

Küresel Dengesizlikler ve Kriz Tartışması Işığında Cari Denge ve Sermaye Hesabını Anlamak

Hasan Cömert

Department of Economics, Middle East Technical University
Ankara, TURKEY

E-mail: hcomert@metu.edu.tr

Phone: + (90) 312 210 2023

Güney Düzçay

Department of Economics, Middle East Technical University
Ankara, TURKEY

E-mail: duzcay@metu.edu.tr

Phone: + (90) 312 210 3007

Küresel Dengesizlikler ve Kriz Tartışması Işığında Cari Denge ve Sermaye Hesabını Anlamak

THIS VERSION, MAY 2015

Öz

Bu çalışma, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde cari ve finansal hesapları küresel dengesizlikler ve kriz tartışmaları ışığında anlamaya çalışmaktadır. Makalenin iki temel tezi vardır. Birincisi, son küresel krizin harici kaynaklarını anlamak için net finansal akımlara/cari hesaplara odaklanmak yanıltıcı olabilir. Minsky-Kindleberger yaklaşımına eklenmiş bir brüt akımlar yaklaşımı son küresel krizin harici kaynaklarını çok daha iyi açıklayabilir. İkincisi, cari hesaplar ve net finansal akımlar gelişmiş ülkelere göre gelişmekte olan ülkelerde hala anlamlı göstergelerdir. Brüt akımlar derin finansal piyasaları olan ülkelerde önem kazanırken, net finansal akımlar kırılganlıkların harici kaynaklarını anlamak için gelişmekte olan ülkelerde daha geçerli göstergelerdir. Bunun sebebi, döviz kuru ve döviz rezervleri gibi etmenlerin günümüz küresel finans düzeninde gelişmekte olan ülkeler için hayati bir öneme sahip olmasıdır.

JEL Kodları: F32, F41 F44, B5

Anahtar Kelimeler: Küresel Dengesizlikler, Cari Hesaplar, Sermaye Akımları, Minsky-Kindleberger Yaklaşımı, Gelişmekte Olan Ülkeler

Understanding Developments in Current Accounts and Financial Flows in Light of Discussions on Global Imbalances and Recent Crises

This study discusses the implications of developments in current account and financial accounts for both developed and developing countries with a specific reference to the global imbalances debate. There are two main arguments of the study. First, it may be misleading to focus on net capital flows or/and current accounts in order to detect the external sources of the last global crisis. In relation to this, a gross flow approach incorporated into the Minsky-Kindleberger model may be a more useful way of explaining the external sources of the last global crisis. Second, current accounts and net capital flows are much more relevant indicators for developing countries compared to their meaning in advanced countries. Although gross flows gains importance in countries with relatively developed financial markets, net financial flows would be better proxies for external sources of fragilities for developing countries due to the key roles played by exchange rates and reserve accumulation in these countries under the current global financial order.

Jel Codes: F32, F41 F44, B5

Keywords: Global Imbalances, Current Accounts, Capital Flows, Minsky-Kindleberger Approach, Developing Countries

1. Giriş

“Küresel dengesizlikler” (global imbalances) kavramı ülkelerin veya ülke gruplarının karşılıklı olarak cari açık ve fazlalarındaki görece artışa işaret eder. 1990’ların ortasından itibaren büyüyen küresel cari hesap dengesizlikleri ve bununla bağlantılı olarak ABD ekonomisine yönelen yüksek net sermaye akımları, pek çok iktisatçı tarafından son küresel krizin temel nedenleri arasında gösterildi¹². Küresel dengesizliklerin nedenlerini analiz etmek için kullanılan en yaygın teorik çerçevelerden biri de “tasarruf-yatırım” yaklaşımı olunca, bazı ülkelerdeki “tasarruf fazlaları”, dolayısıyla bu tasarruf fazlalarına sebep olan yapısal ve politik etkenler krizin esas nedenleri arasında düşünüldü. Buna paralel olarak da cari hesaplar hareketlerinin ve net finansal akımların ekonomik kırılganlıkları anlamak için temel göstergeler olduğu iddia edildi.

Fakat, krize dair bu açıklama, krizin esas nedeninin tasarruf fazlalarından ziyade küresel finansal aşırılıklar olduğunu savunan başka bir grup iktisatçı tarafından ciddi biçimde eleştirildi.³ Bu eleştirel bakış açısına göre, gelişmiş ülkelerin kendi aralarındaki -özellikle de Avrupa ülkeleri ve ABD arasındaki- karşılıklı finansal akımlar bu ülkelerdeki finansal kırılganlıkların oluşmasına katkı sağladı. Yine bu görüşe göre, küresel krizin yükselmekte olan piyasa ekonomilerinin tasarruf fazlalarıyla pek de ilgisi yoktur. Bu görüşün bir çıkarımı da finansal kırılganlıkların bir göstergesi olarak cari hesaplara veya “net akım”lara odaklanmak yerine bu akımların brüt bileşenlerine odaklanmak gerektiğidir.

¹ Son küresel krizin nedenlerini anlamak için çok farklı yaklaşımlar ortaya konuldu. Bazıları, krizin temel olarak ABD merkez bankasının uzun süreli uyguladığı çok düşük faiz politikasından kaynaklandığını iddia etti (örn. Schwartz, 2009; Taylor, 2007; 2009). ABD finansal piyasalarının giderek serbestleştirilmesini ve düzenleyici pratiklerin giderek etkisini kaybetmesini de krizin temel sebepleri arasında görenler oldu (Bu görüşün hem heteredoks hem de ortodoks iktisatçılar arasında çeşitli vurgu farklarıyla savunusu vardır. Bkz. örn. Bernanke, 2009; Crotty, 2009; Dymski, 2009; Lapavitsas, 2009; 2010; Levine, 2010; Obstfeld ve Rogoff, 2009; Stiglitz, 2009). Bir başka grup, ABD ve gelişmekte olan piyasalarda gelir dağılımının bozulması ve reel ücretlerin düşmesi gibi yapısal sebeplerin krizin temel belirleyicisi olduğunu ileri sürdü (örn. Lysandrou, 2009; Palley, 2009; 2010; Resnick ve Wolff, 2010; Setterfield, 2010; Stockhammer, 2012).

² Küresel dengesizlikler ile kriz arasında ilişki kuran tezin farklı perspektiften yorumları için bkz. Bernanke (2009, 2011), Bernanke, Bertaut, DeMarco ve Kamin (2011), Caballero ve Krishnamurty (2009), Corden (2011), Greenspan (2008, 2009, 2010), King (2010), Portes (2009), Smaghi (2008), Wolf (2008). *Net sermaye akımlarının ABD’de oluşan finansal kırılganlarda rolü olduğu düşüncesi* çok sayıda farklı kriz yorumunda müşterek etken olarak sunuldu. Net sermaye akımları ve finansal kırılganlıklar arasındaki bağlantıya dair ampirik bulguların özetlendiği bir literatür taraması ve ekonometrik analiz için bkz. Merrouche ve Nier (2010).

³ Özellikle bkz. Borio ve Disyatat [BD] (2011). Bunun yanında, bkz. Acharya ve Schnabl (2009), Bruno ve Shin (2013), Johnson (2009), Obstfeld (2012a; 2012b), Shin (2012), ve Tokunaga ve Epstein (2014) küresel finansman örüntüsünün son küresel krizin oluşmasına nasıl katkı sağladığına dair önemli içgörüler sağlıyor.

Bu özgül tartışma dar bir alana odaklansa da, bu tartışmadan hareketle sağlanabilecek kavramsal ve teorik netleşme pek çok açıdan yararlı olabilir. Bu yararlar arasında finansal krizlerin kaynaklarını tespit etme, finansal krizler için erken uyarı göstergelerini iyileştirme veya geliştirmekte olan ülkelerin [GOÜ] cari hesaplarla ilintili problemlerine dair değerlendirmeleri iyileştirme sayılabilir. Bu çalışmada sermaye akımlarının brüt bileşenlerine ağırlık veren yaklaşımın ışığı altında küresel dengesizlikler yaklaşımıyla ilgili görüşlerin teorik ve ampirik geçerliliği incelenirken, cari hesaplar kaleminin (ya da net sermaye hareketlerinin) gelişmiş ve geliştirmekte olan ülkeler için özellikle krizler bağlamında ne kadar anlamlı bir gösterge olduğu tartışılacak.

Öncelikle, bu çalışmada küresel dengesizlikler yaklaşımı ve onun dayanağı olan tasarruf-yatırım yaklaşımının teorik ve ampirik temellerinin zayıf olduğu vurgulanmaktadır. Küresel dengesizlikler yaklaşımının ima ettiği gibi gelişmiş ülkelerde net sermaye akımlarına odaklanmak yanıltıcı olabilir. Gelişmiş ülkelerde net sermaye akımları ya da cari açıklar yerine brüt sermaye akımlarına odaklanmak daha faydalıdır. Bu çalışmada yapılmaya çalışıldığı gibi Minsky-Kindleberger modeline eklenmiş bir brüt sermaye akımı yaklaşımı son krizi açıklamakta çok daha faydalı olabilir.

Çalışmanın argümanları, genel olarak, son zamanlarda gelişen literatürün bulgularından faydalanılarak teorik ve betimleyici bir şekilde ortaya konmuştur. Makalenin bir takım çıkarımları için daha ampirik çalışmalar gerekmele birlikte, özellikle geliştirmekte olan ülkelerle ilgili kısımlar önemli bir boşluğu doldurmaktadır. Brüt akımlar yaklaşımı gelişmiş ülkelerde patlak veren son küresel krizin açıklanmasında ana akım iktisatçılar arasında bir dereceye kadar etkili olduysa da, bu yaklaşımın GOÜ'lerdeki cari hesap örüntülerinin ve finansal krizlerin açıklanmasına dair içerimleri yeterli biçimde tartışılmadı⁴. Bu çalışmada bu tartışmanın kapsamını GOÜ'lerin cari hesap ve finansal akımlarını anlamada yardımcı olmak üzere genişletmeye çalışacağız. Bu bağlamda, cari hesaplar ve net sermaye hesaplarının GOÜ'lerde gelişmiş ülkelere göre çok daha önemli bir gösterge olduğunu vurgulamaktayız. Ancak brüt akımlardaki gelişmelerin de dikkatle izlenmesi gerekmektedir.

⁴ Yine de, küresel finansal koşullar ile yerel finansal koşullar arasındaki ilişkiyi finansal aşırılıkların yansıması bağlamında incelemeye alan ve gelişen bir literatür var. Örn.bkz. Bruno ve Shin (2013), Rey (2013).

Makalenin planı şu şekildedir. İkinci bölümde, küresel dengesizlikler ve son küresel kriz arasındaki ilişkiyle ilgili tartışmalara değinilmektedir. Üçüncü bölümde, son küresel krizden önce küresel finansal aşırılıkların nasıl oluştuğu ve bunların finansal kırılganlıkların oluşumuna nasıl katkı yaptığı tartışılmaktadır. Bunun için de Minsky-Kindleberger yaklaşımının dayandığı fikirleri ve son zamanlarda gelişen literatürdeki tartışmaları sentezleyen bir çerçeve sunulmaktadır. Dördüncü bölüm, bir önceki bölümde işlenen fikirleri ve tartışmayı GOÜ'ler özeline taşıyıp, cari hesapların krizler bağlamında önemli olup olmadığı sorusuna odaklanmaktadır. Son bölüm sonuçları özetleyecektir.

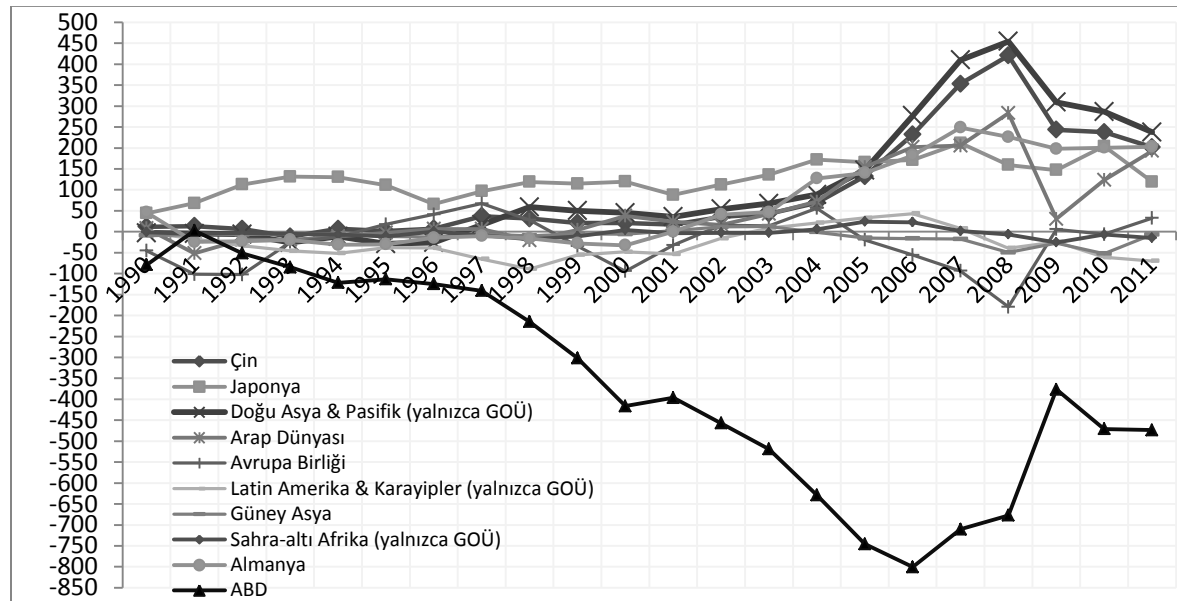
2. Küresel dengesizlikler ve kriz tartışması

Küresel dengesizlikleri krizin temel sebepleri arasında gören birbiriyle ilişkili farklı yaklaşımlar vardır. Bu yaklaşımlar kabaca iki kategoride gruplanabilir: i) Tasarruf fazlası görüşü ve ii) Güvenli varlık kıtlığı görüşü. Bu görüşler birbirini dışlamamaktadır. Bernanke vd. (2011)'nin ortaya koyduğu gibi, aslında bu iki görüş krizin harici kaynaklarına dair birbirini tamamlamaktadır. Tasarruf fazlası görüşü, cari fazla veren ülkelere doğru “akan” net sermaye akımlarının uzun-vadeli faiz oranları ve varlık fiyatları üzerindeki etkisine vurgu yapmaktadır. Bu görüş, sermaye akımlarının köklerini cari fazla veren ülkelerdeki tasarruf fazlasını (yatırımlara oranla) yaratan etkenlerde görmektedir. Güvenli varlık kıtlığı görüşü ise “güvenli varlıkların” küresel arz ve talebine, özellikle de yabancı yatırımcıların tercihlerinin ABD-orjinli finansal enstrümanların hacmi, fiyatı ve kalitesi üzerindeki etkilerine odaklanmaktadır (örn. Bernanke vd, 2011; Caballero ve Krishnamurty, 2009). Burada da güvenli varlıklara talebin temel kaynağı net sermaye akımlarıdır. Tasarruf fazlası görüşü en yaygın açıklama olduğundan biz yalnızca bu görüşün üzerinde duracağız.

Tasarruf fazlası görüşü, cari hesapları ve ilişkili net sermaye akımlarını okurken tasarruf-yatırım teorik çerçevesine dayanmaktadır. Bu görüşe göre, arzu edilen (desired, ex ante) tasarruf ve arzu edilen yatırım seviyeleri, gerçekleşen (realized, ex post) tasarruf ve yatırım seviyelerini ve uzun-vadeli reel faiz oranlarını dengede belirler. Gerçekleşen tasarruflardan gerçekleşen yatırımlar çıkarıldığında kalan bakiye cari hesaba eşit olduğuna göre, ve cari hesaplar da net

sermaye akımlarına hacmen eşit olduğuna göre⁵, arzu edilen tasarruf ve yatırım seviyeleri net sermaye akımlarını da belirler. Son olarak, bu görüşe göre, cari hesap bakiyelerindeki değişimler dış ticaret hadleri, döviz kurları, varlık fiyatları ve faiz oranları gibi görece fiyatların değişimiyle dengelenir.

Son yıllara ait cari hesaplar verileri ABD'nin devasa cari açığına karşılık Doğu Asya ülkelerinin (özellikle Çin'in), petrol ihracatçısı ülkelerin, Japonya ve Almanya'nın büyük cari fazlalar verdiğini gösteriyor (bkz. Grafik 1). Cari fazla veren ülkelerin performansları bu ülkelerin tasarruf fazlası vermesiyle ilişkilendirilmiştir.



Grafik.1: Ülke grupları ve seçilmiş ülkeler için cari hesaplar, Milyar ABD doları, 1990-2011
Kaynak: World Bank Veritabanı.

⁵ Esasında, gerçekleşen tasarruflardan yatırımlar çıkarıldığında kalan net ihracattır. Yine de cari hesapların net ihracat dışındaki bileşenleri görece olarak çok küçük olduğundan, literatürü takip ederek burada net ihracatı cari hesaba eşit olarak alıyoruz. Tasarruf fazlası görüşünün en temel metnini sunan Bernanke (2005) de burada herhangi bir ayrıma gitmemektedir. Bunun yanında, okuyucu cari hesap ve net sermaye akımları eşitliğinde resmi rezerv akımlarının da “net sermaye akımları” kalemi içine dahil edildiğine dikkat etmelidir. Ders kitaplarında ya da TCMB'nin ve pek çok merkez bankasının ödemeler dengesi analitik sunumunda rezerv değişimleri ayrıca ana kalemlerden biri olarak gösterildiğinden, ödemeler dengesi sunumlarıyla buradaki teorik çerçeve arasındaki farklara dikkat edilmelidir. Gelişmiş olan ülkeler için rezerv değişimleri çok önemli olmadığından bu ülkeler için yapılan tartışmalarda bu ayrım çok önemli olmayabilir. Metnin tamamında “net sermaye akımları” kavramı rezerv değişimlerini de içerecek şekilde düşünülmüştür. Dördüncü bölümde görüleceği üzere, rezerv değişimlerinin dahil edilmediği ve ayrı olarak düşünüldüğü durumlar için “rezerv-dışı net sermaye akımları” ifadesi kullanılmıştır.

Aşağıdaki olaylar ve etkenler bu ülkelerdeki tasarruf fazlalarının esas nedenleri olarak sunulmuştur. Bunlar beş maddede özetlenebilir⁶: (1) 1990'larda GOÜ'lerin yaşadığı finansal krizlerin (özellikle 1997-98 Asya krizinin) sonucunda bu ülkelerde yatırım oranlarında ciddi düşüş, yüksek devalüasyonlar ve kriz yaşayan ülkelerin ihtiyati rezerv biriktirme stratejisini benimseyip, dış borçlarını azaltma çabası içine girdiği gözlemlendi. Bunlar tasarruf-yatırım yaklaşımı çerçevesinde tasarruf fazlası ve cari fazla oluşumunun sebepleri arasında gösterildi.⁷ (2) Bahsi geçen GOÜ'lerin ihracat odaklı büyüme stratejileri ve ilintili iktisadi politikaları (değeri düşürülmüş kurlar ve bu kasıtlı rezerv biriktirme) da bu yaklaşım çerçevesinde tasarruf fazlası oluşmasının esas sebebi olarak sayıldı. Bu iki maddede sayılan nedenler esas olarak Doğu Asya ülkelerinde ortaya çıkan tasarruf fazlalarına işaret etmektedir. (3) 2000'lerin başında petrol fiyatlarının artışı ise petrol ihracatçısı ülkelerde tasarruf fazlası ortaya çıkışının sebebi olarak sayılmıştır. Buradaki mekanizma açıktır: petrol gelirleri, bu ülkelerden çeşitli şekillerde, özellikle de hükümet fonları (sovereign wealth funds) aracılığıyla yabancı varlıklara akıp, ülke için tasarruf fazlası ortaya çıkarmaktadır. (4) GOÜ'lerdeki az gelişmiş finansal sistemlerin etkileri, özellikle Çin'in finansal sisteminin az gelişmişliğinin etkileri, bu literatürde küresel tasarruf fazlasının nedenleri arasında en çok vurgulanan noktalardan biridir. Buradaki açıklama, hızlı gelir artışı yaşayan bu tip ülkelerde zayıf finans sektörünün ve zayıf sosyal sigorta sisteminin hanehalkı için ihtiyati tasarruf artışına ve firma için de, yüksek kârlılık durumunda, finansal yatırım araçları kısıtlı olduğundan atıl kalmış tasarrufların artışına yol açtığını öne sürmektedir. (5) Japonya ve AB ülkelerindeki bazı yapısal ve demografik etkenler de küresel dengesizliklerin oluşum nedenleri arasında sayılmaktadır. Burada da yaşanan nüfusun tasarrufla ilgili davranışlarına ve yüksek sermaye-emek oranı sebebiyle yatırımların düşük getiriye sahip

⁶ Buradaki özet Bernanke (2005; 2007)'ye dayanmaktadır. Bununla uyumlu farklı görüşler için, bkz.örn. Cooper (2005; 2007), Dooley, Folkerts-Landau ve Garber (2003, 2004, 2005a, 2005b), IMF (2005). Buradaki yorumla benzer görüşler içerse de eleştirel bir yaklaşım için bkz. Frankel (2007), Roubini (2008). Ekonometrik analizler için bkz. Desroches ve Francis (2007), IMF (2005), Legg, Prasad ve Robinson. (2007).

⁷ Küresel dengesizlikler yaklaşımına göre, Asya krizi sonrası yatırım oranları düşüşü direkt olarak tasarruf fazlası açığa çıkartmıştır. Yerli paranın çeşitli sebeplerle değer kaybının da, yerli mallara olan dış-talebi artırıp yabancı mallara olan iç-talebi azaltarak, tasarruf fazlası içeren bir dengenin oluşmasına katkı sunduğu düşünülmüştür. Bernanke (2005) rezerv biriktirmenin zorunlu olarak ya cari dengeyi iyileştirdiğini, ya net sermaye girişlerini artırdığını, ya özel net sermaye çıkışlarını azalttığını ya da bunların bir kombinasyonuna yol açtığını iddia etmektedir. Rezerv biriktirme ve cari fazla arasındaki bağlantının, pratikte Asya ülkeleri için, iç borçlanmayı artırma politikası yoluyla elde edilen tasarruflarla gerçekleştiğini savunmaktadır. Dış borçları azaltma stratejisinin de, yine aynı şekilde, ya iç borçlanma yoluyla ya da bütçe açıklarını iyileştirme yoluyla elde edilen tasarrufları hükümetlerin küresel finans piyasalarına kanalize etmesiyle cari dengeye pozitif yönde katkı yaptığını savunmaktadır. Pratiğe dair bu iki açıklama da, tasarruf fazlası yaratan politika örnekleri olarak sunulmuştur.

olmasına dair varsayımlara dayanarak, bu etkileşimlerin bazı gelişmiş ülkelerde tasarruf fazlası ortaya çıkardığı savunulmaktadır.

Bunların yanında, 2001'deki resesyona sonrası ABD'de yatırım oranının düşmesi ve sonrasında yeniden yükselmesi gibi bazı olaylar ve döngüsel gelişmeler değişik analizlerde yatırım ve tasarruf seviyelerindeki dalgalanmaları açıklamak için kullanılmıştır.

Tasarruf fazlası görüşüne göre, tasarruf fazlalarından doğan sermaye akımlarının yönünü ABD ekonomisinin çekici özellikleri belirlemiştir. Bunlar arasında, diğer gelişmiş ülkelere oranla hızlı üretkenlik artışı, güçlü kurumlar, derin ve sofistike finansal piyasalar ve ABD dolarının uluslararası rolü sayılmaktadır (Bernanke, 2005). 1996 ve 2000 yılları arasında küresel dengesizliklerin artış gösterdiği ilk dönem için, temel dengeleyici mekanizmanın ABD'deki hisse senedi fiyatlarının artışı ve doların değerlenmesi olduğu düşünülmüştür. 2001 sonrası dönem için ABD'de uzun-vadeli faiz oranlarının düşmesi ile konut fiyatları artışının bu dengeleyici rolü oynadığı ileri sürülmüştür (örn. Bernanke, 2005; 2007, Roubini, 2008).

Görüleceği gibi tasarruf fazlası görüşünün iki temel ayağı vardır. Birincisi, bazı ülkelerin tasarruf fazlası ve cari fazlalarının ortaya çıkması. İkincisi ise, bu fazla tasarrufların özellikle ABD gibi gelişmiş olan ülkelere akarak buralarda kredi hacmi ve varlık fiyatlarını etkileyerek genel makroekonomik görünümün üzerinde ciddi etkiler bıraktığıdır. Bu anlamda, bu görüş bir taraftan ulusal ve uluslararası düzeyde tasarruf/yatırım çerçevesine dayanmakta, diğer taraftan ise net sermaye akımları ve cari işlemler dengesindeki gelişmelere yoğunlaşmaktadır.

Bir takım ampirik bulguların bu literatürü desteklediği iddia edilmiştir. Bu ampirik araştırmalar net sermaye akımlarını ya da cari hesap bakiyelerini açıklayıcı değişkenler olarak kullanıp, bu değişkenlerin varlık fiyatları ve kredi genişlemesi üzerindeki etkilerini incelemiştir.⁸

⁸ Bu literatürde, net sermaye akımlarının uzun-vadeli reel faiz oranları üzerinde etkili olduğu iddia edildi (Sa ve Wieladek, 2010; Warnock ve Warnock, 2009). Bunun yanı sıra, bazı çalışmalar net sermaye akımlarının ABD hazine tahvillerinin vade açıklığı (term spread) üzerinde etkili olduğunu düşündüren bulgular yayınladı (Merrouche ve Nier, 2010; Warnock ve Warnock, 2009). Dahası, Warnock ve Warnock (2009), raporlanmış resmi finansal akımların, özellikle de Doğu ve Güneydoğu Asya kaynaklı olanların, ABD uzun-vadeli tahvil faizleri üzerinde anlamlı derecede aşağı yönlü etkileri olduğunu iddia etmektedir. Ayrıca, ampirik literatürün bir kısmı net sermaye akımlarının konut sektörüyle doğrudan ilişkili değişkenler üzerindeki etkisine odaklandı. Net sermaye akımlarının ipotekli konut kredisi (mortgage) faizleri üzerinde etkili olduğuna dair bulgular saptandı (Cömert, 2013; Warnock ve Warnock, 2009). Diğer bir grup, değişik ülkelerin dahil edildiği örneklemeler üzerinden konut fiyat artışları ile net sermaye akımları arasında bağlantı olduğunu rapor etti (Aizenmann ve Jinjara, 2008; Bernanke, 2010; Obstfeld ve Rogoff, 2009; Sa, Towbin ve Wieladek, 2011). Son olarak, Merrouche ve Nier (2010), 1999-2007 dönemi için,

Ancak net sermaye akımlarının varlık fiyatlarıyla ve kredi genişlemesiyle korelasyonunun gösterilmesi “tasarruf fazlası” görüşünün doğruluğunu kanıtlamak için yeterli değildir. ABD gibi bazı cari açık veren ülkelerde net sermaye girişi (net capital inflow) net sermaye çıkışından (net capital outflow) daha fazla olduğundan bu ülkeler için net akımlar (net capital flows) da pozitiftir. Net pozitif akımların artması piyasalarda beklentileri iyileştirip, likiditeyi etkileyerek finansal varlıkların fiyatlarındaki artışa ve kredi genişlemesine katkıda bulunmuş olabilir. Ancak arz sabitken herhangi bir varlığın fiyatını doğrudan belirleyen faktör o varlığa olan taleptir ki bu da **net sermaye akımlarıyla değil, net sermaye girişleriyle**⁹, yani bu varlıkları doğrudan alan ya da satan sermaye ile ilişkilidir. Bir başka deyişle, ABD hazine kağıtları ya da ipotekli konut kredisiyle (mortgage) alakalı finansal varlıkların fiyatlarını, bu kağıtlara olan dış talebin bir göstergesi olan ABD’ye net sermaye girişleri daha doğrudan etkileyecektir. Sermaye giriş ve çıkışlarının toplamını gösteren net sermaye hareketleri kalemi dış talebin yerli varlıkların fiyatları üzerindeki etkisini özellikle hem giriş, hem çıkışların çok yüksek olduğu ekonomilerde tam olarak yansıtamaz. Net sermaye akımları sıfırken bile belirli finansal varlıklara olan dış talep o varlıkların fiyatlarını etkileyebilir. Bir başka deyişle, herhangi bir ülkede cari hesaplar dengede iken, geleneksel anlamda tasarruf açığı ya da fazlası olmadığı durumlarda bile, o ülkeden kaynaklı çıkışlar başka ülkelerdeki finansal varlıkların fiyatlarını etkilerken, sermaye girişleri de ülke içindeki varlık fiyatlarını etkileyebilir. Net akımlarla, bu akımların iki temel brüt bileşeninin, yani net girişler ve net çıkışların, belirli seviyenin üzerinde bir korelasyon gösterdiği durumlarda, net akımların açıklayıcı değişken olarak kullanıldığı çalışmalar, net akımların dolayımı, brüt akımların ise doğrudan etkisini yansıtabilir. Bu yüzden, yukarıda bahsedilen ampirik bulgular şaşırtıcı değildir. Ancak nedenselliğin kaynağı hakkında yanıltıcı ya da eksik bilgiler içerebilir.

OECD ülkeleri içinde net sermaye akımları farklılaşmasının bu ülkelerde finansal sektörün bilanço genişlemesini, bankacılık sektöründe toptan fonlama yoluyla ulaşılan kaldıraç oranlarını (leverage) ve konut fiyatlarını anlamlı ölçüde açıkladığını iddia ettiler.

⁹ Bu makalede sıklıkla kullanılan “brüt akımlar” kavramı net sermaye girişleri ve çıkışlarını ifade etmektedir. Net sermaye girişleri ve çıkışlarının toplamı “net sermaye akımları” dediğimiz ve cari hesaba denk olan göstergiyi verir. Brüt akımlar denmesinin sebebi, “net sermaye akımları”nın brüt bileşenleri olmasındandır. Fakat, brüt akımlar denilen de, adından da anlaşılacağı üzere, aslında “net” bir değişkendir ve kendi içinde karşılıklı mahsuplaşan çok daha büyük hacimli finansal akımları barındırır. Okuyucu özellikle net sermaye akımları ve net sermaye girişleri dediğimizde aynı şeyi kastetmediğimizi bilmelidir, önceki net akım iken ve küresel dengesizlikler yaklaşımının merkezinde olan değişken iken, sonraki brüt akımlar yaklaşımı dediğimiz ve küresel dengesizlikler yaklaşımına tamamen karşıt bir açıklama sunan yaklaşımın merkezine aldığı değişkenlerden biridir.

Borio ve Disyatat (2011)'in vurguladığı gibi küresel dengesizlikler açıklamasının dayanağı olan tasarruf-fazlası görüşünü savunabilmek teorik olarak da kolay değildir. Bu yazarların ifade ettiği gibi, tasarruf-yatırım çerçevesi uluslararası finansal aktiviteleri ve uzun vadeli faiz hareketlerini anlamak için yeterli değildir. Kısmen Post-Keynezyen argümanlarla da benzerlik taşıyan bu eleştirel yaklaşım ilk olarak, “tasarruf” ve “finansman”ın farklı kavramlar olduğu ve harcamaların/yatırımların tasarruflar tarafından değil, finansman tarafından kısıtlandığı fikrine dayanmaktadır.¹⁰ İkinci olarak, tasarruf-fazlası yaklaşımı uzun dönem faizlerin tasarruf eğrisi ve yatırım eğrisinin kesişmesi yoluyla belirlendiğini ifade ederken, Borio ve Disyatat (2011)'in eleştirisi uzun-vadeli faiz oranlarının finansal kurumların, yatırımcıların ve merkez bankalarının finansal piyasalardaki etkileşimi yoluyla belirlendiği teorisine dayanmaktadır. Bu şekilde belirlenen faiz oranları hanehalklarının tasarruf ve yatırım kararlarıyla uyum içinde olmayabilir. Başka bir deyişle, piyasada gerçekleşen faiz oranları tasarruf-yatırım dengesinin ima ettiğinin çok ötesinde olabilir.

Tasarruf-yatırım yaklaşımına yönelik bu eleştirilerin hayati kısmı tasarruf ve finansman kavramlarının ayrılmasıdır. Yaygın kanının aksine, yatırım harcamaları kendisiyle eşleşen tasarruflar tarafından kısıtlanmaz. Bir iktisadi birimin harcamalarını (yatırım ya da tüketim fark etmeksizin), yeni gelen nakit akımları ve elde mevcut olan, alım gücüne hızlıca çevrilebilecek varlıklarla birlikte, temel olarak, finansal piyasa koşulları ve borçlanabilme olanaklılığı kısıtlar. Bu yaklaşım, yatırım için kredinin önceliğini vurgulayan Schumpeteryen yaklaşımla da benzerlikler göstermektedir (Schumpeter, 1947).

Piyasadaki herhangi bir zamanda var olan kredi miktarı o dönemki milli hesaplardan elde edilen tasarruflardan katbekat fazladır. Bütün problemlerine rağmen ana akım tarafından kabul edilebilecek olan para çarpanı yaklaşımında bile, zorunlu karşılık oranları sıfıra yaklaştıkça para çarpanının (ve kredi çarpanının) sonsuza yaklaştığı basitçe gösterilebilir. Bu ise, tam bir içsel para arzı yaklaşımı kabul edilmese bile, finansal piyasaların belirli koşullar altında kredi yaratma kapasitesinin var olan tasarrufların çok ötesinde olduğu anlamına gelmektedir. Bir başka deyişle,

¹⁰ “Tasarruf”, bir ulusal muhasebe kavramı olarak, gelirin tüketim harcamaları çıkarıldığında kalan kısmı olarak tanımlanırken; finansman, bir nakit-akım kavramı olarak, borçlanmayı da içerecek şekilde, kabul gören bir ödeme aracı (para) biçimindeki satınalma gücüne erişim olarak tanımlanmıştır (BD, 2011, ss. 1). Kapalı bir ekonomide, “tasarruf düzeyi, gelir (çıktı) yaratmak için tüketim dışındaki harcamaların yaptığı katkıyı temsil eder” ve “verili bir dönemde tasarruf etmenin tek yolu da tüketilmeyen şeyler üretmek olduğu için”, yatırım ve tasarruflar ulusal muhasebenin yapısı gereği birbirine eşit olmak zorundadır (BD, 2011, ss. 7).

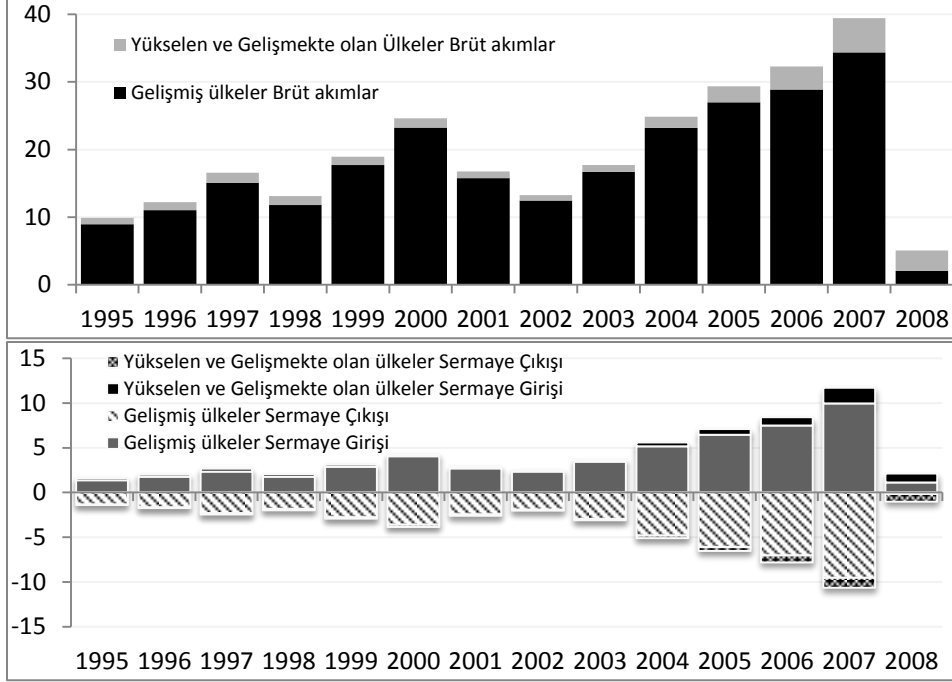
yatırımlar ve harcamalar için kullanılacak kredi miktarının var olan tasarruf miktarıyla doğrudan bir ilgisi yoktur. İster iç finansman ister dış finansman yoluyla olsun, “finansman”ın sağlanması, harcamaları ve dolayısıyla geliri, tüketimi, yatırımı ve en sonunda ona eşlenecek olan tasarruf büyüklüğünü meydana getirir. Aslında, önceki dönemlerden birikmiş tasarruflar ya da kredi yaratımı yoluyla yeni yaratılmış para biçimlerinde iç ya da dış finansman sağlanmadan, cari dönemin yatırımları ve tasarrufları ortaya çıkamaz.¹¹ Kapalı bir ekonomide tasarruf ve finansman arasındaki işte bu ayrım açık ekonomide net ve brüt akımlar arasındaki ayrım olarak karşımıza çıkar (Borio ve Disyatat, 2011).

Bu kavramsal berraklaştırmanın finansal entegrasyonun gittikçe arttığı bir dünya için çok önemli içerimleri vardır.¹² Birincisi, nasıl kapalı bir ekonomide belli bir tasarruf miktarına çok farklı kredi miktarları tekabül edebilirse, açık ekonomide de net akımlar ya da cari hesap çok farklı brüt akımlar kombinasyonlarıyla bir arada var olabilir.

İkincil olarak, net sermaye akımları, finansal bir kavram gibi görünmesine rağmen esasında reel ekonominin alanından pek de çıkamaz. Net akımlar reel ekonominin göstergeleri ile uyumlu olmak zorundayken, brüt finansal akımlar, önünde sonunda bunların reel ekonomiyle bir bağı olacaksa da, reel ekonominin toptan büyüklükleriyle tamamen uyumsuz olabilir. Nitekim, Grafik 2’den de görüleceği üzere, brüt akımların dünya GSYİH’sine oranı 1995-2008 yılları arasında yüzde 3 ile 40 arasında değişmektedir. Açıktır ki, net akımlar (cari hesaplar) ne bu kadar geniş bir bantta dalgalanabilir, ne de 2007-2008 arasındaki brüt akım değişimlerinin gösterdiği kadar keskin değişimler gösterebilir (ABD örneğinde cari açık ve brüt akım değişimleri için bkz. Grafik 3- sol üst panel).

¹¹ Burda yaptığımız tartışma mevcut tasarrufların önemsiz olduğu anlamına gelmemektedir. Herhangi bir dönemde harcamaları tasarrufundan fazla olan birimlerin yükümlülükleri artar. Kısa dönemde tolere edilme imkanı olsa da ekonomik birimlerin yükümlülük ve varlıkları arasındaki dengesizlikler orta ve uzun vadede ciddi problemlere yol açabilir.

¹² Bu kısımdaki teorik tartışma büyük ölçüde Borio ve Disyatat (2011)’a dayanmaktadır. BD (2011)’in kavramsal açıklamasının buradaki konunun kapsamı dışında olan içerimleri de vardır.



Grafik. 2: Gelişmiş ve Gelişmekte olan Ülkelerin Brüt Sermaye Akımları (Dünya GSYH'sinin yüzdesi olarak, üst panel; Trilyon ABD doları, alt panel) (1995-2008).

Kaynak: IFS ve BOPS veritabanları.

Notlar: "Brüt akımlar" değişkeni net sermaye girişleri ile net sermaye çıkışlarının toplamaya göre tersinin toplamıdır.

Dahası, çok uluslu bir temel üzerinde, cari hesap bakiyelerinin, küresel finans örüntülerine ve sınırlararası aracılık faaliyetlerine dair söyleyecek sözü yoktur ve üstelik yanıltıcıdır da. Örneğin, X ülkesi, Y ülkesine karşı cari fazla verirken, aynı zamanda bu ülkeden kaynaklı çok büyük miktarlarda finansal sermaye girişi elde edebilir. Veya, cari hesabı GSYH'sinin yüzde 5'ine ulaşmayan bir ülke, dünyanın finansal merkezleri arasında olduğundan (örn. İngiltere, İsviçre, Hollanda, Hong Kong gibi) GDP'sini aşan boyutlarda sermaye giriş ve çıkışına maruz kalabilir. Küresel dengesizlikler yaklaşımını eleştirenler de bu noktayı fazlasıyla vurgulamaktadırlar. ABD ekonomisi özelinde bakıldığında, ödemeler dengesinin coğrafi dekompozisyonu bu eleştiriyi doğrulamaktadır. ABD'ye sermaye girişlerinde özellikle Euro bölgesi ve Birleşik Krallık'ın aslan payına sahip olduğu görülmektedir (bkz. Grafik 3-sol alt panel). GOÜ'lerin payı ise oldukça küçüktür¹³. Dahası, aslan payını elinde tutan ülkeler cari

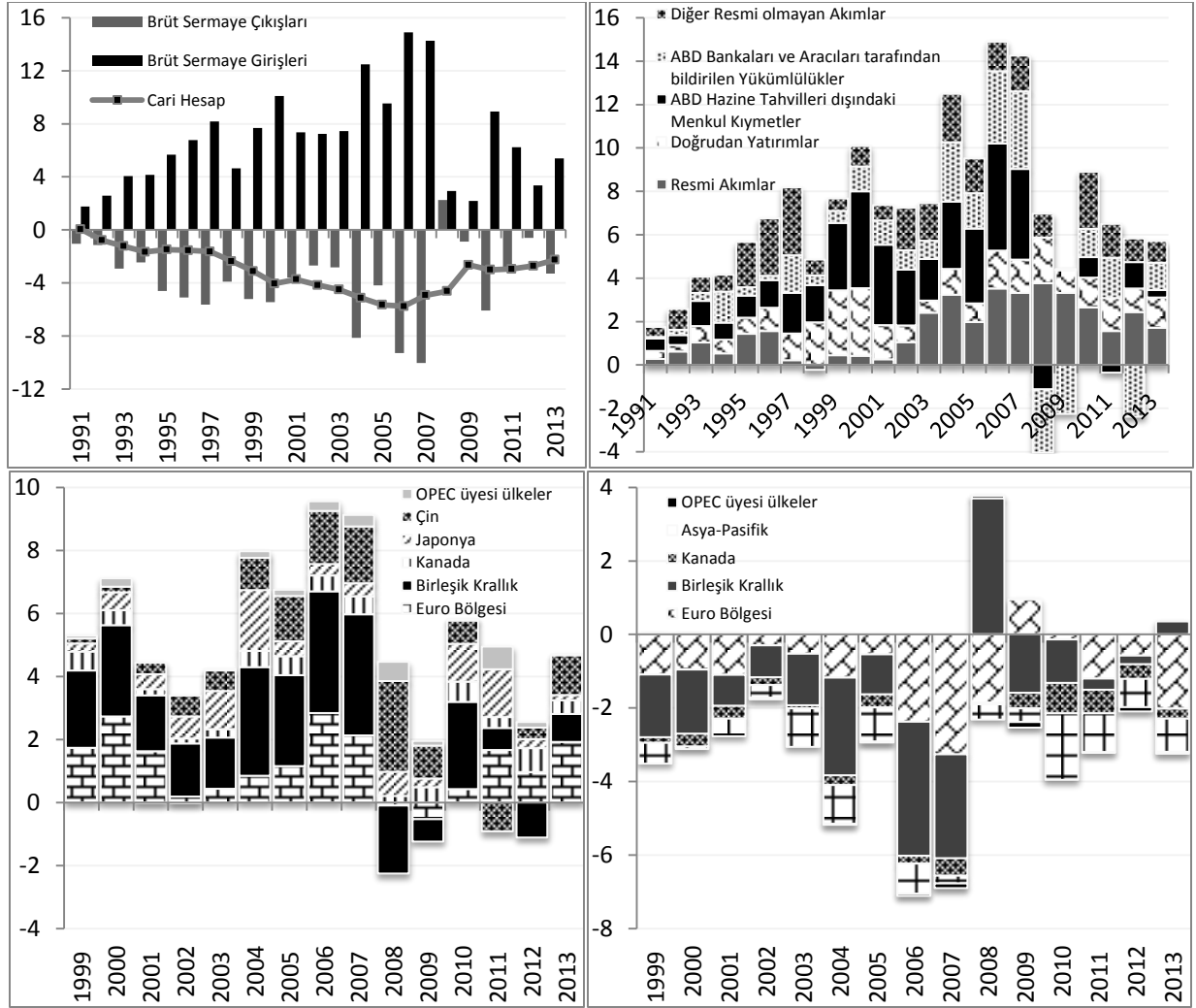
¹³ Bazıları Körfez sermayesinin Avrupa bankaları yoluyla ABD'ye aktığını iddia etmektedir. Ancak, küresel dengesizlikler yaklaşımının çerçevesi içinde çoğu cari açık veren Avrupa ülkelerinden ABD'ye yönelen sermaye akışını açıklamak kolay değildir. Net sermaye akımlarından çok brüt akımlara odaklanıldığı zaman ülkeler arasında cari hesaplardan bağımsız olarak gelişen sermaye akımlarını anlamak daha kolay olabilir.

fazlası olan ülke veya ülke grupları arasında yer almamaktadır. Kriz öncesinde, Birleşik Krallık cari açık verirken, Euro bölgesi kabaca sıfıra yakın bir cari hesap pozisyonuna sahiptir. Kriz döneminde, Çin'den kaynaklı sermaye girişleri temposunu korurken, gelişmiş ülkelerden gelen akımlar dibe vurmuştur¹⁴. ABD ekonomisinden çıkan brüt sermaye akımlarının coğrafi dağılımı da uluslararası finansal aktivite örüntülerinde cari fazlaların ya da açıkların değil, gelişmiş ve finansal olarak derinleşmiş ülkelerin önemini sergilemektedir (bkz. Grafik 3-sağ alt panel).¹⁵

Son olarak, ödemeler dengesi muhasebesinden kaynaklı olarak, net akımlar, yalnızca finansal hesaplar kalemi altına yazılan “safi finansal işlemler”den doğrudan etkilenmezler. Finansal hesaplar kalemi altına yazılan bir safi finansal işlem, kendi değeri büyüklüğünde ve kendisine göre negatif bir işlem büyüklüğü yarattığından, net sermaye akımını gerçekleştirdiği anda sıfırlar. Örneğin, yabancı bankalardan kredi alan bir yerli banka, başlangıçta hem sermaye girişi hem de çıkışı yaratır. Kredi miktarı sermaye girişi iken, yabancı bankanın krediyi yerli bankanın mevduat hesabına aktarması sonucu oluşan yekûn sermaye çıkışı olarak görünecektir. Bu miktarların daha sonra nasıl kullanılacağı ve reel ekonomiyle nasıl buluşacağı önemli olsa da, bu safi finansal işlemin, cari hesap kalemi altına işlenen, dolayısıyla net akımlara eşit olan büyüklüğe doğrudan bir etkisi olmadığı aşikardır.

¹⁴ BD (2011, ss. 15)'nin uygun bir şekilde belirttiği üzere, “Asya'nın ve petrol ihracatçılarının resmi sermaye akımlarının kriz sürecinde oynadıkları bir rol var ise eğer, bu istikrar sağlayıcı bir rol olmuştur” (bkz. Grafik 3-sol alt panel).

¹⁵ Krizin küresel dengesizlikler yaklaşımıyla açıklanmasında sıklıkla yapıldığı gibi, ABD'deki balonun harici kaynaklarına dair vurgunun GOÜ'lerin, özellikle Çin'in, rezerv biriktirmesine kayması yanıltıcıdır ya da GOÜ'lerin bu stratejisinin ABD'deki balona bir etkisi varsa eğer, bu etkiyi abartmaktadır. Grafik 3 –sağ üst panelden görüleceği gibi, kriz öncesi dönemde ABD'ye net sermaye girişlerinin büyük çoğunluğu özel sektöre aittir. Aynı dönemde Asya kaynaklı resmi girişlerin önemli ölçüde büyüdüğü ve ihmal edilemez bir paya ulaştığı da açıktır. Fakat, bu resmi girişlerin ABD'ye toplam net sermaye girişleri içindeki payının küçüklüğü, küresel dengesizliklerin gösterdiğinden farklı bir resim sunmaktadır.



Grafik. 3: ABD Ödemeler Dengesinin Çeşitli Dekompozisyonları (GSYİH'nin yüzdesi olarak).
Kaynak: BEA.

Notlar: Kategorilere göre brüt sermaye akımları panelindeki (sağ-üst panel) “Diğer Resmi olmayan akımlar”, ABD hazine tahvillerinin, ABD dolarının ve bağımsız yabancılara olan yükümlülüklerin toplamıdır. Alt-sol panel ABD’ye net sermaye girişlerinin dekompozisyonu iken alt-sağ panel ABD’den net sermaye çıkışlarının dekompozisyonudur.

3. “Brüt akımlar” yaklaşımı krizi açıklamada “küresel dengesizlikler” yaklaşımına göre neden daha başarılıdır?

Bahsedildiği gibi küresel dengesizlikler yaklaşımının temelleri çok güçlü görünmemektedir. Bu görüşte net sermaye akımlarına ya da bunun eşleniği olan cari hesaptaki gelişmelere odaklanılmaktadır. Net sermaye akımlarından ziyade brüt sermaye akımlarının çok daha iyi bir gösterge olacağını ifade eden görüşler, finansal krizlere yönelik Minsky-Kindleberger yaklaşımıyla kolaylıkla birleştirilebilir ya da bu çerçeveye içine oturtulabilir. Bu bölümde,

Kindleberger'in modelini (Kindleberger ve Aliber, 2005) temel alarak ve finansal kriz literatüründeki ilerlemeleri de hesaba katarak son krizin harici kaynaklarını daha iyi ifade edebilecek bir açıklama sunmaya çalışacağız. Böylelikle "brüt akımlar" yaklaşımını daha genel bir finansal kriz modelinin içine yerleştirmiş olacağız.¹⁶

Minsky-Kindleberger [MK] yaklaşımı **yer değiştirme** (displacement) ile başlar. Kastedilen güçlü ve kalıcı dışsal bir şokun ekonominin belirli sektörleri için müstakbel kâr fırsatlarını değiştirip, yatırımcıların güvenini artırması ve iyimser beklentiler yaratmasıdır. Yatırımcıların mevcut fonları ya da borçlanma yoluyla elde ettikleri fonları, yer değiştirmenin merkezinde yer alan ve daha sonra belki de spekülasyonun merkezi olacak kârlı sektöre doğru akar. Bu sektöre akan fonlar ekonomik genel görünümü değiştirmeye yetecek seviyeye ulaştığında, büyümeyi arttırdığında ve daha iyimser beklentiler yarattığında genel bir **ekonomik canlanma** (boom) başlar. Son küresel kriz için, yer değiştirmenin unsurları 1980'lerin başında başlayan finansal serbestleştirme ve kuralsızlaştırma hareketına kadar takip edilebilir. Bunun yanında, menkul kıymetleştirme (securitization), bilanço-dışı araçlar (off-balance-sheet vehicles) ve türev ürünler (derivatives) gibi finansal yeniliklere paralel olarak mortgage piyasasındaki gelişmeler de yer değiştirmenin genel unsurları arasında sayılabilir. Son otuz yılda derinleşen finansal entegrasyon süreci de yeni yasalar ve kurumlarla desteklendiği müddetçe bu büyük yer değiştirmenin parçaları arasında düşünülebilir. Daha özel olarak da, 2000'lerdeki kriz öncesi süreçte, yer değiştirmenin merkezinde konut sektörünün ve konut sektörüyle ilintili finansal ürünlerin olduğu düşünülebilir¹⁷.

Yer değiştirme etkisiyle yaratılan iyimser ortam **kredi genişlemesini** güçlendirerek ekonomik canlanmayı körükler. Böyle bir ortam, borç verenler için riskten kaçınmayı azalttığından ve belirsizliğe dair algıyı değiştirdiğinden; borç alanlar için de kolay koşullarda borçlanabilme imkanı sunup onların iştahını artırdığından, kredi genişlemesini güçlendirir. Kredi genişlemesi ya da daha genel olarak finansal firmaların bilançolarının genişlemesinin önündeki öznel ve nesnel kısıtlar azalmaya başlar. Bir taraftan kredi arzı giderek esnekleşirken,

¹⁶ Daha temel olarak ise, burada tartıştığımız görüşler gelişen bir finansal entegrasyon ve serbestleşme ortamında, krizlerin nedenlerini tespit etmek için finansal bir yaklaşımın gerekli olduğunu savunan görüşlerle paralellik taşımaktadır.

¹⁷ Benzer şekilde, Fostel ve Geanakoplos (2011) ve Geanakoplos (2009; 2010)'un kaldıraç döngüsü (leverage cycle) modelleri de yatırımcı güveninde ve risk algısında değişimi tetikleyen, dolayısıyla da varlık fiyatlarını ve teminat oranlarını etkileyen, "olumlu haberler" (good news) ile başlar.

diğer taraftan finansal sektör ve reel sektör kaynaklı olarak kredi talebi de genişlemeye başlar (Cömert, 2013).

Risk algısının, güvenin ve iştahın konjonktür-yanlısı hareketi sonuçta kredi genişlemesi/daralması ve finansal şirketlerin bilanço genişlemesi/daralması süreçlerini kuvvetlendirir¹⁸. Böyle bir ortamda, kâr peşinde koşan finansal şirketler, yeni finansal ürünler ve pratikler imal ederek yeni finansman biçimleri ve likidite kaynakları yaratırlar. Bu aşamada, varlık fiyatları esas olarak safi spekülasyon yoluyla –yani finansal varlıkların sağladığı düzenli nakit-akımları yerine fiyat artışlarından elde edilecek sermaye kazancına yönelik alımlar yoluyla- artar. Varlık fiyatlarının artışı daha çok yatırımcıyı ve fonu, toplumun en alt tabakalarından gelecek fonları da girdabına katarak, kendine çeker ve kendi kendini besleyen bir dinamik yaratır. Sonuçta, ekonomik coşkunluk (öforiya) ortaya çıkar, ekonomik büyüme artar ve coşkun beklentiler ve büyüme dolayısıyla gerçek ekonomik aktivitede ve kârlılıkta patlama yaşanabilir. Bu coşkunluk aşamasında, kredi kayıpları ve batıkları da azalacağından, borç verenler rekabetçi ortamın da etkisiyle daha fazla taşkınlışıp daha az teminatla ve daha esnek koşullarda kredi kullandırma eğilimine girerler. Bu, borç alanlar açısından daha büyük kaldıraç oranlarıyla borçlanma demektir. Finansal piyasalar açısından da risk priminin azalması demektir. Buraya kadar anlatılanlar pek çok kriz öncesi dönemi tariflediği gibi, 2008 krizi öncesi dönemi de kabaca tarifler. Son küresel kriz öncesinde, ABD'deki varlık balonunun yükselişinde mortgage kredileri ve diğer krediler tarafından desteklenen karmaşık finansal ürünler (temelde menkul kıymetleştirme yoluyla oluşturulan ürünler ve bunların bilançolarda tutulmasını fonlamak için geliştirilen kısa-vadeli fonlama mekanizmaları ve araçları) odak noktasıydı. Konut sektörü balonları ve tüketim patlaması Avrupa'nın periferisinde oldukça yaygındı. Bunların yanında, dünya ekonomisi genel olarak likidite bolluğuyla beslenen iyimser ortamdan faydalanmaktaydı. 2000'lerin küresel coşkunluğu, pek çok ülkede kredi genişlemesiyle el ele geliştirdi.

MK yaklaşımının kritik kısmı, kredi genişlemesi safhasıdır. Kindleberger ve Aliber'in (2005) belirttiği üzere, bütün kredi genişlemesi dönemleri tehlikeli varlık fiyatı balonlarıyla

¹⁸ Konjonktür-yanlısı risk ve belirsizlik algısının nasıl ve hangi mekanizmalarla bilanço genişlemesine, kaldıraç oranlarının artmasına ve varlık fiyatları artışına dönüştüğünü görmek için bkz. Adrian ve Shin (2010), Bruno ve Shin (2013), Geanakoplos (2010). Brunnermeier (2009) ve Gorton ve Metrick (2010), son finansal kriz sürecinde kendi kendini güçlendiren etkenlerin nasıl işlediğini ortaya koyuyor. Bruno ve Shin (2013) ve Rey (2013) de büyük küresel bankaların konjonktür-yanlısı algı ve beklentilerinin nasıl ve hangi mekanizmalarla konjonktür-yanlısı uluslararası finansal akımlara, özellikle de kredi ve portföy akımlarına, yol açabildiğini tartışıyorlar.

sonuçlanmasa da, tarihte bütün ciddi balonlar kredi genişlemesi tarafından körüklenmiştir. Son yıllardaki iktisat yazınında da hızlı kredi genişlemesi tarihsel olarak finansal krizlerin habercisi olarak kabul edilmeye başlanmıştır¹⁹. Burada kredi genişlemesine yapılan vurgunun nedeni, kapitalizmde parasal genişlemeye içkin olan istikrarsızlığa, kredi ve para genişlemesinin içselliğine (endojenliğine) ve uzun vadede mevcut “para”nın yerini almak üzere sürekli olarak yeni finansal araçların üretilmesi yoluyla kredi genişlemesinin belirli koşullarda esnekliğinin artığına vurgu yapan teorik ve tarihsel temellerdir.²⁰

Bilanço genişlemesi ya da kredi genişlemesi olarak adlandırılabilir süreç belirli kurumsal koşullar altında giderek içsel olarak daha çok kendi kendini besler bir hal alırken, özellikle finansal piyasaların sıkı düzenlendiği ve merkez bankalarının kredi kontrolleri, tavan/tabana faiz uygulamaları gibi doğrudan araçlarla bilanço genişlemesine müdahale ettiği dönemlerde içselliğin derecesi azalabilir (Cömert, 2013).²¹

MK yaklaşımının merkezinde bulunan kredi genişlemesi süreci, sonrasındaki ekonomik patlama ve varlık fiyatı balonları, sınırlararası akımlar tarafından önemli ölçüde beslenebilir. Gelişmiş ülkeler için, brüt finansal akımlara dair veriler sınırlararası finansal aktivitedeki bu yükselişi kısmen yakalamakta ve son krizin uluslararası kökenlerine dair cari hesapların konfigürasyonuna göre daha fazla içgörü sunmaktadır (bkz. 2. Bölüm). Verilerle uyumlu olarak, brüt akımlar yaklaşımı, Avrupa’nın finansal merkezleri ile ABD arasındaki finansal etkileşimleri son krizin harici kaynakları olarak işaret etmektedir.

Avrupa ve ABD’nin kriz öncesi finansal etkileşiminde temel mekanizma, büyük Avrupa bankalarının, ABD doları cinsinden varlık almak için, özellikle de sonradan riskli olduğu görülen mortgage kredisine dayalı menkul kıymetleri edinmek amacıyla ABD para piyasalarında toptan

¹⁹ Örn. bkz. Reinhart ve Rogoff (2009). Borio (2012)’de konu hakkında bir literatür taraması bulunabilir.

²⁰ Bir döngünün genişleme döneminde her daim değişik kredi enstrümanları paranın yerini tutmaya başlar (Mehrling, 2012). Dahası, kambiyo senetleri, vadesiz kredi (call-money), altın-döviz standardı, devredilebilir mevduat sertifikası, yükümlülük yönetimi, para piyasası yatırım fonları, repo ve ters repo, ticari kağıtlar, yapılandırılmış yatırım araçları ve bilanço-dışı araçlar vb. gibi farklı finansal ürün, kurum ve pratiklerin tarihsel gelişimi, aşırı kredi genişlemesiyle karakterize olan dönemlerin tesadüfi olmadığını, fakat finansal piyasa katılımcılarının işlem, borçlanma ve likit kalma maliyetlerini düşürmek ve karlarını artırmak için sürekli bir arayışta oldukları sisematik bir sürecin sonucu olduğunu ortaya koyar (Kindleberger ve Aliber, 2005). KA (2005, ss. 58)’nin özlü biçimde ifade ettiği gibi “[s]üreç Sisifos söylencesine benzer, sürekli devinim vardır; paranın tarihi, mevcut parayı daha etkin kullanmak için sürekli yenilikler üretmenin ve paraya uygulanan resmi zorunlulukların etrafından dolanmak için geleneksel paraya yakın para ikamelerinin gelişmesinin hikayesidir.”

²¹ Bir başka deyişle bilanço genişlemeleri üzerinde merkez bankalarının etkisi bu dönemlerde artar.

fonlama yoluyla borçlanmasıdır (Acharya ve Schnabl, 2009; Borio ve Disyatat, 2011; Shin, 2012; Tokunaga ve Epstein, 2014). Küresel bankaların bu tipteki operasyonları, aynı anda hem sermaye girişi hem de sermaye çıkışı yarattığı için cari hesapları doğrudan etkilemezler. Daha genel olarak da, küresel bankalar merkezlerinin bulunduğu sınırlar dışındaki bilanço genişlemelerini yine sınırların dışında finanse ettiği sürece, finansal kırılganlıkları tespit etmek üzere cari hesapları gözlemlemek yeterli olmayacaktır²². Küresel dengesizliklere odaklanmak, ABD'nin konut kredisi patlaması ve çöküşünde Avrupa bankalarının rolünü kaçırmaya yol açmaktadır. Odaklanması gereken 2000'lere yaklaşıldıkça finansal entegrasyonun, finansal derinleşmenin ve kuralsızlaştırma süreçlerinin had safhaya yaklaşmış olduğudur. Bütün bunlar finansal sistemin içsel olarak kendi kendini genişletebilme ve besleyebilme kapasitesini artırmıştır. Avrupa'da ve ABD'deki uygun finansal düzenlemeler ile özellikle ABD'nin finansal inovasyonlara meyil veren ortamı karşılıklı olarak dünya çapında etkileri olacak bir balonun şişmesini sağlamışlardır (Shin, 2012; Tokunaga ve Epstein, 2014).

MK yaklaşımında, biriken bazı kırılganlıkların daha görünür olması gibi sebeplerle varlık fiyatı balonu bir sona gelir. Bu aşamada, varlık alıcıları satın almaya daha az istekli olup likiditeye dönme gerekliliğinin farkına varmaya başlarlar. Bu yüzden, varlık fiyatları da düşmeye başlar ve yüksek kaldıraçla borçlanmış bazı birimler iflasa sürüklenebilir. Bu **finansal sıkıntı** (financial distress) dönemi bazı yatırımcıların fiyatların toparlanacağına dair beklentileriyle paralel olarak uzun da sürebilir. ABD'de ve Avrupa'nın ABD finansal piyasalarıyla sıkı bağları olan ülkelerinde, finansal sıkıntılarının 2007 başından itibaren ortaya çıktığı iddia edilebilir. Daha net olarak ise finansal sıkıntı döneminin 2007 Temmuz'unda bankalararası para piyasasını vuran krizin ilk habercisi sayılabilecek şokla başlayıp Lehman Brothers'ın batışına kadarki dönemi kapsadığını düşünmek yanlış olmaz. 2007 Temmuz'undan 2008 Eylül'üne kadar gerçekleşen olaylar, brüt akımlar yaklaşımını ve genel olarak krizin uluslararası boyutunu finansal açıdan ele alan yaklaşımları doğru çıkaracak şekilde, cari hesap pozisyonlarıyla hiçbir korelasyon göstermeden tamamen finansal bağlantılar aracılığıyla yayılmıştır (Acharya ve Schnabl, 2009; Shin, 2012).

²² Avrupa ile ABD arasındaki stok pozisyonlar için de benzer gözlemler yapılmıştır. Trilyonlarca dolar tutan karşılıklı pozisyonlara karşılık net pozisyonlar sifıra yakındır (Bkz. Shin, 2012).

MK yaklaşımının son aşaması, yatırımcıların pozisyonlarını likide çevirme yönünde hücumla geçmesini tetikleyen bir sinyal ile başlayan **çöküş ve panik** (crash and panic) aşamasıdır. Bu sinyal, büyük bir bankanın batışı, ciddi dolandırıcılıkların ortaya çıkması ya da önemli bazı varlıkların fiyatlarındaki ani düşüş olabilir. Son küresel krizin patlak vermesini tetikleyen sinyal artık kötü şöhretli Lehman Brothers'ın 15 Eylül 2008'de batışı ya da kurtarılmamasıdır. MK yaklaşımına göre, panik doğal olarak kendini besler ve ters-kaldıraçlama (deleveraging), varlık fiyatları düşüşü, iflaslar birbirini takip eder. Sonuçta, bankalar ya da genel olarak borç verenler, borç verme konusunda daha çok titizlenmeye başlarken, belirsizlik ve riskten kaçınma yükselişe geçer. Kredi buharlaşır, likidite hükümlerini kazanır. Bu ise bilanço genişlemesi üzerindeki öznel ve nesnel kısıtların bağlayıcı (binding) olmaya başladığının işaretidir. Uzun-ömürlü ve gittikçe daha çok firmayı içine çeken bir iflaslar dizisi ile harcamaların, istihdamın ve üretimin baskılanıp reel borç yükünün eritilemediği bir borç deflasyonu (debt deflation) süreci olasılığı her zaman mevcuttur²³. Belirli koşullar altında panik, düzenleyici kurumların, hükümetin ve merkez bankalarının müdahaleleriyle durdurulabilir. Son kriz sırasında Fed ve diğer merkez bankaları 1929'daki borsa çöküşünden ortaya çıkan Büyük Buhran'dan dersler çıkararak ellerindeki tüm araçlarla ve yeni geliştirdikleri araçları seferber ederek finansal piyasaları topyekûn bir çöküşten kurtarabilmişlerdir.

Sonuç olarak, finansal entegrasyonun ve serbestleşmenin büyüdüğü bir ortamda, brüt akımlar yaklaşımı krizlerin nedenlerini tespit etmek için net akımların veya cari hesap pozisyonlarının kaynaklarına odaklanmaya göre çok daha fazla içgörü sunar. Bu anlamda küresel dengesizliklerin temel açıklama birimi olduğu yaklaşım yerine ülkeler için ve uluslararası bilanço genişlemesini (veya kredi genişlemesini) merkeze koyan yaklaşım çok daha faydalıdır²⁴. Ayrıca böyle bir yaklaşım, içsel kredi genişlemesi yaklaşımı ile kolayca entegre edilebilir. Bu yüzden, bu yaklaşım, son küresel krizin nedenlerini küresel dengesizlikler yaklaşımından daha iyi yakalamıştır. Benzer görüşler yavaş da olsa iktisat yazınında kabul görmeye başlamıştır. Fakat bu yaklaşım GOÜ'ler için de geçerli midir? Bir sonraki bölümde bu sorunun cevabını vermeye çalışacağız.

²³ Borç deflasyonu ve burada tariflenen modelin öncüsü için bkz. Fisher (1933).

²⁴ Elbette ki, brüt akımlara dair veri seti, altta yatan hacimli finansal işlemleri içermeyen kompakt bir veri seti olduğu için ve iktisadi kuruluş ya da birimler temelinde sınırlararası finansal risklere ne kadar maruz kalındığını göstermediği için sınırlı bilgi sunar. Yine de, bu yaklaşımdaki finans alanına yapılan merkezi vurgu krizin nedenlerine dair nereye bakılması gerektiğini doğru bir şekilde gösterir.

4. Brüt akımlar yaklaşımı geliştirmekte olan ülkeler için ne ifade eder?

Cari hesapların ya da net finansal akımların GOÜ'ler için anlamı gelişmiş ülkelerle aynı olmayabilir. Aşağıda açıklayacağımız sebeplerden ötürü GOÜ'lerde cari hesap kalemindeki gelişmelerin hala önemli bir gösterge olduğunu düşünmekteyiz. Ayrıca, genel olarak, GOÜ'lerde rezerv hareketlerinin çok büyük boyutlara ulaşması, ve rezervlerin bu ülkelerde daha farklı bir yere sahip olması nedeniyle, rezervlerin net sermaye akımlarının dışına alınarak tartışılması daha faydalı olacaktır²⁵.

Brüt akımlar yaklaşımı, küresel dengesizlikler ve kriz tartışmasında bütünüyle yerinde eleştiriler getirirse de geliştirmekte olan ülkelerde özel olarak nasıl dinamikler ortaya çıkabileceği ile ilgilenmez. Öte yandan, brüt akımlar yaklaşımının küresel dengesizlikler yaklaşımına yönelik eleştirileri dikkate alındığında bile, cari hesapların neden hala önemli olduğu Obstfeld (2012a; 2012b) tarafından tartışılmıştır. Ancak, bu çalışmalarda cari hesabın öneminin geliştirmekte olan ülkelere özgü bir takım sorunlarla ilintili olduğu vurgulanmamıştır. Biz burada hem cari hesapların hem de rezerv-dışı net akımların ve rezerv değişimlerinin neden GOÜ'lerde önem kazandığını, hem de bu değişkenlerin önem kazanmasının neden büyük oranda ülkenin gelişim düzeyiyle ilintili olduğunu tartışacağız.

Cari hesap ya da rezerv-dışı net akımlar GOÜ'ler için neden önemlidir? İlk olarak, sanayileşme perspektifi açısından cari açıklar uzun süreli olarak göz ardı edilemez. Tarihsel olarak baktığımızda sanayileşmesini başarılı olarak tamamlayan “geç sanayileşmiş” ülkelerin sanayileşme süreci cari fazla ile el ele gitmektedir. Eğer ticaret fazlası petrol vb. gibi doğal zenginliklerden kaynaklanmıyorsa, bu rekabetçi bir üretim yapısını gösterir. Kalıcı cari açıklar büyük oranda sınai gelişimde eksiklik, uluslararası rekabette gerilik veya sürdürülemez büyüme stratejileri gibi yapısal problemleri yansıtabilir. Dahası, kalıcı ve büyük boyutlu bir cari açığı sürdürmeye çalışmak özellikle GOÜ'lerin sanayileşme çabalarını olumsuz etkileyebilir.

İkincisi, cari açık veren bazı GOÜ'lerdeki brüt akım hacmi net akımlara çok yakındır. Genel olarak da, brüt akımlar ve cari denge arasındaki korelasyon GOÜ'lerde anlamlı ölçüde

²⁵ Biz burada rezervlerden arındırılmış net sermaye hareketlerini, “rezerv-dışı sermaye akımları” olarak ifade etmekteyiz.

daha yüksektir. Bu Tablo 1 aracılığıyla görülebilir. Öncelikle, burada seçtiğimiz ülkeler²⁶ için 1980-2013 arası yıllık cari dengeleriyle üç farklı brüt finansal akım göstergesi arasındaki korelasyonları hesapladık. Cari denge, teorik açıklamanın ima ettiği şekliyle net sermaye akımlarının aynasıdır. Dolayısıyla cari denge ve brüt akım korelasyonları aynı zamanda net akım ve brüt akım korelasyonları olarak okunabilir. Tabloda, net sermaye çıkışları ile cari denge korelasyonu COR1; net sermaye girişleri ile cari denge korelasyonu COR2; net girişler ve net çıkışların toplamı ile cari denge korelasyonu COR3 olarak ifade edilmiştir²⁷. Son gösterge, COR3, bir ülke için hem girişleri hem çıkışları hesaba katan ve toplam finansal akım hacmini ölçmeye yarayan temsili bir gösterge olarak düşünülmüştür.

Tabloda Gelişmiş ve Gelişmekte olan Ülkeler grupları ikiye bölünüp uzun-vadede ortalamada cari fazla verenler ve açık verenler olarak ikiye ayrılmıştır. Tablonun notlarında bu ayrımın nasıl yapıldığı açıklanmıştır. Cari fazla veren ülkeler için, brüt akım hacmi ile cari denge korelasyonunun gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde aynı olduğu görülmektedir (iki grup için de COR3 değerleri 0.46'dır). Öte yandan, cari açık veren ülkeler için durum değişmektedir; brüt akım ve cari denge korelasyonu gelişmiş ülkelerde -0.39 iken, GOÜ'lerde -0.62'dir. Cari fazla veren ülkelerde net sermaye çıkışı ile cari denge arasında daha yüksek korelasyon olması beklenir. COR1 değeri bu korelasyonu gösterir. Burada cari fazla verenler grubunda da gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında hafif bir fark olduğu görülebilir (COR1 değerleri sırasıyla -0.54'e -0.64'tür, fakat gelişmiş ülkelerde standart sapma daha yüksektir). COR2 değeri ise, cari açık verenler için daha anlamlı olan net sermaye girişleri ile cari denge korelasyonudur ve yukarıda cari açık verenler için çıkardığımız sonucu tekrarlar (COR2 gelişmişler için -0.47 iken GOÜ'ler için -0.72'dir)²⁸. Sonuç olarak, GOÜ'lerin, özellikle de cari açık veren GOÜ'lerin

²⁶ Bu çalışmada 56 ülke ve 1 ülke grubu (Euro bölgesi) seçilmiştir. Seçilen ülkelerin 2012 yılı için GSYİH toplamları, Dünya Bankası "World Development Indicators" veritabanında aynı yıl için GSYİH verisi bulunan 141 ülkenin toplam GSYİH'sinin %96,9'unu oluşturmaktadır.

²⁷ Yukarıda anlatım kolaylığı açısından "toplam" denmiştir, oysa yukarıdaki gösterge (COR3) net sermaye girişleri ile net sermaye çıkışlarının farkı olarak hesaplanmıştır. Bunun nedeni, kullanılan verilerde net sermaye çıkışının eksi olarak kaydedilmesidir. Bunun toplamaya göre tersi alınıp net sermaye girişine eklenmiştir. IMF'nin 6. Ödemeler Dengesi Elkitabı baz alınarak okunduğunda yaptığımız işlem net varlık edinimi ile net yükümlülük edinimi toplamıdır. Yukarıdaki COR1 ve COR3 değerlerindeki "net sermaye çıkışı" rezerv değişimini içermemektedir.

²⁸ Batı Avrupa'da ciddi kriz yaşayan ülkeleri Gelişmiş Ülkeler grubundan ayırdık, çünkü bu gruptaki ülkeler (bkz. Tablo1:Notlar) hem Avrupa'nın periferisinde olduğundan gelişme derecesi tartışmalı olabilecek hem de cari açıklarla karakterize olmuş ülkeler. Tablodan Batı Avrupa Kriz Grubu'nun aslında gelişmekte olan ülkelerle aynı karakteristiğe sahip olduğu görülebilir. Bu ayrımın yapılmadığı ve bu ülkelerin gelişmiş ülkelerin cari açık verenleriyle aynı gruba konulması durumunda, Gelişmiş Ülkeler-Cari Açık Verenler'in COR2 değeri -0.58, standart

arasında önemli sayıda ülke için cari hesaplardaki gelişmeleri takip etmek brüt akımlara dair yaklaşık bir gösterge sunacaktır ve cari hesaplar verisi finansal alanda neler olup bittiğine dair genel resmin bir kısmını yansıtabilir. Bu yüzden ilke olarak, bir ülkenin cari hesap verisi brüt akımlar ile yüksek bir korelasyon gösteriyorsa, cari dengedeki gelişmeler finansal akımlar hakkında da önemli bilgiler içerebilir.

TABLO 1. Gelişmiş ve Gelişmekte olan ülkeler için net akımlar- brüt akımlar korelasyonu karşılaştırması

		COR1	COR2	COR3
Gelişmiş Ülkeler				
Cari Fazla Verenler	Ortalama	-0.54	0.34	0.46
	St. Sapma	(0.17)	(0.22)	(0.18)
Cari Açık Verenler	Ortalama	0.26	-0.47	-0.39
	St. Sapma	(0.32)	(0.28)	(0.30)
Batı Avrupa Kriz Grubu	Ortalama	0.57	-0.74	-0.68
	St. Sapma	(0.04)	(0.12)	(0.08)
Gelişmekte Olan Ülkeler				
Cari Fazla Verenler	Ortalama	-0.64	0.19	0.46
	St. Sapma	(0.11)	(0.39)	(0.22)
Cari Açık Verenler	Ortalama	0.28	-0.72	-0.62
	St. Sapma	(0.31)	(0.24)	(0.30)

Kaynak: IFS-BOPS veritabanları ve yazarların hesaplamaları.

Notlar: (1) Yukarıdaki veritabanında IMF'nin Ödemeler Dengesi Elkitabı 5 (BPM5)'e dayalı sunum 2008 yılında sona ererken, Elkitabı 6 (BPM6)'ya dayalı sunum 2005 ve sonrasını kapsamaktadır. Biz 2005-2008 dönemi için Elkitabı 6'nın verilerini baz aldık. Elkitabı 6'ya dayalı sunumun olduğu yıllar için bütün verileri Elkitabı 5'e uyumlu hale getirdik. Yaptığımız işlem, Elkitabı 6'ya göre "net varlık edinimi" kalemi altındaki değerlerin eksi ile çarpılmasından ibarettir.

(2) Cari açık ya da fazla verenler grupları, COR3 değerinin sırasıyla negatif ya da pozitif olmasına göre oluşturulmuştur. Net sermaye girişlerinden net sermaye çıkışları çıkarılınca, büyük çoğunlukla, pozitif bir değer elde edilir. COR3 bu değişkenle cari hesabın korelasyonudur ve kapsanan yaklaşık otuz yıllık dönemde ülkenin ortalamada cari açık mı fazla mı verdiğini gösterir.

(3) "Gelişmiş Ülkeler- Cari Fazla Verenler": Hong Kong, Japonya, Güney Kore, Singapur, Avusturya, Belçika, Danimarka, Finlandiya, Almanya, Lüksemburg, Hollanda, Norveç, İsveç ve İsviçre'yi; "Gelişmiş Ülkeler- Cari Açık Verenler": Avusturalya, Yeni Zelanda, Kanada, ABD, Euro Bölgesi, Fransa, İtalya, Birleşik Krallık ve Malta'yı; "Batı Avrupa Kriz Grubu": Kıbrıs, Portekiz, İspanya, Yunanistan, İzlanda ve İrlanda'yı; "GOÜ'ler- Cari Fazla Verenler": Çin, Malezya, Filipinler, Rusya, Bolivya ve Ekvador'u; "GOÜ'ler- Cari Açık Verenler": Hindistan, Endonezya, Tayland, Belarus, Bulgaristan, Hırvatistan, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Letonya, Litvanya, Polonya, Romanya, Slovakya, Slovenya, Türkiye, Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Kosta Rika, Meksika ve Güney Afrika'yı kapsamaktadır.

Üçüncü olarak, cari hesaplardaki gelişmeler bir ülkenin herhangi bir zamanda yükümlülük mü yoksa varlık mı biriktirdiğini göstermektedir. Tasarrufun bir ülke ekonomisindeki farklı birimler için oynadığı rol gibi, cari denge de bir ülkenin diğer ülkeler karşısındaki pozisyonunda

sapması 0.26; COR3 değeri -0.50, standart sapması 0.28 bulunmaktadır. Bu bulgular, yukarıdaki sonuçların keskinliğini azaltıyor, fakat sonuçların işaret ettiği yönü değiştirmiyorlar.

varlık fiyatları haricindeki değişimi yansıtır²⁹. Herhangi bir ekonomik birimin sürekli bir şekilde yükümlülük biriktiremeyeceği ilkesi bir ülke düzleminde de geçerlidir. Özellikle GOÜ'lerde bu durum çok daha barizdir. GOÜ'ler genelde kendi para cinslerinden yükümlülüklerini ödeyemeceğinden (original sin) kronik cari açıklar ciddi bir tehdit unsuru olarak algılanabilir. Uzun süre boyunca büyük bir cari açık pozisyonu sürdürmek, GOÜ'ler için, gittikçe maliyetli olacak ve bir noktadan sonra belki yıkıcı bir şekilde intibak gerektirecektir.³⁰ Fakat, 2000'lerin küresel likidite bolluğu döneminde olduğu gibi ya da kriz sonrası dönemde aralıklarla likidite bolluğunun ortaya çıkışında olduğu gibi, GOÜ'lerin böyle yapısal olarak zayıf ve sürdürülemez pozisyonları belirli bir süre, hatta tahminlerin ötesinde sürdürebilmesi mümkün hale gelebilir. Yine de bunun uzun zaman süremeyeceği açıktır.

Dördüncü olarak, GOÜ'lerde gelişmiş ülkelere göre rezervlerin ve döviz kurunun oynadığı rol önemli ölçüde farklıdır. Öncelikle, gelişmiş ülkelerin aksine GOÜ'lerde rezervlerdeki değişimler önemli bir yekûn tutar. Bir başka deyişle, rezerv-dışı sermaye hareketleri, cari dengeye kabaca bile eşit olmak zorunda değildir. Cari fazla, net pozitif rezerv-dışı sermaye hareketiyle birlikte gerçekleşebilirken, nadir de olsa net negatif rezerv-dışı sermaye hareketleri cari açıklarla birlikte gerçekleşebilir. Birinci durum ortaya çıktığında normal şartlar altında hızlı bir şekilde yerel paranın üzerinde değerlenme baskısı artar. Bu da cari fazlanın sürdürülmesini zorlaştırabilir. Ancak, Çin gibi sermaye kontrolleri ile birlikte döviz kuru üzerindeki hakimiyetini sürdüren bazı ülkeler piyasadaki fazla döviz merkez bankaları aracılığı ile toplayarak döviz kurunun değerlenmesini engellemeye çalışır. Bu tip uygulamalar ticari savaşlara yol açsa da, genel olarak GOÜ'ler için, cari fazla ve net pozitif rezerv-dışı sermaye hareketlerinin birlikte var olması önemli bir sorun olarak gözükmez. Öte yandan, cari açık veren GOÜ'ler de farklı saiklerle, özellikle krizlerden ve ani sermaye hareketlerinin yaratabileceği

²⁹ Cari hesapların evrimi, bir ülkenin dış borç stoku ile ilintili kırılganlıklarının kısmi bir göstergesi olan net uluslararası yatırım pozisyonunun (UYP) evrimini yansıttığı için cari hesaplar önemlidir (Obstfeld, 2012a; 2012b).

³⁰ Yabancı para cinsinden yükümlülüklerini ödemek zorunda olan GOÜ'lerdeki bazı iktisadi birimler yükümlülüklerini yerine getirmek için borç çeviriyor olabilirler. Ülke cari fazla veriyor olsa da bu birimlerin gerekli olan dövize erişmesi gerekir. Erişimin zorlaşmaya başladığı finansal sıkıntı dönemlerinde, merkez bankasının döviz rezervlerine ya da ülke içindeki diğer birimlerin elinde birikmiş dövize talep artacaktır. Sonuçta, arzdan fazla oluşabilecek bir döviz talebi, yerli paranın değerinin düşmesine sebep olacaktır. Yerli paranın hızlı değer kaybı, normal koşullarda sıkıntı yaşamayacak birimleri de girdabın içine çekebilir. Bu durum cari fazla veren ülkeleri bile zorlarken cari açık veren ülkelerde kur hareketleri çok daha fazla olabilir. Öte yandan, uzun süreli cari açık ya da fazla veriyor olmak, krizin reel ekonomide yaratacağı derinliğe, toparlanma sürecinin uzunluğuna etki edebilir. Nitekim Lane ve Milesi-Ferretti (2014), son küresel krizde bunun bir ölçüde gerçekleştiğini savunmaktadır.

yıkıcı etkilerden korunma amaçlı rezerv biriktirmek zorundadırlar. Bu zorunluluk finansal entegrasyon ve serbestleşme ölçüsünde artar. Genel olarak GOÜ'lerde cari açıkların uzun süre yüksek seviyelerde seyretmesi durumunda rezerv birikimi için cari açığın üstünde bir büyüklükte net pozitif rezerv-dışı sermaye hareketi gerekli olacaktır. Kriz dönemlerinde bu akımların tersine dönmesiyle birlikte oluşabilecek döviz kurundaki aşırı dalgalanmalar ve rezerv kaybı ciddi sonuçlar doğurabilir.

Dahası, brüt sermaye akımları değil, rezerv-dışı net sermaye akımları herhangi bir zamanda toplam döviz arzı ve talebini etkileyecektir, çünkü hem net sermaye girişleri hem de net sermaye çıkışları döviz arz ve talebinin belirleyeni arasındadır. Gelişmiş ülkelerin, özellikle de finansal merkez konumundaki ülkelerin aksine, GOÜ'ler için döviz kuru en kritik varlık fiyatlarından biridir. Rezerv-dışı net sermaye akımları en azından döviz kurundaki gelişmeleri anlamak için önemli olabilir. Bir başka deyişle, bir ülke için yabancı döviz miktarındaki değişim, diğer şeylerin yanında, rezerv-dışı net akımlar tarafından belirlendiği için, rezerv-dışı net sermaye akımlarının boyutu ve yönü kurdaki aşağı ya da yukarı yönlü gelişmeleri etkileyerek doğrudan ve dolaylı olarak ekonomik birimlerin hareket ettiği makro-ekonomik düzlemi etkileyecektir. Gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru göz ardı edilemeyecek kadar önemlidir. Döviz kuru bu ülkelerde özellikle ara mallar olarak kullanılan ithal malların fiyatları üzerinden enflasyonun en önemli belirleyicilerindendir (Benialper ve Cömert 2014). Ayrıca, döviz kuru hareketleri özellikle varlıkları yerli para cinsinden, yükümlülükleri de yabancı para cinsinden olan birimlerin ya da genel olarak döviz açık pozisyonuna sahip birimlerin, devletin, firmaların, ve hane halklarının bilançolarında çok ciddi değişikliklere yol açabilir (Krugman, 1999). Finansal akımlardaki ani duruşlar ya da geri dönüşler döviz kurunda ciddi değişikliklere yol açar. Bu ise GOÜ'lerde 1990'larda yaşanan krizlerde olduğu gibi belirli dönemlerde yükümlülüklerini yerine getiremeyen birimlerin iflas etmesi sonucunu doğurabilir. Böyle bir durumun olabilme ihtimali, yerli paranın değer kaybından ülkeyi terk ederken olumsuz yönde etkilenecek olan yabancılar için çanların çalması anlamına gelmektedir. Bu ise beklentilerin çok hızlı bir şekilde bozulmasıyla kendi kendini doğrulayan (self-fulfilling) finansal krizlerin ortamını yaratır.

Yukarıdaki tartışma, hem cari hesapların neden GOÜ'ler özelinde önem kazandığını, hem de cari hesapların önem kazanmasının neden çok büyük oranda gelişim düzeyiyle ilgili olduğunu açıklamaktadır. Ancak bu, brüt akımlardaki gelişmelerin GOÜ'ler için önemsiz olduğu anlamına

gelmemektedir. Birincisi, gelişmişlik düzeyi ya da finansal derinlik düzeyi fark etmeksizin, brüt akımları detaylı bir şekilde takip etmek ekonomik birimlerin potansiyel kırılganlıkları konusunda ciddi ipuçları verebilir. Sermaye akımlarının genel seyri olumlu olduğu durumlarda bile eğer ekonomi için önemli olan bazı birimler bilançolarını zorlayacak ölçüde yükümlülükler biriktiriyorlarsa önlem almak gerekebilir. Dahası, finansal hesaplarla ilgili çoğu işlem tekil ekonomik birimlerin bilançolarını ciddi olarak etkileseler de cari işlemler ve rezerv hareketlerinin aynası olan rezerv-dışı net finansal akımlarda gözükmezler. Oysa finansal serbestlik ve derinlik arttıkça cari kalemler tarafında görünmeyen safi finansal işlemlerin önemi artar. Brüt akımları özellikle finansal derinliğin fazla olduğu GOÜ’lerde ciddi olarak takip etmek gerekmektedir.³¹ Kendi para cinsinden borçlarını ödeyemeyen GOÜ firmaları için bu durum gelişmiş ülkelere oranla çok daha büyük tehdit oluşturabilir.

İkincisi, brüt akımlar ve özellikle bunun alt bileşenleri içindeki portföy ve kredi akımları, gelişmiş ülkelerde olduğu gibi bir ülkedeki kredi genişlemesiyle daha yakından alakalıdır (Rey, 2013). Bu tip sermaye girişleri dövizin ulaşılabilirliğini artırabilir, hisse senedi fiyatlarını olumlu yönde etkileyebilir, genel olarak bankacılık sektörü için likiditeyi artırabilir veya faiz oranlarını düşürebilir. Daha önce tartışıldığı gibi, bir ülkedeki kredi, bilanço genişlemesi ya da varlık fiyatı artışları, net sermaye akımlarından (ya da rezerv-dışı net sermaye akımlarından) çok o ülke yerleşiklerine ait varlıkların yabancılar tarafından alım-satımını gösteren brüt akımlarla, yani net sermaye girişiyle ilgilidir. Kredi genişlemeleri ve krizler arasında bağlantı olduğu hem tarihsel olarak hem de son kriz özelinde ortaya konulmuştur. Eğer brüt akımlar verileri, kredi genişlemesi-varlık fiyatı balonu örüntülerinin harici kaynaklarına dair bilgiyi daha doğrudan aktarabiliyorsa brüt akımları önemsemek gerekmektedir.

Bu tartışmaya dayanarak, MK yaklaşımının GOÜ’lerdeki süreçleri anlamak için geliştirilen versiyonlarında, hem rezerv-dışı net sermaye akımlarını hem de bunların brüt bileşenlerini dikkate almak daha faydalıdır. MK yaklaşımının GOÜ versiyonları, halihazırda rezerv-dışı net sermaye hareketleri ve bunun sebep olduğu döviz kuru değişimlerini barındıran açıklamalarla uyumludur. Öte yandan, net sermaye girişleri de kredi genişlemesine doğrudan katkı sunduğu ölçüde MK açıklamasının bir parçası olarak görülmesi gerekir.

³¹ Özellikle finansal derinliğin epey yüksek olduğu bazı GOÜ’lerde brüt akımlar da, yani net sermaye girişleri ya da çıkışları da resmin sadece bir kısmını gösterebilir, çünkü bunlar da kendi içinde “net” değişkenlerdir.

MK yaklaşımının GOÜ'ler için olan versiyonları yurtiçi finansal serbestleşme, sermaye hesabının serbestleştirilmesi ve nominal döviz kurlarının çıpa olarak alındığı dezenflasyon programları süreçlerinin sıklıkla varlık fiyatı balonları ve döviz krizleriyle bittiğine vurgu yapmaktadır³² (bkz. örn. Ertürk, 2003; Frenkel ve Rapetti, 2009). Bu yaklaşımlardan da yararlanarak, GOÜ'ler için basit bir finansal kriz yaklaşımı sunulabilir. Öncelikle, her dönem kendine özgü yer değiştiricisini yaratacaktır. Sonraki aşama, kritik kredi genişlemesi ya da bilanço genişlemesi safhasıdır. Kredi her zaman genişleyip daralabilir ama bu olası genişleme üzerindeki düzenleyici ve baskılayıcı unsurlar harekete geçmezse ya da sürekli yeniliklerle var olan düzenleme mekanizmalarının arkasından dolanılmasına izin verilirse, kredi ve borçlanma patlayacaktır. Bu süreç, finansal derinleşmeyi artırmak için çaba sarfeden GOÜ'lerde daha büyük bir potansiyel tehlikedir. Fakat, GOÜ'lerin büyük çoğu finansal derinliği olmayan ülkelerdir, dolayısıyla bir kredi patlamasına yol açacak içsel süreçlerin oluşması daha sınırlıdır. Nesnel kısıtların bazıları (düzenleyici mekanizmalar, reel ekonomik büyüklük, finansal araçlar ve yenilikler vs.) ortadan kalksa bile, borç verenlerin öznel kısıtları (kredi tayinleme, yüksek teminat talebi, ekstra rezerv tutma vs.) GOÜ'lerde olası bir kredi patlamasını ciddi ölçüde sınırlayabilir. Sermaye girişleri bu sınırın aşılmasını sağlayabilir, çünkü bir GOÜ için sermaye girişleri likiditeyi artırmakta, dövizin talep edildiği anda daha kolay bulunabilmesini sağlamakta, faiz oranlarını düşürmekte ve sonuçta nesnel kısıtları daha da fazla yok etmektedir. Ayrıca, rezerv-dışı net sermaye akımlarının pozitif yönde artışı ülke içinde döviz bolluğuna yol açtığından nominal olarak yerel paranın değerlenmesine sebep olur. Nominal değer artışları ülke içindeki enflasyonun dünya ortalamasında seyretmesi durumunda bile ülke mallarının rekabet edebilirliği üzerinde baskı yaratabilir. Kendi kendini güçlendiren iyimser beklentiler ve yerli paranın değerlenmesi ise daha fazla sermaye girişini teşvik edebilir. Sonunda, bu genişlemeci ortamda cari hesaplar, döviz kuru ve gelir etkisi yoluyla gittikçe bozulur³³. Aşırı değerlenen yerel para ve cari açık, genelde tüketime ve konut piyasalarına yönelen kredi genişlemesiyle birlikte bir süre sonra sürdürülemez bir hal alır. Yerel ekonomik birimlerin bilançoları, döviz kuru ve

³² Burada “varlık” kavramını, bir GOÜ'nin döviz kurunu da içerecek şekilde kullanıyoruz. Böyle düşünüldüğünde, döviz kurlarının uzun dönemli aşırı-değerlenmesi durumu da varlık fiyatı balonu olarak sayılabilir.

³³ Genelde MK temelli GOÜ modellerindeki varsayımlardan biri, GOÜ'lerde döviz kurunun önceden saptanmış (sabitlenmiş ya da değişikliklerin nasıl, ne zaman ve neye göre olacağı önceden belirlenmiş) olmasıdır. Fakat, esnek döviz kuru rejimini benimseyen pek çok GOÜ de “dalgalanma korkusu”nu yansıtan politikalar izledikleri için sermaye girişlerinin döviz kuru ve cari hesaplar üzerindeki etkileri tipik olarak değişmemektedir.

diğer varlık fiyatlarındaki değışimlere karşı açık hale gelir. Herhangi bir içsel ya da dışsal şokla artan kırılğanlıklar görünür hale gelip bir finansal krize yol açabilir.

Özetle, GOÜ'ler çoğunlukla sınaı gelişimde eksiklik, rekabetçilikte zayıflık gibi sebeplerle cari açıklar verirler. Bu cari açıkların dikkatle izlenmesi gerekir. Bu açıklara tekabül eden yükümlülükler borçlarını kendi parası cinsinden ödeyemeyen GOÜ'ler için orta ve uzun dönemde kırılğanlık kaynağı olabilir. Bunun yanında, GOÜ'lerde cari hesaplar, brüt akımlar ile yüksek bir korelasyon gösterebilir ve bu da cari hesapların finansal akımların boyutu hakkında fikir verici olabileceğini ima eder. Öte yandan, GOÜ'ler için rezerv biriktirmek, döviz kuru rejiminden bağımsız olarak, finansal entegrasyonun arttığı bir dünyada zorunluluktur ve genelde rezerv değışimleri GOÜ finansal akımları içinde önemli bir paya sahiptir. Cari hesap ve rezerv-dışı net sermaye hareketlerinin görelı durumu, rezervler üzerindeki baskıya işaret edecektir. Son olarak, döviz kuru, kendi parası cinsinden borçlanamayan ve uluslararası rekabetçiliğı döviz kurundaki değışimlere hassas olan GOÜ'ler için hayati önemdeki görelı fiyatlardan biridir ve GOÜ'lerin finansal entegrasyonun arttığı bir dünyada döviz kuru gelişmelerine karşı tepkisiz kalınması mümkün değildir. Döviz kuru gelişmeleri ise brüt bileşenlerden, yani tek başına girişlerden ya da çıkışlardan ziyade rezerv-dışı net sermaye akımlarıyla daha fazla ilişkilidir. Bütün bu sebeplerden ötürü, cari hesaplar hala GOÜ'ler özelinde dikkat edilmesi gereken göstergelerden biridir. Burada söylenenler, brüt akımlar yaklaşımının özellikle kırılğanlıkların harici finansal köklerini anlamak için nereye bakılması gerektiğine dair vurgusunu önemsizleştirmez. Finansal entegrasyonun arttığı bir dünyada ve finansal derinliğin arttığı GOÜ'lerde brüt akımlar yaklaşımının içerimleri çok daha büyük değer taşıyacaktır.

5. Son sözler

Bu makalede, 'küresel dengesizlikler ve kriz' literatürü ile finansal kriz literatürünün bir kısmından yararlanarak, hangi yaklaşımın finansal krizlerin harici kaynaklarını belirlemede daha güçlü olduğuna ve brüt sermaye akımlarının mı yoksa net sermaye akımlarının finansal kırılğanlıklar için daha iyi bir gösterge olduğunu tartıştık.

Temel noktaları özetleyecek olursak, ilk olarak, finansal entegrasyonun ve serbestleşmenin ilerlediğı bir ortamda, gelişmiş ülkelerde finansal krizlerin harici kaynaklarını anlamak için brüt sermaye akımlarına ve sınırlararası finansal aktivitenin detaylarına, özellikle kredi akımları ile

portföy borç akımlarına bakmak daha yararlı olacaktır. Bu şekilde bir yaklaşım son küresel krizin nedenlerini küresel dengesizlikler yaklaşımına göre daha iyi açıklayabiliyor. İkinci olarak, brüt akımlar yaklaşımı, kredi genişlemesine içkin istikrarsızlığa vurgu yapan Minsky-Kindleberger yaklaşımı gibi daha genel bir çerçevenin içine yerleştirilebilir. Böylelikle, brüt akımlar yaklaşımı finansal sıkıntılarının sebeplerini bütünlüklü olarak tespit etme ve daha iyi öncü göstergeler inşa etme noktasında yarar sağlayabilir. Gelişmekte olan ülkelerde ise, krizler bağlamında, rezerv-dışı net akımlar, rezerv hareketleri ve cari açıklar hala önemli göstergelerdir. Kendi para cinsinden borçlanıp kendi para cinsinden borcunu ödeyemeyen, sınai gelişmesi ve rekabetçiliği ağır aksak ilerleyen, tehlikelerle dolu bir finansallaşma çağında daha çok rezerv biriktirmek zorunda olan gelişmekte olan ülkeler için döviz kuruyla ve rezerv değişimleriyle ilgili gelişmeler rezerv-dışı net sermaye akımları ya da cari hesaplarla önemli ölçüde ilgilidir.

Referanslar

- Acharya, V. & Schnabl, P. (2009). Do Global Banks Spread Global Imbalances? The Case of Asset-Backed Commercial Paper During the Financial Crisis of 2007–09. *Paper presented at the 10th Jacques Polak Annual Research Conference Hosted by the International Monetary Fund*, Washington, DC—November 5–6, 2009.
- Adrian, T. & Shin, H-S. (2010). Liquidity and leverage. *Journal of Financial Intermediation, Elsevier*, 19(3), pages 418-437, July.
- Aizenman, J. & Jinjarak, Y. (2008). Current Account Patterns and National Real Estate Markets. *NBER Working Papers 13921*, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Benlialper, A. & Cömert, H. (2014). Türkiye Enflasyon Hedeflemesi Deneyiminde Döviz Kurunun Rolü. *ERC Working Papers 1410*, ERC - Economic Research Center, Middle East Technical University, revised Sep 2014.
- Bernanke, B. (2005). The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit. *Speech at the Homer Jones Lecture*, St. Louis, Missouri, April 14, 2005.
- Bernanke, B. (2007). Global Imbalances: Recent Developments and Prospects. *Speech at the Bundesbank Lecture*, Berlin, Germany, September 11, 2007.
- Bernanke, B. (2009). Financial Reform to Address Systemic Risk. *Speech at the Council on Foreign Relations*, Washington, D.C. March 10, 2009.
- Bernanke, B. (2010). Monetary Policy and the Housing Bubble. *Speech at Annual Meeting of the American Economic Association*, Atlanta, Georgia, January 2010.
- Bernanke, B. (2011). Global imbalances – links to economic and financial stability. *Speech at the Banque de France Financial Stability Review Launch Event*, Paris, 18 February 2011.
- Bernanke, B., Bertaut, C., DeMarco L. P. & Kamin, S. (2011). International capital flows and the returns to safe assets in the United States, 2003-2007. *International Finance Discussion Papers 1014*, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.).
- Borio, C. (2012). The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?. *BIS Working Papers 395*, Bank for International Settlements.
- Borio, C. & Disyatat, P. (2011). Global imbalances and the financial crisis: Link or no link?. *BIS Working Papers 346*, Bank for International Settlements.
- Brunnermeier, M. K. (2009). Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008. *Journal of Economic Perspectives, American Economic Association*, 23(1), pages 77-100, Winter.

- Bruno, V. & Shin H-S., (2013). Capital Flows, Cross-Border Banking and Global Liquidity. *NBER Working Papers 19038*, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Caballero, R. J. & Krishnamurthy, A. (2009). Global Imbalances and Financial Fragility. *NBER Working Papers 14688*, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Cooper, R. N. (2005). Living with Global Imbalances: A Contrarian View. *Policy Briefs PB05-03*, Peterson Institute for International Economics.
- Cooper, R. N. (2007). Living with Global Imbalances. *Brookings Papers on Economic Activity, Economic Studies Program, The Brookings Institution*, 38(2), pages 91-110.
- Corden, M. (2011). Global imbalances and the paradox of thrift. *CEPR Policy Insight No. 54*, April 2011.
- Cömert, H. (2013). *Central Banks and Financial Markets, The Declining Power of US Monetary Policy*. Northampton, MA: Edward Elgar.
- Crotty, J. (2009). Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the ‘new financial architecture’. *Cambridge Journal of Economics 2009*, 33, 563–580.
- Desroches, B. & Francis, M. (2007). World Real Interest Rates: A Global Savings and Investment Perspective. *Working Papers 07-16*, Bank of Canada.
- Dooley, M.P., Folkerts-Landau, D. & Garber, P. (2003). An Essay on the Revived Bretton Woods System. *NBER Working Papers 9971*, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Dooley, M.P., Folkerts-Landau, D. & Garber, P. (2004). The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates and Exchange Rates in Center Countries. *NBER Working Papers 10332*, National Bureau of Economic Research, Inc., March 2004.
- Dooley, M.P., Folkerts-Landau, D. & Garber, P. (2005a). Savings Gluts and Interest Rates: The Missing Link to Europe. *NBER Working Papers 11520*, National Bureau of Economic Research, Inc., July 2005.
- Dooley, M.P., Folkerts-Landau, D. & Garber, P. (2005b). Interest Rates, Exchange Rates and International Adjustment. *NBER Working Papers 11771*, National Bureau of Economic Research, Inc., November 2005.
- Dymski, G. A. (2009). Racial Exclusion and the Political Economy of the Subprime Crisis. *Research on Money and Finance, Discussion Paper No 1.*, February 15, 2009.
- Ertürk, K. (2003). Asset Price Bubbles, Liquidity Preference and the Business Cycle. *Working Paper Series, Department of Economics, University of Utah 2003_09*.

- Fisher, I., (1933). The Debt-Deflation Theory of Great Depressions. *Econometrica* 1.4: 337–357.
- Fostel, A. & Geanakoplos, J. (2011). Tranching, CDS and Asset Prices: How Financial Innovation Can Cause Bubbles and Crashes. *Cowles Foundation Discussion Papers 1809*, Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University.
- Frankel, J. (2007). Nine Reasons We Are Given Not to Worry About the US Deficits. *Commission on Growth and Development workshop on Global Trends and Challenges*, Yale University, September 2007.
- Frenkel, R. & Rapetti, M. (2009). A developing country view of the current global crisis: what should not be forgotten and what should be done. *Cambridge Journal of Economics, Oxford University Press*, 33(4), pages 685-702, July.
- Geanakoplos, J. (2009). The Leverage Cycle. *Cowles Foundation Discussion Papers 1715*, Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University.
- Geanakoplos, J. (2010). Solving the present crisis and managing the leverage cycle. *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, issue Aug, pages 101-131.
- Gorton, G. & Metrick A. (2010). Securitized Banking and the Run on Repo. Retrieved November 16, 2014, from <http://ssrn.com/abstract=1440752>
- Greenspan, A. (2008). A Response to My Critics. *Financial Times*, April 6, 2008.
- Greenspan, A. (2009). The Fed Didn't Cause the Housing Bubble. *Wall Street Journal*, March 11, 2009.
- Greenspan, A. (2010). The Crisis. *Brookings Papers on Economic Activity, 2010 (1)*, pp. 201-246.
- IMF (2005). Global Imbalances: A Saving and Investment Perspective. *World Economic Outlook, Chapter 2, September 2005*.
- Johnson, K. H. (2009). Gross or Net International Financial Flows Understanding the Financial Crisis. *Council on Foreign Relations Working Paper*. Center for Geoeconomic Studies.
- Kindleberger, C. P. & R. Z. Aliber, (2005). *Manias, Panics and Crashes, A History of Financial Crises*. Fifth Edition. New York: Palgrave Macmillan.
- King, M. (2010). Speech at the University of Exeter on Tuesday 19 January 2010. Retrieved November 16, 2014, from <http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/speeches/2010/speech419.pdf>
- Krugman, P. (1999). Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises. *International Tax and Public Finance*, Springer, 6(4), pages 459-472, November.

- Lane, P. R. & Milesi-Ferretti, G. M. (2014). Global imbalances and external adjustment after the crisis. *Paper Prepared for Central Bank of Chile's Annual Research Conference*.
- Lapavitsas, C. (2009). Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation. *Research on Money and Finance, Discussion Paper No 1.*, February 15, 2009.
- Lapavitsas, C. (2010). Financialisation and Capitalist Accumulation: Structural Accounts of the Crisis of 2007-9. *Research on Money and Finance, Discussion Paper No 16.*, February, 2010.
- Legg, A., Prasad N. & Robinson T. (2007). Global Imbalances and the Global Saving Glut – A Panel Data Assessment. *RBA Research Discussion Papers rdp2007-11*, Reserve Bank of Australia.
- Levine, R. (2010). An Autopsy of the US Financial System. *NBER Working Paper*, no.15956, April 2010.
- Lysandrou, P. (2009). Global Inequality and the Global Financial Crisis: The New Transmission Mechanism. Retrieved November 16, 2014, from http://www.boeckler.de/pdf/v_2009_10_30_lysandrou.pdf
- Mehrling, P. (2012). The Inherent Hierarchy of Money. Paper prepared for Duncan Foley festschrift volume, and conference April 20-21, 2012. Retrieved November 16, 2014, from http://ieor.columbia.edu/files/seasdepts/industrial-engineering-operations-research/pdf-files/Mehrling_P_FESeminar_Sp12-02.pdf
- Merrouche, O. & Nier, E. (2010). What Caused the Global Financial Crisis - Evidence on the Drivers of Financial Imbalances 1999 – 2007. *IMF Working Papers 10/265*, International Monetary Fund.
- Obstfeld, M., (2012a). Does the Current Account Still Matter?. *CEPR Discussion Papers 8888*, C.E.P.R. Discussion Papers.
- Obstfeld, M., (2012b). Financial flows, financial crises, and global imbalances. *Journal of International Money and Finance, Elsevier, 31(3)*, pages 469-480.
- Obstfeld, M. & Rogoff, K. (2009). Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes. *Paper prepared for the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference*, Santa Barbara, CA, October 18-20, 2009.
- Palley, T. I. (2009). America's exhausted paradigm: Macroeconomic causes of the financial crisis and great recession. *Working Paper, Institute for International Political Economy Berlin, No. 02/2009*.

- Palley, T. I. (2010). The Limits of Minsky's Financial Instability Hypothesis as an Explanation of the Crisis. Retrieved November 16, 2014, from <http://monthlyreview.org/2010/04/01/the-limits-of-minskys-financial-instability-hypothesis-as-an-explanation-of-the-crisis/>
- Portes, R. (2009). Global Imbalances. In M. Dewatripont, X. Freixas and R. Portes (eds.), *Macroeconomic Stability and Financial Regulation: Key Issues for the G20*, CEPR Publication.
- Reinhart, C. M. & Rogoff, K. (2009). *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton: Princeton University Press.
- Resnick, S. & Wolff, R. (2010). The Economic Crisis: A Marxian Interpretation. *Rethinking Marxism: A Journal of Economics, Culture & Society*, 22:2, pp.170-186.
- Rey, H. (2013). Dilemma not trilemma: the global cycle and monetary policy independence. Proceedings - Economic Policy Symposium - Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Roubini, N. (2008). Global Imbalances: a contemporary 'Rashomon' saga. In J-P Touffot (ed), *Central Banks as Economic Institutions*, Cheltenham: Edward Elgar, pp.162-176.
- Sa, F., Towbin, P. & Wieladek, T. (2011). Low interest rates and housing booms: the role of capital inflows, monetary policy and financial innovation. *Bank of England working papers 411*, Bank of England.
- Sa, F. & Wieladek, T. (2010). Monetary policy, capital inflows and the housing boom. *Bank of England working papers 405*, Bank of England.
- Schumpeter, J. A. (1947). *Capitalism, Socialism, and Democracy*. New York and London: Harper & Brothers Publishers.
- Schwartz, A. J. (2009). Origins of the financial market crisis of 2008. *Cato Journal*, 29 (1), pp. 19-23.
- Setterfield, M. (2010). Real Wages, Aggregate Demand, and the Macroeconomic Travails of the US Economy: Diagnosis and Prognosis. *Working Papers 1005*, Trinity College, Department of Economics.
- Shin, H. S., (2012). Global Banking Glut and Loan Risk Premium. *Mundell-Fleming Lecture, presented at the 2011 IMF Annual research conference*.
- Smaghi, L. B. (2008). The financial crisis and global imbalances – two sides of the same coin. *Speech at the Asia Europe Economic Forum conference "The Global Financial Crisis: Policy choices in Asia and Europe"*, Beijing, 9 December 2008.

- Stiglitz, J. E. (2009). Interpreting the Causes of the Great Recession of 2008. *Lecture to have been delivered at BIS Conference, Basel, June, 2009.*
- Stockhammer, E. (2012). Rising Inequality as a Root Cause of the Present Crisis. *PERI Working Paper Series, No. 282, April 2012.*
- Taylor, J.B. (2007). Housing and Monetary Policy. *NBER Working Paper No. 13682, December 2007.*
- Taylor, J. B. (2009). The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong. *NBER Working Paper No. 14631, January 2009.*
- Tokunaga, J. & Epstein, G. (2014). The Endogenous Finance of Global Dollar-Based Financial Fragility in the 2000s: A Minskian Approach. Political Economy Research Institute, Working Paper Series, No. 340.
- Warnock, F.A & Warnock, V.C. (2009). International capital flows and U.S. interest rates. *Journal of International Money and Finance, Elsevier, 28 (2009) 903–919.*
- Wolf, M. (2008). Why Greenspan Does Not Bear Most of the Blame. *Financial Times, April 8, 2008.*