcu iç borçla değiştirecek bir program uygulandı.	1981	Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003)
	Piyasadaki mevduatların yüzde 6'sına sahip, orta büyüklükte bir banka olan Banco de los Andes'e müdahale edildi ve ondan sonra bu banka, başka bir özel banka tarafından satın alındı.	1994	Jácome (2008)

(*devam ediyor*)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
	Yetkililer birçok küçük finans kurumuna müdahale etti; 1995 sonunda, otuz finans şirketi (sociedades financieras) ve yedi banka büyük likidite desteği alıyordu. 1996 başında, en büyük beşinci bankaya müdahale edildi.	1996	Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003)
	Bankacılık sisteminin yüzde 60'ını oluşturan bankalar müdahaleyle karşılaştı, devralındı ya da kapatıldı. Ticari banka varlıklarının yüzde 25-30'una karşılık gelen yedi finans kurumu 1998-1999 arasında kapatılmıştı. Mart 1999'da, banka mevduatları altı aylığına dondurduldu. Ocak 2000'de, varlıkların yüzde 65'ine sahip on altı finans kurumu ya (on iki tanesi) kapatıldı ya da (dört tanesi) hükümet tarafından devralındı. Mart 2000 itibariyle tüm mevduatlar dondurduldu.	Nisan 1998-1999	Caprio ve Klingebiel (2003), Jácome (2008)
Ekvator Ginesi	Ülkenin en büyük bankalarından ikisi tasfiye edildi.	1983-1985	Caprio ve Klingebiel (2003)
El Salvador	Devletin sahip olduğu dokuz ticari banka, ortalama yüzde 37 oranında ödenmeyen krediye sahipti.	1989	Caprio ve Klingebiel (2003)
	1996'da, dış ticaret hadlerindeki bozulmadan (kahve fiyatlarındaki düşüşten) kaynaklanan ekonomik büyümedeki keskin bir duruşun ardından, finansal sistem 1997'den itibaren sıkıntı içine girdi. Piyasadaki hisselerin yüzde 5'ine sahip küçük ya da orta büyüklükteki bir kurum (Banco Credisa) kapandı.	1998	Jácome (2008)
Endonezya	Büyük bir banka (Bank Summa) çöktü, daha küçük üç bankaya hücumları tetikledi.	Kasım 1992	Kaminskyve Reinhart (1999)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
	Bankacılık sistemi varlıkları içinde, ödenemeyen varlıkların payı yüzde 14'e karşılık geliyordu; bunların yüzde 70'ten fazlası devlet bankalarındaydı.	1994	Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003)
	Mayıs 2002'den beri Endonezya Bankası 70 banka kapattı ve 237 bankanın 13'ünü millileştirdi. Ödenmeyen krediler, krizin doruğa vardığı sırada toplam kredilerin yüzde 65-75'ini oluşturuyordu ve Şubat 2002'de yaklaşık yüzde 12'ye düşmüştü.	1997-2002	Caprio ve Klingebiel (2003)
Eritre	Bankacılık sisteminin çoğu borcunu ödeyemeyecek durumdaydı.	1993	Caprio ve Klingebiel (2003)
Ermenistan	Merkez Bankası, faal bankaların yarısını kapattı; büyük bankalar, verimsiz çalışan banka sayısının çok olmasından çektikleri sıkıntıyı sürdürüyorlardı. Tasarruf bankaları finansal bakımdan zayıftı.	Ağustos 1994-1996	Caprio ve Klingebiel (2003)
Estonya	İki orta büyüklükte banka iflas etti; ardından gelen panik Ocak 1931'e kadar sürdü.	Kasım 1930	Bernanke ve James (1990)
	Genel bankalara hücum dalgaları vardı.	Eylül 1931	Bernanke ve James (1990)
	Ödeme güçlüğündeki bankalar, finansal sistemdeki varlıkların yüzde 41'ini ellerinde bulunduruyorlardı. Beş bankanın lisansları geri alındı; iki büyük banka birleştirildi ve millileştirildi; öte yandan iki tanesi daha birleştirildi ve borç iyileştirme ajansına dönüştürüldü.	1992-1995	Caprio ve Klingebiel (2003)
	Finansal sistem varlıklarının yüzde 10'una sahip olan Toplumsal Banka iflas etti.	1994	Caprio ve Klingebiel (2003)

(*devam ediyor*)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
	Üç banka iflas etti.	1998	Caprio ve Klingebiel (2003)
Etyopya	Hükümetin sahip olduğu banka yeniden yapılandırıldı ve ödenmeyen krediler devralındı.	1994-1995	Caprio ve Klingebiel (2003)
Fas	Bankacılık sektörü sorunlar yaşadı.	1983	Caprio ve Kliengebiel (2003)
Fildişi Sahili	Dört büyük banka (bankacılık sistemindeki kredilerin yüzde 90'ına sahip) etkilendi; üç ya da dört tanesi ödeme güçlüğündeydi ve altı hükümet bankası kapatıldı.	1988-1991	Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003)
Filipinler	Ticari kağıt piyasası çöktü ve bu, bankalara hücum edilmesini ve banka dışı finans kurumlarının ve tasarruf bankalarının iflasını tetikledi. Bankacılık sistemindeki varlıkların yüzde 50'sine sahip iki kamu bankasında, bankacılık sistemindeki varlıkların yüzde 12'sine sahip 6 özel bankada, tasarruf bankacılığı varlıklarının yüzde 53'üne sahip 32 tasarruf bankasında ve 128 kırsal bankada sorunlar yaşandı.	Ocak 1981-1987	Kaminsky ve Reinhart (1999), Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003)
	Bir ticari banka, 88 tasarruf bankasından 7'si ve 750 kırsal bankanın 40'ı tasfiye masasına bağlandı. Bankacılık sistemindeki ödenmeyen krediler Kasım 1998 itibariyle yüzde 12'ye ulaştı; bunların 1999'da yüzde 20'ye ulaşması bekleniyordu.	Temmuz 1997-1998	Reinhart (2002), Caprio ve Klingebiel (2003)
Finlandiya	Rusya ve Balkanlardaki kriz ve ihracat fiyatları finans sektörünü riske soktu. Finlandiya Bankası kredilerin ve bonoların vadelerini uzattı	1900	Bordo ve Eichengreen (1999)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
	ama reel GSYH'nin büyüme oranı yine de yüzde 4 düştü.		
	Ülke, diğer Kuzey ülkelerine göre daha iyi durumda kaldı çünkü parasını zaten ciddi oranda devalüe etmişti ve ekonomik iyileşme yoluna girmişti.	1921	Bordo vd. (2001), Jonung ve Hagberg (2002)
	1929'da bir resesyon başladı; birçok banka büyük zararlarla karşılaştı ve bu da iflaslara yol açtı; Finlandiya Bankası krediler verdi ve birleşmeler yaptı.	1931	Bordo vd. (2001), Jonung ve Hagberg (2002)
	Finansal istikrar sağlandı ve GSYH'deki büyüme çok sıkıntılı olmadı.	1939	Bordo vd. (2001), Jonung ve Hagberg (2002)
	Büyük bir banka (Skopbank) 19 Eylül'de çöktü ve bankaya müdahale edildi. Tasarruf bankaları kötü şekilde etkilendi; hükümet üç bankayı denetimi altına aldı; bu üç bankanın hepsi sistem mevduatlarının yüzde 31'ine sahipti.	Eylül 1991-1994	Kaminsky ve Reinhart (1999), Bordo vd. (2001), Jonung ve Hagberg (2002), Caprio ve Klingebiel (2003)
Fransa	Fransa Merkez Bankası ciddi bir kriz yaşadı.	1802	Conant (1915)
	Fransa Merkez Bankası'nın sadece 0,782 milyon frangı madeni para olan, toplam 68 milyon frank borcu vardı; (İspanya hazinesinden) madeni para almak için ticari kâğıtlar, hükümet tahvilleri ve kredi kullandı. Bu, Austerlitz hazırlıkları sırasında Fransa'ya karşı üçüncü koalisyonun kurulması sonrasında meydana geldi; Austerlitz zaferi (2 Aralık 1805) güveni yeniden sağlamış oldu.	Eylül 1805-1806	Conant (1915)
	Alsace'da iflaslar oldu.	Aralık 1827-1828	Conant (1915)

(*devam ediyor*)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
	Belçika Bankası iflas ettikten sonra Paris'teki bankalara hücumlar görüldü.	Aralık 1838-1839	Conant (1915)
	24 Mart 1848'de Fransa Merkez Bankası ve ona bağlı bankalara ait bonolar yasal para olarak ilan edildi; tek bir kağıt paraya duyulan ihtiyaç yerel bankaların Fransa Merkez Bankası'yla konsolidasyonuna yol açtı (27 Nisan ve 2 Mayıs).	Şubat 1848-1850	Conant (1915)
	Pamuk spekülasyonundan sonra Fransa'da panik yaşandı.	Ocak 1864	Conant (1915)
	Credit Mobilier'nin iflasından sonra Fransa'da kriz çıktı.	Kasım 1867-1868	Conant (1915)
	Fransa Merkez Bankası'nın şubeleri işlemlerini durdurdu. Fransa teslim olduktan sonra Almanya, Strasburg Bankası'nın faaliyetini durdurdu ve Prusya Bankası, Alsace-Lorraine'deki Fransa Merkez Bankası'nın yerini aldı.	Mayıs 1871	Conant (1915)
	Spekülasyonlar ve finansal yenilikler, bankalar arasında sorunlara yol açtı; Fransa Merkez Bankası küçük bankalara krediler açtı ve rezervlerini yenilemek için İngiltere Merkez Bankası'ndan borç aldı. Büyüme o yıl yüzde 5 düştü ve eski çizgisini yakalamayı uzun bir süre başaramadı.	Şubat 1882	Conant (1915), Bordo ve Eichengreen (1999)
	Bir Fransız finansçı bakır piyasasını ele geçirmeye çalıştı; öte yandan Comptoir d'Escompte bakır ruhsatlarını iskontoyla sattı; ürün sınırları bozuldu ve bakır fiyatları düştü, böylece Comptoir ağır zarara uğradı. Başkan intihar etti ve bu da hücuma yol açtı; sağlam varlıklar, likidite taleplerine cevap veremedi. Comptoir, Fransa Merkez Bankası'ndan yardım istedi; bu kriz sırasında büyüme yüzde 14 düştü.	Mart 1889	Conant (1915), Bordo ve Eichengreen (1999)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
	Fransız bankalarında bir panik yaşandı; Borsada Rus-Japon savaşının başlangıcından itibaren bunalım vardı.	Şubat 1904	Conant (1915)
	ABD'deki sorunlar, altına ve paraya olan talebi arttırdı; Fransa'nın zararının büyük kısmı sömürgelerine gümüş biçiminde oldu. Sonuç olarak, GSYH büyümesi üzerindeki gözle görülür etki ılımlı olmuştu.	1907	Conant (1915), Bordo ve Eichengreen (1999)
	İki büyük banka iflas etti ve bölge bankalarına hücumlar yaşandı.	1930-1932	Bernanke ve James (1990), Bordo vd. (2001)
	Crédit Lyonnaise ciddi ödeme güçlüğü yaşadı.	1994-1995	Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003)
Gabon	1995'te bir banka geçici olarak kapandı.	1995	Caprio ve Klingebiel (2003)
Gambiya	1992'de bir hükümet bankası yeniden yapılandırıldı ve özelleştirildi.	1985-1992	Caprio ve Klingebiel (2003)
Gana	On bir bankadan yedi tanesi ödeme güçlüğü içindeydi; kırsal bankacılık sistemi etkilenmişti.	1982-1989	Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003)
	Ödenmeyen krediler yüzde 11'den yüzde 27'ye yükseldi; iki devlet bankası kötü durumdaydı ve başka üç banka ödeme güçlüğü içindeydi.	1997	Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003)
Gine	Altı banka (sistem mevduatlarının yüzde 99'una sahiplerdi) borçlarını ödeyemez duruma düştü.	1985	Caprio ve Klingebiel (2003)
	İki banka borç ödeyememe durumuna düştü ve bir başkası daha ciddi finansal sıkıntı içine girdi; bunlar toplamda piyasanın yüzde 45'ini oluşturuyordu.	1993-1994	Caprio ve Klingebiel (2003)

(devam ediyor)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
Gine-Bissau	1995 sonunda, ticari bankaların kredi portföylerinin yüzde 45'i ödenemiyordu.	1995	Caprio ve Klingebiel (2003)
Guatemala	İki küçük devlet bankası, yüksek düzeyde ödenmeyen kredilere sahipti ve 1990'ların başında kapandılar.	1991	Caprio ve Klingebiel (2003)
	Piyasadaki mevduatın yüzde 7'sine sahip olan üç küçük bankaya (Banco Empresarial, Promotor ve Metropolitano) müdahale edildi ve daha sonra bu bankalar, yükümlülüklerini karşılama yeterliliğine sahip olmadıkları için kapatıldı.	2001	Jácome (2008)
	Üçüncü büyük banka olan Bancafe (mevduatların yüzde 9'una sahipti) kapatıldı ve onu birkaç ay sonra başka bir küçük banka olan Banco del Comercio izledi.	2006	Jácome (2008)
Güney Afrika	Trust Bank sorunlar yaşadı.	Aralık 1977-1978	Bordo vd. (2001), Reinhart (2002), Caprio ve Klingebiel (2003)
	Bazı bankalar sorunlar yaşadı.	1989	Caprio ve Klingebiel (2003)
Gürcistan	Büyük bankaların çoğu gerçekte ödeme güçlüğü içindeydi. Bankacılık sistemi içindeki kredilerin yaklaşık üçte biri ödenemiyordu.	1991	Caprio ve Klingebiel (2003)
Hırvatistan	Bankacılık sistemindeki kredilerin yaklaşık yarısına sahip beş banka ödeme güçlüğünde olduklarını bildirdi ve Banka Rehabilitasyon Kurumu tarafından devralındı.	1996	Caprio ve Klingebiel (2003)
Hindistan	Bengal Bankası finansman ihtiyaçlarını karşılayamıyordu; bunun sonucunda sermayesini arttırma yoluna gitti.	1863	Scutt (1904), Reinhart ve Rogoff (2008a)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
	Hasat kötü olmuştu ve Avrupa bankalarına aşırı taahhütlerde bulunulmuştu; gümüş altının yerini almıştı.	Nisan 1908	Conant (1915)
	Yirmi yedi kamu bankasının ödenmeyen varlıkları 1995'te yüzde 20 olarak tahmin ediliyordu.	1993-1996	Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003)
Hollanda	Amsterdam Bankası, hükümet bildirisiyle kapatıldı; tasfiye süreci Ocak'ta başladı ve yıllarca sürdü.	Aralık 1819-1829	Conant (1915)
	İskonto oranları oynaktı ve en sonunda kriz oluşturacak kadar yükseldi.	1897	Bordo vd. (2001), Homer ve Sylla (1991)
	Amsterdam Borsasının geçici olarak kapanışı, bankacılığın evriminde ani hızlanmaya neden oldu. Eski kurumların yerini büyük ticari bankalar aldı, birçok banka devralındı ya da yerlerine yenileri kondu.	1914	't Hart vd. (1997), Bordo vd. (2001)
	Birçok banka iflas etti ve birçok başka banka da ciddi sorunlar yaşadı. Bankacılık krizi, bankaların birlikte daha yakın ve daha merkezi bir yapıda çalışmalarına neden oldu. Bankalar savaştan sonra endüstriyi daha yoğun finanse ettiler; krizden sonra endüstriyel büyüme hız kesti.	1921	't Hart vd. (1997), Bordo vd. (2001)
	Büyük bankalardan biri olan Amsterdamsche Bank, diğer bir büyük banka olan Noordhollandsch Landbouwcrediet'i devraldı.	1939	Bordo vd. (2001)
Honduras	Mevduatların yüzde 3'üne sahip küçük bir banka olan Bancorp, Eylül'de kapandı.	1999	Jácome (2008)
	Piyasadaki payı yüzde 3 olan Banhcreser adlı küçük bir banka kapandı.	2001	Jácome (2008)

(*devam ediyor*)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
	İki küçük banka, Banco Sogerin ve Banco Capital'e müdahale edildi ve mevduat sigorta kurumu tarafından devralındı.	2002	Jácome (2008)
Hong Kong	Mevduat toplayan dokuz şirket iflas etti.	1982	Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003)
	Yedi banka tasfiye edildi ya da devralındı.	1983-1986	Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003)
	Bir büyük yatırım bankası iflas etti.	1998	Caprio ve Klingebiel (2003)
İrlanda	İrlanda bankalarının çoğuna hücum edildi; Tarım Bankası Kasım'da iflas etti.	Kasım 1836-1837	Conant (1915)
	Tipperary Joint Stock Bank, yöneticilerden birinin (John Sadlier) sistemli olarak bankayı soyduğunun ve hesaplarla oynadığının anlaşılması üzerine iflas etti.	Şubat 1856	Conant (1915)
İskoçya	Western Bank hesapsız bankacılık uygulamaları yüzünden iflas etti. Banka, dört şirkete çeşitli kötü krediler vermişti; bu olay açığa çıkınca, hesaplar durduruldu ve şirketler kapatıldı. Borsada panik vardı; mevduat sahipleri hesaplarındaki paraları çekti ve banka iflas etti.	Ekim 1857-1858	Conant (1915)
	City of Glasgow Bankası, üç yıl boyunca muhasebe defterlerinde dört şirkete verilen kredilerle ilgili kayıtlarla oynanması nedeniyle iflas etti; iflas, hissedarları mahvetti fakat kredi verenlere bir şey olmadı.	Eylül 1878-1880	Conant (1915)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
	Bank of Scotland, Caledonian Bank'ı bünyesine kattı ve North of Scotland Bank, Town and Country Bank'ı bünyesine kattı.	Mart 1908	Conant (1915)
İspanya	Yarımada Savaşı sırasında İspanya, Fransa tarafından işgal edildi ve St. Charles Bankası 1814'ten sonra aslen ortadan kalktı.	1814-1817	Conant (1915)
	St. Charles Bankası yeniden yapılandırılarak Ferdinand Bankası adını aldı.	Temmuz 1829	Conant (1915)
	II. Isabella Bankası (1844'te Ferdinand Bankası'nı cezalandırmak amacıyla hükümet tarafından kurulan banka) ve Ferdinand Bankası konsolide edilerek Ferdinand Bankası adında tek bir banka oldu. Ferdinand Bankası, Isabella Bankası'nın borçlarını üstlendi ve tamamıyla devletin hizmetine girdi. 1848'de, bankanın nakit rezervi azalırken dolaşımdaki para artıyordu ve hükümet daha fazla kredi istedi; banka hırsızlık ve zimmete para geçirmenin kurbanı oldu. Hükümet bankanın organizasyonunu yenileyerek, İngiltere Merkez Bankası'na benzetecek şekilde bankaya İspanya Merkez Bankası adını verdi.	Şubat 1846-1847	Conant (1915)
	Evrensel Katalan bankalarının bazıları ödeme güçlüğüne girdi; bu da sonunda, en önde gelen ve en eski kredi kurumlarının iflasına yol açtı. Bu olayın en şiddetli etkisi Barcelona'da oldu.	1920-1923	Bordo vd. (2001)
	İki büyük banka iflas etti.	1924-1925	Bernanke ve James (1990), Bordo vd. (2001)

(*devam ediyor*)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
	Ülke, altın standardından uzak durarak Büyük Bunalımın en kötü etkilerinden kaçınmasını bildi; bankalara hücum oldu ancak İspanya Merkezi Bankası son kurtarıcı olarak serbestçe kredi verebiliyordu.	1931	Bordo vd. (2001), Temin (2008)
	İspanya Merkez Bankası bazı küçük bankaları kurtarmaya başladı. 1978-1983 yıllarında 24 kurum kurtarıldı, 4'ü tasfiye edildi, 4'ü birleştirildi ve 20 küçük ve orta ölçekli banka millileştirildi. 110 banka içinden bankacılık sistemindeki mevduatların yüzde 20'sini temsil eden bu 52 banka ödeme sorunları yaşadı.	1977-1985	Kaminsky ve Reinhart (1999), Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003)
İsrail	Bankacılık sektörünün neredeyse tamamı etkilendi; bu, borsadaki sermaye arttırımının yüzde 60'ına karşılık geliyordu. Borsa on sekiz gün kapalı kaldı ve banka hisse fiyatları yüzde 40'tan fazla düştü.	1977-1983	Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003)
	Dört büyük bankanın hisseleri çöktü ve bu bankalar devlet tarafından millileştirdi.	Ekim 1983	Reinhart (2002)
İsveç	Altının değer kaybetmesi, Külçe Raporunun (1804'te yazılan "İrlanda Parası Üzerine Rapor"un bir benzeridir) hazırlanmasına neden oldu.	Ocak 1811	Conant (1915)
	Şiddetli bankacılık krizleri yaşandı.	1876-1879	Jonung ve Hagberg (2002)
	Riksbank Yasası, Riksbank'ı merkez bankası haline getirdi ve bu bankaya banknot çıkarması için ayrıcalıklı haklar tanındı.	1897	Bordo vd. (2001), Jonung ve Hagberg (2002)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
	Kredilerde canlanma vardı ve bankacılık sisteminin istikrarına duyulan güvenin azalması, bankalara hücuma neden oldu. Rezervler değer kaybetti, fakat Riksbank ulusal bankalara kredi açmaya devam etti. Üretim olumsuz etkilendi ama ekonomi çok çabuk düzeldi.	1907	Bordo ve Eichengreen (1999), Jonung ve Hagberg (2002)
	İsveç bankacılık tarihindeki en şiddetli krizlerden biri, aşırı bir resesyonun ardından meydana geldi.	1922-1923	Jonung ve Hagberg (2002)
	Finansçı Ivar Kreuger'e bağlı bankalar, o öldükten sonra sıkıntıya girdi; bankalar büyük zararlara uğradı ama mevduat sahipleri hükümet tarafından korundu ve iflaslardan etkilenmediler.	1931-1932	Bordo vd. (2001), Jonung ve Hagberg (2002)
	İsveç hükümeti, ülkenin ikinci büyük bankası olan Nordbanken'i kurtardı. Bankacılık sistemindeki varlıkların yüzde 22'sine sahip olan Nordbanken ve Gota Bankası ödeme güçlüğü içindeydi. Bankacılık sistemindeki varlıkların yüzde 24'üne sahip olan Sparbanken Foresta'ya müdahale edildi. Altı bankadan, bankacılık sistemindeki varlıkların yüzde 70'ine sahip olan beşi sıkıntı yaşıyordu.	Kasım 1991-1994	Kaminsky ve Reinhart (1999), Bordo vd. (2001), Jonung ve Hagberg (2002), Caprio ve Klingebiel (2003)
İsviçre	İsviçre, Fransa'dan, bastırdığı sikkeleri alamıyordu; banka müşterileri ellerindeki bonoları sikkelerle değiştirmek için bankalara hücum etti; bankalar iskontoları ve kredileri kestiler, bu da ekonomik düşüşe yol açtı.	Temmuz 1870-1871	Conant (1915)
	Banka iflas ve konsolidasyon dalgaları vardı.	1910-1913	Vogler (2001)

(*devam ediyor*)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
	İsviçre bankaları Alınan bankacılık krizi nedeniyle çok kötü silkelendi; toplam varlıklar daraldı ve birçok banka yeniden yapılandırıldı.	1931	Bordo vd. (2001), Vogler (2001)
	ABD'nin ve Büyük Bunalımın baskılarına bağlı olarak ve 1931 Alınan bankacılık krizi nedeniyle süren sıkıntılar vardı.	1933	Bordo vd. (2001), Vogler (2001)
İtalya	Ulusal Banka, madeni para basımını Avusturya-Prusya Savaşı beklentisi nedeniyle durdurdu.	Haziran 1866-1868	Conant (1915)
	Tiber Bankası, İtalya Mortgage Bankası ve Napoli İnşaat Ortaklığı'nı Ulusal Banka devraldı.	1887	Conant (1915)
	Gayrimenkulde ani yükseliş ve düşüş görüldü ve bu olay, bankaları da beraberinde götürdü. Fransa'yla yapılan gümrük savaşları, faiz oranlarını yükseltti ve arazi balonunu patlatmaya yardım etti. Büyüme yavaşladı ve beş yıl hiç yükselmedi.	1891	Bordo ve Eichengreen (1999)
	Hükümet, bankacılık sistemini birçok bankayı birleştirerek ve kredileri genişleterek onarıyordu, bu da krizi tetikledi. Liret değer kaybetti ama resesyonun etkisi ılımlıydı.	Ocak 1893	Conant (1915), Bordo ve Eichengreen (1999)
	Finansal spekülasyon ve New York, Londra ve Paris'te 1906'da yükselen güçlükler, faiz oranları üzerine baskı koydu ve finans balonunu patlattı. Bunu üretimdeki keskin bir düşüş izledi.	1907	Bordo ve Eichengreen (1999)
	Tasarruf bankaları çöküşün eşiğindeydi; üç ana tahvil çıkaran banka tarafından kurtarıldılar; bu bankalar aynı zamanda savaş sırasında endüstriyi desteklemişti.	1914	Teichova vd. (1997), Bordo vd. (2001)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
	Üçüncü ve dördüncü büyük bankalar ödeme güçlüğü yaşadılar; bunun nedeni kısmen savaş sırasında ve sonrasında aşırı ticaret yapılmasıydı.	1921	Bordo vd. (2001)
	Büyük bankalardan paralar çekildi; panik Nisan'a kadar sürdü; bu sırada hükümet, birçok kurumun organizasyonunu yeniledi ve kötü endüstriyel varlıkları devraldı.	Aralık 1930-1931	Bernanke ve James (1990), Bordo vd. (2001)
	Tarım bankaları kapandı, tasarruf bankaları ve ticari bankalar birleşti; öyle ki, İtalyan bankacılık sisteminin organizasyonu tamamıyla yenilendi.	1935	Teichova vd. (1997), Bordo vd. (2001)
	Kredilerin yüzde 11'ini temsil eden elli sekiz banka, diğer kurumlarla birleşti.	1990-1995	Bordo vd. (2001), Caprio ve Kliengebiel (2003)
İzlanda	Üç devlet bankasından biri ödeme güçlüğüne girdi.	1985-1986	Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003)
	Hükümet, devletin sahip olduğu ticari bankalara sermaye pompaladı.	1993	Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003)
Jamaika	Bir ticari bankacılık grubu kapandı.	1994-1997	Bordo vd. (2001), Caprio ve Kliengebiel (2003)
	Bir hükümet tasfiye ajansı olan FINSAC, beş bankaya, beş hayat sigortası şirketine, iki inşaat şirketine ve dokuz ticaret bankasına yardım etti.	1995-2000	Caprio ve Kliengebiel (2003)

(*devam ediyor*)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
Japonya	Ulusal Bankacılık Yasası bankaları hükümetin kâğıt bonolarını almaya mecbur ediyordu; bu da dokuz on bankanın iflasına neden olmuştu.	1872-1876	Conant (1915)
	Deflasyonist önlemler ticareti durgunluğa itti; dört ulusal banka iflas etti, beş tanesi işlemlerini durdurdu ve on tanesi konsolide edildi.	1882-1885	Conant (1915)
	Önemli üretim kayıpları kadar ticaret açıkları ve rezerv kayıpları vardı; büyüme bir yılda yüzde 6 düştü.	1901	Bordo ve Eichengreen (1999)
	Tokyo borsası 1907 başında çöktü ve küresel bir belirsizlik vardı; Japonya Merkez Bankası bazı bankalara müdahale etti ve ötekilerin iflas etmesine seyirci kaldı. Resesyon şiddetliydi.	1907	Bordo ve Eichengreen (1999)
	Japonya, altın standardından çıktı.	1917	Bordo vd. (2001), Flath (2005)
	Tokyo depremi, Tokyo Bankası'nı ve Chosen'i sarsan kötü borçlara yol açtı. Bunlar hükümet yardımlarıyla yeniden yapılandırıldı.	Eylül 1923	Bernanke ve James (1990)
	Bir bankacılık paniği, daha sıkı kurallara yol açtı. Tokyo Watanable Bankası'nın iflası bankalara hücuma ve iflas dalgalarına yol açtı; on beş banka ödemelerini yapamaz haldeydi. Hükümetin bankalara yardım etmek için gösterdiği isteksizlik, daha fazla belirsizliğe ve diğer hücumlara yol açmıştı. Kriz, bankaların konsolidasyonuyla sonuçlandı.	Nisan 1927	Bernanke ve James (1990), Bordo vd. (2001)
	Bankalar, borsadaki ve gayrimenkul fiyatlarındaki ani düşüşlerden çok çekti. 1995'te ödenmeyen krediler tahminen 469-1000 milyar dolardı ya da GSYH'nin yüzde 10-25'ydi; 1998 sonunda ise bunlar tahminen 725 milyar dolar ya da GSYH'nin yüzde 18'ydi ve 2002'de toplam	1992-1997	Bordo vd. (2001), Caprio ve Kliengebiel (2003)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
	kredilerin yüzde 35'ydi. Yedi banka millileştirildi, altmış bir finans kurumu kapandı ve yirmi sekiz kurum birleşti.		
Kamerun	1989'da, bankacılık sistemindeki ödenmeyen krediler yüzde 60-70'lere ulaşmıştı. Beş ticari banka kapandı ve üçü yeniden yapılandırıldı.	1987-1993	Caprio ve Klingebiel (2003)
	1996 sonunda, bankacılık sistemindeki ödenmeyen krediler toplam kredilerin yüzde 30'uydu. İki banka kapandı ve üçü yeniden yapılandırıldı.	1995-1998	Caprio ve Klingebiel (2003)
Kanada	The Bank of Upper Canada ve Gore Bank madeni para ödemelerini durdurdular; Aşağı Kanada'daki bir isyan, ödemelerin durdurulmasına yol çatı.	1837	Conant (1915)
	Batı Kanada'daki bir banka, ödemeleri durdurunca finansal panik çıktı. The Bank of Upper Canada iflas etti; Ontario'da hızlı büyüme görüldü ve banka 1857'deki arsa spekülasyonunda sermaye kaybetti; güvenli bankacılık uygulamalarını terk etti ve avukatlara, politikacılara ve soylulara krediler dağıttı.	Eylül 1866	Conant (1915)
	1874'ten 1879'a kadar birçok banka iflası ve bunalım görüldü.	Eylül 1873	Conant (1915)
	Ontario Bank, New York Borsasındaki spekülasyonlar nedeniyle iflas etti; hissedarlar tüm yatırımlarını kaybetti.	Ekim 1906	Conant (1915)
	Cari işlemler açığı ve kötü hasat, doğu bankalarının batıya fon göndermeye isteksiz oldukları anlamına geliyordu; bankalar kredi	Ocak 1908	Conant (1915), Bordo ve Eichengreen (1999)

(devam ediyor)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
	oranlarını yükseltti, kredileri kıstı ve çiftçilere kredileri sınırladı. Kısa fakat keskin bir resesyon oldu; Kanada bankaları dominyon bonoları aldı ve çıkardıkları bono miktarını arttırdılar.		
	Royal Bank, Bank of British Honduras ve Bank of British Guiana'yı aldı.	1912	Conant (1915)
	Yetmişten fazla şubesi olan The Home Bank of Canada, kötü krediler nedeniyle iflas etti.	1923	Kryzanowski ve Roberts (1999), Bordo vd. (2001)
	İki bankayla birlikte Canadian Deposit Insurance Corporation'ın on beş üyesi iflas etti.	1983-1985	Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003)
Kenya	Finansal sistem yükümlülüklerinin yüzde on beşi, likidite ve borç ödeyememe sorunlarıyla karşılaştı.	1985-1989	Caprio ve Kliengebiel (2003)
	İki yerel bankaya müdahale edildi.	1992	Caprio ve Kliengebiel (2003)
	Finansal sistem varlıklarının yüzde 30'undan fazlasını elinde bulunduran bankalarda ciddi ödeme güçlüğü sorunları vardı.	1993-1995	Caprio ve Kliengebiel (2003)
	Ödenmeyen krediler yüzde 19'a ulaştı.	1996	Caprio ve Kliengebiel (2003)
Kolombiya	Banco Nacional, müdahale edilen altı büyük banka ve sekiz finans şirketi arasında ilk oldu; bu banka, bankacılık sistemi içindeki varlıkların yüzde 25'ini elinde bulunduruyordu.	Temmuz 1982-1987	Kaminsky ve Reinhart (1999), Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003)
	Birçok banka ve finans kurumu iflas etti; sermaye oranları ve likidite ciddi anlamda azaldı ve finans endüstrisindeki toplam varlıklar yüzde 20'den fazla daraldı.	Nisan 1998	Reinhart (2002), Jácome (2008)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
Kongo Cumhuriyeti	1992'de kriz başladı. 2001-2002'de iki büyük banka yeniden yapılandırıldı ve özelleştirildi. Kalan ödeme güçlüğü çeken bankalar da tasfiye edildi.	1992-?	Caprio ve Klingebiel (2003)
Kore	Finansal kuralsızlık, banka sayısında artışa yol açtı.	Ocak 1986	Shin ve Hahm (1998), Reinhart (2002)
	Mayıs 2002'den itibaren beş banka "satış ve üstlenme formülüyle" piyasadan çıkmaya zorlandı; 303 finans kurumu (215 tanesi kredi birliğiydi) kapatıldı ve dört banka millileştirildi. Bankacılık sistemindeki ödenmeyen krediler yüzde 30-40 düzeylerine vardıktan, sonra Mart 2002'de yaklaşık yüzde 3'e düştü.	Temmuz 1997	Bordo vd. (2001), Reinhart (2002), Caprio ve Klingebiel (2003)
Kosta Rika	1987'de, bankacılık sistemi kredilerinin yüzde 90'ını elinde bulunduran kamu bankaları finansal sıkıntı içindeydi; kredilerin yüzde 32'sinin tahsil edilmesi mümkün değildi.	1987	Caprio ve Klingebiel (2003), Bordo vd. (2001)
	Mevduatların yüzde 17'sine sahip en büyük üçüncü banka ve aynı zamanda bir devlet kuruluşu olan Banco Anglo Costarricense kapatıldı.	1994-1997	Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003), Jácome (2008)
Kuveyt	1986'da kredilerin yaklaşık yüzde 40'ı ödenmiyordu.	1983	Caprio ve Kliengebiel (2003)
Kırgız Cumhuriyeti	Bankacılık sistemindeki kredilerin yaklaşık yüzde 80-90'ı kuşkuluydu. 1995'te dört küçük banka kapandı.	1993	Caprio ve Kliengebiel (2003)
Lao Demokratik Halk Cumhuriyeti (Laos)	Bazı bankalar sorunlar yaşıyordu.	1990'lar başı	Caprio ve Kliengebiel (2003)

(devam ediyor)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
Lesotho	Dört ticari bankadan biri ödenmeyen kredilere sahipti.	1988	Caprio ve Kliengebiel (2003)
Letonya	Almanya'yla bağlantılı bankalara hücum edildi; iki büyük banka özellikle çok zarar gördü.	Temmuz 1931	Bernanke ve James (1990)
	1995 ve 1999 arasında otuz beş banka lisanslarının geri alındığını, kapatıldıklarını ya da işlemlerinin durdurulduğunu gördüler.	1994-1999	Caprio ve Kliengebiel (2003)
Liberya	On bir bankadan yedi tanesi faal değildi; bunlar banka varlıklarının yüzde 60'ına sahipti.	1991-1995	Caprio ve Kliengebiel (2003)
Litvanya	1995'te, yirmi beş banka içinden on iki küçük banka tasfiye edildi; üç özel banka (bankacılık sistemindeki mevduatın yüzde 29'una sahip) iflas etti ve üç devlet bankası ödeme güçlüğüne girdi.	1995-1996	Caprio ve Kliengebiel (2003)
Lübnan	Dört banka ödeme güçlüğüne girdi ve on bir tanesi de Merkez Bankası'ndan kredi aldı.	1988-1990	Caprio ve Kliengebiel (2003)
Macaristan	Budapeşte bankalarına hücum edildi; yabancı mevduatlar çekildi ve mevduat sahiplerinin panik halinde bankalardan paralarını çekmemesi için bankalar bir süreliğine kapatıldı.	Temmuz 1931	Bernanke ve James (1990)
	1993'ün ikinci yarısında, (finansal sistem varlıklarının yüzde 25'ine sahip) sekiz banka ödeme güçlüğüne girdi.	1991-1995	Caprio ve Klingebiel (2003)
Madagaskar	Banka kredilerinin yüzde yirmi beşi iyileşemeyecek durumdaydı.	1988	Caprio ve Kliengebiel (2003)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
Makedonya	Bankacılık sistemi kredilerinin yaklaşık yüzde 70'i ödenemez durumdaydı. Hükümet, bankaların borcunu devraldı ve ikinci büyük bankayı kapattı.	1993-1994	Caprio ve Kliengebiel (2003)
Malezya	Yurtiçindeki büyük bir bankanın bazı şubelerine, aynı bankanın Hong Kong'da ilişkili olduğu bankanın çökmesinden sonra hücum edilmişti. Borcunu ödeme güçlüğü içindeki kurumlar, finansal sistemdeki mevduatın yüzde 3'üne sahipti; marjinal olarak sermaye arttırımına gitmişlerdi ve muhtemelen ödeme güçlüğü içindeki kurumlar yüzde 4'e karşılık geliyordu.	Temmuz 1985-1988	Kaminsky ve Reinhart (1999), Bordo vd. (2001), Caprio ve Kliengebiel (2003)
	Finans sektörü yeniden yapılandırıldı ve finans kurumlarının sayısı otuz dokuzdan ona indirildi. İki finans şirketi Merkez Bankası tarafından devralındı; bunların içinde en büyük bağımsız finans şirketi de vardı. İki banka –finansal sistem varlıklarının yüzde 14'üne sahipti– borçlarını ödeyemez durumdaydı ve diğer bankalarla birleştirilecekti. Ödenmeyen krediler, bankacılık sistem varlıklarının yüzde 25 ila 35'ini oluşturuyordu ama bu oran Mart 2002'de yüzde 10,8'e düştü.	Eylül 1997	Bordo vd. (2001), Reinhart (2002), Caprio ve Kliengebiel (2003)
Mali	En büyük bankanın ödenmeyen kredileri yüzde 25'e ulaştı.	1987-1989	Caprio ve Kliengebiel (2003)
Mauritius	Merkez Bankası, on iki ticari bankadan ikisini dolandırıcılık ve yolsuzluk nedeniyle kapattı.	1997	Caprio ve Kliengebiel (2003)

(*devam ediyor*)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
Meksika	Meksika hükümeti çok fazla borç aldı ve ondan sonra ödemeleri askıya aldı (Haziran 1885); yabancı yatırımlar azaldı, bu da kredi krizine ve bankalara hücuma neden oldu ve bankalar kredi vermeyi durdurdu. Ulusal Banka ve Ticaret Bankası 1884'te birleşerek hükümetin kredi talebini karşılamak amacıyla Meksika Ulusal Bankası'nı (Banamex) kurdular.	1883	Conant (1915)
	Ulusal Banka, başlıca rakibi Meksika Ticaret Bankası'nı bünyesine kattı.	1893	Conant (1915)
	ABD'deki çöküşe bağlı olarak şiddetli bir kredi açığı vardı; Meksika Merkez Bankası ve birçok devlet bankası iflas etti. Öteki bankalar federal yardımla ya da birleşerek ayakta kalabildi. Başarısızlıklar birçok iflasa neden oldu ve ekonomik faaliyeti önledi. Hükümet, kredilerin aşırı şekilde yayılmasına karşı uyarıda bulundu; Şubat'ta güvensiz kredilere karşı bir genelge yayınlayarak uyarıda bulundu ve Haziran'da kısıtlamalar getirildi.	Şubat 1908	Conant (1915)
	Büyük bankalara yapılan hücumlardan sonra ödemeler durduruldu.	1929	Bernanke ve James (1990)
	Sermaye kaçışı vardı; hükümet buna özel bankacılık sistemini millileştirerek karşılık verdi.	1981-1982	Bordo vd. (2001)
	Hükümet, bankacılık sistemini devraldı.	Eylül 1982-1991	Kaminskyve Reinhart (1999), Caprio ve Kliengebiel (2003)
	Ajustobonoları elinde bulunduran bazı finans kurumları, 1992 yılının ikinci yarısında yükselen faiz oranlarından zarar gördüler.	Ekim 1992	Kaminskyve Reinhart (1999)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
	1994'te, dokuz bankaya müdahale edildi ve on bir tanesi, otuz dört ticari bankanın hazırladığı kredi/satınalma sermaye artırımı programına katıldı. Finansal sistemdeki varlıkların yüzde 19'una sahip dokuz banka ödeme güçlüğü içindeydi. Banka varlıklarının yüzde biri yabancılarındı ve 1998'de, banka varlıklarının yüzde 18'i yabancıların oldu.	1994-1997	Bordo vd. (2001), Caprio ve liengebiel (2003), Jácome (2008)
Mısır	Kredilerin kötüye kullanılması ve yeni hisse senedi çıkarılması nedeniyle bir kriz çıktı.	Mart 1907	Conant (1915)
	Alman bankalarının Kahire ve İskenderiye şubelerine hücum edildi.	Temmuz 1931	Bernanke ve James (1990)
	Hükümet bazı büyük yatırım şirketlerini kapattı.	Ocak 1980-1981	Bordo vd. (2001), Reinhart (2002), Caprio ve Klingebiel (2003)
	Dört kamu bankasına sermaye yardımı yapıldı.	Ocak 1990-1995	Bordo vd. (2001), Reinhart (2002), Caprio ve Klingebiel (2003)
Moritanya	1984'te beş büyük banka, portföylerinde ödenmeyen varlıkların yüzde 45-70'ini bulunduruyordu.	1984-1993	Caprio ve Kliengebiel (2003)
Mozambik	Ana ticari banka, ödeme sorunları yaşıyordu; bu sorunlar 1992 yılından sonra ortaya çıktı.	1987-1995	Caprio ve Kliengebiel (2003)
Myanmar (Burma /Birmanya)	Devletin sahip olduğu en büyük ticari bankanın çok büyük ödenmeyen kredileri olduğu bildirildi.	1996-?	Caprio ve Kliengebiel (2003)
Nepal	1988 başında, üç bankanın vadesi geçmiş alacakları, finansal sistemin yüzde 95'ini oluşturuyordu ve varlıkların ortalama yüzde 29'una karşılık geliyordu.	1988	Caprio ve Kliengebiel (2003)

(*devam ediyor*)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
Nijer	1980'lerin ortalarında, bankacılık sistemindeki ödenmeyen kredilerin oranı yüzde 50'ye ulaştı. Dört banka tasfiye edildi, üçü 1980'lerin sonunda yeniden yapılandırıldı ve 2002'de daha başkaları da yeniden yapılandırıldı.	1983-?	Caprio ve Klingebiel (2003)
Nijerya	1993'te ödeme güçlüğü çeken bankalar, bankacılık sistemindeki varlıkların yüzde 20'sine ve mevduatın yüzde 22'sine sahipti. 1995'te, bankaların yaklaşık yarısının finansal sıkıntısı olduğu bildirildi.	1992-1995	Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003)
	Sıkıntı içindeki bankalar, bankacılık sistemi varlıklarının yüzde 4'üne sahipti.	1997	Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003)
Nikaragua	Bankacılık sisteminde ödenmeyen kredilerin oranı 1996'da yüzde 50'ye ulaştı.	1987-1996	Caprio ve Klingebiel (2003)
	On bir bankadan dördüne (mevduatların yaklaşık yüzde 40'ını temsil ediyorlardı) müdahale edildi ve bu bankalar diğer finans kurumlarına satıldı.	2000-2002	Jácome (2008)
Norveç	Gayrimenkul spekülasyonu vardı; faiz oranları yükseldiğinde balon patladı ve birçok banka iflas etti. Norveç Bankası devreye girdi ve krizin yayılmasının önüne geçti.	1898	Jonung ve Hagberg (2002)
	Savaş sırasında hesapsızca verilen krediler ve 1920'lerin başında küresel alanda aşağıya doğru gidiş, bankalarda istikrarsızlığa neden oldu.	1921-1923	Bordo vd. (2001), Jonung ve Hagberg (2002)
	Norveç altın standardını terk etti; Norges Bank sistemik bir krizin önüne geçmek için küçük bankalara çok fazla destek sağladı. Bu durum 1921 krizinden daha başarılı yönetildi.	1931	Bordo vd. (2001), Øksendal (2007)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
	Yasamanın mevduatlara getirdiği vergi, paraların çekilmesine yol açtı.	1936	Bernanke ve James (1990)
	İki bölgesel banka iflas etti. Bankalar en sonunda birleşti ve kurtarma paketinden yararlandılar. Merkez Bankası 1985-1986 resesyonundan ve gayrimenkul kredileri sorunundan sıkıntıya giren altı bankaya özel krediler verdi. Devlet en büyük üç bankayı denetimi altına aldı; bu üç banka, bankacılık sistemi varlıklarının yüzde 85'ine sahipti.	1987-1993	Kaminsky ve Reinhart (1999), Bordo vd. (2001), Jonung ve Hagberg (2002), Caprio ve Klingerbiel (2003)
Orta Afrika Cumhuriyeti	Dört banka kapatıldı.	1976-1982	Caprio ve Klingebiel (2003)
	Toplam varlıkların yüzde 90'ına sahip en büyük iki banka yeniden yapılandırıldı. Bankacılık sistemindeki ödenmeyen krediler yüzde 40'a ulaştı.	1988-1999	Caprio ve Klingebiel (2003)
Panama	1988'de, mevduat sahiplerinin panik halinde bankalardan paralarını çekmemesi için bankalar dokuz haftalığına kapatıldı. Çoğu devletin elinde olan bankaların ve özel ticari bankaların finansal durumu zayıftı ve on beş banka işlemlerini durdurdu.	1988-1989	Caprio ve Klingebiel (2003)
Papua Yeni Gine	Tasarruf ve kredi birliklerinin yüzde seksen beşi işlemlerini durdurdu.	1989-?	Caprio ve Klingebiel (2003)
Paraguay	Paraguay Bankası ve River Plate Bankası ödemeleri durdurdular ve şiddetli bir bankaya hücum yaşandı; altın fiyatları yüzde 300 arttı ve bankalar en sonunda tasfiye oldu.	1890	Conant (1915)

(*devam ediyor*)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
	Hükümetin Yüksek Denetim Organı 1998 sonunda, aralarında en büyük bankanın ve tasarruf ve kredi kurumunun da bulunduğu, yurtiçindeki özel ve kamu bankalarının çoğuna ve bazı finans şirketlerine müdahale etti. 1999 sonunda, bankaların çoğunun sahibi yabancılardı ve banka varlıklarının yüzde 80'inden fazlası yabancıların elindeydi. 2000'de tüm bankalar sağlam sayılabilirdi. Mevduatların yüzde 10'una sahip olan iki bankaya müdahale edildi ve 1997'de bunlar kapatıldı. Mevduatın yüzde 6,5'ine sahip orta büyüklükte bir banka 1998'de kapatıldı.	1995-1999	Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003), Jácome (2008)
	Mevduatın yaklaşık yüzde 10'una sahip üçüncü büyük bankaya müdahale edildi ve bu banka kapatıldı.	2002	Caprio ve Klingebiel (2003), Jácome (2008)
Peru	Altın sikke basımı durduruldu ve ülkede yirmi beş yıllığına gümüş standardı uygulandı.	1872-1873	Conant (1915), Reinhart ve Rogoff (2008a)
	İki büyük banka iflas etti. Sistemin kalanı, yüksek düzeyde ödenmeyen kredilerden ve 1987'de bankacılık sisteminin millileştirilmesinin ardından meydana gelen finansal aracıların kaldırılmasından dolayı sıkıntı içindeydi.	Nisan 1983-1990	Kaminsky ve Reinhart (1999), Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003)
	Sermaye çıkışları, yurtiçinde kredi bulma zorluğuna neden oldu ve bu da, aralarında Banco Wiese ve Banco Latino'nun da (bunların piyasa payları sırasıyla yüzde 16,7 ve yüzde 3'tü) bulunduğu bazı bankalarda ve daha küçük başka finans kurumlarında ödeme sorunlarına yol açtı. Banka tasfiyesi iki bankaya uygulandı (mevduatların yaklaşık yüzde 21'ine sahiplerdi). İstikrarsızlık, öteki altı küçük bankayı da (mevduatların yüzde 6,5'ine sahip) etkilemişti.	1999	Jácome (2008)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
Polonya	Bankalara hücum, üç büyük bankanın ödemelerini durdurmasına neden oldu; bankalardaki sarsıntı 1927'ye kadar sürdü.	Temmuz 1926-1927	Bernanke ve James (1990)
	Bankalara (özellikle Austrian Creditanstalt'la bağlantılı olanlara) hücum yaşandı, bu da Avusturya krizinin yayıldığını gösteriyordu.	Haziran 1931	Bernanke ve James (1990)
	1991'de, hazinenin sahibi olduğu dokuz ticari bankanın yedisi (kredilerin yüzde 90'ına sahiplerdi), Gıda Ekonomisi Bankası ve kooperatif bankacılığı sistemi, ödeme sorunları yaşadı.	1991	Caprio ve Klingebiel (2003)
Portekiz	Lizbon Bankası ödemeleri durdurdu; bu bankanın Portekiz hükümetiyle bağlantıları nedeniyle sürekli olarak sorunlu bir çizgisi vardı.	1828	Conant (1915)
	Lizbon Bankası tüm kredisini kaybetti, bonolarını ödeyemedi ve Portekiz Bankası olarak yeniden yapılandırıldı.	Mayıs 1846-1847	Conant (1915)
	Büyük bütçe açıkları, Barings krizi ve Brezilya devrimi, paranın değer kaybına yol açtı. Hükümet bazı iç borçları ödemeyi reddetti ve yabancı borçlarla ilgili pazarlık yaparak faiz ödemelerini düşürdü. Krizin büyüme üzerinde çok büyük etkisi oldu.	1890	Conant (1915), Bordo ve Eichengreen (1999)
	Banka iflasları savaş sonrası ekonomide çok yaygındı.	1920	Bordo vd. (2001)
	Çoklu banka iflasları meydana geldi.	1923	Bordo vd. (2001)
	Portekiz altın standardını terk etti.	1931-1932	Bordo vd. (2001)
Romanya	Almanların denetimindeki bankalar ve diğer bankalar çöktü; bankalara çok yoğun hücumlar yaşandı.	Temmuz 1931	Bernanke ve James (1990)
	1990'da ödenmeyen krediler, altı ana devlet bankasında yüzde 25-30 oranına yükseldi.	1990	Caprio ve Klingebiel (2003)

(devam ediyor)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
Ruanda	Nüfuzlu bir banka kapatıldı.	1991	Caprio ve Klingebiel (2003)
Rusya	Rusya Bankası Nisan'da kapandı; madeni para ödemeleri durduruldu ve bir daha da başlamadı. Geçici bir hazine açığı, bazı kredilere ihtiyaç olduğu anlamına geliyordu ve umutsuz bir kredi ortamı vardı.	Nisan 1862-1863	Conant (1915)
	Skopine topluluk bankası imparatorluğun her yanından mevduat toplamış ama düşük rezervler tutmuştu; mevduatları ödeyemediği 1875 yılında balon patladı. Ondan sonra sınırlı bir topluluk bankacılığı söz konusu oldu.	1875	Conant (1915), Reinhart ve Rogoff (2008a)
	Karma hisseli ticari bankalar ödenmeyen varlıklarla dolduruldu; birçok küçük banka iflas etti, yine de büyükler, devlet bankası tarafından korundu.	1896	Cameron (1967)
	Bankalar arası kredi piyasası, birçok yeni bankaya verilen kredilerle bağlantılı endişeler nedeniyle işleyişini durdurdu.	Ağustos 1995	Caprio ve Klingebiel (2003)
	Faal bankaların yarısını oluşturan yaklaşık 720 banka ödeme güçlüğüne düştü. Bu bankalar, sektör varlıklarının yüzde 4'üne ve perakende mevduatın yüzde 32'sine sahipti. Sektör varlıklarının yüzde 40'ına ve hanehalkı mevduatının yüzde 41'ine sahip on sekiz banka ciddi sıkıntı içindeydi ve bu bankaların kurtarılmaya ihtiyaçları vardı.	1998-1999	Caprio ve Klingebiel (2003)
Santo Domingo	Ulusal Banka, altın standardına başarılı biçimde uyum sağlama çabalarından sonra iflas etti; bankanın bonoları hiçbir yerde kabul edilmiyordu.	1894	Conant (1915)
Sao Tome ve Principe	1992 sonunda, tek banka (monobank), kredilerinin yüzde 90'ını ödeyemez durumdaydı. 1993'te,	1991	Caprio ve Klingebiel (2003)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
	tek banka (monobank) tasfiye oldu ve iki yeni banka faaliyet izni alarak onun çoğu varlığını devraldı. 1994'te, bu yeni bankalardan birinde kredi işlemleri durduruldu.		
Senegal	1988'de, kredilerin yüzde 50'si ödenemiyordu. Altı ticari banka ve bir kalkınma bankası (finansal sistem varlıklarının yüzde 20-30'una sahiplerdi) kapatıldı.	1988-1991	Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003)
Sierra Leone	1995'te, bankacılık sistemi kredilerinin yüzde 40-50'si ödenemez durumdaydı; bankaların sermayeleri yeniden belirleniyor ve yeniden yapılandırılıyordu.	1990	Caprio ve Klingebiel (2003)
Singapur	Ödenmeyen krediler 200 milyon dolar ya da GSYH'nin yüzde 0,6'sına yükseldi.	1982	Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003)
Slovakya	1997'de, tahsil edilemeyen kredilerin 101 milyar kron olduğu tahmin ediliyordu – kredilerin yaklaşık yüzde 31'i ya da GSYH'nin yaklaşık yüzde 15'iydi.	1991	Caprio ve Klingebiel (2003)
Slovenya	Üç banka (bankacılık sistemi varlıklarının üçte ikisine sahiplerdi) yeniden yapılandırıldı.	1993-1994	Caprio ve Klingebiel (2003)
Sri Lanka	Bankacılık siteminin yüzde 70'ini oluşturan devlet bankalarının, ödenmeyen kredilerin yüzde 35'ine sahip olduğu tahmin edilmekteydi.	1989-1993	Caprio ve Klingebiel (2003)
Svaziland	Merkez Bankası öteki üç bankayı devraldı.	1995	Caprio ve Klingebiel (2003)

(devam ediyor)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
Şili	Bankaların para sistemi ve altın standardı, Arjantin Cumhuriyeti'yle başlayacak savaş korkusu nedeniyle tamamen yara aldı. 5 Temmuz'da, artan altın ihracatı ve Şili Bankası'nın altın poliçelerini ödemeyi reddetmesi, Santiago'daki bankalara hücum edilmesine ve altın poliçelerine karşı genelde kuşku duyulmasına neden oldu. Hükümet karşılıksız kağıt para çıkardı; sonraki on yılda para arzını sürekli arttırdı ve bu da ülkeyi bir enflasyon ve aşırı spekülasyon dönemine götürdü.	Temmuz 1898	Conant (1915), Bordo ve Eichengreen (1999)
	Borsadaki çöküşü izleyen dört yıllık bir enflasyon önleyici tedbirler dönemi yaşandı; pezo kriz sırasında yüzde 30 düştü ve hükümet bir finansal krizin önüne geçmek için bankalara hazine bonolarını ödünç verdi. İzleyen resesyon dönemine ilişkin veri yoktur.	1907	Conant (1915), Bordo ve Eichengreen (1999)
	İpotek sisteminin tamamı ödeme yapamaz duruma geldi.	1976	Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003)
	Üç banka, mevduat kaybetmeye başladı; iki ay sonra müdahaleler başladı. Mevcut kredilerin yüzde 33'üne karşılık gelen dört bankaya ve dört banka dışı finans kurumuna müdahaleler yapıldı. 1983'te, finansal sistem varlıklarının yüzde 45'ine sahip yedi banka ve bir financiera'ya müdahale edildi. 1983 sonunda, kredilerin yüzde 19'u ödenemez haldeydi.	1980	Kaminsky ve Reinhart (1999), Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003)
Tacikistan	En büyük bankalardan biri ödeme güçlüğüne girdi ve küçük bir banka kapandı.	1996-?	Caprio ve Klingebiel (2003)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
Tanzanya	1987'de, ana finans kurumlarının vadesi geçen ödemeleri, portföylerinin yarısına ulaşıyordu. Bankacılık sistemindeki varlıkların yüzde 95'ine sahip olan Ulusal Ticaret Bankası 1990'da ödeme güçlüğüne girdi.	1987	Caprio ve Klingebiel (2003)
Tayland	Borsadaki çöküşün ardından en büyük finans şirketlerinden biri iflas etti. Finansal sektöre kurtarma paketi uygulaması başlatıldı.	Mart 1979	Kaminsky ve Reinhart (1999)
	Bir finans şirketinin büyük zararları bankalara hücumlara yol açtı ve hükümet müdahale etti. Yetkililer elli finans ve menkul yatırım şirketine ve finans sistemindeki varlıkların yüzde 25'ine sahip beş ticari bankaya müdahale etti; üç ticari banka (ticari banka varlıklarının yüzde 14'üne sahipti) ödeme güçlüğü içine girdi.	Ekim 1983-1987	Kaminsky ve Reinhart (1999), Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003)
	Mayıs 2002 itibariyle, Tayland Merkez Bankası, doksan bir finans şirketinden elli dokuzunu (finans sistemindeki varlıkların yüzde 13'üne ve finans şirketlerindeki varlıkların yüzde 72'sine sahiplerdi) ve on beş yurtiçi bankadan bir tanesini kapattı. Dört bankayı da millileştirdiler. Hisseleri halka ait varlık yönetim şirketi, Mart 2002 itibariyle finans sistemi varlıklarının yüzde 29,72'sine sahipti. Ödenmeyen krediler, toplam kredilerin yüzde 33'üne ulaştı ve Şubat 2002'de toplam kredilerin yüzde 10,3'üne indi.	Mayıs 1996	Bordo vd. (2001), Reinhart (2002), Caprio ve Klingebiel (2003)
Tayvan	Dört tröst şirketi ve on bir şirket iflas etti.	1983-1984	Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003)

(*devam ediyor*)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
	Changua Fourth'un iflası, diğer kredi birlikleri üzerine hücumları başlattı.	Temmuz 1995	Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003)
	Bankacılık sistemindeki ödenmeyen krediler 1998 sonunda yüzde 15 olarak tahmin edilmişti.	1997-1998	Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003)
Togo	Bankacılık sektörü ödeme sorunları yaşadı.	1993-1995	Caprio ve Klingebiel (2003)
Trinidad ve Tobago	Bazı finans kurumları ödeme sorunları yaşadı ve hükümetin sahip olduğu üç banka birleşti.	1982-1993	Caprio ve Klingebiel (2003)
Tunus	Ticari bankaların çoğu düşük sermayeliydi.	1991-1995	Caprio ve Klingebiel (2003)
Türkiye	Alman krizi sonrasında Alman bankalarının şubelerine hücumlar yaşandı.	Temmuz 1931	Bernanke ve James (1990)
	Üç banka, devletin bankası olan Ziraat Bankası'yla birleştirildi; ondan sonra bu bankalar tasfiye edildiler; iki büyük banka yeniden yapılandırıldı.	1982-1985	Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003)
	Körfez Savaşı'nın başlaması, hesaplardan büyük miktarda para çekilmesine ve bankalara hücum edilmesine yol açtı; bunun sonucunda hükümet tüm mevduatlara güvence verdi.	Ocak 1991	Kaminskyve Reinhart (1999)
	Nisan'da üç banka iflas etti.	Nisan 1994	Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003)
	İki banka kapatıldı ve on dokuz banka Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) tarafından devralındı.	2000	Caprio ve Klingebiel (2003)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
Uganda	1994-1998 arasında, bankacılık sisteminin yarısı ödeme sorunları yaşadı. 1998-2002 arasında, çeşitli bankalar sermaye arttırdı ve özelleştirildiler ya da kapatıldılar.	1994-2002	Caprio ve Klingebiel (2003)
Ukrayna	1997'de, 195 bankadan 32'si tasfiye edildi; öte yandan başka 25 banka finansal iyileştirme sürecinden geçti. Kötü krediler, önde gelen bazı bankalarda bile, varlıkların yüzde 50-60'ını oluşturuyordu. 1998'de bankalar, daha sonra hükümetin borçlarını yeniden yapılandırmak için aldığı karardan zarar gördü.	1997-1998	Caprio ve Klingebiel (2003)
Uruguay	Ulusal Banka iflas etti.	1893	Conant (1915)
	Hükümetin banknot dolaşımını azaltacağını söylediği bir bildirisi nedeniyle, banknotların ödenmesi için bankalara hücum edildi.	Eylül 1898	Conant (1915)
	Banco Mercantil iflas etti. Yüksek faiz oranlarının yol açtığı banka birleşmeleri ve iflas dalgaları yayıldı.	Mart 1971	Kaminskyve Reinhart (1999)
	Arjantin *tablita*sının sonuna işaret eden Arjantin devalüasyonunun sonrasında bankalara büyük çapta hücumlar oldu. Etkilenen kurumlar finans sistemindeki varlıkların yüzde 30'una sahipken, ödeme güçlüğüne giren bankalar finans sistemindeki mevduatların yüzde 20'sine sahipti.	Mart 1981-1984	Kaminsky ve Reinhart (1999), Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003)
	Hükümetin sahip olduğu ipotek bankası Aralık 2001'de sermaye arttırmına gitti. Bankacılık sistemindeki mevduatların yüzde 33'ü 2002 yılının ilk yedi ayında çekildi. 2002'de, dört banka (toplam banka varlıklarının yüzde 33'üne sahiplerdi) kapandı ve sabit vadeli mevduatlar	2002	Caprio ve Klingebiel (2003), Jácome (2008)

(devam ediyor)

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
	(CD'ler) yeniden yapılandırılarak bunların vadeleri uzatıldı.		
Ürdün	Üçüncü büyük banka iflas etti.	Ağustos 1989-1990	Caprio ve Kliengebiel (2003)
Venezuella	1978, 1981, 1982, 1985 ve 1986'da önemli banka iflasları yaşandı.	1978-1986	Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003)
	Ülkenin ikinci büyük bankası olan Banco Latino'ya hücum edildi ve bu banka Ocak 1994'te kapandı. Ödeme güçlüğüne giren bankalar finans sistemindeki mevduatların yüzde 35'ine sahipti. Yetkililer kırk yedi bankadan mevduatların yüzde 50'sine sahip on yedisine müdahale etti, dokuz bankayı millileştirdi ve 1994'te yedi tanesini daha kapattı. Hükümet 1995'te beş bankaya daha müdahale etti.	Ekim 1993-1995	Kaminsky ve Reinhart (1999), Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003), Jácome (2008)
Vietnam	Devletin sahip olduğu dört ticari bankadan ikisi (bankacılık sistemi kredilerinin yüzde 51'ine sahiplerdi) ödeme güçlüğü içindeydi; kalan iki tanesi önemli ödeme sorunları yaşıyordu. Bazı ortak menkul kıymet şirketleri ciddi finansal sıkıntı içindeydi. Bankacılık sistemindeki ödenmeyen krediler 1998 sonunda yüzde 18'e ulaştı.	1997-?	Caprio ve Klingebiel (2003)
Yemen	Bankalar aşırı miktardaki ödenmeyen krediler ve yabancı paranın yoğun etkisi nedeniyle sıkıntı çekti.	1996-?	Caprio ve Klingebiel (2003)
Yeni Zelanda	Bankacılık varlıklarının yüzde 25'ini elinde bulunduran büyük bir devlet bankası ödeme sorunları yaşadı	1987-1990	Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel

TABLO E.4.1 (devamı)

Ülke	Kısa özet	Yıl	Kaynak
	ve yüksek oranda ödenmeyen krediye sahipti.		(2003)
Yunanistan	Ülke dış borçlarını ödeyemez hale düştü ve altın standardını terk etti.	1931	Bordo vd. (2001)
	Yerelleşmiş sorunlar, önemli miktarda kamu fonlarının pompalanmasını gerektiriyordu.	1991-1995	Bordo vd. (2001), Reinhart (2002), Caprio ve Klingebiel (2003)
Zambiya	Ticari banka varlıklarının yüzde 13'üne sahip Meridian Bank ödeme güçlüğü içine girdi.	1995	Caprio ve Klingebiel (2003)
Zimbabve	Beş ticari bankadan ikisi yüksek düzeyde ödenmeyen kredilere sahipti.	1995	Bordo vd. (2001), Caprio ve Klingebiel (2003)

KAYNAKÇA

Agénor, Pierre-Richard, John McDermott ve Eswar Prasad. 2000. "Macro-economic Fluctuations in Developing Countries: Some Stylized Facts." *World Bank Economic Review* 14: 251-285.

Aguiar, Mark ve Gita Gopinath. 2007. "Emerging Market Business Cycles: The Cycle Is the Trend." *Journal of Political Economy* 115 (1): 69-102.

Alesina, Alberto ve Guido Tabellini. 1990. "A Positive Theory of Fiscal Deficits and Government Debt." *Review of Economic Studies* 57: 403-414.

Allen, Franklin ve Douglas Gale. 2007. *Understanding Financial Crises.* Oxford: Oxford University Press.

Allen, Robert C. 2001. "The Great Divergence: Wages and Prices from the Middle Ages to the First World War." *Explorations in Economic History* 38 (4): 411-447.

———. t.y. *Consumer Price Indices, Nominal/Real Wages and Welfare Ratios of Building Craftsmen and Labourers, 1260-1913.* Oxford, England: Oxford University Press. Şu adresten ulaşılabilir: http://www.iisg.nl/hpw/data.php#_europe.

Allen, Robert C. ve Richard W. Unger. 2004. *European Commodity Prices, 1260-1914.* Oxford, England: Oxford University Press. Şu adresten ulaşılabilir: http://www2.history.ubc.ca/unger.

Arellano, Cristina ve Narayana Kocherlakota. 2008. "Internal Debt Crises and Sovereign Defaults." *NBER Working Paper 13794.* National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass. Şubat.

Baker, Melvin. 1994. *The Second Squires Administration and the Loss of Responsible Government, 1928-1934.* Şu adresten ulaşılabilir: http://www.ucs.mun.ca/~melbaker/1920s.htm.

Bank for International Settlements. 2005. *Annual Report.* Basel: Bank for International

Settlements.

Baptista, Asdrúbal. 2006. *Bases Cuantitativas de la Economía Venezolana, 1830-2005.* Caracas: Ediciones Fundación Polar.

Barro, Robert. 1974. "Are Government Bonds Net Wealth?" *Journal of Political Economy* 82 (6): 1095-1117.

———. 1983. "Inflationary Finance under Discretion and Rules." *Canadian Journal of Economics* 16 (1): 1-16.

———. 2009. "Rare Disasters, Asset Prices and Welfare Costs." *American Economic Review* 99 (1): 243-264.

Barro, Robert J. ve David B. Gordon. 1983. "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model." *Journal of Political Economy* 91 (Ağustos): 589-610.

Barro, Robert ve José F. Ursúa. 2008. "Macroeconomic Crises since 1870." *NBER Working Paper 13940.* National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass. Nisan.

———. 2009. "Stock-Market Crashes and Depressions." *NBER Working Paper 14760.* National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass. Şubat.

Bassino, Jean-Pascal ve Debin Ma. 2005. "Japanese Unskilled Wages in International Perspective, 1741-1913." *Research in Economic History* 23: 229-248.

Bassino, Jean-Pascal ve Pierre van der Eng. 2006. "New Benchmark of Wages and GDP, 1913-1970." Mimeo. Montpellier University, Montpellier, France.

Bazant, Jan. 1968. *Historia de la Deuda Exterior de Mexico: 1823-1946.* Mexico City: El Colegio de México.

Berg, Andrew ve Catherine Pattillo. 1999. "Predicting Currency Crises: The Indicators Approach and an Alternative." *Journal of International Money and Finance* 18: 561-586.

Berg, Andrew, Eduardo Borensztein ve Catherine Pattillo. 2004. "Assessing Early Warning Systems: How Have They Worked in Practice?" *International Monetary Fund Working Paper 04/52.* International Monetary Fund, Washington, D.C.

Bernanke, Ben S. 1983. "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression." *American Economic Review* 73 (Haziran): 257-276.

———. 2005. "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit." Homer Jones Konferansı'nda yapılan konuşma, St. Louis, Mo., 14 Nisan. Şu adresten ulaşılabilir: http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/ 20050414/default.htm.

Bernanke, Ben S. ve Mark Gertler. 1990. "Financial Fragility and Economic Performance." *Quarterly Journal of Economics* 105 (Şubat): 87-114.

———. 1995. "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission." *Journal of Economic Perspectives* 9 (Sonbahar): 27-48.

———. 2001. "Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?" *American Economic Review* 91 (2): 253-257.

Bernanke, Ben S. ve Harold James. 1990. "The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison." *NBER Working Paper 3488.* National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass. Ekim.

Bernanke, Ben S., Mark Gertler ve Simon Gilchrist. 1999. "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework." *Handbook of Macroeconomics,* Cilt 1A içinde, ed. John Taylor and Michael Woodford. Amsterdam: North-Holland.

Blanchard, Olivier ve John Simon. 2001. "The Long and Large Decline in U.S. Output Volatility." *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 135- 164.

Bonney, Richard. t.y. European State Finance Database. Şu adresten ulaşılabilir: http://www.le.ac.uk/hi/bon/ESFDB/frameset.html.

Bordo, Michael D. 2006. "Sudden Stops, Financial Crises and Original Sin in Emerging Countries: Déjà vu?" *NBER Working Paper 12393.* National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass. Temmuz.

Bordo, Michael ve Barry Eichengreen. 1999. "Is Our Current International Economic Environment Unusually Crisis Prone?" *Capital Flows and the International Financial System* içinde. Sidney: Reserve Bank of Australia Annual Conference Volume.

Bordo, Michael ve Olivier Jeanne. 2002. "Boom-Busts in Asset Prices, Economic Instability, and Monetary Policy." *NBER Working Paper 8966.* National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass. Haziran.

Bordo, Michael D. ve Antu Panini Murshid. 2001. "Are Financial Crises Becoming Increasingly More Contagious? What Is the Historical Evidence?" *International Financial Contagion: How It Spreads and How It Can Be Stopped* içinde, ed. Kristin Forbes ve Stijn Claessens. New York: Kluwer Academic, s. 367-406.

Bordo, Michael, Barry Eichengreen, Daniela Klingebiel ve Maria Soledad Martinez-Peria. 2001. "Is the Crisis Problem Growing More Severe?" *Economic Policy* 16 (Nisan): 51-82.

Borensztein, Eduardo, José De Gregorio ve Jong-Wha Lee. 1998. "How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth?" *Journal of International Economics* 45 (1): 115-135.

Borodkin, L. I. 2001. " Inequality of Incomes in the Period of Industrial Revolution: Is Universal Hypothesis about Kuznets's Curve?" *Russian Political Encyclopedia.* Moskova: Rosspen.

Bouchard, Léon. 1891. *Système financier de l'ancienne monarchie.* Paris: Guillaumin.

Boughton, James. 1991. "Commodity and Manufactures Prices in the Long Run." *Interna-*

tional Monetary Fund Working Paper 91/47. International Monetary Fund, Washington, D.C. Mayıs.

Brahmananda, P. R. 2001. *Money, Income and Prices in 19th Century India*. Delhi: Himalaya.

Braun, Juan, Matias Braun, Ignacio Briones ve José Díaz. 2000. "Economía Chilena 1810-1995, Estadisticas Historicas." Pontificia Universidad Católica de Chile Documento de Trabajo 187. Pontificia Universidad Católica de Chile, Santiago. Ocak.

Brock, Philip. 1989. "Reserve Requirements and the Inflation Tax." *Journal of Money, Credit and Banking* 21 (1): 106-121.

Broner, Fernando ve Jaume Ventura. 2007. "Globalization and Risk Sharing." *CREI Working Paper*. Centre de Recerca en Economia Internacional, Barcelona. Temmuz.

Brown, William Adams. 1940. *The International Gold Standard Reinterpreted, 1914-1940*. New York: National Bureau of Economic Research

Buchanan, James ve Richard Wagner. 1977. *Democracy in Deficit: The Political Legacy of Lord Keynes*. Amsterdam: Elsevier.

Bufman, Gil ve Leonardo Leiderman. 1992. "Simulating an Optimizing Model of Currency Substitution." *Revista de Análisis Económico* 7 (1): 109-124.

Bulow, Jeremy ve Kenneth Rogoff. 1988a. "Multilateral Negotiations for Rescheduling Developing Country Debt: A Bargaining-Theoretic Framework." *IMF Staff Papers* 35 (4): 644-657.

———. 1988b. "The Buyback Boondoggle." *Brookings Papers on Economic Activity* 2: 675-698.

———. 1989a. "A Constant Recontracting Model of Sovereign Debt." *Journal of Political Economy* 97: 155-178.

———. 1989b. "Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget?" *American Economic Review* 79 (Mart): 43-50.

———. 1990. "Cleaning Up Third-World Debt without Getting Taken to the Cleaners." *Journal of Economic Perspectives* 4 (Kış): 31-42.

———. 2005. "Grants versus Loans for Development Banks." *American Economic Review* 95 (2): 393-397.

Burns, Arthur F. ve Wesley C. Mitchell. 1946. *Measuring Business Cycles*. National Bureau of Economic Research Studies in Business Cycles 2. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research.

Bussiere, Matthieu. 2007. "Balance of Payments Crises in Emerging Markets: How 'Early' Were the Early Warning Signals?" *European Central Bank Working Paper 713*. European Central Bank, Frankfurt. Ocak.

Bussiere, Matthieu ve Marcel Fratzscher. 2006. "Towards a New Early Warning System of Financial Crises." *Journal of International Money and Finance* 25 (6): 953-973.

Bussiere, Matthieu ve Christian Mulder. 2000. "Political Instability and Economic Vulnerability." *International Journal of Finance and Economics* 5 (4): 309-330.

Butlin, N. G. 1962. *Australian Domestic Product, Investment and Foreign Borrowing, 1861-1938/39*. Cambridge: Cambridge University Press.

Cagan, Philip. 1956. "The Monetary Dynamics of Hyperinflation in Milton Friedman." *Studies in the Quantity Theory of Money* içinde, ed. Milton Friedman. Chicago: University of Chicago Press, s. 25-117.

Calomiris, Charles ve Gary Gorton. 1991. "The Origins of Banking Panics: Models, Facts, and Bank Regulation." *Financial Markets and Financial Crises* içinde, ed. R. Glenn Hubbard. Chicago: University of Chicago Press for the National Bureau of Economic Research.

Calvo, Guillermo. 1988. "Servicing the Public Debt: The Role of Expectations." *American Economic Review* 78 (Eylül): 647-661.

———. 1989. "Is Inflation Effective for Liquidating Short-Term Nominal Debt?" *International Monetary Fund Working Paper 89/2*. International Monetary Fund, Washington, D.C. Ocak.

———. 1991. "The Perils of Sterilization." *IMF Staff Papers* 38 (4): 921-926.

———. 1998. "Capital Flows and Capital Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops." *Journal of Applied Economics* 1 (1): 35-54.

Calvo, Guillermo A. ve Pablo Guidotti. 1992. "Optimal Maturity of Nominal Government Debt: An Infinite Horizon Model." *International Economic Review* 33 (Kasım): 895-919.

Calvo, Guillermo A., Leonardo Leiderman ve Carmen M. Reinhart. 1993. "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors." *IMF Staff Papers* 40 (1): 108-151.

Calvo, Guillermo A., Alejandro Izquierdo ve Rudy Loo-Kung. 2006. "Relative Price Volatility under Sudden Stops: The Relevance of Balance Sheet Effects." *Journal of International Economics* 9 (1): 231-254.

Cameron, Rondo E. 1967. *Banking in the Early Stages of Industrialization: A Study in Comparative Economic History*. New York: Oxford University Press.

Camprubi Alcázar, Carlos. 1957. *Historia de los Bancos en el Perú, 1860- 1879*. Lima: Editorial Lumen.

Caprio, Gerard Jr. ve Daniela Klingebiel. 1996. "Bank Insolvency: Bad Luck, Bad Policy, or Bad Banking?" *Annual World Bank Conference on Development Economics* içinde,

1996, ed. Boris Pleskovic ve Joseph Stiglitz. Washington, D.C.: World Bank, s. 79-104.

———. 2003. "Episodes of Systemic and Borderline Financial Crises." Mimeo. Washington, D.C.: World Bank. Şu adresten ulaşılabilir: http://go.worldbank.org/5DYGICS7B0 (Dataset 1). Ocak.

Caprio, Gerard, Daniela Klingebiel, Luc Laeven ve Guillermo Noguera. 2005. "Banking Crisis Database." *Systemic Financial Crises* içinde, ed. Patrick Honohan ve Luc Laeven. Cambridge: Cambridge University Press.

Carlos, Ann, Larry Neal ve Kirsten Wandschneider. 2005. "The Origin of National Debt: The Financing and Re-Financing of the War of the Spanish Succession." *University of Colorado Working Paper*. University of Colorado, Boulder.

Carter, Susan B., Scott Gartner, Michael Haines, Alan Olmstead, Richard Sutch ve Gavin Wright, ed. 2006. *Historical Statistics of the United States: Millennial Edition.* Cambridge: Cambridge University Press. Şu adresten ulaşılabilir: http:// hsus.cambridge.org/HSUSWeb/HSUSEntryServlet.

Ceron, Jose ve Javier Suarez. 2006. "Hot and Cold Housing Markets: International Evidence." *CEMFI Working Paper 0603.* Center for Monetary and Financial Studies, Madrid. Ocak.

Cha, Myung Soo ve Nak Nyeon Kim. 2006. "Korea's First Industrial Revolution, 1911-40." *Naksungdae Institute of Economic Research Working Paper 2006-3.* Naksungdae Institute of Economic Research, Seul. Haziran.

Cheng, Linsun. 2003. *Banking in Modern China: Entrepreneurs, Professional Managers, and the Development of Chinese Banks, 1897-1937.* Cambridge: Cambridge University Press.

Chuhan, Punam, Stijn Claessens ve Nlandu Mamingi. 1998. "Equity and Bond Flows to Asia and Latin America: The Role of Global and Country Factors." *Journal of Development Economics* (55): 123-150.

Cipolla, Carlo. 1982. *The Monetary Policy of Fourteenth Century Florence.* Berkeley: University of California Press.

Clay, C. G. A. 2000. *Gold for the Sultan: Western Bankers and Ottoman Finance 1856-1881: A Contribution to Ottoman and International Financial History.* Londra ve New York: I. B. Tauris.

Cole, Harold L. ve Patrick J. Kehoe. 1996. "Reputation Spillover across Relationships: Reviving Reputation Models of Debt." *Staff Report 209.* Federal Reserve Bank of Minneapolis.

Conant, Charles A. 1915. *A History of Modern Banks of Issue.* 5. Basım. New York: G. P. Putnam's Sons.

Condoide, Mikhail V. 1951. *The Soviet Financial System: Its Development and Relations with the Western World.* Columbus: Ohio State University.

Cooper, Richard. 2005. "Living with Global Imbalances: A Contrarian View." Politika özeti. Institute for International Economics, Washington, D.C.

Correlates of War. Militarized Interstate Disputes Database. http://correlates ofwar.org/.

Course of the exchange. Aktaran John Castaing. Şu adresten ulaşılabilir: http://www.le.ac.uk/hi/bon/ESFDB/NEAL/neal.htmnl.

Cowan, Kevin, Eduardo Levy-Yeyati, Ugo Panizza ve Federico Sturzenegger. 2006. "Sovereign Debt in the Americas: New Data and Stylized Facts." *Working Paper 577.* Research Department, Inter-American Development Bank, Washington, D.C. Şu adresten ulaşılabilir: http://www.iadb.org/res/pub_desc.cfm?pub_id =DBA-007.

Crisp, Olga. 1976. *Studies in the Russian Economy before 1914.* Londra: Macmillan.

Curcuru, Stephanie, Charles Thomas ve Frank Warnock. 2008. "Current Account Sustainability and Relative Reliability." *NBER International Seminar on Macroeconomics 2008.* Chicago: University of Chicago Press for the National Bureau of Economic Research.

della Paolera, Gerardo ve Alan M. Taylor. 1999. "Internal versus External Convertibility and Developing-Country Financial Crises: Lessons from the Argentine Bank Bailout of the 1930s." *NBER Working Paper 7386.* National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass. Ekim.

de Maddalena, Aldo. 1974. *Prezzi e Mercedi a Milano dal 1701 al 1860.* Milano: Banca Commerciale Italiana.

Demirgüç-Kunt, Aslı ve Enrica Detragiache. 1998. "The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries." *IMF Staff Papers* 45: 81-109.

———. 1999. "Financial Liberalization and Financial Fragility." *Annual World Bank Conference on Development Economics* içinde, *1998,* ed. Boris Pleskovic ve Joseph Stiglitz. Washington, D.C.: World Bank.

Diamond, Douglas ve Philip H. Dybvig. 1983. "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity." *Journal of Political Economy* 91 (3): 401-419.

Diamond, Douglas ve Raghuram Rajan. 2001. "Liquidity Risk, Liquidity Creation and Financial Fragility: A Theory of Banking." *Journal of Poliical Economy* 109 (Nisan): 287-327.

Diamond, Peter A. 1965. "National Debt in a Neoclassical Growth Model." *American Economic Review* 55 (5): 1126-1150.

Díaz, José B., Rolf Lüders ve Gert Wagner. 2005. "Chile, 1810-2000, La República en Cifras." Mimeo. Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile, Santi-

ago. Mayıs.

Diaz-Alejandro, Carlos. 1983. "Stories of the 1930s for the 1980s." In *Financial Policies and the World Capital Market: The Problem of Latin American Countries,* ed. Pedro Aspe Armella, Rudiger Dornbusch ve Maurice Obstfeld. Chicago: University of Chicago Press for the National Bureau of Economic Research, s. 5-40.

———. 1984. "Latin American Debt: I Don't Think We Are in Kansas Anymore." *Brookings Papers in Economic Activity* 2: 355-389.

———. 1985. "Goodbye Financial Repression, Hello Financial Crash." *Journal of Development Economics* 19 (1-2): 1-24.

Dick, Trevor ve John E. Floyd. 1997. "Capital Inports and the Jacksonian Economy: A New View of the Balance of Payments." Yeni İktisat Tarihi Üçüncü Dünya Kongresi'nde sunulan tebliğ, Münih, Almanya, Temmuz.

Dooley, Michael, Eduardo Fernandez-Arias ve Kenneth Kletzer. 1996. "Recent Private Capital Inflows to Developing Countries: Is the Debt Crisis History?" *World Bank Economic Review* 10 (1): 27-49.

Dooley, Michael, David Folkerts-Landau ve Peter Garber. 2004a. "An Essay on the Revived Bretton Woods System." *International Journal of Finance & Economics* 9 (4): 307-313.

———. 2004b. "The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates and Exchange Rates in Center Countries." *NBER Working Paper 10332.* National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass. Mart.

Dornbusch, Rudiger ve Stanley Fischer. 1993. "Moderate Inflation." *World Bank Economic Review* 7 (1): 1-44.

Dornbusch, Rudiger, Ilan Goldfajn ve Rodrigo O. Valdés. 1995. "Currency Crises and Collapses." *Brookings Papers on Economic Activity* 26 (2): 219-293.

Dornbusch, Rudiger ve Alejandro Werner. 1994. "Mexico: Stabilization, Reform, and No Growth." *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 253-315.

Drazen, Allan. 1998. "Towards a Political Economy Theory of Domestic Debt." In *The Debt Burden and Its Consequences for Monetary Policy,* ed. G. Calvo ve M. King. Londra: Macmillan.

Drees, Burkhard ve Ceyla Pazarbaşıoğlu. 1998. "The Nordic Banking Crisis: Pitfalls in Financial Liberalization." *IMF Occasional Paper 161.* International Monetary Fund, Washington, D.C.

Eaton, Jonathan ve Mark Gersovitz. 1981. "Debt with Potential Repudiation: Theory and Estimation." *Review of Economic Studies* 48 (2): 289-309.

Economist Magazine. 2002. "The O'Neill Doctrine." başyazı, 25 Nisan.

Edvinsson, Rodney. 2002. "Growth, Accumulation, Crisis: With New Macroeconomic Data for Sweden 1800-2000." Doktora tezi, University of Stockholm, Sweden.

Eichengreen, Barry. 1991a. "Historical Research on International Lending and Debt." *Journal of Economic Perspectives* 5 (İlkbahar): 149-169.

———. 1991b. "Trends and Cycles in Foreign Lending." *Capital Flows in the World Economy* içinde, ed. H. Siebert. Tübingen: Mohr, s. 3-28.

———. 1992. *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression 1919-1939*. New York: Oxford University Press.

Eichengreen, Barry ve Peter H. Lindert, ed. 1989. *The International Debt Crisis in Historical Perspective*. Cambridge, Mass.: MIT Press.

Eichengreen, Barry ve Kevin O'Rourke. 2009. "A Tale of Two Depressions." 4 Haziran. Şu adresten ulaşılabilir: http://www.voxeu.org.

European State Finance Database. Şu adresten ulaşılabilir: http://www.le.ac.uk/hi/bon/ESFDB/.

Felton, Andrew ve Carmen M. Reinhart. 2008. *The First Global Financial Crisis of the 21st Century*. Londra: VoxEU and Centre for Economic Policy Research. Temmuz. Şu adresten ulaşılabilir: http://www.voxeu.org/index.php?q=node/1352.

———. 2009. *The First Global Financial Crisis of the 21st Century, Part 2: June-December, 2008*. Londra: VoxEU and Centre for Economic Policy Research. Şu adresten ulaşılabilir: http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3079.

Ferguson, Niall. 2008. *The Ascent of Money: A Financial History of the World*. New York: Penguin Press.

Fischer, Stanley, Ratna Sahay, and Carlos A. Végh. 2002. "Modern Hyper and High Inflations." *Journal of Economic Literature* 40 (3): 837-880.

Fisher, Irving. 1933. "Debt-Deflation Theory of Great Depressions." *Econometrica* 1 (4): 337-357.

Flandreau, Marc ve Frederic Zumer. 2004. *The Making of Global Finance, 1880-1913*. Paris: OECD.

Flath, David. 2005. *The Japanese Economy*. 2. Basım. Oxford: Oxford University Press.

Fostel, Ana ve John Geanakoplos. 2008. "Leverage Cycles and the Anxious Economy." *American Economic Review* 98 (4): 1211-1244.

Frankel, Jeffrey A. ve Andrew K. Rose. 1996. "Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment." *Journal of International Economics* 41 (Kasım): 351-368.

Frankel, S. Herbert. 1938. *Capital Investment in Africa: Its Course and Effects*. Londra: Oxford University Press.

Friedman, Milton ve Anna J. Schwartz. 1963. *A Monetary History of the United States, 1867-1960.* Princeton, N.J.: Princeton University Press.

Frydl, Edward J. 1999. "The Length and Cost of Banking Crises." *International Monetary Fund Working Paper 99/30.* International Monetary Fund, Washington, D.C. Mart.

Garcia Vizcaino, José. 1972. *La Deuda Pública Nacional.* Buenos Aires: EUDEBA Editorial Universitaria de Buenos Aires.

Garner, Richard. 2007. "Late Colonial Prices in Selected Latin American Cities." *Working Memorandum.* Şu adresten ulaşılabilir: http://home.comcast.net /~richardgarner04/.

———. t.y. "Economic History Data Desk: Economic History of Latin America, United States and New World, 1500-1900." Şu adresten ulaşılabilir: http://home.comcast.net/~richardgarner04/.

Gavin, Michael ve Roberto Perotti. 1997. "Fiscal Policy in Latin America." *NBER Macroeconomics Annual* 12: 11-61.

Gayer, Arthur D., W. W. Rostow ve Anna J. Schwartz. 1953. *The Growth and Fluctuation of the British Economy, 1790-1850.* Oxford: Clarendon.

Gelabert, Juan. 1999a. "Castile, 1504-1808." In *The Rise of the Fiscal State in Europe, c. 1200-1815,* ed. R. J. Bonney. Oxford: Oxford University Press.

———. 1999b. "The King's Expenses: The Asientos of Philip III and Philip IV of Spain. *Crises, Revolutions and Self-Sustained Growth: Essays in European Fiscal History, 1130-1830* içinde, ed. W. M. Ormrod, M. M. Bonney, and R. J. Bonney. Stamford, England: Shaun Tyas.

Gerdrup, Karsten R. 2003. "Three Episodes of Financial Fragility in Norway since the 1890s." *Bank for International Settlements Working Paper 142.* Bank for International Settlements, Basel, Switzerland. Ekim.

Godinho, V. Magalhaes. 1955. *Prix et Monnaies au Portugal, 1750-1850.* Paris: Librairie Armand Colin.

Global Financial Data. t.y. *Global Financial Data.* Şu adresten ulaşılabilir: https://www.globalfinancialdata.com/.

Global Price and Income History Group. Şu adresten ulaşılabilir: http://gpih.ucdavis.edu.

Goldstein, Morris. 2003. "Debt Sustainability, Brazil, and the IMF." *Working Paper WP03-1.* Institute for International Economics, Washington, D.C.

Goldstein, Morris ve Philip Turner. 2004. *Controlling Currency Mismatches in Emerging Markets.* Washington, D.C.: Institute for International Economics.

Goldstein, Morris, Graciela L. Kaminsky ve Carmen M. Reinhart. 2000. *Assessing Financial Vulnerability.* Washington, D.C.: Institute for International Economics.

Gorton, Gary. 1988. "Banking Panics and Business Cycles." *Oxford Economic Papers* 40: 751-781.

Greenspan, Alan. 2007. *The Age of Turbulence.* Londra ve New York: Penguin.

Groningen Growth and Development Centre and the Commerce Department. 2008. Total Economy Database. Şu adresten ulaşılabilir: http://www.ggdc.net.

Grytten, Ola. 2008. "The Economic History of Norway." In *EH.Net Encyclopedia,* ed. Robert Whaples. Şu adresten ulaşılabilir: http://eh.net/encyclopedia/article /grytten.norway.

Hale, David. 2003. "The Newfoundland Lesson: During the 1930s, Long before the IMF, the British Empire Coped with a Debt Crisis in a Small Country. This Is a Tale of the Choice between Debt and Democracy. It Shouldn't Be Forgotten." *International Economy* (Yaz). Şu adresten ulaşılabilir: http://www.entrepreneur.com /tradejournals/article/106423908.html.

Hamilton, Earl. 1969. *War and Prices in Spain, 1651-1800.* New York: Russell and Russell.

Hausmann, Ricardo ve Federico Sturzenegger. 2007. "The Missing Dark Matter in the Wealth of Nations and Its Implications for Global Imbalances." *Economic Policy* 51: 469-518.

Hoffman, P. T., D. S. Jacks, P. Levin ve P. H. Lindert. 2002. "Real Inequality in Europe since 1500." *Journal of Economic History* 62 (2): 381-413.

Hoggarth, Glenn, Patricia Jackson ve Erlend Nier. 2005. "Banking Crises and the Design of Safety Nets." *Journal of Banking & Finance* 29 (1): 143-159.

Homer, Sidney ve Richard Sylla. 1991. *A History of Interest Rates.* New Brunswick, N.J., ve Londra: Rutgers University Press.

Hsu, Leonard Shih-Lien. 1935. *Silver and Prices in China: Report of the Committee for the Study of Silver Values and Commodity Prices.* Şanghay: Commercial Press.

Huang, Feng-Hua. 1919. *Public Debts in China.* New York: MAS.

Imlah, A. H. 1958. *Economic Elements in the Pax Britannica.* Cambridge. Mass.: MIT Press.

Institutional Investor. Various years. *Institutional Investor.*

Instituto Brasileiro de Geografia e Estadistica. 2007. *Estadisticas Historicas de Brazil.* Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Geografia e Estadistica.

Instituto Nacional de Estatistica (Portuguese Statistical Agency). 1998. *Estadisticas Historicas Portuguesas.* Lizbon: INE.

International Institute of Social History. t.y. Şu adresten ulaşılabilir: http:// www.iisg.nl/.

International Monetary Fund. 2002. "Assessing Sustainability." Şu adresten ulaşılabilir: http://www.imf.org/external/np/pdr/sus/2002/eng/052802.htm.

———. Various years. *International Financial Statistics.* Washington, D.C.: International Monetary Fund.

———. Various years. *World Economic Outlook.* Washington, D.C.: International Monetary Fund.

Jácome, Luis. 2008. "Central Bank Involvement in Banking Crises in Latin America." *International Monetary Fund Working Paper 08/135.* International Monetary Fund, Washington, D.C. Mayıs.

Jayachandran, Seema ve Michael Kremer. 2006. "Odious Debt." *American Economic Review* 96 (Mart): 82-92.

Jeanne, Olivier. 2009. "Debt Maturity and the International Financial Architecture." *American Economic Review,* yakında çıkacak.

Jeanne, Olivier ve Guscina, Anastasia. 2006. "Government Debt in Emerging Market Countries: A New Dataset." *International Monetary Fund Working Paper 6/98.* International Monetary Fund, Washington, D.C. Nisan.

Johnson, H. Clark. 1998. *Gold, France, and the Great Depression: 1919-1935.* New Haven, Conn.: Yale University Press.

Jonung, L. ve T. Hagberg. 2002. "How Costly Was the Crisis?" Työväen Akatemia, Kauniainen. Eylül.

Jun, S. H. ve J. B. Lewis. 2002. "Labour Cost, Land Prices, Land Rent, and Interest Rates in the Southern Region of Korea, 1690-1909." *Working Memorandum.* Academy of Korean Studies, Seul. Şu adresten ulaşılabilir: http://www.iisg.nl/hpw/korea.php.

Kaminsky, Graciela L. ve Carmen M. Reinhart. 1999. "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems." *American Economic Review* 89 (3): 473-500.

Kaminsky, Graciela L., J. Saul Lizondo, and Carmen M. Reinhart. 1998. "Leading Indicators of Currency Crises." *IMF Staff Papers* 45 (1): 1-48.

Kaminsky, Graciela L., Carmen M. Reinhart ve Carlos A. Végh. 2003. "The Unholy Trinity of Financial Contagion." *Journal of Economic Perspectives* 17 (4): 51-74.

———. 2004. "When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Policies." *NBER Macroeconomics Annual 2004* içinde, ed. Mark Gertler ve Kenneth S. Rogoff. Cambridge, Mass: MIT Press, s. 11-53.

Kimura, M. 1987. "La Revolucion de los Precios en la Cuenca del Pacifico, 1600-1650." Mimeo. Universidad Nacional Autonoma de México, Mexico City.

Kindleberger, Charles P. 1989. *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises.* New York: Basic Books.

Kiyotaki, Nobuhiro ve John Moore. 1997. "Credit Cycles." *Journal of Political Economy*

105: 211-248.

Kohlscheen, Emanuel. 2007. "Why Are There Serial Defaulters? Evidence from Constitutions." *Journal of Law and Economics* 50 (Kasım): 713-729.

Korthals Altes, W. L. 1996. *Van L Hollands tot Nederlandse f.* Amsterdam: Neha.

Kostelenos, George, S. Petmezas, D. Vasileiou, E. Kounaris ve M. Sfakianakis. 2007. "Gross Domestic Product, 1830-1939." *Sources of Economic History of Modern Greece* içinde. Atina: Yunanistan Merkez Bankası.

Kotlikoff, Lawrence J., Torsten Persson ve Lars E. O. Svensson. 1988. "Social Contracts as Assets: A Possible Solution to the Time-Consistency Problem." *American Economic Review* 7: 662-677.

Krugman, Paul. 2007. "Will There Be a Dollar Crisis?" *Economic Policy* 51 (Temmuz): 437-467.

Kryzanowski, Lawrence ve Gordon S. Roberts. 1999. "Perspectives on Canadian Bank Insolvency during the 1930s." *Journal of Money, Credit & Banking* 31 (1): 130-136.

Landes, David S. 1958. *Bankers and Pashas: International Finance and Economic Imperialism in Egypt.* Cambridge, Mass.: Harvard University Press.

Lazaretou, Sophia. 2005. "The Drachma, Foreign Creditors, and the International Monetary System: Tales of a Currency during the 19th and the Early 20th Centuries." *Explorations in Economic History* 42 (2): 202-236.

League of Nations. 1944. *International Currency Experience: Lessons of the Interwar Period.* Cenevre: League of Nations.

———. Çeşitli yıllar . *Statistical Abstract.* Cenevre: League of Nations.

———. Çeşitli yıllar. *Statistical Yearbook, 1926-1944.* Cenevre: League of Nations.

———. Çeşitli yıllar. *World Economic Survey, 1926-1944.* Cenevre: League of Nations.

Levandis, John Alexander. 1944. *The Greek Foreign Debt and the Great Powers, 1821-1898.* New York: Columbia University Press.

Lindert, Peter H. ve Boris Mironov. ty. Ag-Content of the Ruble. Şu adresten ulaşılabilir: http://gpih.ucdavis.edu/.

Lindert, Peter H. ve Peter J. Morton. 1989. "How Sovereign Debt Has Worked." *Developing Country Debt and Economic Performance* içinde, 1. Cilt, ed. Jeffrey Sachs. Chicago: University of Chicago Press, s. 39-106.

Lu, Feng ve Kaixiang Peng. 2006. "A Research on China's Long Term Rice Prices: 1644-2000." *Frontiers of Economics in China* 1 (4): 465- 520.

MacDonald, James. 2006. *A Free Nation Deep in Debt: The Financial Roots of Democracy.* New York: Farrar, Straus ve Giroux.

Maddison, Angus. 2004. *Historical Statistics for the World Economy: 1-2003 AD.* Paris:

OECD. Şu adresten ulaşılabilir: http://www.ggdc.net/maddison/.

Malanima, Paolo. t.y. *Wheat Prices in Tuscany, 1260-1860.* Şu adresten ulaşılabilir: http://www.iisg.nl/.

Mamalakis, Markos. 1983. *Historical Statistics of Chile.* Westport, Conn.: Greenwood.

Manasse, Paolo, and Nouriel Roubini. 2005. "'Rules of Thumb' for Sovereign Debt Crises." *IMF Working Paper 05/42.* International Monetary Fund, Washington, D.C.

Marichal, Carlos. 1989. *A Century of Debt Crises in Latin America: From Independence to the Great Depression, 1820-1930.* Princeton, N.J.: Princeton University Press.

Mauro, Paolo, Nathan Sussman ve Yishay Yafeh. 2006. *Emerging Markets and Financial Globalization: Sovereign Bond Spreads in 1870-1913 and Today.* Londra: Oxford University Press.

McConnell, Margaret, and Gabriel Perez-Quiros. 2000. "Output Fluctuations in the United States: What Has Changed since the Early 1980's?" *American Economic Review* 90 (5): 1464-1476.

McElderry, Andrea Lee. 1976. *Shanghai Old-Style Banks, 1800-1935: A Traditional Institution in a Changing Society.* Ann Arbor: Center for Chinese Studies, University of Michigan.

McGrattan, Ellen ve Edward Prescott. 2007. "Technology Capital and the U.S. Current Accounts." *Working Paper 646.* Federal Reserve Bank of Minneapolis. Haziran.

Mellegers, Joost. 2006. "Public Finance of Indonesia, 1817-1940." Working Memorandum. Indonesian Economic Development, International Institute of Social History, Amsterdam.

Mendoza, Enrique G. ve Marco Terrones. 2008. "An Anatomy of Credit Booms: Evidence from the Macro Aggregates and Micro Data." *NBER Working Paper 14049.* National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass. Mayıs.

Miller, Margaret S. 1926. *The Economic Development of Russia, 1905-1914.* Londra: P. S. King and Son.

Mitchell, Brian R. 2003a. *International Historical Statistics: Africa, Asia, and Oceania, 1750-2000.* Londra: Palgrave Macmillan.

———. 2003b. *International Historical Statistics: The Americas, 1750-2000.* Londra: Palgrave Macmillan.

Mizoguchi, Toshiyuki ve Mataji Umemura. 1988. *Basic Economic Statistics of Former Japanese Colonies, 1895-1938: Estimates and Findings.* Tokyo: Toyo Keizai Shinposha.

Moody's Investor Service. 2000. "Historical Default Rates of Corporate Bond Issuers, 1920-1999." *Moody's Investor Service Global Credit Research,* özel yorum, Ocak.

Morris, Stephen ve Hyun Song Shin. 1998. "Unique Equilibrium in a Model of Self-Ful-

filling Currency Attacks." *American Economic Review* 88 (Haziran): 587-597.

Nakamura, Leonard I. ve Carlos E. J. M. Zarazaga. 2001. Banking and Finance in Argentina in the Period 1900-35. Federal Reserve Bank of Philadelphia *Working Paper 01-7*. Federal Reserve Bank of Philadelphia, Pa. Haziran.

Neal, Larry ve Marc Weidenmier. 2003. "Crises in the Global Economy from Tulips to Today: Contagion and Consequences." *Globalization in Historical Perspective* içinde, ed. Michael Bordo, Alan M. Taylor ve Jeffrey Williamson. Chicago: University of Chicago Press, s. 473-514.

Neely, Christopher. 1995. "The Profitability of U.S. Intervention in the Foreign Exchange Markets." *Journal of International Money and Finance* 14: 823-844.

Noel, Maurer. 2002. *The Power and the Money—The Mexican Financial System, 1876-1932*. Stanford, Calif.: Stanford University Press.

Norges Bank. 2004. "The Norwegian Banking Crisis." ed. Thorvald G. Moe, Jon A. Solheim ve Bent Vale. *Occasional Paper 33*. Norges Bank, Oslo.

North, Douglass ve Barry Weingast. 1988. "Constitutions and Commitment: The Evolution of Institutions Governing Public Choice in Seventeenth Century England." *Empirical Studies in Institutional Change* içinde, ed. L. Alston, P. Eggertsson ve D. North. Cambridge: Cambridge University Press.

Nurkse, Ragnar. 1946. *The Course and Control of Inflation: A Revue of Monetary Experience in Europe after World War I*. Cenevre: League of Nations.

Obstfeld, Maurice. 1994. "The Logic of Currency Crises." *Cahiers Economiques et Monétaires* 43: 189-213.

———. 1996. "Models of Currency Crises with Self-Sustaining Features." *European Economic Review* 40 (Nisan): 1037-1048.

Obstfeld, Maurice ve Kenneth S. Rogoff. 1996. *Foundations of International Macroeconomics*. Cambridge, Mass.: MIT Press.

———. 2001. "Perspectives on OECD Capital Market Integration: Implications for U.S. Current Account Adjustment." *Global Economic Integration: Opportunities and Challenges* içinde. Federal Reserve Bank of Kansas City, Mo. Mart, s. 169-208.

———. 2005. "Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments." *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 67-146.

———. 2007. "The Unsustainable U.S. Current Account Position Revisited." *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment* içinde, ed. Richard Clarida. Chicago: University of Chicago Press.

———. 2009. "The US Current Account and the Global Financial Crisis." Uluslararası Ekonomi üzerine Ohlin Konferansları için hazırlanmış bir tebliğin taslağı. Harvard

University.

Obstfeld, Maurice ve Alan Taylor. 2004. *Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth.* Japan-U.S. Center Sanwa Monographs on International Financial Markets. Cambridge: Cambridge University Press.

Øksendal, Lars. 2007. "Re-Examining Norwegian Monetary Policy in the 1930s." El yazması. Department of Economics, Norwegian School of Economics and Business Administration, Bergen.

Oxford Latin American Economic History Database. Şu adresten ulaşılabilir: http://oxlad.qeh.ox.ac.uk/references.php.

Özmucur, Süleyman ve Şevket Pamuk. 2002. "Real Wages and Standards of Living in the Ottoman Empire, 1489-1914." *Journal of Economic History* 62 (Haziran): 292-321.

Page, William. 1919. *Commerce and Industry: Tables of Statistics for the British Empire from 1815.* Londra: Constable.

Pamuk, Şevket. 2005. "Prices and Wages in Istanbul, 1469-1914." *Working Memorandum.* International Institute of Social History, Amsterdam.

Persson, Torsten ve Guido Tabellini. 1990. *Macroeconomic Policy, Credibility and Politics.* Londra: Routledge.

Philippon, Thomas. 2007. "Why Has the U.S. Financial Sector Grown So Much? The Role of Corporate Finance." *NBER Working Paper 13405.* National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass. Eylül.

Pick, Franz. Çeşitli yıllar, 1955-1982. *Pick's Currency Yearbook.* New York: Pick.

Prasad, Eswar, Kenneth S. Rogoff, Shang-Jin Wei ve M. Ayhan Köse. 2003. "Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence." *IMF Occasional Paper 220.* International Monetary Fund, Washington, D.C.

Purcell, John F. H. ve Jeffrey A. Kaufman. 1993. *The Risks of Sovereign Lending: Lessons from History.* New York: Salomon Brothers.

Qian, Rong ve Carmen M. Reinhart. 2009. "Graduation from Crises and Volatility: Elusive Goals." Çalışma kopyası. University of Maryland, College Park.

Quinn, Stephen. 2004. "Accounting for the Early British Funded Debt, 1693-1786." *Working paper.* Teksir. Texas Christian University.

Rajan, Raghuram, Enrica Detragiache ve Giovanni Dell'Ariccia. 2008. "The Real Effect of Banking Crises." *Journal of Financial Intermediation* 17: 89-112.

Reinhart, Carmen M. 2002. "Default, Currency Crises, and Sovereign Credit Ratings." *World Bank Economic Review* 16 (2): 151-170.

Reinhart, Carmen M. ve Vincent R. Reinhart. 2008. "Is the U.S. Too Big to Fail?" VoxEU, 17 Kasım. Şu adresten ulaşılabilir: http://www.voxeu.com/index .php?q

=node/2568.

———. 2009. "Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present." *NBER International Seminar in Macroeconomics 2008* içinde, ed. Jeffrey Frankel ve Francesco Giavazzi. Chicago: Chicago University Press for the National Bureau of Economic Research, s. 1-54.

Reinhart, Carmen M. ve Kenneth S. Rogoff. 2002a. "FDI to Africa: The Role of Price Stability and Currency Instability." *Annual World Bank Conference on Development Economics 2002: The New Reform Agenda* içinde, ed. Boris Pleskovic ve Nicholas Stern. Washington, D.C.: World Bank/Oxford University Press, s. 247-282.

———. 2002b. "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation." *NBER Working Paper 8963.* National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass. Mayıs.

———. 2004. "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation." *Quarterly Journal of Economics* 119 (1): 1-48.

———. 2008a. "This Time Is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises." *NBER Working Paper 13882.* National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass. Mart.

———. 2008b. "Is the 2007 U.S. Subprime Crisis So Different? An International Historical Comparison." *American Economic Review* 98 (2): 339- 344.

———. 2008c. "The Forgotten History of Domestic Debt." *NBER Working Paper 13946.* National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass. Nisan.

———. 2008d. "Regulation Should Be International." *Financial Times,* 18 Kasım.

———. 2009. "The Aftermath of Financial Crisis." *American Economic Review* 99 (2): 1-10.

Reinhart, Carmen M. ve Miguel A. Savastano. 2003. "The Realities of Modern Hyperinflation." *Finance and Development,* 20-23 Haziran.

Reinhart, Carmen M., Kenneth S. Rogoff ve Miguel A. Savastano. 2003a. "Debt Intolerance." *Brookings Papers on Economic Activity* 1 (İlkbahar): 1-74.

———. 2003b. "Addicted to Dollars." *NBER Working Paper 10015.* National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass. Ekim.

Rogoff, Kenneth. 1999. "Institutions for Reducing Global Financial Instability." *Journal of Economic Perspectives* 13 (Sonbahar): 21-42.

Rolnick, Arthur J. 2004. "Interview with Ben S. Bernanke." *Region Magazine* (Minneapolis Federal Reserve), Haziran. Şu adresten ulaşılabilir: http://www.minneapolisfed.org/publications_papers/pub_display.cfm?id=3326.

Roubini, Nouriel ve Brad Setser. 2004. "The United States as a Debtor Nation: The Sus-

tainability of the US External Imbalances." Draft. New York University, New York. Kasım.

Sachs, Jeffrey. 1984. *Theoretical Issues in International Borrowing.* Princeton Studies in International Finance 54. Princeton University, Princeton, N.J.

Samuelson, Paul. 1966. "Science and Stocks." *Newsweek,* 19 Eylül.

Sanhueza, Gonzalo. 2001. "Chilean Banking Crisis of the 1980s: Solutions and Estimation of the Costs." *Central Bank of Chile Working Paper 104.* Central Bank of Chile, Santiago.

Sargent, Thomas J. 1982. "The Ends of Four Big Hyperinflations." *Inflation: Causes and Effects* içinde, ed. Robert J. Hall. Chicago: University of Chicago Press.

Sargent, Thomas ve Francois Velde. 2003. *The Big Problem with Small Change.* Princeton, N.J.: Princeton University Press.

Scutt, G. P Symes. 1904. *The History of the Bank of Bengal.* Bengal: Bank of Bengal Press.

Shergold, Peter. 1987. "Prices and Consumption." *Australian Historical Statistics* içinde. Sidney: Fairfax, Syme and Weldon.

Shiller, Robert. 2005. *Irrational Exuberance.* 2nd ed. Princeton, N.J.: Princeton University Press.

Shin, Inseok ve Joon-Ho Hahm. 1998. "The Korean Crisis: Causes and Resolution." *Korea Development Institute Working Paper.* Kore Kalkınma Enstitüsü Doğu-Batı Merkezi'nin "Kore Krizi: Sebepleri ve Çözümü" başlıklı konferansı için hazırlanmıştır, Hawaii. Ağustos.

Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny. 1991. "Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach." *Journal of Finance* 47 (4): 1343-1366.

Sinclair, David. 2004. *The Land That Never Was: Sir Gregor MacGregor and the Most Audacious Fraud in History.* Londra: Headline.

Söderberg, Johan. 2004. "Prices in Stockholm: 1539-1620." *Working Memorandum.* International Institute of Social History, Amsterdam.

Soley Güell, Tomas. 1926. *Historia Monetaria de Costa Rica.* San Jose, Kosta Rika: Imprenta Nacional.

Standard and Poor's Commentary. Çeşitli sayılar.

Summerhill, William. 2006. "Political Economics of the Domestic Debt in Nineteenth-Century Brazil." *Working Memorandum.* University of California, Los Angeles.

Sundararajan, Vasudevan, and Tomás Baliño. 1991. *Banking Crises: Cases and Issues.* Washington D.C.: International Monetary Fund.

Suter, Christian. 1992. *Debt Cycles in the World-Economy: Foreign Loans, Financial Crises, and Debt Settlements, 1820-1990.* Boulder, Colo.: Westview.

Sutton, Gregory D. 2002. "Explaining Changes in House Prices." *BIS Quarterly Review* (Eylül): 46-55.

Tabellini, Guido. 1991. "The Politics of Intergenerational Redistribution." *Journal of Political Economy* 99 (Nisan): 335-357.

Teichova, Alice, Ginette Kurgan-van Hentenryk ve Dieter Ziegler, ed. 1997. *Banking, Trade and Industry: Europe, America and Asia from the Thirteenth to the Twentieth Century*. Cambridge: Cambridge University Press.

Temin, Peter. 2008. "The German Crisis of 1931: Evidence and Tradition." *Cliometrica: Journal of Historical Economics and Econometric History* 2 (1): 5-17.

't Hart, Marjolein, Joost Jonker ve Jan Luiten van Zanden. 1997. *A Financial History of the Netherlands*. Cambridge: Cambridge University Press.

Tomz, Michael. 2007. *Reputation and International Cooperation: Sovereign Debt across Three Centuries*. Princeton, N.J.: Princeton University Press.

Total Economy Database. Şu adresten ulaşılabilir: http://www.conference-board.org/economics/database.cfm.

Triner, Gail D. 2000. *Banking and Economic Development: Brazil, 1889- 1930*. New York: Palgrave Macmillan.

United Nations, Department of Economic Affairs. 1948. *Public Debt, 1914- 1946*. New York: United Nations.

———. 1949. *International Capital Movements during the Inter-War Period*. New York: United Nations.

———. 1954. *The International Flow of Private Capital, 1946-1952*. New York: United Nations.

———. Çeşitli yıllar. *Statistical Yearbook, 1948-1984*. New York: United Nations.

Vale, Bent. 2004. 1. Bölüm. "The Norwegian Banking Crisis." Ed. Thorvald G. Moe, Jon A. Solheim ve Bent Vale. *Occasional Paper* 33. Norges Bank, Oslo.

Vanplew, W. 1987. *Australia: Historical Statistics*. Sidney: Fairfax, Syme and Weldon.

Van Riel, Arthur. 2009. "Constructing the Nineteeth-Century Cost of Living Deflator (1800-1913)." *Working Memorandum*. International Institute of Social History, Amsterdam.

Van Zanden, Jan Luiten. 2002. "Wages and the Cost of Living in Southern England (London), 1450-1700." *Working Memorandum*. International Institute of Social History, Amsterdam.

———. 2005. "What Happenned to the Standard of Living before the Industrial Revolution? New Evidence from the Western Part of the Netherlands." *Living Standards in the Past: New Perspectives on Well-Being in Asia and Europe* içinde, ed. Robert Allen,

Tommy Bengtsson ve Martin Dribe. New York: Oxford University Press.

———. 2006. "Economic Growth in Java, 1815-1930: The Reconstruction of the Historical National Accounts of a Colonial Economy." *Working Memorandum.* International Institute of Social History, Amsterdam.

Végh, Carlos A. 1992. "Stopping High Inflation: An Analytical Overview." *IMF Staff Papers* 91 (107): 626-695.

Velasco, Andres. 1996. "Fixed Exchange Rates: Credibility, Flexibility and Multiplicity." *European Economic Review* 40 (Nisan): 1023-1036.

Vogler R. 2001. "The Genesis of Swiss Banking Secrecy: Political and Economic Environment." *Financial History Review* 8 (1): 73-84.

Wallis, John ve Barry R. Weingast. 1988. "Dysfunctional or Optimal Institutions: State Debt Limitations, the Structure of State and Local Governments, and the Finance of American Infrastructure." *Fiscal Challenges: An Interdisciplinary Approach to Budget Policy* içinde, ed. Elizabeth Gar-rett, Elizabeth Graddy ve Howell Jackson. Cambridge: Cambridge University Press, s. 331-363.

Wall Street Journal. Çeşitli sayılar.

Wang, Yeh-chien. 1992. "Secular Trends of Rice Prices in the Yangze Delta, 1638-1935." *Chinese History in Economic Perspective* içinde, ed. Thomas G. Rawski ve Lillian M. Li. Berkeley: University of California Press.

Weingast, Barry, 1997. "The Political Foundations of Democracy and the Rule of Law." *American Political Science Review* 91 (2): 245-263.

Williamson, Jeffrey G. 1999. "Real Wages, Inequality, and Globalization in Latin America before 1940." *Revista de Historia Economica* 17: 101-142.

———. 2000a. "Factor Prices around the Mediterranean, 1500-1940." *The Mediterranean Response to Globalization before 1950* içinde, ed. Ş. Pamuk ve J. G. Williamson. Londra: Routledge, s. 45-75.

———. 2000b. "Globalization, Factor Prices and Living Standards in Asia before 1940." *Asia Pacific Dynamism, 1500-2000* içinde, ed. A. J. H. Latham ve H. Kawakatsu. Londra: Routledge, s. 13-45.

Williamson, John. 2002. "Is Brazil Next?" *International Economics Policy Briefs PB 02-7.* Institute for International Economics, Washington, D.C.

Willis, Parker H. ve B. H. Beckhart, ed. 1929. *Foreign Banking Systems.* New York: Henry Holt.

Winkler, Max. 1928. *Investments of United States Capital in Latin America.* Cambridge, Mass.: World Peace Foundation.

———. 1933. *Foreign Bonds: An Autopsy.* Philadelphia: Roland Sway.

Wolf, Martin. 2008. *Fixing Global Finance.* Baltimore, Md.: Johns Hopkins University Press.

Woodford, Michael. 1995. "Price-Level Determinacy without Control of a Monetary Aggregate." *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 43: 1-46.

World Bank. Çeşitli yıllar. *Global Development Finance.* Washington D.C.: World Bank.

Wynne, William H. 1951. *State Insolvency and Foreign Bondholders: Selected Case Histories of Governmental Foreign Bond Defaults and Debt Readjustments,* II. Cilt. Londra: Oxford University Press.

Young, Arthur Nichols. 1971. *China's Nation-Building Effort, 1927-1937: The Financial and Economic Record.* Stanford, Calif.: Stanford University Press.

Yousef, Tarik M. 2002. "Egypt's Growth Performance under Economic Liberalism: A Reassessment with New GDP Estimates, 1886-1945." *Review of Income and Wealth* 48: 561-579.

Ülke Kaynakları

Australian Office of Financial Management
Avusturya Federal Finans Kurumu
Banco Central de Reserva (El Salvador)
Banco Central del Uruguay
Banco de España
Banco de la Republica (Dominik Cumhuriyeti)
Banco de Portugal
Bank of Canada
BNB (Banque Nationale de Belgique)
Bundesbank (Almanya)
Contraloria General de la Republica (Kolombiya)
Danmarks Nationalbank
Dipartamento del Tesoro (İtalya)
Direccion General de la Deuda Publica (Meksika)
Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (Yunanistan için)
Endonezya Bankası
Estadisticas Historicas de Espana: Siglos XIX-XX (İspanya)
Finlandiya Tarihsel Ulusal Hesaplar Birimi
Hazine Müsteşarlığı (Finlandiya)

Historical Statistics of the United States
Hollanda Hazine Müsteşarlığı
Hollanda Ulusal İstatistik Kurumu
Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
İskandinavya Tarihsel Ulusal Hesaplar Kurumu
Japonya Merkez Bankası
Japonya Tarihsel İstatistik Kurumu
Kenya Merkez Bankası
Maliye Bakanlığı (Ekvador)
Maliye Bakanlığı (Mısır)
Maliye Bakanlığı (Norveç)
Mauritius Merkez Bankası
Ministère du Budget, des comptes public (Fransa)
Ministerio de Hacienda (Kosta Rika)
Ministerio de Hacienda (Şili)
Para Otoritesi (Singapur)
Riksgälden (Ulusal Borç Ofisi, İsveç)
South Africa Reserve Bank
Sri Lanka Merkez Bankası
Statistical Abstracts Relating to British India
Statistics Canada
Yeni Zelanda İstatistik Kurumu
Tayland Merkez Bankası
Treasury Direct (ABD)
Tunus Merkez Bankası
Türkiye Hazine Müsteşarlığı
U.K. Debt Management Office
Yeni Zelanda Hazinesi

İSİM DİZİNİ

Dipnotların içinde yer alan maddelerin sayfa numaralarının yanında "d" (ve yanında da dipnot numarası), kutuların içinde yer alanların yanında "k", şekillerin içinde yer alanların yanında "ş" ve tabloların içinde yer alanların yanında "t" harfi vardır.

ABD Ticaret Bakanlığı 268ş
Agénor, Pierre-Richard 200d3, 221d27
Aguiar, Mark 134, 134d14, 180d5
Alesina, Alberto 195, 195d9
Allen, Franklin 45d2
Allen, Robert C. 89, 90d8, 237t, 238t, 239ş, 358t, 359t, 360t, 361t, 366t, 367t
Arellano, Cristina 165d4
Australian Office of Financial Management 390t, 395t, 401t
Avusturya Federal Finans Kurumu 390t, 395t, 401t
Baker, Melvin 136k, 137d16
Baliño, Tomás 199d1
Banco Central de Reserva (El Salvador) 391t
Banco Central del Uruguay 394t
Banco de España 383t, 392t, 396t, 402t
Banco de Portugal 393t, 398t, 399t, 404t
Bank Negara 384t
Bank of Canada 392t, 396t, 402t, 442t
Banque Nationale de Belgique (BNB) 357, 368t, 390t, 401t
Baptista, Asdrúbal 93, 93d15, 362t, 370t
Barro, Robert 118, 118d19, 121d23, 167d7, 183d9, 226d33, 233d37, 311d6, 312, 312d7, 313, 315ş, 316ş, 324d14, 408t
Bassino, Jean-Pascal 360t, 368t, 369t, 370t
Bazant, Jan 388t, 390t, 392t, 397t, 403t
Berg, Andrew 341d1
Bernanke, Ben S. 25, 47, 47d6, 204, 204d7, 205, 205d9, 205d10, 270, 270d11, 272, 273, 273d23, 274, 411t, 412t, 415t, 416t, 423t, 427t, 431t, 435t, 439t, 440t, 444t, 446t, 447t, 449t, 451t, 456t
Bertin, Rose 337
Birleşmiş Milletler (BM): Ekonomik İşler Departmanı 94, 180ş; kamu borcu üzerine 94, 177ş, 178ş, 179ş; kamu iç borcu üzerine 160ş, 161ş, 162, 162ş, 163t; *Statistical Yearbook* 94, 136k, 388t, 389t, 390t, 391t, 392t, 393t, 394t, 395t, 396t, 397t, 398t, 399t, 400t, 401t, 402t, 403t, 404t; ulusal hesaplar üzerine 92
Blanchard, Olivier 317, 317d11
BNB *Bkz.* Banque Nationale de Belgique
Bolivar, Simon 150k
Bonney, Richard 89d7, 145ş

Bordo, Michael 60, 60d5, 128ş, 199d2, 207t, 209t, 210t, 212t, 215ş, 219, 219d23, 265ş, 273, 273d24, 303, 303d3, 314ş, 361t, 410t, 411t, 412t, 413t, 414t, 415t, 416t, 418t, 419t, 421t, 424t, 425t, 426t, 427t, 428t, 429t, 430t, 431t, 432t, 433t, 434t, 435t, 436t, 437t, 438t, 439t, 440t, 441t, 442t, 443t, 445t, 446t, 447t, 448t, 449t, 450t, 451t, 453t, 454t, 455t, 456t, 457t, 458t, 459t
Borensztein, Eduardo 111d10
Borodkin, L. I. 361t
Boughton, James 132ş, 382t
Brady, Nicholas 139k
Brahmananda, P. R. 93, 93d15, 369t
Braun, Juan 365t, 378t
Britanya Ulusal İstatistik Kurumu 382t
Brock, Philip 173, 174d11
Broner, Fernando 118d18
Brown, William Adams 418t
Buchanan, James 45, 45d3
Bufman, Gil 257d11
Bulow, Jeremy 84d14, 97d26, 108, 108d7, 109, 109d8, 110, 110d9, 115, 115d15, 177d2
Bundesbank (Almanya) 390t
Burns, Arthur F. 285d2, 324, 324d14
Bussiere, Matthieu 341d1
Butlin, N. G. 358t
Cagan, Philip 181, 181d7, 182t, 244t, 245t, 246, 246d5, 248t
California-Davis Üniversitesi 88
Calomiris, Charles 199d1
Calvo, Guillermo A. 45d2, 129, 129d9, 133d13, 166d6, 184d11, 283, 291, 291d6, 304, 311d6
Cameron, Rondo E. 452t
Camprubi Alcázar, Carlos 60d6
Caprio, Gerard 58, 60d5, 128ş, 207t, 209t, 210t, 212t, 215, 215ş, 215d17, 224d30, 265ş, 267d26, 277t, 314ş, 411t, 412t, 413t, 414t, 415t, 417t, 419t, 421t, 422t, 423t, 424t, 425t, 426t, 427t, 428t, 429t, 431t, 432t, 433t, 434t, 436t, 437t, 439t, 440t, 441t, 442t, 443t, 444t, 445t, 446t, 447t, 448t, 449t, 450t, 451t, 452t, 453t, 454t, 455t, 456t, 457t, 458t, 459t
Cardoso, Fernando Henrique 105
Carlos, Ann 124k, 124d4
Carter, Susan B. 88d5, 133ş, 193d5, 223ş, 290ş, 291ş, 330t, 331t, 358t, 368t, 382t
Castaing, John 89
Çavuşesku, Nikolay 103-104
Centre d'études économiques de la Katholieke Universiteit Leuven 368t, 390t, 401t
Ceron, Jose 221d26
Cha, Myung Soo 369t
Cheng, Linsun 60d6, 180ş, 296d8, 325d16, 375t, 390t, 423t
Chuhan, Punam 133d13
Cipolla, Carlo 123k, 123d2
Clay, C. G. A. 389t
Cole, Harold L. 110d9
Colliers International 383t
Colosio, Luis Donaldo 164k
Conant, Charles A. 409t, 410t, 411t, 412t, 413t, 414t, 415t, 416t, 418t, 419t, 420t, 421t, 422t, 423t, 424t, 429t, 430t, 431t, 433t, 434t, 435t, 436t, 437t, 438t, 440t, 441t, 442t, 446t, 447t, 449t, 450t, 451t, 452t, 454t, 457t
Condoide, Mikhail V. 377t
Contraloria General de la Republica (Kolombiya) 392t, 397t, 402t
Cooper, Richard 272, 272d20
Correlates of War 99t
Course of the Exchange 89, 363t, 364t, 365t
Cowan, Kevin 96d24, 159d1, 390t, 391t, 392t, 393t, 395t, 396t, 397t, 398t, 399t, 400t, 401t, 402t, 403t, 404t
Crisp, Olga 389t, 393t
Curcuru, Stephanie 273d22
Danmarks Nationalbank 390t, 401t
de Maddalena, Aldo 360t
della Paolera, Gerardo 305t, 413t

Demirgüç-Kunt, Aslı 199d2, 214, 215d16, 333, 333d22, 334ş, 341d1
Departamento Administrativo Nacional de Estadistica (Kolombiya) 384t
Detragiache, Enrica 199d2, 214, 215d16, 333, 333d22, 334ş
Diamond, Douglas 45d2, 112, 112d11, 202d5, 203
Diamond, Peter A. 167d8
Díaz, José B. 357, 393t, 398t, 399t, 404t
Diaz-Alejandro, Carlos 333, 333d25, 334ş
Dick, Trevor 359t
Dipartamento del Tesoro (İtalya) 392t, 396t, 402t
Direccion General de la Deuda Publica (Meksika) 392t, 397t, 403t
Dooley, Michael 133d13, 272, 272d19
Dornbusch, Rudiger 129d9, 182d8, 257d12, 283, 291, 291d6, 304
Drazen, Allan 193, 193d8
Drees, Burkhard 215d16
Dünya Bankası 72d3; 1990'ların borç krizinde 148; en iyi uygulamalar üzerine 205d9; *Global Development Finance* (GDF) 94, 96, 363t, 364t, 365t, 391t, 395t, 396t, 397t, 401t; kamu borcu üzerine 93-94; ulusal hesaplar üzerine 93
Dybvig, Philip H. 45d2, 202d5, 203
Eaton, Jonathan 107, 107d4, 108d6, 110, 119
Economist, The 132ş, 270d10, 382t
Edvinsson, Rodney 90d11, 360t, 369t
Edward, III. (İngiltere kralı) 31, 103, 108, 123k, 144
Edward, VI. (İngiltere kralı) 236
Eichengreen, Barry 60, 61d8, 138, 296d8, 325d16, 410t, 411t, 412t, 413t, 414t, 418t, 421t, 424t, 428t, 430t, 431t, 437t, 438t, 440t, 441t, 451t, 454t
Endonezya Bankası 383t, 391t, 401t, 427t
ESFDB. *Bkz.* European State Finance Database
ESRI 383t
Estadisticas Historicas de España: Siglos XIX–XX (İspanya) 392t, 393t, 396t, 398t, 399t, 402t, 404t
European State Finance Database (ESFDB) 89d7, 357, 363t, 364t, 374t, 375t, 376t, 377t, 387, 392t
FED Guvernörler Kurulu 382t
Felton, Andrew 263d1
Ferguson, Niall 29d2, 46d5, 123k, 123d1, 235d1
Filip, II. (İspanya kralı) 125k, 143k
Finlandiya Hazinesi 391t
Finlandiya Tarihsel Ulusal Hesaplar Birimi 359t
Fischer, Stanley 181, 182d8, 241d1, 246d3
Fisher, Irving 131, 131d11
Flandreau, Marc 60, 95d21, 358t, 361t, 363t, 368t, 370t, 374t, 379t, 390t, 391t, 392t, 393t, 394t, 396t, 398t, 399t, 402t, 403t
Flath, David 440t
Floyd, John E. 359t
Folkerts-Landau, David 272
Fostel, Ana 41d1
François, I. (Fransa kralı) 143k
Frankel, Jeffrey A. 54, 54d2
Frankel, S. Herbert 392t, 394t
Fratzscher, Marcel 341d1
Friedman, Milton 47d7, 263d1, 354, 354d8
Frydl, Edward J. 224, 224ş, 224d30, 226d33
Gale, Douglas 45d2
Garber, Peter 272
Garcia Vizcaino, José 390t, 395t, 401t
Garner, Richard 88, 88d5, 358t, 359t, 361t, 362t
Gavin, Michael 180d5
Gayer, Arthur D. 132ş, 382t
Geanakoplos, John 41d1
Gelabert, Juan 145ş
Gerdrup, Karsten R. 219, 219d24

Gersovitz, Mark 107, 107d4, 110, 119
Gertler, Mark 47d6, 204, 204d7, 205d9, 273d23
GFD *Bkz. Global Financial Data*
Global Financial Data (GFD) 88, 89, 92, 325ş, 328ş, 357, 358t, 359t, 360t, 361t, 362t, 363t, 364t, 365t, 368t, 369t, 370t, 379t, 380t, 381t, 382t, 387, 390t, 391t, 393t, 395t, 396t, 397t, 398t, 399t, 400t, 401t
Godinho, V. Magalhaes 366t, 367t
Goldstein, Morris 335d27, 341d1, 342t
Gopinath, Gita 134, 134d14, 180d5
Gordon, David B. 121d23
Gorton, Gary 199d1
Greenspan, Alan 268-269, 269d9, 270, 273, 353
Groningen Büyüme ve Kalkınma Merkezi 90
Grytten, Ola 361t, 370t
Guidotti, Pablo 184d11
Gulbenkian, Calouste 104d1
Guscina, Anastasia 96d24, 159d1, 390t, 391t, 392t, 393t, 394t, 395t, 396t, 397t, 398t, 399t, 401t, 402t, 403t, 404t
Hagberg, T. 424t, 429t, 436t, 437t, 448t, 449t
Hahın, Joon-Ho 443t
Hale, David 138d17, 138k
Hamilton, Earl 360t
Hausmann, Ricardo 272, 272d21
Henri, II. (Fransa kralı) 143k
Henry, VII. (İngiltere kralı) 236
Henry, VIII. (İngiltere kralı) 144, 236
Historical Statistics of the United States (ABD Tarihsel İstatistikleri - HSOUS) 88, 88d5, 89, 90d11
Hoffman, P. T. 358t, 359t, 360t, 361t
Hoggarth, Glenn 224d30
Hollanda Hazine Müsteşarlığı 391t 396t, 402t
Hollanda Ulusal İstatistik Kurumu 369t
Homer, Sidney 433t
Hong Kong Üniversitesi 383t
Hsu, Leonard Shih-Lien 359t
Huang, Feng-Hua 180ş, 388t, 390t
İktisat Tarihi Veri Kürsüsü 88, 88d5, 358
IMF (Uluslararası Para Fonu): 1990'ların borç krizlerinde 68, 148; borç eşikleri üzerine 76d6; eşikaltı krizinden önce küresel ekonominin durumu üzerine 275; fiyatlar üzerine 87, 88 *Government Financial Statistics* 292t; *International Financial Statistics* (IFS) 87, 89, 357, 363t, 364t, 365t, 368t, 387t; ihracatlar üzerine 93; İkinci Büyük Daralmada 300, 301; kamu borcu üzerine 93-96; kamu borcunun şeffaflığında 343-345; kamu iç borcu üzerine 33; kamu ve şirket borçlarının ödenememesine karşı garantiler 301d1; Meksika'nın iç borcunu ödeyememesi olayında 62, 164k; oluşumundan bu yana borç ödeyememe durumunun sıklığı 116; *Special Data Dissemination Standard* 96, 344; tüketici fiyat endeksleri üzerine 88; ulusal hesaplar üzerine 92; ve dış borç ödeyememe durumunun süresi 136-138; ve güven 43-44; *World Economic Outlook* (WEO) 87, 94, 326ş, 358t, 359t, 360t, 361t, 362t, 368t, 370t, 379t, 380t, 381t, 382t
Imlah, A. H. 133ş, 382t
İngiltere Merkez Bankası 124k, 133ş, 382t, 409t, 410t, 419t, 420t, 421t, 430t, 435t
Institutional Investor 74ş, 76, 77d7, 78, 78t, 80ş, 294ş, 342t, 347t, 348t, 349, 350ş
Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística 374t, 395t
Instituto Nacional de Estatistica (Portekiz İstatistik Kurumu) 393t, 398t, 399t, 404t
Jácome, Luis 58, 60d5, 128ş, 199d1, 207t, 209t, 210t, 212t, 265ş, 314ş, 414t, 417t, 425t, 426t, 432t, 433t, 434t, 442t, 443t, 447t, 448t, 450t, 457t, 458t
James, Harold 142d1, 411t, 412t, 415t, 416t, 423t, 427t, 431t, 435t, 439t, 440t, 444t, 446t, 447t, 449t, 451t, 456t

Japonya Gayrimenkul Enstitüsü 384t
Japonya Merkez Bankası 392t, 396t, 402t, 440t
Japonya Tarihsel İstatistikleri 392t, 396t, 402t
Jayachandran, Seema 117, 117d17
Jeanne, Olivier 96d24, 112, 112d12, 159d1, 219, 219d23, 273, 273d24, 390t, 391t, 392t, 393t, 394t, 395t, 396t, 397t, 398t, 399t, 401t, 402t, 403t, 404t
Jefferson, Thomas 142d2
Johnson, H. Clark 416t
Jones, Chuck 272d17
Jonung, L. 424t, 429t, 436t, 437t, 448t, 449t
Juarez, Benito 60
Jun, S. H. 360t
Kaminsky, Graciela L. 54, 54d3, 56d4, 58, 60d5, 83d12, 92, 92d14, 128ş, 134, 134d14, 180d5, 199d2, 207t, 209t, 210t, 212t, 214, 214d15, 215ş, 216d18, 218d21, 221d27, 226d33, 265ş, 276d26, 277t, 277d28, 302, 302d2, 310, 310d1, 314ş, 324d14, 333, 333d21, 333d26, 334ş, 341, 341d1, 341d3, 342t, 346d7, 357, 413t, 417t, 419t, 424t, 426t, 428t, 429t, 436t, 437t, 442t, 445t, 446t, 449t, 450t, 454t, 455t, 456t, 457t, 458t
Kaufman, Jeffrey A. 61d8, 126ş, 128ş, 134ş, 147t, 151t, 152t, 153t, 156t, 207t, 209t, 382t
Kehoe, Patrick J. 110d9
Kenya Merkez Bankası 392t, 397t, 402t
Kim, Nak Nyeon 369t
Kimura, M. 360t
Kindleberger, Charles P. 29, 60d5, 125d5, 127d7, 143k, 143d5, 311, 313, 334ş, 354, 354d9
Kiyotaki, Nobuhiro 205, 205d8
Klingebiel, Daniela 58, 60d5, 215, 215d17, 276d26, 277t, 411t, 412t, 413t, 414t, 415t, 417t, 419t, 421t, 422t, 423t, 425t, 426t, 427t, 428t, 429t, 431t, 432t, 433t, 434t, 436t, 437t, 439t, 441t, 442t, 443t, 444t, 447t, 448t, 449t, 450t, 451t, 452t, 453t, 454t, 455t, 456t, 457t, 458t, 459t
Kocherlakota, Narayana 165d4
Kookmin Bank 383t
Korthals Altes 366t, 367t
Kostelenos, George 362t, 370t
Kotlikoff, Lawrence J. 119, 119d21, 167d9
Kremer, Michael 117, 117d17
Krugman, Paul 46, 46d4, 271, 272d17
Kryzanowski, Lawrence 442t
Küresel Fiyat ve Gelir Tarihi Grubu (GPIHG) 357, 358t
Kuzey Tarihsel Ulusal Hesaplar 369t
Landes, David S. 369t, 377t, 388t
Lazaretou, Sophia 365t
Leiderman, Leonardo 133d13, 257d11
Levandis, John Alexander 389t, 394t
Levy-Yeyati, Eduardo 387, 390t, 391t, 392t, 393t, 395t, 396t, 397t, 398t, 399t, 400t, 401t, 402t, 403t, 404t
Lewis, J. B. 360t
Lindert, Peter H. 60, 61d8, 64k, 95, 95d20, 126ş, 128ş, 134ş, 366t, 367t, 387
Lizondo, J. Saul 277d28, 341d1, 341d3, 342t
Lu, Feng 359t
Lucas, Robert 351
Lula da Silva, Luiz Inácio 105
Ma, Debin 360
MacDonald, James 29d2, 123k, 123d1, 126ş, 128ş, 134ş, 142t, 143d3, 236d3, 382t
MacGregor, Gregor 150k, 150d9, 150d10
Maddison, Angus 90, 90d9, 91, 99t, 126ş, 128ş, 176d1, 187ş, 189t, 191ş, 192t, 226ş, 227ş, 265ş, 314ş, 325, 325d17, 326ş, 357
Malanima, Paolo 366t, 367t
Maliye Bakanlığı (ABD) 282
Maliye Bakanlığı (Ekvador) 391t, 401t
Maliye Bakanlığı (Mısır) 393t, 403t
Maliye Bakanlığı (Norveç) 393t, 403t

Manasse, Paolo 133d13
Marichal, Carlos 29d1, 95d20, 149k, 388t, 389t
Mauritius Merkez Bankası 397t, 403t
Mauro, Paolo 146d7
Maximilian (Meksika imparatoru) 60
McConnell, Margaret 317, 317d11
McElderry, Andrea Lee 60d6
McGrattan, Ellen 273
Mellegers, Joost 375t
Mellon, Andrew 104d1
Mendoza, Enrique G. 217, 218d21
Miller, Margaret S. 95, 95d20, 389t
Milletler Cemiyeti: *Annual Reports* 89; *International Currency Experience* 327d19; kamu borcu üzerine 94, 177ş, 178ş, 179ş; kamu iç borcu üzerine 160ş, 161ş, 162, 162ş, 163t, 173ş; *Statistical Abstract* 170t; *Statistical Yearbook* 94, 136k, 387, 390t, 391t, 392t, 393t, 394t, 395t, 396t, 397t, 398t, 399t, 400t, 401t, 402t, 403t, 404t; *World Economic Survey* 326, 326d18, 328ş, 330t, 331t
Ministère du Budget, des comptes public (Fransa) 391t, 396t, 402t
Ministerio de Hacienda (Kosta Rika) 392t, 393t, 397t, 403t, 404t
Ministerio de Hacienda (Şili) 392t, 393t, 397t, 403t, 404t
Mironov, Boris 366t, 367t
Mitchell, Brian R. 92, 92d14, 133ş, 177ş, 178ş, 228ş, 228d34, 229ş, 230ş, 285d2, 324, 324d14, 358t, 361t, 362t, 374t, 375t, 376t, 377t, 378t, 382t
Mitchell, Wesley C. 324, 285d2, 324d14
Mizoguchi, Toshiyuki 392t, 396t
Monatsberichte des Österreichischen Institutes für Konjunkturforschung 327ş
Moody's Investor Service 116, 342t
Moody's Magazine 314ş
Moore, John 205, 205d8
Morton, John 60
Morton, Peter J. 61d8, 95, 95d20, 126ş, 128ş, 134ş, 387
Mulder, Christian 341d1
Murshid, Antu Panini 303, 303d3
Nakamura, Leonard I. 413t
Nationwide 383t
Neal, Larry 303, 303d3, 303d5
Neely, Christopher 225d31
Noel, Maurer 60d6
Norges Bank 224, 224t, 224d30, 384, 448t
North, Douglass 46d5, 119, 119d20, 124k, 124d3
O'Neill, Paul 269
O'Rourke, Kevin 296d8, 325d16
Obstfeld, Maurice 45d2, 104d2, 114d14, 214, 214d14, 215ş, 271, 271d14, 271d15, 272d18
OECD (Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü) 93, 290ş, 352, 394t
Øksendal, Lars 448t
Otthon Centrum 384t
Oxford Latin Amerika İktisat Tarihi Veritabanı (OXLAD) 88, 88d3, 89, 92, 93, 358
Özmucur, Süleyman 366t, 367t
Page, William 388t, 390t, 391t, 393t, 395t, 396t, 402t
Pamuk, Şevket 90d8, 362t, 366t, 367t
Panizza, Ugo 387, 390t, 391t, 392t, 393t, 395t, 396t, 397t, 398t, 399t, 400t, 401t, 402t, 403t, 404t
Para Otoritesi (Singapur) 393t, 404t
Pattillo, Catherine 341d1
Pazarbaşıoğlu, Ceyla 215d16
Peng, Kaixiang 359t
Perez-Quiros, Gabriel 317, 317d11
Permanent TSB 383t
Perotti, Roberto 180d5
Persson, Torsten 104d2, 119, 119d21
Philippon, Thomas 222, 222d29, 270d12
Pick, Franz 89, 363t
Prasad, Eswar 82d11, 165d4
Prescott, Edward 273

Purcell, John F. H. 61d8, 126ş, 128ş, 134ş, 147t, 151t, 152t, 153t, 156t, 207t, 209t, 382t
Qian, Rong 345, 345d6, 348t, 350ş
Quinn, Stephen 390t
Rajan, Raghuram 112, 112d11, 226d33
Reinhart, Carmen M. 25, 53, 54, 54d3, 56d4, 58, 60d5, 74t, 76ş, 78t, 79d10, 83d12, 89, 89d6, 91d13, 92, 92d14, 93d16, 96d24, 126ş, 128ş, 130d10, 133d13, 134, 134ş, 134d14, 135d15, 138d18, 139k, 139d19, 140k, 142t, 142d1, 143d6, 147t, 151t, 152t, 153t, 156t, 159d1, 173ş, 177d2, 177d3, 180d5, 190d4, 199d2, 201d4, 207t, 209t, 210t, 212t, 214, 214d15, 215ş, 216, 216d18, 217, 217d19, 217d20, 218t, 218d21, 219d22, 221d27, 226d33, 228ş, 229ş, 231ş, 246d4, 251ş, 252d7, 253ş, 254d9, 263d1, 265ş, 276d26, 277t, 277d28, 280d31, 283d33, 298ş, 302, 302d2, 303d5, 304d7, 310, 310d1, 314ş, 316ş, 324d14, 333, 333d21, 333d23, 333d24, 333d26, 334ş, 335d28, 341, 341d1, 341d3, 342t, 345, 345d4, 345d5, 345d6, 346d7, 348t, 350ş
Reinhart, Vincent R. 39, 216d18, 217, 217d19, 217d20, 218t, 280d31, 283d33, 304d7
Reporte Immobiliario 383t
Riksgälden (İsveç) 392t, 396t, 402t
Roberts, Gordon S. 442t
Rogoff, Kenneth S. 25, 45d2, 53d1, 56d4, 74t, 76ş, 78ş, 79d10, 82d11, 84d14, 89, 89d6, 91d13, 93d16, 96d24, 97d26, 104d2, 108, 108d7, 109, 109d8, 110, 110d9, 114d14, 115, 115d15, 126ş, 128ş, 130d10, 134ş, 138d18, 139k, 139d19, 140k, 142t, 142d1, 143d6, 147t, 151t, 152t, 153t, 156t, 159d1, 173ş, 177d2, 177d3, 201d4, 207t, 209t, 219d22, 228ş, 229ş, 231ş, 246d4, 251ş, 252d7, 253ş, 254d9, 271, 271d14, 271d15, 272d18, 276d26, 298ş, 303d5, 316ş, 333d24, 334ş, 335d28, 345d4, 345d5, 358, 382t, 387, 422t, 432t, 450t
Rolnick, Arthur J. 274d25
Rose, Andrew K. 54, 54d2
Roubini, Nouriel 133d13, 271, 271d16
S&P. *Bkz.* Standard and Poor's
Sachs, Jeffrey 113, 113d13
Samuelson, Paul 312, 312d8
Sanhueza, Gonzalo 224d30
Sargent, Thomas 181d7, 235d1
Saturday Evening Post 64
Savastano, Miguel A. 74t, 76ş, 78t, 79d10, 96d24, 126ş, 128ş, 130d10, 134ş, 138d18, 139k, 139d19, 140k, 142t, 142d1, 143d6, 147t, 151t, 152t, 153t, 156t, 159d1, 173ş, 177d3, 190d4, 207t, 209t, 252, 252d7, 253ş, 335d28, 345, 345d5, 382t
Schwartz, Anna J. 47d7, 263d1, 354, 354d8, 382t
Scutt, G. P. Symes 432t
Setser, Brad 271, 271d16
Shergold, Peter 358t
Shiller, Robert 267, 267d6, 267d7, 268ş, 278ş, 279d29, 287, 383t
Shin, Inseok 443t
Shleifer, Andrei 41d1
Simon, John 150k, 317, 317d11
Sinclair, David 150d9
Söderberg, Johan 366t, 367t
Soley Güell, Tomas 392t, 397t, 403t
South Africa Reserve Bank 391t, 396t, 402t
Sri Lanka Merkez Bankası 393t, 398t, 399t, 404t
Stalin, Joseph 104d1
Standard and Poor's (S&P) 59t, 61t, 116, 126ş, 128ş, 134ş, 147t, 151t, 152t, 153t, 156t, 173t, 207t, 209t, 267d6, 268ş, 278ş, 311, 325ş, 382t, 383t
StatFin Online Service 383t
Statistical Abstract Relating to British India 170t, 391t, 396t, 402t
Statistics Canada 392t, 396t, 402t
Statistics Iceland 384t

Statistics New Zealand 394t, 400t, 404t
Sturzenegger, Federico 272, 272d21, 387
Suarez, Javier 221d26
Summerhill, William 388t
Sundararajan, Vasudevan 199d1
Suter, Christian 61d8, 126ş, 128ş, 134ş, 382t
Sutton, Gregory D. 279d29
Svensson, Lars E. O. 119, 119d21
Sylla, Richard 433t
Tabellini, Guido 104d2, 119, 119d22, 167d9, 195, 195d9
Tayland Bankası 384t, 394t, 398t, 399t, 404t, 455t
Taylor, Alan M. 60, 214, 214d14, 215ş, 305t, 413t
Teichova, Alice 438t
Temin, Peter 412t, 436t
Terray, Abbe 142
Terrones, Marco 217, 218d21
Thatcher, Margaret 292
't Hart, Marjolein 433t
Tomz, Michael 106, 106d3
Total Economy Database (TED) (Toplam Ekonomi Veritabanı) 90, 187ş, 189ş, 191ş, 192ş, 226ş, 227ş, 291ş, 358, 371, 372, 373
Treasury Direct (ABD) 390t, 401t
Triner, Gail D. 418t
Tunus Merkez Bankası 394t, 400t, 404t
Türkiye Hazine Müsteşarlığı 394t, 396t, 400t, 404t
Turner, Philip 335d27
U.K. Debt Management Office 390t
Uluslararası Ödemeler Bankası 273, 273d24, 278ş, 279d29, 307ş, 383t, 384t
Uluslararası Toplumsal Tarih Enstitüsü 357
Umemura, Mataji 392t, 396t
Unger, Richard W. 89, 90d8, 237t, 238t, 239ş, 366t, 367t
Ursúa, José F. 226d33, 311d6, 312, 312d7, 313, 315ş, 316ş, 324d14, 408t
Vale, Bent 225, 225d32
Van der Eng, Pierre 368t, 369t, 370t
Van Riel, Arthur 360t
Van Zanden, Jan Luiten 359t, 360t, 366t, 367t, 368t
Vanplew, W. 358t
Végh, Carlos A. 83d12, 92, 92d14, 134, 134d14, 180d5, 221d27, 241d1, 302, 302d2, 346d7, 357, 374t, 375t, 376t, 377t, 378t
Velde, Francois 235d1
Ventura, Jaume 118d18
Vishny, Robert W. 41d1
Vogler, R. 437t, 438t
Wagner, Richard 45d3
Wall Street Journal 281, 281ş
Wallis, John 196d10
Weidenmier, Marc 303, 303d3, 303d5
Weingast, Barry 46d5, 119, 119d20, 124k, 124d3, 196d10
Werner, Alejandro 257d12
Williamson, Jeffrey G. 88, 88d2, 88d3, 358t, 359t, 360t, 361t, 362t
Willis, Parker H. 60d5
Winkler, Max 29d1, 61d8, 142d2, 235, 235d2, 388t
Wolf, Martin 272d18
Woodford, Michael 167d8
Wriston, Walter 103
Wynne, William H. 29d1, 61d8, 95, 95d20
Yeni Zelanda Hazinesi 394t, 400t, 404t
Young, Arthur Nichols 423t
Yousef, Tarik M. 93, 93d15, 369t
Zarazaga, Carlos E. J. M. 413t
Zumer, Frederic 95d21, 358t, 361t, 363t, 368t, 370t, 374t, 379t, 390t, 391t, 392t, 393t, 394t, 396t, 398t, 399t, 402t, 403t

KONU DİZİNİ

Dipnotların içinde yer alan maddelerin sayfa numaralarının yanında "d" (ve yanında da dipnot numarası), kutuların içinde yer alanların yanında "k", şekillerin içinde yer alanların yanında "ş" ve tabloların içinde yer alanların yanında "t" harfi vardır.

1907 paniği: bankacılık krizleri 265; bulaşıcılığı 303; finansal kargaşa endeksinde 317

1980 Baring krizi. *Ayrıca bkz.* Arjantin 165k, 303

1980'lerin borç krizi: bulaşıcılığı 308; borçların geri ödenmesi 103-104; şiddeti 317-318; bu-defa-farklı sendromu 67-68

1984 tasarruf ve kredi krizi, ABD 276

1990'ların borç krizi: uluslararası kurumlar 148-150; bu-defa-farklı sendromu 69-70. *Ayrıca bkz.* 1997-1998 Asya krizleri

1997-1998 Asya krizleri (Altı Büyükler krizleri): diğer krizlerle karşılaştırılmaları 266, 286; bulaşmaları 308; döviz kurlarındaki çöküş 252; finansal kargaşa endeksi 317; konut fiyatları 219, 220t; dahil olan ülkelerin listesi 219, 286; bu-defa-farklı sendromu 68-69

2000'lerin sonundaki finans krizi. *Bkz.* İkinci Büyük Daralma

2000'lerin sonundaki küresel finans krizi. *Bkz.* İkinci Büyük Daralma

2001 küresel resesyonu sonrasındaki enflasyon oranları 248

2007 ABD eşikaltı krizi 259-283; sonrasındaki olaylar 283, 283d33; öncesindekiler 276-283; bankalara hücum edilmesi 203-204; güven 43; bulaşıcılığı 301-308; öncesinde cari işlemler dengesi, hakkındaki tartışmalar 260, 268-275; küresel tarihsel bağlamı 264-268; Büyük Bunalım karşısında 260-261; konut fiyatları 267-268, 268ş, 287; likit olmayan varlıklar 145; göstergeleri 31, 45, 260, 277-283; savaş sonrası krizler karşısında 276-283, 277t, 286-292; 2008 başkanlık seçimleri 105; basından gelen tepkiler 259; bu olayı hazırlayan koşullar 31, 45, 260, 268, 275; başlangıcı 266, 274; bu-defa-farklı sendromu 70, 232-233, 263, 268-271, 274-275; şeffaflık, eksikliği 344-345. *Ayrıca bkz.* İkinci Büyük Daralma

2007 eşikaltı krizi. *Bkz.* İkinci Büyük Daralma; 2007 ABD eşikaltı krizi

ABD eşikaltı krizinin basma yansıması 259

ABD: bankacılık krizleri 199, 209, 266, 287, 409-411t; cari işlemler dengesi 260, 268-275; borç ödeyememe bakiresi olarak 100; iç borç 193d5; krizlerin

süresi 296, 298; finans merkezi olarak 322k; finans endüstrisi balonları 222; savaş gemisi diplomasisi 107, 138k; konut fiyatları 218-219, 267-268, 268ş, 219d25; enflasyon krizleri 34-35, 241, 246; liberalizasyon 214; Meksika'nın iç borç ödeyememe durumunda 62, 164k; 2008 başkanlık seçimlerinde 105; 1984 tasarruf ve kredi krizinde 276; batmasına izin verilemeyecek kadar büyük 283d33; küresel krizlerde ticaret 327; şeffaflık eksikliği 195-196, 344

Afrika; bankacılık krizleri 201, 206, 207t, 210t, 213t; krizlerin bulaşması 308; kapsanan veriler 97, 98t-99t; kamu iç borcu 161ş, 161d2; dış borç ödeyememe durumu (*bkz.* Afrika'daki dış borç ödeyememe durumu); finansal kargaşa endeksi 318-321, 318ş; dış borç ödeyememe durumunu bitirme 351; 1800'den sonraki enflasyon krizleri 243, 245t, 246, 248, 249ş, 250; *Ayrıca bkz. özgül ülkeler*

Afrika'daki dış borç ödeyememe durumu 33; 1800'lerde 149t, 150; 1900'ler ve 2000'lerde 150, 151t; tarihleri olmayan ülkeler 97; bağımsızlığını kazandıktan sonra geçen süre 154-156, 153t

ahlaki tehlike, uluslararası kredilerin yarattığı 115

akademik literatür: bankacılık krizleri üzerine odaklanan 34, 199; kullanılan veri 29-30, 341; göz ardı edilen kamu iç borcu 33, 165k, 166, 175, 181-182, 194-195; kriz göstergeleri hakkında 277-278, 343; sermaye akış tipleri hakkında 82; ABD cari işlemler dengesi hakkında 270-272

Almanya, bankacılık krizleri 411-412t; iç borç 183; kriz süreleri 296; dış borç ödeyememe durumları 142t; enflasyon 183; ABD eşikaltı krizi 304

Altı Büyükler krizleri. *Bkz.* 1997-1998 Asya krizleri.

altın madenleri 149k

altın standardı 100, 127, 131, 260, 303

altın yasası, kaldırılması 100, 169t, 313, 206d11

Amerikan İç Savaşı 246

Angola: bankacılık krizleri 412t; enflasyon krizleri 246

ani duruş: tanımı 129-130, 311d6; yükselen piyasalarda 129-130, 290-292; finansal kargaşa endeksi 311d6; küresel krizler sırasında 332; kavramın kökeni 129d9; İkinci Büyük Daralma 122, 129; ABD eşikaltı krizinde 283

Annual Reports (Yıllık Raporlar), Milletler Cemiyeti 90

Arjantin: bankacılık krizleri 201, 219, 266, 286, 313, 412-414t; 1890 Barings krizi 303; Brady tahvilleri 138k, 140k; 1990'larda ve 2000'lerin başında borç krizi 69; borca dayanıksızlık 79-80; dolarizasyondan arınma 256-257; dövizle ilişkili iç borç 118, 164, 165k; iç borç ödeyememe durumu 63, 167, 313, 174d12; krizlerin süresi 296, 298; döviz krizleri 45, 251; dış borç/GSYH oranı 72, 79-81; 2001'deki dış borç ödeyememe durumu 60-62, 72, 74t, 311, 312-313, 318, 73d5; finansal kargaşa endeksi 311, 312-313, 318; borç ödeyememe durumunu bitirme 346, 352; konut fiyatları 219; 1800'den sonraki enflasyon krizi 248, 248d6; enflasyon oranı hesaplaması 174d12, 248d6; dış borç reytingi 79-80

Arnavutluk: bankacılık krizleri 414t

askeri güç, borçların geri ödenmesinde 106-107

Asya: bankacılık krizleri 206, 207t, 210t, 213t, 219, 220t, 266; krizlerin bulaşması 308; veri kapsama alanı 97, 98t; kamu iç borcu 161ş; döviz krizleri 252; döviz kurları 68; dış borç ödeyememe durumu (bkz. Asya'da dış borç ödeyememe durumu); finansal kargaşa endeksi 318-319, 320ş, 321; konut fiyatları 219, 220t; enflasyon krizleri 243-248, 244t, 245t, 248-250, 249ş; bu-defa-farklı sendromu 68-69. *Ayrıca bkz. özgül ülkeler*

Asya'da dış borç ödeyememe durumu 32-33; 1900'ler ve 2000'lerde 148, 151t; geçmişleri olmayan ülkeler 98t, 97; bağımsızlıktan itibaren geçen süre 154-156, 153t

Avrupa: bankacılık krizleri 206, 208t, 211t, 213t; para ayarının düşürülmesi 236-240, 237t, 238t, 239ş; verilerin kapsamı 93, 98-99t; kamu iç borcu 160ş; dış borç ödeyememe durumu (*bkz.* Avrupa dış borç ödeyememe durumu); küresel krizler sırasında GSYH 324; gayrimenkul fiyatları 306; enflasyon krizleri 243, 244t, 246, 247t, 248, 249ş; küresel krizler sırasında ticaret 326. *Ayrıca bkz. özgül ülkeler*

Avrupa'daki dış borç ödeyememe durumu 32: 1800'den önce 141-144, 142t; 1800'lerde 147t, 148; 1900'ler ve 2000'lerde 148-150, 152t; geçmiş kayıtları olmayan ülkelerde 97-100, 98-99t; bağımsızlıktan beri harcanana zaman 154, 155t

Avustralya: bankacılık krizleri 414t; küresel krizler sırasında ticaret 327

Avusturya: bankacılık krizleri 232, 287, 415t; para ayarının düşürülmesi 238, 239ş; krizlerin süresi 296, 298; menkul kıymet fiyatları 287; dış borç ödeyememe durumu 32, 142, 142t, 146, 154

ayar düşürme. *Bkz.* para ayarının düşürülmesi

Azerbaycan: bankacılık krizleri 415t

bağımsızlık savaşları, Latin Amerika 146

bağımsızlık yılları 97, 98-99t, 147t, 146; o günden beri banka krizleri ile geçen zaman 206-209, 207-209t, 213t;o zamandan beri borç ödeyememe durumunda geçen zaman 154-156, 152t, 155-156t, , 207-209t, 209. *Ayrıca bkz.* sömürgeler

balonlar: IT 47, 222-223, 232; South Sea 143k, 149k; ABD finans endüstrisi 222-223. *Ayrıca bkz.* varlık fiyatları; konut fiyatları.

Bangladeş: bankacılık krizleri 415t

Bank of America 270

banka hisseleri, krizlerin göstergesi olarak 57

banka(lar): güven 42-44, 203; mevduat sigortası 42-44, 201, 202-203; iflaslar 202-203, 233-234; finansal baskı 120; kriz göstergeleri 57, 58-60; yatırım 271, 275; ödenmeyen krediler 58-60; kriz öncesi ve sonrasındaki banka sayıları 222-223, 223ş; finanse edilen ticaret 110. *Ayrıca bkz.* merkez bankaları

bankacılık krizleri 199-234; gelişmiş ekonomilere karşı yükselen ekonomiler 28-29, 34, 199-200, 206-213, 228-230, 284-285; sonrasında 34, 223-232, 284-300; varlık fiyatları 218-222, 220t, 277-278, 278ş; kurtarma paketi maliyetleri 200, 224-225, 224t, 231, 285; bankalara hücum olayları 58, 202-204; sermaye akışıyla gelen refah patlaması (bonanza) 216-218, 218t; sermaye hareketliliği 214-216, 215ş; bulaşmaları 302-304, 305-306t; ilişkili şirket borç ödeyememe durumları 312, 314ş; veriler 58, 199-200, 405-459; tarihlendirilmeleri 57-60, 59t, 405-408t, 333d26; tanımı 28, 57-60, 59t; süresi 222, 227; iktisat teorisi 201-206; hisse senedi fiyatları 221-222, 221ş, 280, 281ş; ilişkili dış borç ödeyememe durumları 128-130, 128ş, 294, 294ş; finansal kargaşa endeksi 313, 317-318; mali etkileri 200, 223-232; çalışmaların odağı 34, 199; küresel etki 264; borç ödeyememe durumunu bitirme 197, 199, 206, 209, 232, 345-346; Büyük Bunalım 46, 204-205, 264-265; Büyük Bunalıma karşı savaş sonrası dönem 286, 295-299; tarihsel özetler 409-459t; o sıradaki konut fiyatları 200, 218-222, 220t, 233, 287, 288ş; olaylar 28-29, 199, 206-213, 207-213t, 264-267, 265ş; göstergeler 57-60, 277-283, 341, 342t; liberalizasyon 214-215, 266, 332-333; öncesindeki kamu borcu, 280-281, 282ş; sonrasındaki kamu borcu 34, 200, 222,

231-232, 231ş, 285-286, 292-294, 292t, 293ş; ilişkili resesyonlar 204-206, 233-234; karşılıklar hakkındaki tavsiyeler 351-352; baskıcı sistemlerde 201, 265; sıralandırılmaları 332-336, 334ş; seri 199, 209; türleri 59t, 201-202; ABD eşikaltı krizine karşı savaş sonrası kriz 276-283, 277t, 286-292; GSYH içindeki payına göre ağırlıklandırılmaları 264, 265ş

bankalara hücum olayları: bankacılık krizleri 59, 202-204; güven krizi 42-43; tanım 202

Bardi Bank 124k

Barro-Ursúa borsa çöküşü 312, 313, 315ş, 316ş, 311d6

başkanlık seçimleri: 2002 Brezilya 105; 2008 ABD 105

batmasına izin verilemeyecek kadar büyük (ABD) 283d33

baz para. *Bkz.* parasal taban

BCDI endeksi 310, 315ş, 316ş, 317. *Ayrıca bkz.* finansal kargaşa endeksi

Belarus, bankacılık krizleri 415t

Belçika, bankacılık krizleri 232, 415-416t

Benin, bankacılık krizleri 417t

Bernanke-Gertler modeli 204

Beş Büyükler krizleri: kurtarma paketi maliyetleri 225; menkul kıymet fiyatları 279, 278ş; sonrasında GSYH büyümesi 225-226, 226ş, 281; konut fiyatları 219, 220t, 279, 278ş; dahil olan ülkelerin listesi 219, 286; sonrasındaki gelirler 228-230, 229ş; ABD eşikaltı krizine karşı 276, 277t, 277-282, 286

bilgi transferi ve borçların geri ödenmesi için teşvikler 111

bilişim teknolojisi (IT) endüstrisi balonu 47, 222, 233

Birinci Büyük Daralma (1930'lar), deyimin kökenleri 47d7, 263d1. *Ayrıca bkz.* Büyük Bunalım

Birinci Dünya Savaşı: bankacılık krizlerinde 265; öncesinde enflasyon krizleri 53; sonrasında bu-defa-farklı sendromu 64-66

Birleşmiş Milletler Ekonomik İşler Departmanı 94, 180ş

Birleşmiş Milletler: Ekonomik İşler Departmanı 94, 180ş; kamu iç borcu üzerine 160ş, 161ş, 162, 162ş, 163t; ulusal gelir hesapları üzerine 93; kamu borcu üzerine 94, 177ş, 178ş, 179ş; *Statistical Yearbook* 180ş, 388t, 389t, 390t, 391t, 392t, 393t, 394t, 395t, 396t, 397t, 398t, 399t, 400t, 401t, 402t, 403t

Bolivya: bankacılık krizleri 417t; dolarizasyondan arındırma 257, 256d10; iç borç ödeyememe olayındaki enflasyon 190d4

borca dayanıksızlık 71-85; kulüpler 78-81, 80ş; bileşenleri 76-81; tanımı 71; ve kamu iç borcu 175-179; mali canlandırma paketleri ve 85; borç ödeyememe durumunu bitirme 79-82, 85, 254; çıkarsamaları 81-85; uluslararası başarısızlıklar 82-83; *Institutional Investor* derecelendirmeleri 77-81, 78t, 80ş; dış borcun ihracata oranı 72, 74t, 73, 77-78, 78t; dış borcun GSYH'ye oranı 71-85, 74t, 75t, 76ş, 78t, 85, 177, 178ş; iyileşme 80-82, 85; bölgeleri 78-81, 80ş; seri borç ödeyememe durumları 71, 81-85; eşik değerleri 71-76, 84-85, 175-76; kırılganlık 76-81

borcun geri ödemesinin yürürlüğe konulması: sömürgecilikte 106; hukuki yaklaşım 105, 108-110; askeri güçle 106-107; itibar yaklaşımı 107-110, 119; uluslarüstü gücün eksikliği 105

borç alanlar: borca dayanıksızlık aşamasını tamamladıktan sonra 79-85; itibarı 107-111

borç birikimi: getirilen tehditlerin gerçekliğine karşı görünürlüğü 27; borca dayanıksızlıkta uzun döneme karşı kısa dönem 32-84; bulaşıcı riskler 27

borç deflasyonu kuramı 131

borç eşik değerleri: borca dayanıksızlıkta 71-76, 84-85, 175-176; IMF 76d6

borç geri ödemesi. *Bkz.* geri ödeme

borç krizleri (borç ödeyememe durumları), 103-121: kaçınılabilirliği 114-115; öncesi ve sonrasındaki koşullar (*bkz.* sonrasındaki olaylar; bu durumu hazırlayan koşullar); tanımı 28, 114-116; dağıtımı 28-29; erken dönemi 106; finansal kargaşalık endeksi 311-312; ödeme aczine karşı likidite yetersizliği 112-114; kaçınmak için teşvikler 106-111, 118-121; olayı 28-29, 121, 190-194; çirkin borç 117; kısmi (*bkz.* kısmi borç ödeyememe durumu); verilen karşılıklar hakkında tavsiyeler 351-352; bir tip olarak yeniden takvime bağlama 115-116, 146-148; kuramsal dayanaklar 103-121; arada geçen zaman 121, 138; toplam/tamamı 114. *Ayrıca bkz. özgül olay ve tipler*

borç ödeyememe bakireleri 97, 98-99k

borç ödeyememe bakireleri 97, 98-99t

borç ödeyememe durumu. *Bkz.* borç krizleri

borç ödeyememe durumunu bitirme 345-349; bankacılık krizlerini bitirme 197, 199, 206, 209, 232, 345-346; borca dayanıksızlık durumunu bitirme 79-85, 254; tanımı 345-345; döviz krizlerini bitirme 346; enflasyon krizlerini bitirme 242, 257-258, 345; ölçümü 346-349; kavramın kökeni 345; hakkındaki tavsiyeler 352; seri borç ödeyememe durumunu bitirme 142, 143k, 206, 209, 232, 345

borç piyasaları: iç 118-120, 159-162; uluslararası 122, 123k-125k

borç sentleri: hakkındaki veriler 95, 388-89t; tanımı 95

borç stoku, hakkındaki veri 95-96

borç tahsilatı, askeri güç kullanarak 106-107. *Ayrıca bkz.* geri ödeme

borç transferi, çirkin borç öğretisi 117

borç transferi, çirkin borç öğretisi 117

borç verenler. *Bkz.* kredi verenler

borç. *Bkz. özgül tipler*

borçların tersine çevrilmesi: Brady tahvilleri 138-140t; olayların tanımlanması 139k

borçlular kulübü 78-81, 80ş, 345-350

borçlular kulübü 78-81, 80ş, 346-350

borsa çöküşleri: 1929, daha önceki bu-defa-farklı sendromu 67; Barro-Ursúa tanımı 311, 313, 315ş, 316ş, 312d7; finansal kargaşa endeksinde 31 1, 317

Bosna Hersek, bankacılık krizleri 417t

Botsvana, bankacılık krizleri 417t

bölgeler, borca dayanıksızlık 78-81, 80ş

bölgesel krizler, finansal kargaşa endeksi 310, 313, 318-321

Brady tahvilleri 138-140k, 321

Bretton Woods 266, 309

Bretton Woods, II. 272

Brezilya: bankacılık krizleri 418-419t; Brady tahvilleri 138k, 140k; döviz çevrimleri 54; 1990'ların ve 2000'lerin başındaki borç krizleri 69-70; iç borçlar 165k, 183, 183d10; krizlerin süresi 296; döviz krizleri 252; dış borç ödeyememe olayları 150; 2002 finans krizi 105; dövizle ilişkili iç borçlar 165k; enflasyon 183, 183d10; başkanlık seçimleri 105

Britanya: bankacılık krizleri 199, 209, 217, 419-421t; bankalara hücum 43; 1890'lar Barings krizi 303; paranın ayarının düşürülmesi 238; cari işlemler dengesi 304; borç ödeyememe bakiresi olarak 97; finans merkezi olarak 320k; konut fiyatları 219; enflasyon krizleri 243

Britanya: güven 46; Mısır'ın dış borçları 136, 138k; borç geri ödemelerinin yürürlüğe konulması 106, 136, 136-138k; Newfoundland'ın dış borcu 136-138k; 1970'lerdeki resesyon 291. *Ayrıca bkz.* İngiltere.

Brunei, bankacılık krizi 421t

bu-defa-farklı sendromu 64-70; güven 41, 64-65; tanımı 36, 49, 64, 270-271; tarihsel örnekleri 64-70, 232-233; ve enflasyon krizleri 248, 353; son versiyonu 353-354; deyimin kökenleri 39, 64d10; kalıcılığı 36-37, 351;

destekçileri 36; İkinci Büyük Daralmada 70, 353-354; evrenselliği 351; ABD eşikaltı krizinde 70, 232-233, 263, 268-271
bulaşma, uluslararası: bankacılık krizlerinin 130; tanımı 302; geleceği 308; düşük hıza karşı yüksek hız 261, 302; tarihsel olaylar 302-303, 304-305; ve kısmi borç ödeyememe durumu 116; ABD eşikaltı krizlerinin 301-308
Bulgaristan: bankacılık krizleri 421-422t; Brady tahvilleri 138k; cari işlemler dengesi 304; dolarizasyondan arındırma 256
buluş, finansal: liberalizasyon biçiminde 215; krizlerin öncülü olarak 279; ABD eşikaltı krizi 215, 268, 270
buluş, teknolojik, olumsuz etkileri 240
Burkina Faso, bankacılık krizleri 422t
Burundi, bankacılık krizleri 422t
bütçe fazlası 44
Büyük Bunalım (1930'lar): sonrasındaki olaylar 286, 295-299; bankacılık krizleri 46, 204, 264-265; öncesi ve sonrasında bankalar, sayıları 223, 223ş; inşaat endüstrisi 330-331, 330t; bulaşıcılığı 303; şirket borç ödeyememe durumu 313; ülkeler arası eşzamanlılık 328-331; iç borç ödeyememe durumu 63, 167; süresi 295ş, 296-299; ekonomik etkiler 324; o dönemdeki dış borç ödeyememe durumu 125, 127-128; GSYH 324-325, 326ş; savaş sonrası krizlere karşı 286, 295-299; kamu borcu 298-299, 298ş; hisse senedi fiyatları 324, 325ş; bu-defa-farklı sendromu 64-66, 64k; ticaret 325-326, 327ş, 328ş, 329ş, 330-331; işsizlik 286, 288-289, 299, 328, 331, 331t; ABD eşikaltı krizine karşı 260
Büyük Yumuşama 317-318
büyüme çöküş krizleri: Arjantin'de 313; tanımı 311d6, 313; finansal kargaşa endeksinde 312
büyüme. *Bkz.* ekonomik büyüme
canlandırma ölçümleri: bankacılık krizleri 230, 351-352; yükselen piyasalarda 85
canlılıklar: borçların getirdiği tehlikelerin gerçekliği karşısında görünüm 27; bu olay sırasındaki bu-defa-farklı sendromu 36
Cape Verde, bankacılık krizleri 422t
cari işlemler dengesi: tanımı 268d8; krizlerin göstergesi olarak 279, 280ş; İkinci Büyük Daralma sırasında 304; ABD eşikaltı krizi öncesinde, hakkındaki tartışmalar 260, 269-275
Carter tahvilleri 193d5
Case-Shiller konut fiyat endeksi 267, 287, 267d6, 279d29
Cezayir: bankacılık krizleri 422t
Cibuti, bankacılık krizleri 422t
Citibank 271
Çad, bankacılık krizleri 422t
Çek Cumhuriyeti, bankacılık krizleri 423t
Çekoslovakya, bankacılık krizleri 423t
Çin, bankacılık krizleri 264, 423t, 266d4; döviz çevrimleri 54-55; iç borç 119-120, 179-180, 180ş; dış borç ödeyememe durumu 32, 148, 179-180, 180ş; finansal kargaşa endeksi 320-321; borç ödeyememe durumunu bitirme 349; 1800'den sonraki enflasyon krizleri 243, 244t
çirkin borç 117
çocuklara borçların aktarımı 117
çoklu denge durumları 45, 45d2, 47, 114, 120, 203
Danimarka: bankacılık krizleri 199, 423-24t; enflasyon krizleri 246
daralma, tanımı 60d7. *Ayrıca bkz.* Büyük Daralma
deflasyon 131
değer kaybı. *Bkz.* döviz krizleri
değerlendirme, bu-defa-farklı sendromunda 36, 49, 64-66, 270-271, 343-344, 351
demokrasiler, kamu iç borcu 119-120
Demokratik Kongo Cumhuriyeti, bankacılık krizleri 443t
denge durumu/durumları: borç

ödeyememe durumuna girilmemesine karşı borç ödeyememe durumu 113-114; çoklu 44-45, 113-114, 121, 202
derecelendirme kurumları, kısmi borç ödeyememe durumu olarak borçların yeniden takvime bağlanması hakkında 115
derecelendirme, devlet riskleri 294-295, 295ş; tarihsel değişimler 346-349, 347-348t, 350ş
devlet borcu. *Bkz.* kamu borcu
devlet borç ödeyememe durumu. *Bkz.* kamu iç borcu krizleri; kamu dış borcu krizleri
devlet kredileri. *Bkz.* uluslararası krediler
devlet risk derecelendirmeleri: krizlerden sonra 294, 294ş; tarihsel değişimler 346-349, 347-348t, 350ş
devletlerin iflası 104
dezenflasyon; dolarizasyondan arındırma 252, 253ş
dış borçların geri ödenmesi: sömürgecilik döneminde 106; güven 111-112, 113-114; 1980'lerin borç krizi 103-104; yürürlüğe konulması 105-111, 118-119; teşvikler 106-111; askeri güçler 106-107; kısmi (*bkz.* kısmi borç ödeyememe durumu); itibar yaklaşımı 107-111; borçluların ödeme gücü karşısında istekli olmaları durumu 103-104, 106. *Ayrıca bkz.* yeniden takvime bağlanma
doğrudan yabacı yatırımlar: borca dayanıksızlık ve 83-84; borçların geri ödenmesini teşvik amacıyla 111; öteki sermaye girişlerine karşı tercih edilmesi 83-84, 83d13
Doğu Avrupa: bankacılık krizleri 266-267; krizlerin bulaşması 308; finansal kargaşa endeksi 317
dolarizasyon 252-258; borca dayanıksızlık ve 85; tanımı 85, 252; iç borcun 165k; enflasyon krizlerinden sonra 241, 252-254, 253ş; yükümlülük 165k, 252; kalıcılığı 252-254, 253ş; geri alınması 252, 254-258
Dominik Cumhuriyeti, bankacılık krizleri 425t; Brady tahvilleri 138t-139t; dış borçlar 138t, 146, 154
döviz kur(ları): güven krizleri 45-46; hakkındaki veriler 88-89, 250, 363-366t; ikili 254d9; sabit 45-46, 334-336; bankacılık krizlerinin sıralanmasında 333-336; ABD eşikaltı krizinden sonra 283, 283d33
döviz kuru krizleri (para birimi çöküşleri) 250-258: sonrasındaki olaylar 252-254; etkilenen bankalar 203-204; güven 45-46; tanımı 28, 54, 55t; süresi 54-55; finansal kargaşa endeksi 317-318; borç ödeyememe durumunu bitirme 346; göstergeleri 341-343, 342t; ilişkili enflasyonlar 241, 250-258, 335, 189d2; üst üste gelmesi 35; bankacılık krizlerinin sıralandırılmasında 335-336
döviz mevduatları, dolarizasyonda 254-257, 255ş
dövize bağlı iç borç: tanımı 57k; tarihsel örnekleri 118, 164, 164-165k
dövize müdahaleler: 1990'ların Asya borç krizlerinde 68-69; merkez bankalarında 69d12
Dünya Bankası 72d3; en iyi uygulamalarda 196d10; 1990'ların borç krizinde 150; *Global Development Finance* 74t, 75t, 76ş, 78t, 93-94, 391t, 395t, 396t, 397t, 401t; ulusal gelir hesaplamaları hakkında 93; kamu borcu hakkında 93-94
düşük gelirli ülkeler, tanımı 72d3. *Ayrıca bkz.* yükselen piyasa(lar)
düzenleme, uluslararası: finans sektöründe 203; uluslararası kurumların rolü 340, 343-345; duyulan ihtiyaç 340, 345
Ekim 1987'deki Kara Pazartesi çöküşü 310
ekonomik büyüme: bankacılık krizlerinden sonra 225-226, 226ş, 227ş; borca dayanıksızlık ve 82-84; borçların tersine çevrilmesi 138-139t
ekonomik faktörler, küresel: verilerde 93; dış borç ödeyememe durumlarında 128-132
eksik istihdam 290d5

Ekvador: bankacılık krizleri 425-426t; Brady tahvilleri 139t, 140t; dış borç ödeyememe durumu 72-73, 74t, 148-149

Ekvator Ginesi, bankacılık krizleri 426t

El Salvador, bankacılık krizleri 426t

EMBI. *Bkz.* Yükselen Piyasalar Tahvil Endeksi (Emerging Market Bond Index)

endeksleme: tüketici fiyatları 87-88, 358-362t; geçim endeksi 87, 358-362t; konut fiyatları 267, 287, 267d6, 279d29

Endonezya: bankacılık krizleri 426-427t; krizlerin süresi 296; dış borç ödeyememe durumu 32-33, 148, 154; konut fiyatları 219; enflasyon krizleri 243

enflasyon krizleri (yüksek enflasyon) 34-35, 241-261; 1800'den önce 242-243, 244t; 1800'den sonra 243-250, 245t, 247-248t, 249ş; sonrasındaki olaylar 241, 252-253; kronik 52; ve para birimi ayarının düşürülmesi 87, 235-240; tanımı 28, 52-53, 55t; sonrasındaki dolarizasyon 241, 252-253, 253ş; kamu iç borcu 175, 181-184, 182t; süresi 52; ve döviz krizleri 241, 250-258, 335; yorgunluğu 164; finansal kargaşa endeksinde 310-311, 311d5; borç ödeyememe durumunu bitirme 242, 257-258, 345; kaçınmak için teşvikler 175, 181; olayı 34-35, 190i 191ş; karşılıklar için tavsiyeler 351-352; krizlerin sıralandırılmasında 335; istikrar kazandırılması 250; bu-defa-farklı sendromunda 250, 353; evrenselliği 241, 257-258. *Ayrıca bkz.* hiperenflasyon

enflasyon vergisi 181-182, 181d7

enflasyon yorgunluğu 162-164

enflasyon: maliyeti 173; hakkındaki veriler 87-88; borç ödeyememe durumu öncesi ve sonrası 189-190, 189ş, 189t; iç borç ödeyeme durumu kanalıyla 118, 173-174, 236; dış borç ödeyememe durumuyla ilişkili 130-131, 130ş, 236, 189d2; yorgunluk 162; tüm ülkeler için orta değerler 241-242, 242ş; kısmi borç ödeyememe durumu kanalıyla 100, 130; istikrar kazandırılması 248; vergi olarak 181-182, 181d7; ABD eşikaltı krizi öncesi 281

Eritre, bankacılık krizleri 427t

erken uyarı sistemi: 339-343, gereken veriler 339-340; konut fiyatları 341-343; işaretler yaklaşımı 314-343, 342t, 341d3. *Ayrıca bkz.* göstergeler

Ermenistan: bankacılık krizleri 427t

Estonya, bankacılık krizleri 427-428t

eşikaltı ipotekleri: uluslararası yatırımlar 303-306; yükselişi 274

Etyopya, bankacılık krizleri 428t

faiz oranları: krizlerin sonrasındaki olaylar 282, 284; dış borçlar karşısında iç borçlar 162, 163t; döviz krizlerinde 54; yeniden takvime bağlanma çalışmalarının azaltılması 146; bastırılması 120, 162, 174, 201; kısa vadeli borç için 112; ABD eşikaltı krizinden sonra 283, 283d33; ona karşı tefecilik yasaları 123k

Fas: bankacılık krizleri 428t; Brady tahvilleri 140k; borçların tersine çevrilmesi 139k; dış borç ödeyememe durumu 146

FED, ABD: ve hisse senedi fiyatları 278-279; konut fiyatları hakkında 273-274; şeffaflıktan yoksun olma 344; İkinci Büyük Daralma 205; hedef faiz oranı politikası 93; bu-defa-farklı sendromunda 353

fiat para 53-54, 87, 94, 240. *Ayrıca bkz.* kâğıt para

Fildişi Sahili: bankacılık krizleri 428t; Brady tahvilleri 140k

Filipinler: bankacılık krizleri 287, 428; Brady tahvilleri 139k, 140k; borçların tersine çevrilmesi 139k; krizlerin süresi 296; dış borç ödeyememe durumu 154; konut fiyatları 219, 287

finans krizleri 51-70; kümeleşmeleri 28, 204; öncesi ve sonrasındaki koşullar (*bkz.* sonrasındaki olaylar; öncesindeki

koşullar); güven, rolü 41-47; döngüleri, uzunluğu 29-30; neden olduğu zarar 31, 46-47; tanımları 51-63; erken uyarı sistemi 339; hakkındaki iktisat teorisi 41-47; göstergeleri (*bkz.* göstergeler); niceliksel yaklaşıma karşı anlatıya dayalı yaklaşım 29; aralarındaki benzerlikler 27, 285-286; tipleri 28, 310; öngörülemezliği 31, 44-45. *Ayrıca bkz. özgül olay ve tipler*

finans sektörü: büyümesi, eşikaltı kriz öncesi koşullarda 270; uluslararası düzenleme 203; aşırı kapasite balonları 222-223; bankacılık krizlerinin sıralandırılması 332-333; 2008-2009 yıllarındaki daralma 222-223; bu-defa-farklı sendromu 36

finansal baskı: ve bankacılık krizi 201, 265; sermaye piyasalarında 119-120; ve kamu iç borcu 119-120, 162-164, 173; vergilendirme biçimi olarak 201

finansal kargaşa endeksi 309-321; ülke düzeyinde 310-313; küresel krizlerin tanımlanmasında 321-332; gelişimi 310-313; kopukluklar 310-312, 353; küresel düzeyde 310, 313-318, 315ş, 316ş; bölgesel düzeyde 310, 313, 318-321; kriz tipleri 310, 310d2, 313; yararları 309, 310

finansal kargaşaya ait endeks. *Bkz.* finansal kargaşa endeksi

finansal kırılganlık 41-47, 354

finansal kurumlar, sayısı, krizler öncesi ve sonrasında 223, 223ş

finansal liberalizasyon: ilişkili bankacılık krizleri 214-215, 266, 331-332; krizlerin öncülü olarak 279, 331-332

finansal merkezler: veriler hakkında 382t; küresel finans krizi hakkında 322k

Finlandiya: bankacılık krizleri 219, 287, 292, 428-429t; krizlerin süresi 296; konut fiyatları 287; devlet riski derecelendirmesi 294

fiyatlar: para ayarının düşürülmesinden sonra 235; hakkındaki veriler 87-88, 358-362t

Fransa: bankacılık krizleri 199, 209, 264, 429-431t; paranın ayarının düşürülmesi 143-144k; krizlerin süresi 296, 298; ilk uluslararası krediler 106; 1800'den önceki dış borç ödeyememe durumları 32, 119, 141-142, 142t, 143-144k; seri borç ödeyememe durumunu bitirme 142, 143-144k, 206, 345; hiperenflasyon 144k

Fransa'da kredi verenlerin infazı 142

G-20 301d1

Gabon, bankacılık krizleri 431t

Gambiya, bankacılık krizleri 431t

Gana, bankacılık krizleri 431t

gayrimenkul fiyatları, ticari 341d2. *Ayrıca bkz.* konut fiyatları

gayrisafi milli hasıla, veriler 368-370t

GDF. *Bkz. Global Development Finance* (Küresel Kalkınma Finansmanı)

Geary-Khamis ağırlıkları 90d10

gelirler, hükümet: bankacılık krizlerinden sonra 227-230, 228ş, 229ş, 230ş; hakkındaki veriler 374-378; dış borcun oranı 176-179, 176t, 177ş, 178ş; senyoraj 175, 181, 181d7, 183, 235, 236. *Ayrıca bkz.* vergi gelirleri

gelişmekte olan ülkeler, düşük gelir düzeyindekilere karşı orta gelir düzeyindekiler 72d3. *Ayrıca bkz.* yükselen piyasa(lar).

gelişmiş ekonomiler: bankacılık krizleri 27-28, 34, 199-200, 206-213, 228-230, 284-285; kamu borcu hakkındaki veriler 93-94; borca dayanıksızlık 78; finansal kargaşa endeksi 315, 316ş, 317; yükselen piyasadan geçiş süreci 345. *Ayrıca bkz. özgül ülkeler*

Gine, bankacılık krizleri 431t

Gine-Bissau, bankacılık krizleri 432t

Global Development Finance (GDF), Dünya Bankası 74t, 75t, 76ş, 78t, 94, 96, 363t, 364t, 365t, 391t, 395t, 396t, 397t, 401t

Goldman Sachs 270

Government Financial Statistics, IMF 292t

gölge bankacılık sistemi 43
göstergeler: bankacılık krizleri 57-60, 277-283, 341, 342t; veriler hakkında 382t; erken uyarı sisteminde 340-343; dış borç ödeyememe durumu 128-136; konut fiyatları olarak 279, 278ş, 282-283, 341-343; İkinci Büyük Daralma 268; işaretler yaklaşımı 341-343, 341d3; ABD eşikaltı krizi 31, 45, 260, 277-283
Greenspan'in koyduğu para politikası 353
GSYH, kişi başına: krizlerin sonrasında 290-291, 291ş; bankacılık krizlerinden sonra 225-226, 226ş, 227ş, 290-291, 291ş; küresel finans krizlerinde 324-325, 326ş; krizlerin göstergesi olarak 280-281, 281ş
GSYH: GSYH'ye göre ağırlıklandırılmış bankacılık krizleri 264, 265ş; veriler 90-91, 176, 371-373t; borç ödeyememe durumları öncesi ve sonrasında 186, 187ş, 189t, 190; yüzdesi olarak finans sektörü 222, 270; dış borcun oranı, borca dayanıksızlık durumunda 71-81, 74t, 75t, 76ş, 78t, 85, 177, 178ş
Guatemala, bankacılık krizleri 432t
gümüş para birimi: hakkındaki veriler 90, 366t, 367t; para ayarının düşürülmesi 54-55, 236-238, 239ş; İspanya'da 125k
Güney Afrika: bankacılık krizleri 432t; finansal kargaşa endeksi 318-319; enflasyon krizleri 243
Güney Amerika. *Bkz.* Latin Amerika
Gürcistan, bankacılık krizleri 432t
güven: bankacılık sektöründe 42-43, 203; kararsız doğası 41-46; borçların geri ödenmesi 111-112, 113-114; bu-defa-farklı sendromunda 41, 64
Haiti, ABD'ye borçların geri ödenmesi 106, 138k
hakkaniyet, çirkin borç öğretisinde 118
hanehalkı borcu: borç ödeyememe durumları, finansal kargaşa endeksinde 313; ve ABD eşikaltı krizi 269, 273, 282
hayat pahalılığı endeksi, hakkındaki veriler 87, 358-362t
Hıristiyanlık 123t
hırsızlık 105, 117, 194-195
Hırvatistan, bankacılık krizleri 432t
Hindistan: bankacılık krizleri 264, 432-433t; sermaye akışıyla gelen refah patlaması (bonanza) 216d19; iç borç 120; dış borç 60, 148, 174; dış borç ödeyememe durumu 32-33, 148-150, 154; faiz oranları 174, 201
hiperenflasyon: 1800'den önce 244t; 1800'den sonra 245t, 246, 247-248t; para birimi çevrimleri 54-56; tanımı 53; kamu iç borcu ve 161, 175, 181, 182ş. *Ayrıca bkz.* enflasyon krizleri histerileri 252
hisse senedi fiyatları: hakkındaki veriler 385t; küresel finans krizleri 324, 325ş
hisse senedi fiyatları: krizlerin sonrasındaki olaylarda 287, 289ş; ve bankacılık krizleri 221-222, 221ş, 279, 278ş, 287, 289ş; balonların patlaması 56; hakkındaki veriler 385t; aşağıya dönüşlerin süresi 287; finansal kargaşa endeksi 311-312; küresel finans krizi 324; İkinci Büyük Daralmada 300
Hollanda, bankacılık krizleri 232, 433t
Honduras: bankacılık krizleri 433-434t; dış borç ödeyememe durumu 61, 146
Hong Kong: bankacılık krizleri 219, 287, 434t; konut fiyatları 219, 287; enflasyon krizleri 243; devlet risk derecelendirmesi 349
hükümet borcu. *Bkz.* kamu borcu
hükümet gelirleri. *Bkz.* gelir
hükümet harcamaları hakkındaki veri kaynakları 374-378t
hükümet liderleri, bu-defa-farklı sendromu 36. *Ayrıca bkz.* politika yapanlar
hükümet, güven krizleri 43-46
IFS. *Bkz. International Financial Statistics*
IIR. *Bkz. Institutional Investor* derecelendirmeleri
IMF: en iyi uygulamalar hakkında 196d10; ve güven 43-44; tüketici fiyat endeksleri hakkında 88; 1990'ların borç krizlerinde

68, 148; borç eşik değerlerinde 76d6; kamu iç borcu hakkında 33; ve dış borç ödeyememe olayının süresi 136-138; ihracat hakkında 92; çıkışından itibaren borç ödeyememe olaylarının sıklığı 115; eşikaltı krizinden önceki küresel ekonomi hakkında 275; *Government Financial Statistics* 292t; şirket borç ödeyememe durumuna verilen güvenceler karşısında kamu borç ödeyememe durumuna verilen güvenceler 301d1; Meksika iç borç ödeyememe durumunda 62, 164k; ulusal gelir hesabı hakkında 92; fiyatlar hakkında 87, 88; kamu borcu hakkında 93-96; kamu borcu şeffaflığı 36, 343-345; İkinci Büyük Daralma 300, 301; *Special Data Dissemination Standard* 96, 345. *Ayrıca bkz. International Statistics*; *World Economic Outlook*

Institutional Investor derecelendirmeleri (IIR): bankacılık krizlerinden sonra 294ş; borca dayanıksızlık durumu 77-81, 78t, 80ş; tarihsel değişimler 346-350, 347-348t, 350ş; krizlerin göstergesi olarak 342t

International Currency Experience, Milletler Cemiyeti 327d19

International Financial Statistics (IFS), IMF 87, 88, 188ş, 189ş, 191ş, 192ş, 278ş, 282ş, 290ş, 361t, 362t, 363t, 364t, 367t

IT endüstrisi balonu 47, 222, 233

It's a Wonderful Life (film) 42

iç borçların geri ödenmesi: teşvikleri 119-120, 166-167; itibar yaklaşımı 119

iç dolarizasyon. *Bkz.* kamu iç borcunun dolarizasyonu

iflas mahkemesi, uluslararası 110

iflaslar: şirket iflasları 104, 112; bankacılık krizlerinin göstergesi olarak 58-59; kredi verenlerin hakları 104; devlet 104

ihracat, hakkındaki veriler 91-92, 379-381t; küresel finans krizleri 326-327, 330-331, 328t, 329ş, 332; dış borç oranları 72, 74t, 73, 77-78, 78t. *Ayrıca bkz.* ticaret

ikili döviz kur sistemleri 254d9

İkinci Büyük Bunalım 309

İkinci Büyük Bunalım 309

İkinci Büyük Daralma (2000'lerin sonundaki küresel finans krizi): ortak temeller 304-306; bulaşması 301-308; tanımı 31, 47; ekonomik etkileri 47, 324; hisse senedi fiyatları 300; FED 204; GSYH 324-325, 326ş; küresel kapsamı 295-296; konut fiyatları 219, 268; göstergeleri 268; enflasyon 250; deyimin kökeni 47d7, 263d1; şiddeti 268, 309, 317, 332, 336; hisse senedi fiyatları 324, 325ş; bu-defa-farklı sendromu 70, 353-354; ticaret 325-326, 328ş; eşikaltı krizinin dönüşümü 266; tarihsel karşılaştırmaların yararı 259, 299-300. *Ayrıca bkz.* ABD eşikaltı krizi

İkinci Dünya Savaşı: sonrasında bankacılık krizleri 276-277, 277t; finansal kargaşa endeksi 317; sonrakiler karşısında önceki enflasyon krizleri 52-53; öncesindeki bu-defa-farklı sendromu 64-65

ikiz krizler 233

iktisat teorisi 103-121; bankacılık krizleri üzerine 201-206; güven üzerine 41-47; kamu iç borcu üzerine 118-120, 166-167; kamu dış borcu üzerine 103-117; çirkin borç üzerine 117

İngiltere: paranın ayarının düşürülmesi 142, 236; iç borç geri ödemesi 119; iç borç ödeyememe durumu 142; İtalya'ya dış borç geri ödemesi 106, 107, 108, 123-124k; 1800'lerden önce dış borç ödeyememe durumu 124k, 142-144, 142t; Şanlı Devrim 119, 124k; uluslararası borç piyasaları, gelişimi 123-124k; Latin Amerika sermaye piyasaları 149-150k. *Ayrıca bkz. Britanya*

inşaat endüstrisi, küresel finans krizlerinde 328-330, 330t

ipotek kredileri: dolarizasyondan arındırma 256; borç ödeyememe durumları, finansal kargaşa endeksinde 312; uluslararası yatırım 304-306;

menkul kıymetleştirme 268, 271, 271d13, 274; toksik 312
İrlanda: bankacılık krizleri 217, 434t, 267d5; cari işlemler dengesi 304; konut fiyatları 219
İskoçya, bankacılık krizleri 434t
İspanya: kurtarma paketi maliyetleri 225; bankacılık krizleri 217-218, 219, 225, 435-436t; sömürgeler 125k, 149k; paranın ayarının düşürülmesi 239ş; cari işlemler dengesi 304; dış borç ödeyememe durumu (*Bkz.* İspanyol dış borç ödeyememe durumu); uluslararası borç piyasası 106, 124k-125k
İspanyol dış borç ödeyememe durumu: 1800'den önce 32, 124k-125k, 141, 142t, 143k, 144-145, 145ş; 1800'lerde 146-148; sermaye girişleri 145, 145ş; seri borç ödeyememe durumunu bitirme 205-206, 345
İspanyol Veraset Savaşı (1701-1714) 143k
İsrail: bankacılık krizleri 436t; dolarizasyondan arındırma 255ş, 256-257
İsveç: bankacılık krizlerinde 219, 292, 436-437t; paranın ayarının düşürülmesi 238; krizlerin süresi 296; enflasyon krizleri 246
İsviçre: bankacılık krizlerinde 437-438t; 1990 resesyonu 292
işaretler yaklaşımı 341-343, 342t, 341d3
işler: iflaslar 104, 112; borç ödeyememe durumu 313, 314ş, 301d1; bankacılık krizleri üzerine 204
işsizlik: krizlerin sonrasındaki olaylarda 285, 288-290, 290ş; Büyük Bunalımda 286, 289, 299, 330-331, 331t; uluslararası karşılaştırmaları 289-290, 331-332, 290d5
İtalya: bankacılık krizleri 438-439t; krizlerin süresi 296; ilk uluslararası borç piyasaları 123k; İngiliz borçlarının geri ödenmesi 106, 107, 108, 123-124k
ithalat, hakkındaki veriler 379-381. *Ayrıca bkz.* ticaret
itibar: tümüyle uluslararası 111; iç borçların geri ödenmesi 120; dış borçların geri ödenmesi 108-111
iyileşme: borca dayanıksızlık durumundan 81, 85; küresel finans krizlerinden 310, 331-332. *Ayrıca bkz.* borç ödeyememe durumunu bitirme
İzlanda: bankacılık krizleri 217, 287, 439t, 267d5; cari işlemler dengesi 304; menkul kıymet fiyatları 287; konut fiyatları 217, 304
Jamaika: bankacılık krizleri 439t
Japon bankacılık krizleri: varlık fiyatları 266; kurtarma paketi maliyetleri 225; hisse senedi fiyatları 222; konut fiyatları 159, 287; sonrasındaki kamu borcu 232d35; sonrasındaki resesyon 292; şiddeti 276; canlandırma önlemleri 230, 352; özeti 440-441t
Japonya: bankacılık krizleri (*bkz.* Japon bankacılık krizleri); iç borç 183; krizlerin süresi 296; dış borcun GSYH'ye oranları 72; finansal kargaşa endeksi 319; enflasyon 183; kayıp onyıl 276; devlet risk derecelendirmesi 294; ABD eşikaltı krizi 304
kâğıt para birimi: para ayarının düşürülmesi 236; piyasaya sürülmesinden sonra enflasyon 87, 131, 242; piyasaya sürülmesinden önce enflasyon 53; geçiş süreci 236, 240
kaldıraç işlemleri oranları 274
kaldıraç işlemleri: borca dayanıksızlık durumunda 79; tanımı 41
Kamerun, bankacılık krizleri 441t
kamu borcu: krizlerin sonrasındaki olaylarda 285-286, 292-293, 292t, 293ş, 298-299; bankacılık krizlerinden sonra 200, 224, 231-232, 231ş, 285-286, 292-294, 292t, 293ş; merkez bankası borçları karşısında 57k; bileşimi 93-96; güven krizi 43-47; hakkındaki elverişli veriler 93-96; veri açıklıkları 33, 35-36, 46, 86, 195-197; Büyük Bunalımda 298-300, 298ş; içinden çıkarılarak şişirilen 181-183, 184, 195, 236; uluslararası kurumlar

36, 196, 343-344; krizlerin öncülü olarak 281-282, 282ş; bulaşıcı riskler 36. *Ayrıca bkz.* kamu iç borcu; kamu dış borcu; toplam kamu borcu

kamu dış borcu krizleri (borç ödeyememe durumu) 31-33, 122-156; 1800'den önce 141-144, 142t; 1800'lerde 144-148, 147t, 193d6; 1900'ler ve 2000'lerde 148-156, 151t; kriz sonrasındaki olaylar 294, 294ş; ilişkili bankacılık krizleri 128-130, 128ş, 294-295, 294ş; kümelenmesi 146-148, 148-150, 156; olaylar arasındaki bağlantılar 148-151; geçmiş kayıtları olmayan ülkeler 97-100, 98-99t; döngüler ve modeller 122-128, 132-136, 146-148, 148-150; tarihlendirme 58-62, 59t, 72-73, 74t; o zamanki borç oranları 176, 176t, 177ş; tanımı 60-62, 59t, 122; iç borç ödeyememe durumuna karşı üstünlüğü 185-196, 335; kamu iç borcu 175-181, 183-184; süresi 60-61, 134ş, 136-138, 154; öncesi ve sonrasında GSYH 186, 187ş, 189-190, 189t; küresel ekonomik faktörler 132-136; olayı 31-33, 190-194, 191ş, 192t, 206; göstergeleri 128-136; ilişkili enflasyon 130-131, 130ş, 236, 189d2; öncesi ve sonrasında enflasyon 186-190, 188ş, 189t; 2003'ten 2009'a kadar sessizlik 122, 125-127, 300; büyüklüğü 185-186; orta gelir düzeyindeki ülkelerde 72-73, 74t; (1800-2008) arasındaki ülkelerin yüzdesi 36-37, 122-128, 126ş; yeniden yapılandırılması 60-61, 138-140t; krizlerin sıralandırılması 335; (*bkz.* seri borç ödeyememe durumu); kuramsal dayanakları 103-117; evrenselliği 32-33, 141; kırılganlığı (*bkz.* borca dayanıksızlık)

kamu dış borcu: hakkındaki veriler 93-95, 388-389t; borca dayanıksızlık 71-78; tanımı 57k, 62; piyasaların gelişimi 123-125k; faiz oranları 162-164, 163t

kamu dış borcunun: ihracata oranı 72, 73, 74t, 77, 78t; GSYH'ye oranı 71-81, 74t, 75t, 76ş, 78t, 85, 177, 178ş; gelire oranı 176-179, 177ş, 178ş

kamu finansı, hakkındaki veriler 92

kamu iç borcu 33-34, 159-184; toplam borçlar içindeki ortalama payı 94, 159-161, 160ş, 161ş; hakkındaki itirazlar 166-174; hakkındaki veriler 93-94, 157, 159, 166-167, 401-404t; tanımı 33, 57k, 118, 119; dış borç ödeyememe durumu öncesi ve sonrasında 179-180, 179ş; dövizle ilişkili 57k, 118, 162-164, 164-166k; göz ardı edilmesi; literatürde 33, 165-166k, 166-167, 175, 181-182, 194-195; enflasyon krizlerinde 175, 181-184, 182t; faiz oranları hakkında 162-164, 163t; şeffaflıktan yoksun olma 33, 157, 195-196; vade yapısı 162-163, 162ş, 183-184, 184d11; baskı 119-120, 162-164, 173-174

kamu iç borcu krizleri (borç ödeyememe durumu) 166-174; 1750 sonrası 162-164, 168-172t; biçim olarak bankacılık krizleri 201; veriler 93, 173; borca dayanıksızlık ve 175-179; fiili biçimleri 173-174; tanımı 59t, 60-61 dış borç ödeyememe durumuna karşı, üstünlüğü 185-196, 335; öncesi ve sonrasında GSYH 186, 187ş, 189-190, 189t; kaçınmak için teşvikler 119-121, 166-167; olayı 33-34, 119, 185, 190-194, 191ş, 192ş; enflasyon kanalıyla 119, 173-174, 236; öncesi ve sonrasında enflasyon 186-190, 188ş, 189t; büyüklüğü 185-186; ülkelerin (1900-2008) arasında yüzdesi 167-170, 173ş; krizlerin sıralanmasında 335; kuramsal dayanakları 118-121, 166-167

kan akıtma 142

Kanada: bankacılık krizleri 441-442t; krizlerin süresi 296, 298; enflasyon krizleri 246; Newfoundland 136, 136-138k; küresel krizler sırasında ticaret 327

karanlık madde 273, 273d22

kargaşa endeksi. *Bkz.* finansal kargaşa endeksi

Katolik Kilisesi 144

Kazakistan, ABD eşikaltı krizleri 304

Kenya, bankacılık krizleri 442t

Kırgız Cumhuriyeti, bankacılık krizleri 443t

kısa vadeli borçlar: bankalara yapılan hücumlarda 202-203; nakit yetersizliği 112-114; kullanılmasının nedenleri 112; yanlı tutumun yakınlarda gelişimi 162-164; vadelerin yayılması 112-114; finanse edilen savaşlar 124k

kısmi borç ödeyememe durumu 114-116; geri ödenen miktar 115; enflasyon kanalıyla 100, 130-131; yeniden takvime bağlama 116, 144-148; seri 66; üçüncü taraflar 115, 115d16; ve ticaret 115, 115d16

Kolmogorov-Smirnov testi 134ş, 179d4, 187ş, 189t, 190

Kolombiya: bankacılık krizleri 219, 266, 286, 287, 289, 442t; krizlerin süresi 396; dış borç ödeyememe durumu 146; konut fiyatları 219, 287; işsizlik 289

Kongo Cumhuriyeti, bankacılık krizleri 443t; enflasyon krizleri 246

konut fiyatları: krizlerin sonrasındaki olaylar 287, 288ş; bankacılık krizleri çevresinde 200, 218-222, 220t, 234, 287, 288ş; balonların patlaması 56; Case-Shiller endeksi 267, 287, 267d6, 279d29; krizlerin göstergesi olarak 279, 278ş, 282-283, 341-343; daha çok veri ihtiyacı 340, 341; verilerle ilgili sorunlar 56, 286-287, 341, 279d29; İkinci Büyük Daralmada 304; veri kaynakları hakkında 383-384t; ABD politikası tartışmaları 273-274; ABD eşikaltı krizi 267-268, 268ş, 278ş, 287

Kore Savaşı 327-328

Kore: bankacılık krizleri 443t; borçların tersine döndürülmesi 139k; krizlerin süresi 296; borç ödeyememe durumunu bitirme 346, 349; konut fiyatları 219; enflasyon krizleri 243

korumacılık, Büyük Bunalım sırasında 327

Kosta Rika: bankacılık krizleri 443t; Brady tahvilleri 137k; dış borç ödeyememe durumu 148, 154

köprü kredileri 113, 114, 117

kredi verenler: dıştakilere karşı içtekiler, borç ödeyememe olayları 190-194, 191ş, 192t; Fransızların infazı 142; rasyonalitesi 115-116; yeniden takvime bağlamanın etkisi 146; hakları, iflaslarda 104

kredi verenlerin rasyonalitesi 115-116

kriz aktarımı 309. *Ayrıca bkz.* bulaşması

krizleri hazırlayan olaylar: kamu iç borcu 179-180, 179ş; finans sektörü büyümesi 270-271; GSYH 186, 187ş; Büyük Bunalım 64-66, 64k; konut fiyatları 219; enflasyon 188ş, 189-190, 189t; ABD eşikaltı krizi 31, 45, 260, 268-275

krizlerin aktarımı 309. *Ayrıca bkz.* bulaşıcılık

krizlerin sıralandırılması 34-35, 332-336, 334ş

kurtarma paketi maliyetleri: bankacılık krizleri 200, 224-225, 224t, 231, 285; ölçüm zorlukları 224-225, 285

kurum(lar): iflasları, borca dayanıksızlık durumunda 82-83; finansal, kriz öncesi ve sonrasındaki sayıları 222, 223ş. *Ayrıca bkz.* uluslararası kurumlar

Kuveyt, bankacılık krizleri 443t

Kuzey Amerika: bankacılık krizleri 206, 209t, 212t, 213t; verilerin kapsamı 97, 99t; kamu iç borcu 160ş; dış borç ödeyememe durumu 156t; 1800'den sonraki enflasyon krizleri 246, 248t. *Ayrıca bkz.* Kanada; ABD

Kuzey ülkeleri: bankacılık krizleri 266; döngü karşıtı mali politika 286

kümelenme 28, 203; dış borç ödeyememe durumlarının 146, 148, 156; bölgesel ya da küresel 309

küresel ekonomik etkenler: veriler 96; dış borç ödeyememe durumları 132-136

küresel finans krizleri: inşaat endüstrisi 330-331, 330t; ölçütü 321-332; ülkeler arası eşzamanlılık 321, 328-331; tanımı 321, 322k; iyileşme güçlüğü 310, 331-332; ekonomik etkileri 321-331; GSYH 324-325, 326ş; tarihsel örnekleri 322-

323k, 332; sıralandırılmaları 332-336, 334ş; hisse senedi fiyatları 324, 325ş; ticaret 326-327, 327ş, 328ş, 329ş, 330-332; işsizlik 331, 331t
küresel finans krizlerinin ülkelerarası eşzamanlılığı 324, 328-330
küresel finans sistemi, borç birikim riski 27-35
küresel tasarruf fazlası 135, 270, 272
Lao Halk Demokratik Cumhuriyeti, bankacılık krizleri 443t
Latin Amerika dış borç ödeyememe durumu 32-33; 1800'lerde 147t, 148, 193d6; 1900'ler ve 2000'lerde 148, 152t; o zamanlarda borç oranları 176-177, 177ş; bağımsızlıktan beri geçen zaman 154, 155-156t
Latin Amerika: bankacılık krizleri 206, 208-209t, 211-212t; 1970'lerde meta fiyatlarındaki patlama 67-68; krizlerin bulaşması 308; veri kapsaması 97, 99t; 1980'lerin borç krizi 67-68, 308; 1990'ların ve 2000'lerin başının borç krizleri 70; kamu iç borcu 161, 161ş, 161d2; dış borç ödeyememe durumu (*bkz.* Latin Amerika dış borç ödeyememe durumu); finansal kargaşa endeksi 318-319, 320ş, 321; küresel krizler sırasında GSYH 325-326; borç ödeyememe durumunu bitirme 349; 1800'lerden önce enflasyon krizleri 243, 244t; 1800'lerden sonra enflasyon krizleri 246, 248, 247-248t, 249ş, 250, 318d12, 321; 1800'lerin uluslararası sermaye piyasaları 146, 149-150k; 1820'lerdeki kredi patlamasında 66; bu-defa-farklı sendromunda 64-66, 67-68, 69-70; bağımsızlık savaşlarında 146. *Ayrıca bkz. özgül ülkeler*
Lehman Brothers 270
Lesotho, bankacılık krizleri 444t
Letonya: bankacılık krizleri 444t; cari işlemler dengesi 304
Liberya, bankacılık krizleri 444t
likidite yetersizliği: ödeme aczi karşısında 112-114; yeniden takvime bağlama durumlarında 145
Litvanya, bankacılık krizleri 444t
Londra, Latin Amerika sermaye piyasalarında 149-150k
Lucas eleştirisi 351
Lübnan: bankacılık krizleri 444t; dolarizasyondan arındırma 256
Maastricht Anlaşması 71, 177
Macaristan: bankacılık krizleri 220, 444t; krizlerin bulaşıcılığı 306; konut fiyatları 220; enflasyon krizleri 53
Madagaskar, bankacılık krizleri 444t
madencilik, Latin Amerika'da 149-150k
madeni para: hakkındaki veriler 90; para ayarının düşürülmesi 54-55, 55t, 235-240; senyoraj gelirleri 235. *Ayrıca bkz.* gümüş sikkeler
Makedonya, bankacılık krizleri 445t
makroekonomik istikrarsızlık, borca dayanıksızlık durumu ve 81-83
makroekonomik oynaklık, düşüş 317
makroekonomik zaman serileri 357-385
Malezya: bankacılık krizleri 445t; sermaye akışıyla gelen refah patlaması (bonanza) 216d18; krizlerin süresi 296; borç ödeyememe durumunu bitirme 349; konut fiyatları 218; enflasyon krizleri 243
mali boşluk 250
mali etkiler: krizlerin sonrasındaki olaylar 292-294, 292t, 293ş; bankacılık krizleri 200, 222-232
mali politika: döngüyle ters yönde 200, 230, 279, 285-286; döngüyle aynı yönde 82, 180, 180d6, 346
Mali, bankacılık krizleri 445t
Manias, Panics and Crashes (Kindleberger) 29
Mary Poppins (film) 42
Mauritius: bankacılık krizleri 445t; borç ödeyememe bakiresi olarak 100, 319; finansal kargaşa endeksi 319
medyada yer alan, ABD eşikaltı krizi 259-260

Meksika: bankacılık krizleri 266, 446-447t; Brady tahvilleri 140k; krizlerin bulaşıcılığı 308; 1990'lardaki ve 2000'lerin başındaki borç krizi 70; dolarizasyondan arındırma 254-257, 255k; iç borçta, döviz bağlantılı 118, 164, 164-165k; iç borç ödeyememe durumu 62-63, 118, 164-165k, 254-256, 318; krizlerin süresi 296, 298; döviz krizleri 252; dış borcun GSYH'ye oranlarında 72; dış borç ödeyememe durumu 60, 72, 74t, 154, 165k; finansal kargaşa endeksi 318; borç ödeyememe durumunu bitirme 346; devlet riski derecelendirmesi 349

Menkul Kıymetler ve Takas Komisyonu, ABD 274-275

menkul kıymetleştirme: tanımı 271d13; ABD eşikaltı krizinde 268, 270, 273

merkez bankaları: borç tanımı 55k; dövize müdahaleler 69d12; bankacılık krizleri sıralamasında 333-334; bu-defa-farklı sendromu 353

Merrill Lynch 270

meta fiyat(ları): 1970'lerdeki canlanma 66-67; veriler 88; dış borç ödeyememe durumu 132-134, 132ş; bu-defa-farklı sendromu 66-67; veri analizinde değişken olarak 95-96

mevduat sigortası: bankacılık krizlerinde 201, 202-03; ve güven krizleri 28-29

Mısır: bankacılık krizleri 447t; İngiliz işgali 106-107; İngiliz koruması altında 136, 138k; borçların tersine çevrilmesi 139k; dolarizasyondan arındırma 256d10; dış borç ödeyememe durumu 136, 146-147

Milletler Cemiyeti: *Annual Reports* 89; kamu iç borcu hakkında 160ş, 162, 161ş, 162ş, 163t, 173ş; *International Currency Experience* 327d19; kamu borcu hakkında 94, 177ş, 178ş, 179ş; *Statistical Abstract* 170t; *Statistical Yearbook* 94, 136k, 391t, 392t, 393t, 394t, 395t, 396t, 397t, 398t, 399t, 400t, 401t, 402t, 403t, 404t; *World Economic Survey* 326, 326d18, 328ş, 330t, 331t

modeller: bankacılık krizleri 204; kamu iç borcu 166-167; Ricardocu borç modelleri 118

Moritanya, bankacılık krizleri 447t

Mozambik, bankacılık krizleri 447t

Myanmar, bankacılık krizleri 447t

"nadir" olaylar, yanlış algılanması 27-28

NAFTA 70

nakit yetersizliği krizleri 112-114, 145

Napolyon Savaşları: para ayarının düşürülmesi 238, 239ş; döviz kurları 250, 251ş; sırasında dış borç ödeyememe durumları 122, 128, 148; sonrasında dış borç ödeyememe durumları 148

Nepal, bankacılık krizleri 447t

nesiller, borcun aktarım kanalı 117

Newfoundland: dış borç ödeyememe durumu 136, 136-138k; egemenliğin kaybedilmesi 107, 136. *Ayrıca bkz.* Kanada

niceliksel yaklaşım 27, 29

Nijer, bankacılık krizi 448t

Nijerya: bankacılık krizleri 448t; Brady tahvilleri 139k; dış borç ödeyememe durumu 148

Nikaragua: bankacılık krizleri 448t; dış borç ödeyememe durumu 154; ABD'nin müdahalesi 138k

Northern Rock bankası 43

Norveç: kurtarma paketi maliyetleri 224; bankacılık krizleri 219, 224, 287, 448-449t; iç borç 183; krizlerin süresi 296; konut fiyatları 219d25; enflasyon krizleri 246

Okyanusya: bankacılık krizleri 206, 209t, 212t, 213t; verilerin kapsamı 97, 99t; kamu iç borcu 160ş; dış borç ödeyememe durumu 156t; 1800'den sonra enflasyon krizleri 246, 248t. *Ayrıca bkz.* Avustralya; Yeni Zelanda.

OPEC (Petrol İhraç eden Ülkeler Örgütü) 67, 111

Orta Afrika Cumhuriyeti, bankacılık

krizleri 449t
orta düzeyde gelire sahip ülkeler: tanımı 72d3; dış borç ödeyememe durumları 72-73, 74t
Ortaçağ, çirkin borç 117
ödeme aczi, bankalara yapılan hücumlarda 202
ödeme aczi, likidite yetersizliği karşısında 112-114
ödenmeyen krediler, bankacılık krizlerinin göstergeleri olarak 58
özel borç: borca dayanıksızlık durumunda 77; finansal kargaşa endeksinde 312-313; hakkında veri bulunamaması 281-282; son yükselişi 165d4; ABD eşikaltı krizi 269, 273, 281-282
özel dış borç: borca dayanıksızlık 77-78; yakındaki yükselişi 165d4
Pakistan, dolarizasyondan arındırma 254ş, 256
Panama: bankacılık krizleri 449t; borçların tersine çevrilmesi 139k; enflasyon krizleri 246
Papua Yeni Gine, bankacılık krizleri 449t
para arzı, dolarizasyondan arındırma 254-258, 255ş
para ayarının düşürülmesi 235-240; sikkelerin 54, 55t, 235-240; hakkındaki veriler 89-90; tanımı 28, 54-55, 55t, 88, 236; ilk tarihi 28, 142, 143k, 235-240; finansal kargaşa endeksi 310; enflasyon ve 88, 235-240; savaşlar sırasında 54, 238-239, 239ş
para birimi çevrimleri/reformları, tanımı 54-55, 55t
para birimi: kamu iç borcu 118, 162-164; senyoraj gelirleri 175, 183, 235, 236, 181d7. *Ayrıca bkz.* döviz, madeni para, kâğıt para
para birimindeki çöküşler. *Bkz.* döviz çöküşleri
para politikası: para ayarının düşürülmesi 238; ve finansal bulaşıcılık 259; borç ödeyememe durumunu bitirdikten sonra 346; ve konut fiyatları 274; enflasyon krizleri ve para birimi çöküşlerinden sonra 252; hakkındaki tavsiyeler 351-352; İkinci Büyük Daralma 299; şoklar 204. *Ayrıca bkz.* döviz kur(ları); faiz oranları
Paraguay, bankacılık krizleri 449-450t
parasal taban (baz para): tanımı 183; kamu iç borcu ve 175, 183-184
Peru: bankacılık krizleri 264, 450t; Brady tahvilleri 139k, 140k; dolarizasyondan arındırma 256d10, 257; iç borç 161; dış borç ödeyememe durumu 148
Peruzzi Bankası 124
petrol: millileştirilmesi 111; fiyat şokları 266, 309, 317; fazlalar 67
Pick's Currency Yearbooks 89
politik dağınıklık, kamu borç ödeyememe olaylarında 105
politika yapanlar: erken uyarı sistemi ve 343; tavsiyeler 351-352; ABD cari işlemler dengesi 269-275; konut balonu hakkında 273-274
Polonya: bankacılık krizleri 451t; Brady tahvilleri 139k, 140k; dolarizasyondan arındırma 255ş, 257; krizlerin süresi 296; borç ödeyememe durumunu bitirme 349; enflasyon krizleri 243, 246
Ponzi planları 108, 111
Portekiz: bankacılık krizleri 232, 451t; dış borç ödeyememe durumu 142, 142t; borç ödeyememe durumunu bitirme 349; 1800'lerdeki uluslararası sermaye piyasaları 149d8
Prusya. *Bkz.* Almanya
resesyonlar: 2001, küresel 246; krizlerin sonrasındaki olaylarda 292, 294; bankacılık krizleriyle ilişkili 204-206, 238-240; küresel finans krizleri 332; ABD eşikaltı kriziyle ilişkili 280; süresi 291, 296; Büyük Bunalım 296
rezerv kayıpları, döviz krizlerinde 54
Ricardocu borç modeli 118
Ricardocu denklik ilkesi 167
risk primleri 116

risk-paylaştırma yararları: sermaye piyasası bütünleştirmesine 82-83; tanımı 82
Romanya: bankacılık krizleri 451t; krizlerin süresi 296; dış borç ödeyememe durumu 103-104
Royal Exchange 149k
Ruanda, bankacılık krizleri 452t
Rusya: sanat hazineleri 104, 104d1; bankacılık krizleri 266, 452t; paranın ayarının düşürülmesi 177, 178ş; borcun tersine çevrilmesi 136-137k; döviz krizleri 251-252; dış borç ödeyememe durumu 61, 115; 1998 finans krizi 104, 318; finansal kargaşa endeksi 318; enflasyon krizi 246; 1800'lerin uluslararası sermaye piyasaları 149d8; toplam borç ödeyememe durumu 115
S&P derecelendirmeleri 116, 311
sabit döviz kurları: güven krizleri 45-46; para birimi çöküşleri 335-336
sanat hazineleri 104, 104d1
Santo Domingo, bankacılık krizleri 452t
Sao Tome ve Principe, bankacılık krizleri 452t
Satın Alma Gücü Paritesi 90
savaş gemisi diplomasisi 106, 136, 138k
savaş(lar): sırasında para ayarının düşürülmesi 54, 238, 239ş; iflastan sonra borç ödeyememe durumu 124k; sırasında kamu iç borcu 119; küresel kriz 332; kısa dönem finansmanı 124k. *Ayrıca bkz. özgül savaşlar*
seçimler, başkanlık 105
Senegal, bankacılık krizleri 453t
senyoraj gelirleri 175, 183, 235, 236, 181d7
seri bankacılık krizleri 199, 206
seri borç ödeyememe durumu: borca dayanıksızlık durumu 71, 81-85; tanımı 63-66; erken tarihi 124k-125k, 141-144, 142t; borç ödeyememe durumunu bitirme 205, 209-212, 232, 345; üzerinde araştırma yapılma ihtiyacı 84; yükselen piyasalarda hâkim olması 29; olaylar arasında geçen zaman 121, 138; toptan satış 62-66
sermaye akış(ları): küresel döngü, dış borç ödeyememe durumunda 135-136, 133ş; tipleri 82-84
sermaye akışıyla gelen refah patlaması: ve bankacılık krizleri 216-218, 218t; tanımı 216, 216d18, 280d31; krizlerin göstergesi olarak 279; İkinci Büyük Daralma sırasında 304; ABD'de 280d31
sermaye denetimleri 91, 120, 148, 264, 334ş, 266d4
sermaye girişleri: ve bankacılık krizleri 216-218, 218t; veriler 95; borca dayanıksızlık durumu 83-84; dış borç ödeyememe durumu 135-136, 144-145, 135d15; krizlerin göstergesi olarak 279; döngü yönünde 83, 132; tipleri 83-84. *Ayrıca bkz. özgül tipler*
sermaye hareketliliği: ve bankacılık krizleri 214-216, 215ş; veriler 405-408t
sermaye piyasaları, uluslararası: girişin sağladığı yararlar 107; 1800'lerde Latin Amerika'da 146, 149-150k; borç alanların itibarı 107-112
sermaye piyasalarında iç baskı 120-121
sermaye piyasası bütünleşmesi: ve tüketim oynaklığı 82, 82d1 1; borca dayanıksızlık durumu 82-83; tanımı 82; risk paylaşımının yararları 82-83
ses-işaret oranları 341d3
Sierra Leone, bankacılık krizleri 453t
sikkeler. *Bkz.* madeni para
Singapur: bankacılık krizleri 453t; enflasyon krizleri 243-246
Siraküzalı Diyonisos 235-36
sistemik bankacılık krizleri: sonrasındaki olaylar 225-228, 284-286; bankalara hücum olayları 202; tanımı 57-58, 59t; döviz krizleri 204; geçmişten kalan kutsal emanet gibi 34, 199. *Ayrıca bkz.* bankacılık krizleri
Slovakya, bankacılık krizleri 453t
Slovenya, bankacılık krizleri 453t
sonraki olaylar 284-300; bankacılık krizlerinden 34, 223-232, 284-300;

olayların karşılaştırılması 286-299; aşağı dönüşün derinliği 287-292, 296; kamu iç borcundan 179-181, 179ş; aşağı dönüşün süresi 285, 287-292; döviz kuru krizlerinden 252-254; dış borç ödeyememe durumundan 294, 294ş; mali miras 292-294, 292t, 293ş; GSYH 186, 187ş; Büyük Bunalımdan 286, 295-299; enflasyon krizlerinden 241, 252-254; enflasyon oranları 189-190, 188ş, 189t; kamu borcundan 285-286, 292-294, 292t, 293ş, 298-299; paylaşılan karakteristikler 285-292; ABD eşikaltı krizlerinden 283, 283d33

South Sea balonu 143k, 149k

Sovyetler Birliği, çöküşü 266. *Ayrıca bkz.* Rusya

sömürgeler: borç geri ödemelerinin yürürlüğe girmesi 106; finansal kargaşa endeksi 317; enflaston krizleri 243, 244t; İspanyol 125k, 149k. *Ayrıca bkz.* bağımsızlık

sözel anlatıma dayalı yaklaşım 29

Special Data Dissemination Standard, IMF 95, 344

Sri Lanka, bankacılık krizleri 453t

Standard and Poor's (S&P) derecelendirmeleri 115, 311

Statistical Abstract, Milletler Cemiyeti 170t

Statistical Yearbook, Milletler Cemiyeti 94, 136k, 387, 388t, 389t, 390t, 391t, 392t, 393t, 394t, 395t, 396t, 397t, 398t, 399t, 400t, 401t, 402t, 403t, 404t

sürdürülebilir borç, kuruluşu 77, 81

süresi: krizlerin sonrasındaki olayların 285; döviz krizlerinin 54-55; dış borç ödeyememe durumlarının 61-62, 134ş, 136-138, 154; savaş sonrası krizlere karşı Büyük Bunalımın 295-298, 295ş, 297ş; enflasyon krizlerinin 52; uluslararası kurumların etkisi 136-138. *Ayrıca bkz.* tarihlendirme

Svaziland: bankacılık krizlerinde 453t; borçların tersine çevrilmesinde 139k

Şanlı Devrim (1688) 119, 124

şeffaflık: ve güven krizleri 46; kamu borcu, eksikliği 33, 35-36, 46, 137-138, 343-344

şiddet endeksi. *Bkz.* finansal kargaşa endeksi

Şili, bankacılık krizleri 454t; krizlerin süresi 296, 298; doğrudan yabancı yatırımlar 111; borç ödeyememe durumunu bitirme 351; liberalizasyon 333

şirket iflasları 104, 112

şirketlerin borç ödeyememe durumları 313, 314ş, 301d1

şoklar, bankacılık sistemi: bankacılık krizlerinde 203, 204, 205; bulaşıcılıkta 302, 303, 308

Tacikistan, bankacılık krizleri 454t

tahvil(ler): Brady 138-140k, 321; Carter 193d5; Latin Amerika borç krizleri 67, 69; bu-defa-farklı sendromu 67, 69

Tanzanya, bankacılık krizleri 455t

Tapmak Şövalyeleri 123k

tarihlendirme 51-52; varlık fiyatı balonlarının çöküşleri 56; bankacılık krizleri 57-60, 59t, 405-408t, 333d26; para ayarının düşürülmesi 54-56; iç borç ödeyememe durumu 59t; döviz krizleri 54-56; dış borç ödeyememe durumu 60-62, 59t, 72-73, 74t; enflasyon krizi 52-53. *Ayrıca bkz.* süre

tasarruf doygunluğu, küresel 135, 269, 271-272

Tayland: bankacılık krizleri 455t; 1990'ların borç krizleri 68-69, 68d11; borçların tersine çevrilmesi 139k; borç ödeyememe bakiresi olarak 97-100; iç borç, dövizle ilişkili 164, 166k; krizlerin süresi 296; finansal kargaşa endeksi 319; konut fiyatları 219

Tayvan: bankacılık krizleri 455-456t; enflasyon krizleri 243; devlet risk derecelendirmeleri 349

tefecilik yasaları 123k

teknoloji endüstrisi balonu 47, 219, 233

teknolojik buluşlar, olumsuz etkileri 240

tekrarlayan borç ödeyememe durumu. *Bkz.* seri borç ödeyememe durumu

tesobonolar: dolarizasyondan arındırmada 256; Meksika'daki iç borç ödeyememe durumunda 62, 118, 164, 164-165k, 256
teşvikler: enflasyon denetimi için 175, 181; iç borçların geri ödemesi için 118-120, 166-170; dış borçların geri ödemesi için 106-111
ticaret dengesi. *Bkz.* cari işlemler dengesi
ticaret, uluslararası: hakkındaki veriler 379-381t; borç ödeyememe durumunun etkileri 110; küresel finans krizleri sırasında 326-328, 327ş, 330-332, 328ş, 329ş; kısmi borç ödeyememe durumu ve 116, 115d16
ticari gayrimenkul fiyatları 341d2. *Ayrıca bkz.* konut fiyatları
Togo, bankacılık krizleri 456t
toplam kamu borcu: hakkındaki veriler 94-95, 390-394t; tanımı 57k; payı olarak iç borç, ortalama 94, 159-161, 160ş, 161ş; gelirlere oranı, dış borç ödeyememe durumu sırasında 176-179, 176t, 177ş, 178ş
topraklara el koyma 144
Trinidad ve Tobago, bankacılık krizleri 456t
Tunus, bankacılık krizleri 456t; dış borç ödeyememe durumu 146
tüketici fiyat endeksleri: hakkındaki veriler 87-88, 358-362t; derleme metodolojisi 88
tüketici fiyatları, borç ödeyememe durumu öncesi ve sonrasında 188ş
tüketim oynaklığı, sermaye piyasası bütünleşmesi ve 82, 82d11
türev sözleşmeleri 83-84, 233, 271-272
Türkiye: bankacılık krizleri 456t; para ayarının düşürülmesi 238-240; dış borç ödeyememe durumu 106-107, 138k, 150; inflation crises in 246; devlet risk derecelendirmesi 349
Uganda, bankacılık krizleri 457t
Ukrayna, bankacılık krizleri 457t
ulusal gelir hesabı, hakkındaki veriler 93
ulusal hazineler 104, 104d1
uluslararası bulaşıcılık. *Bkz.* bulaşıcılık
uluslararası düzenleme: finans sektöründe 203; uluslararası kurumların rolü 340, 343-345; duyulan ihtiyaç 340, 345
uluslararası krediler: hakkındaki iktisat teorisi 106-114; ödeme aczi karşısında nakit yetersizliği 112-114; yasal yaklaşım 105, 108-109; itibar yaklaşımı 107-110; üçüncü taraflar 115. *Ayrıca bkz.* kamu dış borcu
uluslararası kurumlar: en iyi uygulamalar hakkında 196d10; veri toplanması ve izlenmesinde 340, 343-345; 1990'ların borç krizinde 148; ve dış borç ödeyememe olayının süresinde 136-138; uluslararası düzenleme 340, 343-345; kısmi borç ödeyememe durumunda 115; kamu borçlarının şeffaflığında 36, 196, 343-345; rolü hakkındaki tavsiyeler 343-345; kredilerde itibar yaklaşımı 107-108. *Ayrıca bkz.* özgül kurumlar
uluslararası ticaret. *Bkz.* ticaret
uluslararası yasa, borç geri ödenmesinin yürürlüğe konması 105, 108-109
Uruguay: Arjantin krizleri ve 318d12; bankacılık krizlerinde 266, 457-458t; Brady tahvilleri 139k, 140k; 1990'lar ve 2000'ler başı borç krizleri 70; iç borç 161d2; finansal kargaşa endeksi 311
uzun vadeli borç: bankalara hücumda 202-203; kamu iç borcu 162ş, 162-164
ücret esnekliği 290
üçüncü taraflar: oyunu 115; kısmi borç ödeyememe durumu 115, 115d16. *Ayrıca bkz.* uluslararası kurumlar
üçüncü tarafların oyuna getirilmesi 62
ülkeler arasında eşzamanlılık, küresel finans krizlerinin 322, 328-331
Ürdün: bankacılık krizleri 458t; Brady tahvilleri 138-139k
üretim: krizlerin sonrasındaki olaylarda 285; hakkındaki veriler 368-370t; savaş sonrası krizler karşısında Büyük Bunalım 295ş, 296-299

üstünlük, dış borç ödeyememe durumu karşısında iç borç ödeyememe durumu 185-196, 335
vade yapısı: bankaların rolü 202; kamu iç borcu 162-164, 162ş, 183-184, 184d11
varlık fiyatları: krizlerden sonra 285; ve bankacılık krizleri 218-222, 220t, 277-279, 278ş; balonların patlaması 56
Venezuella: bankacılık krizlerinde 458t; dış borç ödeyememe durumu 121, 146, 154; enflasyon krizlerinde 248; ABD savaş gemisi diplomasisi 107
vergi gelirleri: krizlerin sonrasındaki olaylarda 285, 293; bankacılık krizlerinin etkileri 200, 227-230, 285, 293-294
vergilendirme: finansal baskı 201; enflasyon 181-182, 181d7
veri 86-100; varlık fiyatları hakkında 57; bankacılık krizleri hakkında 58, 199-200; ülke kapsamı 97-100, 98-99t; para ayarının düşürülmesi hakkında 89-90; erken uyarı sistemi için 339-340; döviz kurları hakkında 89-90, 250; ihracat hakkında 91-92; gelecekteki ihtiyaçlar 340-341; GSYH hakkında 90-91, 176; küresel değişkenler 96; uluslararası kurumların rolü 340, 343-344; ulusal hesaplar hakkında 93; fiyatlar hakkında 87-88; kamu finansmanı hakkında 93; kaynakları 86-87; geleneksel yaklaşım 29-30
veri: kamu borcu hakkında 93-96; iç 93-94, 157, 159, 166, 401-404t; dış 93-96; kopukluklar 33, 34-36, 46, 86, 195-196, 343-345; uluslararası kurumların rolü 340, 343-345; hakkındaki kaynaklar 387-404; toplam 95-96, 390-394
veritabanı, küresel 29-30, 87
Vietnam: bankacılık krizlerinde 458t; Brady tahvilleri 139
Wile E. Coyote anı 272, 272d17
World Economic Outlook (WEO), IMF 72d2, 76ş, 87, 88, 93-94, 132ş, 188ş, 189t, 189d2, 191ş, 192t, 226ş, 227ş, 275, 280ş, 281ş, 291d7, 292t, 324, 324d15, 325ş, 326, 326ş, 328ş, 358t, 359t, 360t, 361t, 362t, 368t, 369t, 370t, 379t, 380t, 381t, 382t,
World Economic Survey, Milletler Cemiyeti 326, 326d18, 328ş, 330t, 331t
yabancı krediler. *Bkz.* uluslararası krediler
yasal çerçeve, borçların geri ödenmesini yürürlüğe koymak için 105, 108-109
yatırımcılar: rasyonalitesi 115-116; yeniden takvime bağlama çalışmalarının etkisi 144-145. *Ayrıca bkz.* kredi verenler
yayılma. *Bkz.* bulaşıcılık
Yearbook, BM 180ş, 388t, 389t, 390t, 391t, 392t, 393t, 394t, 395t, 396t, 397t, 398t, 399t
Yedi Yıl Savaşı (1756-1763) 143k
Yemen, bankacılık krizlerinde 458t
Yeni Dünya. *Bkz.* sömürgeler
Yeni Zelanda: bankacılık krizleri 458-489t, cari işlemler dengesi 304; konut fiyatları 304; enflasyon krizleri 246, 248; küresel krizlerde ticaret 326
yeniden kaldıraç işlemleri 138, 139k-140k
yeniden takvime bağlanma: 1800'lerde 145-146, 147t; 1900'ler ve 2000'lerde 104, 151t, 152t; kısmi borç ödeyememe durumu biçiminde 116, 145-148
yeniden yapılandırma: bankacılık krizlerinin sonrasındaki olaylarda 291-292; dış borç ödeyememe durumlarında 60, 138-140k
Yunanistan: bankacılık krizleri 459t, para ayarının düşürülmesi 235-236; döviz kuru krizleri 54; dış borç ödeyememe durumu 32, 61, 138k, 146, 154; borç ödeyememe durumunu bitirme 349; uluslararası sermaye piyasaları 149d8
yükselen piyasa(lar): bankacılık krizleri 28-29, 34, 199-200, 206-213, 228-230, 284-285; borca dayanıksızlık (*Bkz.* borca dayanıksızlık); borç eşik değerleri 71-76, 84-85; 1930'lardaki borç ödeyememe durumları 64-66; kamu iç borcu 33; dış borç ödeyememe durumu 32; finansal kargaşa endeksi 317-318; mali canlandırma paketleri 85; düşük

gelir düzeyindeki ülkelere karşı orta gelir düzeyindeki ülkeler 72d3; seri borç ödeyememe durumu 29; bu-defa-farklı sendromu 64-66; gelişmiş ekonomilere geçiş süreci 345-346; işsizlik oranları 289-290. *Ayrıca bkz. özgül ülkeler*

Yükselen Piyasalar Tahvil Endeksi (EMBI - Emerging Market Bond Index) 342t, 77d8

yükümlülüklerin (pasif borçların) dolarizasyonu 165k, 252

zaman serileri, makroekonomik 357-385

Zambiya, bankacılık krizlerinde 459t

Zimbabve, bankacılık krizlerinde 459t; para çevrimleri 54-56, 55t; enflasyon krizlerinde 53, 246, 248

zirveden-dibe hesaplamalar 285d2

zorlama, iç borçlarda 236

BU DEFA FARKLI

"Unutulanların dışında yeni bir şey yok."

–Rose Bertin

Tarih boyunca hem zengin hem fakir ülkeler borç verdi, borç aldı, dibe çakılıp yeniden ayağa kalktı ve böylece sayısız finans krizinden geçti. Her seferinde uzmanlar büyük bir ahenkle "bu defa farklı" dediler, eski koşulların artık geçerli olmadığını ve yeni durumun, daha önceki felaketlerle pek az benzerlik taşıdığını ileri sürdüler. Bu kitap, bu önermenin yanlış olduğunu ortaya koyuyor. Beş kıtadan 66 ülkenin verilerini biraraya getiren *Bu Defa Farklı*, finans krizlerinden ne kadar az şey öğrendiğimizi göstermek için tarihten önemli dersler sunuyor.

Alanının önde gelen iktisatçılarından Carmen Reinhart ve Kenneth Rogoff, yaptıkları kapsamlı araştırma sonucunda ülkelerin para birimi çöküşleri, bankacılık krizleri, yüksek ve hiper enflasyon döngüleri, iç ve dış borçlarını ödeyememeleri, konut fiyatları, hisse senedi fiyatları, sermaye hareketleri, işsizlik ve hükümet gelirleriyle ilgili geniş bir veri kümesini gözler önüne seriyorlar. Bu krizleri savuşturduktan sonra, ülkelerin kısa süreli hafızalarının, krizlerin yeniden ortaya çıkmasına zemin hazırladığını söylüyorlar.

"Bu kitap, finans krizleri üzerine şu ana kadar yayımlanmış en iyi ampirik çalışmadır. Yüzlerce yılı kapsayan ve baş döndürücü genişlikte bir veri kümesini biraraya getiren Reinhart ve Rogoff, finans tarihine gerçekten olağanüstü bir katkı yapmışlar. Bu harika kitap, binlerce matematiksel modele bedeldir."

–**Niall Ferguson**, *The Ascent of Money*'nin yazarı

"*Bu Defa Farklı*, borçlar ve bunların ödenememesi hakkında son derece heyecan verici, güncel ve tartışmaya yol açan bir kitap. Herkesin kitaplığında bulunmalı."

–**Barry Eichengreen**, *The European Economy since 1945*'in yazarı

CNBC-e | 10 yıl

32 TL
ISBN 978-605-5813-92-5
9 786055 813925