

Vügar Selimov

e-mail: yugarsalimov@gmail.com

Web-site: <http://www.geocities.com/rashfor2002>

2003 yılında yazdığım master tezimin alt-bölümü.

PARA KRİZLERİNİN MODELLEŞTİRİLEBİLİRLİĞİ

İktisat, tarihteki “iktisadi” olayların ve süreçlerin analiziyle ilgilenmektedir¹. Bunu yaparken iktisatçılar, tarihçilerden farklı olarak, söz konusu olaylar ve süreçler arasındaki benzerlik ve farkları bulmaya çalışırlar. Örneğin, parasal krizler diye tanımlanan ve farklı zaman ve mekanlarda meydana gelen olayları incelerken iktisatçılar, bu krizlere yol açan süreçler arasında benzerlikler arayarak, bunları genel bir çerçeve içinde açıklamaya çalışmaktalar. Bunu yaparken, iktisatçıların elindeki en önemli araçlar teorik modellerdir. Bu bölümde, yeni gelişen piyasalardaki parasal krizlerin, yukarıda anlatılan farklı kriz örneklerinden ve modellerinden yola çıkarak, *ex-post* açıklanabilirlik ve *ex-ante* öngörülebilirlik anlamlarında modelleştirilebilirlik modelleştirilemeyeceği konusu irdelenecektir.

Bunun için, önce, bir ülkede parasal kriz olabilmesinin gerekli koşullarının belirlenebilmesi gerekir. Dar anlamda parasal kriz kavramı, spekülasyon bir saldırı karşısında parasal otoritenin, var olan bir döviz kuru çıpası rejimini koruyamadığı ya da (maliyeti yüksek olduğu için) korumak istemediği bir duruma işaret etmektedir². Dolayısıyla, parasal bir krizden söz edebilmek için, döviz kurunun şu ya da bu şekilde çıpa olarak kullanılmış olması gerekir³. Başka bir deyişle, yukarıdaki anlamda parasal krizler döviz kurunun çıpa olarak kullanıldığı rejimlere özgü bir olgudur (Noguchi, 1999)⁴.

Öte yanda, parasal krizin unsurlarından biri olan spekülasyon saldırı kavramı, yerli parayla ifade edilmiş varlıklardan yabancı varlıklara doğru hızlı bir geçiş durumu için kullanılmaktadır. Bunun olabilmesi için de, sermaye hesabının (kısmen ya da tamamen) açık olması gerekir. Demek ki, bir ülkede parasal kriz olabilmesinin iki önemli gerekli koşulu sabit ya da benzeri döviz kuru rejimi ve (kısmen ya da tamamen) serbestleştirilmiş sermaye hesabıdır. Bu sonuncusu, döviz kurunu çıpa olarak kullanan diğer gelişmekte olan ülkelerde parasal kriz

¹ “İktisadi” teriminin farklı anlamları için bak. Polanyi (1957).

² Geniş anlamda, kur rejiminin (rezerv satmak ya da faizleri yükseltmek yoluyla) ağır müdahalede bulunarak korunabilirdiği durumlar da parasal kriz olarak tanımlanmaktadır. Fakat, bu alt-bölümdeki amaç açısından, söz konusu ayırım sonucu etkilememektedir. Çünkü burada önemli olan, hem dar hem de geniş anlamdaki tanımlarda, döviz kurunun çıpa olarak kullanıldığının varsayılmasıdır.

³ Döviz kurunun çıpa olarak kullanıldığı rejimlerin tasnifi için bak. Frankel (1999).

⁴ Bazen, yüksek enflasyonlu bir serbest kur rejiminde döviz kurunun hızlı bir şekilde değer kaybetmesi de parasal kriz olarak alınmaktadır (Schuler, 2002). Fakat bu duruma döviz kuru volatilitesi demek daha anlamlı görünmektedir (Noguchi, 1999).

görülmektedir, neden yeni gelişen piyasaların sık-sık kriz yaşadığı gerçeğini açıklamaktadır. Tanım gereği, yeni gelişen piyasaların diğer gelişmekte olan ülkelere farkı, gelişme sürecinde serbestleşmeye dayalı bir strateji benimsemiş olmalarıdır. Gerçekten de, diğer gelişmekte olan ülkelere farklı olarak, bu ülkelerin hemen hepsinde (farklı derecelerde olsa da) hem iç, hem de dış finansal serbestlik gerçekleştirilmiş durumdadır⁵.

Öte yanda, iç ve dış finansal serbestlik derecesi en az yeni gelişen piyasalardaki kadar olduğu halde, neden gelişmiş ülkelerde nadiren kriz meydana gelmektedir? Gerçekten de, bazı çalışmaların gösterdiği gibi, gelişme sürecinin ortalarında bulunan ülkelere kriz eğilimi çok daha yüksektir⁶. Bu durum, kısmen döviz kuru çıpasının varlığıyla açıklanabilir de, daha önemli bir faktör gelişmekte olan ülkelerin finans piyasalarındaki önemli aksaklıklarla ilgilidir⁷. Bunun sonucunda, söz konusu piyasalarda önemli etkisizlikler (*inefficiencies*) meydana gelmekte ve alınan pek çok karar yanlış çıkmaktadır.

Buna getirilebilecek bir açıklama Keynes'in belirsizlik kavramını gündeme getirmektedir⁸. Belirsizlik, olasılığı tanımlanamayan bir olgudur. Çünkü, potansiyel sonuçların dağılımı esasta bilinmemektedir. Keynes'in kendi deyişiyle, “insanların, ister kişisel, politik ya da ekonomik olsun, geleceği etkileyen kararları kesin bir matematiksel beklentiye bağlı olamaz, çünkü, bu türden hesaplamaların yapılmasına temel [teşkil eden şey (yani gelecek) şu anda] mevcut değildir” (Keynes, 1936:162-3)⁹. Bu yüzden insanlar kendilerini korumakla (*hedge*) ya da sigortalamakla belirsizliğin sonuçlarından tam olarak kurtulamazlar (bak. Jordan, 1999).

Belirsizlik olgusu bütün ülkelerin finans piyasalarında bulunan bir durumdur. Dolayısıyla, bu kavram, neden yeni gelişen ülkelerin gelişmiş ülkelere kıyasla daha sık-sık kriz yaşadığı sorusuna pek fazla ışık tutmamaktadır. Yeni gelişen (ve genel olarak gelişmekte olan) ülkelerin finans piyasalarındaki daha önemli bir problem “yanlış risk yönetiminin” (*risk mismanagement*) yaygın olmasıdır. Bunun arkasında ise, düzenleme ve denetleme

⁵ Finansal serbestleşmenin ve sermaye hareketlerinin krizlerdeki rolü için bak. Weller (1999), Nunnenkamp (2001), Bhagwati (1998a,b), Griffith-Jones (1998 ve 2000) ve Willet (2002).

⁶ Osborne (2001) bunu, devlet müdahalesinin yoğun olduğu bir sistemden rekabetçi bir sisteme geçiş sürecinin normal bir sonucu olarak görmektedir. Şöyle ki, ulusal kaynakların nasıl dağıtılacağını yaparak öğrenen ekonomik aktörler, kendileri için yeni olan bu süreçte doğal olarak sık-sık etkili olmayan yatırımlar yaparlar. Bu süreç boyunca, zarar eden aktörler sürekli tasfiye edilir ve süreç, “ekonomi, zor kaynak dağılımı işinin çoğunun artık yapılmış olduğu modern yaşam standartlarına varıncaya kadar devam eder” (Osborne, 2001:169). Martin ve Rey (2002)'ye göre ise, yeni gelişen piyasaların krize daha çok yatkın olması, bu ülkelerin gelişmiş ülkelere göre daha düşük gelir düzeyine sahip olmalarıyla ilgilidir. Ayrıca bak. Aghion et al. (1999b).

⁷ Gelişmekte olan ülkelerin finans sektörlerindeki problemlerle ilgili olarak bak. Litan et al. (2002), Chatterji (2001) ve Cox (2001).

⁸ Aslında, belirsizlik (ve risk) kavramını bu bağlamda ilk kullanan Knight (1921)'dir (bak. Jordan, 1999). Fakat, bu kavramı iktisat literatüründe yaygınlaştıran çalışma Keynes'in (1936) “Genel Teori”sidir.

⁹ Aktaran, Alves et al. (2000:9).

mekanizmasının zayıf olmasından destek alan iki faktör yatmaktadır: geçersiz inançlar/varsayımlar ve yanlış müşevvikler¹⁰.

Düzenleme ve denetleme mekanizmasının eksik olduğu bir finans piyasasında ekonomik aktörler karar verirken, bazen geçersiz varsayımlardan hareket ederler: “faiz hadleri hep istikrarlı olacak, siyasi devamlılık sürecek, devalüasyon hiç olmayacak, gayri-menkul fiyatları hep yükselecek, büyüme hiç yavaşlamayacak,” gibi (Dornbush, 1998:14). Böylece, var olan riskler eksik değerlendirilir ve gereken önlemler alınmaz. Bu durum, kısmen, yeni gelişen piyasalardaki aktörlerin deneyimsizlikleri ile açıklanabilir. Fakat, daha önemli bir belirleyici unsur toplumdaki kültürel değerlerdir. Aktörler (hükümet ya da özel sektör) gelecekle ilgili karar verirken potansiyel olumsuz sonuçların olmasını istememekle kalmayıp, bunların gerçekleşmeyeceğine kendilerini inandırmaktadırlar.

Yanlış risk yönetiminin arkasında yatan diğer ve daha önemli bir problem yanlış müşevviklerdir. Düzenleme ve denetleme mekanizmasının zayıf olduğu bir ortamda ekonomik aktörler, verecekleri kararın olumsuz sonuçlarına tam olarak katlanmayacaklarını (yani, sorumluluğu başkalarına kaydırabileceklerini) bildikleri zaman yüksek risk almaya istekli olurlar. Buna literatürde *moral hazard* problemi denir¹¹. Örneğin, önemli ölçüde asimetrik enformasyonun¹² bulunduğu ve (yasal ve kurumsal altyapıdaki zaafardan dolayı) finansal bir kararın olumsuz sonuçlarından kaçmanın mümkün olduğu bir piyasadaki tipik bir aktör borçlandığı kaynakları riskli alanlara yatırmaya eğilimli olur. Çünkü, işler kötüye giderse sorumluluğu kaynağın asıl sahibi olan kreditoörlere kaydırabileceğini bilir. Söz konusu aktör bir fon yöneticisi ise, bu duruma “ajan problemi” de denmektedir (Allen ve Gale, 1998 ve 1999).

Finans piyasalarındaki *moral hazard* probleminin ve bunun yol açtığı yanlış müşevviklerin daha önemli bir kaynağı açık (*explicit*) ya da zımni (*implicit*) devlet garantileridir. Gelişmekte olan ülkelerin hemen hepsinde devlet özel sektörle iç-içedir. Bu yüzden aktörler, yaptıkları yanlışların sorumluluğunu devlete kaydırabileceklerini düşündükleri için, öbür türlü yapmayacakları riskli yatırımlara yönelebilmekteler.

Açık devlet garantilerinin en yaygın örneklerinden biri mevduat garantileridir. Bu garantiler, vade transformasyonu işlevini gören bankaları bir panik durumuna karşı korumayı amaçlamaktadır. Ne var ki, yeterli düzenleme ve denetleme mekanizmasının olmadığı bir ortamda, söz konusu garantiler bankaların riskli ve/veya taraflı (*connected*) krediler vermelerine neden olmaktadır. Garantiler (ve bunun yol açtığı yanlış müşevvikler) olmasa, rasyonel aktörler

¹⁰ Yanlış müşevviklerle ilgili olarak bak. Gande et al. (2001) ve Keleher (1998).

¹¹ *Moral hazard* kavramıyla ilgili olarak Wolf (2002)'ye bakılabilir.

¹² Asimetrik enformasyonla finansal krizler arasındaki ilişki ile ilgili ayrıntılı yorum için bak. Mishkin (1991, 1996 ve 2000).

karar verirken söz konusu riskleri dikkate alırlar. Fakat, sonunda kurtarılacaklarını bilen aktörler, mevcut riskleri görmezden gelerek yüksek getiri elde etmek için bir tür kumar oynarlar. Açıktır ki, devletin bu aktörleri garanti altına alması riskin ortadan kalktığı anlamına gelmemektedir. Aktörler risk yokmuş gibi davransalar da, aslında risk sadece garantör devlete (yani vergi mükelleflerine) kaymaktadır. Böylece, karların özel, zararların ise toplumsal olduğu bir durum ortaya çıkmaktadır¹³ (Haubrich, 2001).

Bazı durumlarda, devlet açık bir garanti ilan etmiş olmasa bile, aktörler zımni bir garanti varsayarak riskli işlemler yapabilirler. Eğer bir finansal sistemde önemli miktarda bir sistemik risk (yani, bir kurumdaki problemin, finansal sistemin tümünü ya da büyük bir bölümünü etkileme riski) söz konusu ise, bazı aktörler devlet garantisini varmış gibi davranmaya başlarlar. Çünkü, kendilerinde meydana gelecek bir problemin bütün sistemi etkileyeceğini bildikleri için, hükümet tarafından kurtarılacaklarını varsayarlar. Söz konusu aktörlerin finansal sistem içindeki payı ne kadar büyük ise, yüksek risk alma müşevviki de bir o kadar fazla olacaktır. Literatürde buna, “batmasına-izin-verilmeyecek-kadar-büyük (*too-big-to-fail*) olma ilkesi denmektedir.

Sabit ya da benzeri döviz kuru rejiminin kendisi de zımni bir garanti etkisi yaparak, yabancı parayla kısa-vadeli borçlanmayı teşvik etmektedir (Obstfeld, 1998). Örneğin, dolarla mevduat kabul eden bir banka, *forward* dolar alımlarıyla kendisini (döviz kuru riskine karşı) korursa, dolar mevduatıyla yerli para mevduatı faizlerinin aynı olduğunu görür. Başka bir deyişle, söz konusu koruma işleminin maliyeti, yerli para mevduat faiziyle dolar mevduat faizi arasındaki farka eşit olur. Doğru müşevviklere sahip (ya da iyi düzenlenmiş ve denetlenmiş) bankalar kendilerini korur ve dolar mevduatı almakla yerli para mevduatı almak arasında kayıtsız kalırlar. Ne var ki, *moral hazard* probleminin söz konusu olduğu bankalar, döviz kuru riskinin tamamen ortadan kalktığını varsayalar. Bu durumda, iki mevduat türünün maliyetleri arasındaki eşitlik dolar mevduatı lehine bozulur. Böylece, korunmadan dolar mevduatı kabul etmek (ya da dolarla kredi almak) daha cazip hale gelir¹⁴. Öte yanda, kur rejiminden dolayı

¹³ Literatürde buna Harberger dışsallığı denmektedir. Bak. Harberger (1985). Aktaran, Reisen (1998).

¹⁴ McKinnon (1999)’a göre, aynı yanlış müşevvikler dalgalı kur rejiminde de bulunabilir. Bu durumda, rejim değişikliği riski yerine, döviz kurunun volatilitesi riskiyle karşı karşıya kalan bankalar, benzer şekilde, bu riski de yok varsayabilirler. Çünkü, sabit kur rejiminden farklı olarak, dalgalı kur rejiminde ani ve büyük sıçramalar beklenmediği için, volatilitesi riskine karşı korunma müşevviki az olur. Eichengreen ve Hausmann (1999), “temel günah” (*original sin*) hipotezinden yola çıkarak, gelişmekte olan ülkelerdeki bankaların doğru müşevviklerden değil, gerekli kapasiteden yoksun olduklarını ileri sürmektedir. Çünkü, bu bankalar, ulusal parayla borçlanamadıkları için, döviz açıkları zorunlu olarak korunmamış olacaktır. Bu hipotezin ihmal ettiği bir nokta şudur: sadece yabancı parayla borçlanabilen bir ülke, neden çok borçlanarak yüksek risk almayı, az borçlanarak düşük risk almaya tercih etmektedir? Eğer cevap, yüksek dış finansmanın yüksek büyüme için gerekli olduğu ise, o zaman şu sorunun da net bir yanıtının olması gerekir: finansal sistemin zayıf olduğu bir ülkede, yanlış müşevviklerle dışarıdan yapılan yüksek borçlanmalardan kaynaklanan krizlerin maliyetinin, sınırlı miktarda borçlanarak düşük büyümeyle kaynaklanan refah kaybından daha az olduğunun garantisi nedir?

ulusal paranın reel olarak değer kazanacağı beklentisi de yabancı parayla borçlanmayı teşvik etmektedir (Allen et al. 2002). Çünkü, eğer gelecekte ulusal para reel olarak değerlenecekse (yani, yabancı para reel olarak daha az değerli hale gelecekse) yabancı parayla olan borcun reel yükü de azalacaktır. Böylece, döviz kuru rejiminin hep devam edeceğini (ya da devam etmese bile, kendilerinin kurtarılacağını) düşünen aktörler için yabancı parayla borçlanmak daha da cazip hale gelmektedir. Ayrıca, uzun vadeli borçlanmanın daha pahalı olması ve vergi müşevviki gibi faktörler aktörleri kısa-vadeli borçlanmaya teşvik etmektedir¹⁵.

Uluslararası sermaye piyasalarındaki bazı aksaklıklar, yukarıda anlatılan yanlış müşevviklerin etkisini güçlendirmektedir. Her kredi işleminde, borç alan tarafın yanı sıra, borç veren taraf da bulunmaktadır. Uluslararası özel sermaye piyasalarındaki borç veren taraflar (yani, yabancı bankalar ve yatırım fonları) çoğu zaman, kredi işleminden önce yapmaları gereken araştırmayı (*due diligence*) yapmamaktadırlar (IMF, 1998). Bazı durumlarda, gerekli araştırmalar yapıp yeterli bilgi edinilse bile, söz konusu bilgi büyük ölçüde ihmal edilmektedir (Griffith-Jones, 1997; Rivlin, 1998; Stiglitz, 1998b). Gerçekten de, çoğu zaman, daha sonra kriz yaşayacak olan ülkelere yönelik sermaye girişleri, krizin kısa bir süre öncesine kadar devam etmektedir. Literatürde buna “felaket miyopluğu” (*disaster myopia*) da denmektedir. Söz konusu kreditorlerin eksik denetlenmesi (Stiglitz, 1998a) ve, işler kötüye giderse IMF tarafından kurtarılma beklentisi (Rivlin, 1998) bu durumu daha da pekiştirmektedir.

Özetlemek gerekirse, finansal sistemdeki düzenleme ve denetleme mekanizmasının zayıf olduğu bir ortamda, döviz kurunun çıpa olarak kullanıldığı rejimle sermaye hareketlerinin serbest olmasının bileşimi önemli ölçüde parasal krizle sonuçlanma riski taşır. Çünkü, yanlış inançlara ve/veya müşevviklere sahip aktörler, yeterli düzenleme ve denetlemeye tabi tutulmazlarsa, “gerekenden” (yani, söz konusu yanlış inançlar ve/veya müşevvikler olmasaydı yapacakları miktardan) daha fazla dış yükümlülük biriktirmeye ve bunları etkili olmayan alanlarda kullanmaya eğilimli olurlar. Bu durum, sermaye hareketlerinin çok az olduğu bir dünyada sınırlı bir etkiye sahip olurdu. Çünkü, kaynaklar ve riskler sınırlıydı. Fakat, sermaye hareketleri serbestleşince, elde edilebilir kaynakların miktarı ve alınabilecek risklerin sayısı artmaktadır. Böylece, yukarıdaki faktörlerden kaynaklanan yanlış risk yönetimi sonucunda daha fazla kaynak yanlış dağıtılmaktadır (bak. Christoffersen ve Errunza, 1999).

Bu faaliyetlerin belirtileri (*symptoms*) ekonominin makro ekonomik ve/veya finansal göstergelerine (aşırı değerli para, cari hesap açığı, büyük miktarda kısa-vadeli dış borç, geri

¹⁵ Kısa-vadeli dış borçlanmayı teşvik eden diğer faktörler için bak. Dadush et al. (2000).

dönmeyen kredilerde artış, ve saire) yansır¹⁶. Söz konusu belirtiler, altta yatan yanlışın türüne göre, ülkeden ülkeye değişebilir. Böyle bir durumda olan ekonominin döviz kuru çıpası rejimi, ulusal paraya olan talepteki ani düşmelere (yani, spekülâtif saldırıya) karşı kırılğan haldedir. Çünkü, kısa vadeli dış yükümlülükleri kısa vadede ulaşabileceği dış varlıklarından fazladır (*illiquidity*)¹⁷. Böylece, yatırımcıların ilgili olduğuna inandıkları herhangi bir olay (siyasi kriz, ani bir olumsuz iktisadi açıklama, bir ya da birkaç şirketin iflas etmesi vs.) spekülâtif saldırının tetiklenmesi için yeterli olmaktadır. Yerli aktörlerin döviz açıklarını kapatma hareketleri ve yatırımcılar arasındaki sürü davranışı saldırının etkisini güçlendirmekte ve başlangıçta öngörülmeleyen büyük ekonomik etkiler ortaya çıkmaktadır.

Ex-ante öngörülebilirlik meselesine gelince, yukarıda sergilenen genel çerçeveye dayanarak, parasal (ve genel olarak finansal) krizlerin esasta öngörülemez olduğu söylenebilir. Bunun bir nedeni, daha önce belirtildiği gibi, geleceğin belirsiz olmasıdır. Bunun yanı sıra, krizler heterojendir. Şöyle ki, bütün krizlerin arka plandaki temel ve ortak nedeni bazı aktörlerin yaptıkları yanlış risk yönetimi olsa da, yapılan yanlışların kaynağı ve şekli durumdan duruma farklılık gösterebilir. Bunun sonucunda, belirtiler de krizden krize değişebilir. Dolayısıyla, bir sonraki krizin belirtisi, daha öncekilerden farklı olabilir.

Daha da önemlisi, krizler, bütün tarihsel olaylar gibi, *contingent*'dir. Yukarıdaki genel çerçeveden de anlaşıldığı gibi, krizler sadece "tehlike bölgesine" girmiş ülkelerde meydana gelmektedir. Fakat bu ilişki deterministik değildir. Başka bir deyişle, "tehlike bölgesindeki" bütün ülkeler zorunlu olarak kriz yaşamaz. Krizi tetikleyecek spekülâtif saldırının başlaması için, önceden öngörülemeyen bir olayın patlak vermesi ve bunun da, piyasanın "ruh halini" ülkenin aleyhine döndürmeye yetecek kadar büyük olması gerekir. Dolayısıyla, ülkenin çok kırılğan bir konumda bulunduğu ve bir kriz olasılığının yüksek olduğu herkes tarafından bilirse bile, krizin meydana gelip gelmeyeceği ve zamanı kesin olarak önceden söylenemez.

Sonuç olarak, krizleri genel bir model çerçevesinde açıklamak mümkündür. Fakat bu, bu çerçeveye dayanarak krizlerin öngörülebileceği anlamına gelmemektedir.

SONUÇ

Modern iktisat literatüründe, üzerinde en çok konuşulup yazılan konulardan biri parasal krizlerdir. Bu konuda yapılan çalışmalar, krizleri açıklamak için farklı unsurları

¹⁶ Pek çok çalışmada söz konusu belirtiler krizin nedenleri sayılmaktadır. Fakat bu çalışmaların ihmal ettiği nokta, söz konusu belirtilerin aslında altta yatan bir takım yanlışlıkların içsel sonucu olduğudur (Reisen, 1998).

¹⁷ Bununla ilişkili bir diğer kavram *insolvency*'dir. *Insolvency* durumunda, ülkenin toplam cari ve gelecek döviz yükümlülüklerinin bugünkü değeri, toplam cari ve gelecek döviz varlıklarının bugünkü değerinden fazladır. Fakat, yukarıdaki genel çerçevede varsayıldığı gibi, sermaye hareketleri serbest ise, ülkelerin *illiquid* hale gelmesi parasal kriz için yeterlidir.

vurgulamaktadır. Birinci-kuşak modeller, krizlerin temel nedenlerinin yanlış yurtiçi makro politikalarda yattığını ileri sürerek hükümetin rolüne vurgu yapmaktadır. İkinci-kuşak modeller ise, hükümetin yanı sıra, özel yatırımcıları da ön plana çıkarmaktadır. Bunlara göre, yatırımcıların beklentilerindeki değişimler hükümetin kararını (devalüasyon yapılsın mı, yapılmasın mı) etkilemektedir. Dolayısıyla, krizler, makro politikalar krizi gerektirmese bile meydana gelebilmektedir. Burada önemli olan, piyasadaki aktörlerin beklentileridir. Asya krizinin ardından ortaya atılan üçüncü-kuşak modeller ise krizleri, finansal sistemdeki zaaflardan yola çıkarak açıklamaktadır. Bu modellerin vurguladıkları nokta, ekonominin sektörel bilançolarındaki uyumsuzluklardır.

Son 25 yılın en önemli özelliklerinden biri, uluslararası özel sermaye hareketlerindeki büyük artıştır. Bu durum, yeni gelişen piyasalardaki krizlerin sıklığında bir artışa yol açmıştır. Pek çok çalışmada, sermaye hareketlerindeki artış krizlerin temel nedeni sayılmaktadır. Ne var ki, söz konusu sermaye hareketlerinin gelişmiş ülkelerde krize yol açmadığı gerçeği, yeni gelişen piyasalarda bu hareketlere aracılık eden finans sistemindeki etkisizliklerin daha önemli olduğunu ima etmektedir. Dolayısıyla, günümüzdeki krizleri açıklamakta üçüncü-kuşak modellerin daha başarılı olduğu söylenebilir. Fakat, daha önce görüldüğü gibi, üçüncü-kuşak modeller arasında da önemli farklılıklar bulunmaktadır. Bunun belki de en önemli nedeni, söz konusu modellerin, gerçek krizlerde görülen belirtilerden yola çıkmalarıdır.

Son yıllardaki krizlere bakıldığında, belirtiler farklılık gösterse de, arkadaki ortak nedenin hep aynı olduğu görülmektedir: ekonomideki bazı aktörler (hükümet ya da özel kesim) gelecekle ilgili karar alırken mevcut riskleri yanlış yönetmektedirler. Bunun arkasında ise, geçersiz inançlar/varsayımlar ve yanlış müşevvikler yatmaktadır. Düzenleme ve denetleme mekanizmasının zayıf ve sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda, söz konusu inançlar ve müşevvikler ekonomide önemli dengesizliklerin meydana çıkmasına yol açmaktadır. Bu dengesizlikler makro ekonomik ve finansal göstergelere yansımaktadır. Böylece, ekonomi, şoklar karşısında kırılma hâle gelmektedir.

Görüldüğü gibi, ayrıntıları farklı olsa da, yeni gelişen piyasalardaki parasal krizler ilke olarak aynı çerçevede açıklanabilir. Ne var ki, buna dayanarak, krizlerin kesin olarak öngörülebileceğini söylemek mümkün değildir. Çünkü, i) gelecekteki krizlerin geçmişlerdeki gibi olacağını garanti yoktur; ve ii) söz konusu genel çerçevedeki nedensellik ilişkisi deterministik değil, *contingent*'tir.

Bu, parasal krizleri önlemenin mümkün olmadığı anlamına gelmemektedir. Daha önce belirtildiği gibi, parasal krizlerin bir gerekli koşulu döviz kurunun çıpa olarak kullanıldığı bir rejimin var olmasıdır. Dolayısıyla, bir parasal krizden kaçınmanın en kestirme yolu, döviz

kurunu serbest bırakmaktır. Ne var ki, çoğu zaman ülkelerin, şu ya da bu nedenden dolayı, döviz kurunu çıpa olarak kullanmaları gerekir¹⁸. Diğer bir yol, daha sonraki muhtemel şokların etkisini azaltmak için, ekonomideki şeffaflığı artırmaktır. Fakat, daha önce belirtildiği gibi, bazen yatırımcılar, elde yeterince bilgi olsa bile, bunu göz ardı edebilmekteler.

Sermaye hareketlerinin sınırlandırılması da akla gelebilecek yöntemler arasındadır. Ne var ki, bu, sermaye hareketlerinin olumlu etkilerinden vazgeçmek anlamına gelir. Bu yüzden, daha iyi bir yol, etkili ve iyi düzenlenmiş bir finans sistemine sahip olmaktır. Gelişmekte olan ülkeler için bunun zaman alacağı ve yeterli sayıda yetişmiş insan gücü gerektirdiği açıktır. Fakat, parasal (ve finansal) kriz yaşamadan uluslararası sermaye hareketlerinin olumlu etkilerinden faydalanmanın en iyi yolu budur. Bu süreçte ise en büyük görev söz konusu ülkelerin hükümetlerine düşmektedir (bak. Stiglitz, 1998b).

KAYNAKÇA

- Aganbegyan (1999). “Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları,” isimli konferansta sunulan metin (Rusça). <http://www.polit.ru/documents/102452.html>
- Agenor, Pierre-Richard, Jagdeep S. Bhandari & Robert P. Flood (1991). “Speculative Attacks and Models of Balance of Payments Crises,” NBER *Working Paper No.* 3919.
- Aghion, Philippe, Philippe Bacchetta & Abhijit Banerjee (1999a). “Capital Markets and the Instability of Open Economies,” Swiss National Bank, Study Center Gerzensee *Working Paper No.* 99.01.
- Aghion, Philippe, Philippe Bacchetta & Abhijit Banerjee (1999b). “A Corporate Balance-Sheet Approach to Currency Crises,” mimeo, Université de Lausanne.
- Akyüz, Yılmaz (1998). “The East Asian Financial Crisis: Back to the Future?” United Nations, UNCTAD, Geneva.
- Akyüz, Yılmaz & Korkut Boratav (2002). “The Making of the Turkish Financial Crisis,” www.umass.edu/peri/pdfs/fin_akyuz.pdf
- Allen, Franklin & Douglas Gale (1999). “Bubbles, Crises, and Policy,” *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 15, No. 3.
- Allen, Franklin & Douglas Gale (1998). “Bubbles and Crises,” Wharton Financial Institutions Center *Working Paper No.* 98-01-B.
- Allen, Mark, Christoph Rosenberg, Christian Keller, Brad Setser & Nouriel Roubini (2002). “A Balance Sheet Approach to Financial Crises,” IMF *Working Paper No.* WP/02/210.
- Alper, C. Emre (2001). “The Turkish Liquidity Crisis of 2000: What Went Wrong...” *Russian and East European Finance and Trade*, Vol. 37, No. 6, pp. 51-71.
- Alper, C. Emre & Ziya Öniş (2001). “Financial Globalization, the Democratic Deficit and Recurrent Crises in Emerging Markets: the Turkish Experience in the Aftermath of Capital Account Liberalization,” Bogazici University, Discussion Paper No. 01-14.

¹⁸ Döviz kuru rejimi tercihi ile ilgili bak. Cooper (1999), Frankel (1999b) ve Hefeker (2000).

- Alves, J. Antonio Jr, Fernando Ferrari & Luiz Fernando de Paula (2000). "Currency Crises, Speculative Attacks and Financial Instability in a Global World: A Post Keynesian Approach with Reference to Brazilian Currency Crisis," <http://www8.ufrgs.br/ppge/pcientifica/pdf/diversos/texto072001.pdf>
- Athukorala, Prema-chandra & Peter G. Warr (2002). "Vulnerability to a Currency Crisis: Lessons from the Asian Experience," Division of Economics, Research School of Pacific and Asian Studies, Australian National University, *The World Economy Journal*, 25 (1).
- Aziz, Jahangir, Francesco Caramazza & Ranil Salgado (2000). "Currency Crises: In Search of Common Elements," IMF *Working Paper* No. WP/00/67.
- Baig, Taimur & Ilan Goldfajn (1998). "Financial Market Contagion in the Asian Crisis," IMF *Working Paper* No. WP/98/155.
- Banerjee, A (1992). "A Simple Model of Herd Behavior," *Quarterly Journal of Economics* 107, 787-818.
- Bank of Russia (1998). "Russia's Economic and Financial Position in 1998," Annual Report.
- Barro, J. Robert & David B. Gordon (1983). "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model," *Journal of Political Economy*, 91, pp. 589-610.
- Bauer, Christian (2002). "Uniqueness in Currency Crisis Models," mimeo, University of Bayreuth.
- Bell, James (2000). "Leading Indicator Models of Banking Crises – A Critical Review," Bank of England, *Financial Stability Review*, December.
- Berg, Andrew & Catherin Pattillo (2000). "The Challenges of Predicting Economic Crises," IMF Economic Issues No. 22.
- Berg, Andrew & Catherin Pattillo (1999a). "Are Currency Crises Predictable? A Test," IMF *Staff Papers* Volume 46, No. 2, June.
- Berg, Andrew & Catherin Pattillo (1999b). "Predicting Currency Crises: The Indicators Approach and An Alternative," *Journal of International Money and Finance*, August, 18:4, 561-586.
- Berg, Andrew, Eduardo Borensztein, Gian Maria Milesi-Ferretti, & Catherin Pattillo (2000). "Anticipating Balance of Payments Crises: The Role of Early Warning Systems," IMF *Occasional Paper* No. 186.
- Bernanke, Ben and Mark Gertler (1989). "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations," *American Economic Review* 79, pp.14-31.
- Bhagwati, Jagdish (1998a). "The Capital Myth: The Difference between Trade in Widgets and Dollars," *Foreign Affairs*, Vol. 77, No. 3, May/June.
- Bhagwati, Jagdish (1998b). "Why Free Capital Mobility May Be Hazardous to Your Health: Lessons from the Latest Financial Crisis," paper prepared for the NBER Conference on Capital Controls in Cambridge, Mass., November 7.
- Bikhchandani, S., D. Hirshleifer & I. Welch (1992). "A Theory of Fads, Fashion, Custom and Cultural Change as Informational Cascades," *Journal of Political Economy* 100, 992-1027.
- Bleaney, Michael (2000). "Financial Fragility and Currency Crises," *Discussion Paper* No. 00/4, University of Nottingham.

- Boorman, Jack, Timothy Lane, Marianne Schulze-Ghatas, Ales Bulir, Atish R. Ghosh, Javier Hamann, Alexandros Mourmouras, & Steven Phillips (2000). "Managing Financial Crises: The Experience in East Asia," IMF *Working Paper* No. WP/00/107.
- Boratav, Korkut (2001). "2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri," *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, yıl 16, sayı 186, Eylül.
- Bosworth, Barry (1996). "The Decline in Mexican Saving: A Cost of Reform?" <http://www.brook.edu/dybdocroot/views/papers/bosworth/19960510.pdf>
- Burkart, Olivier & Virginie Coudret (2000). "Leading Indicators of Currency Crises in Emerging Economies," Banque de France, NER. 74.
- Burnside, Craig, Martin Eichenbaum & Sergio Rebelo (1998). "Prospective Deficits and the Asian Currency Crisis," *Working Paper* No. WP-98-5, Federal Reserve Bank of Chicago Research Department.
- Bussiere, Matthieu & Marcel Fratzscher (2002). "Towards a New Early Warning System of Financial Crises," European Central Bank, *Working Paper* No. 145.
- Bussiere, Matthieu & Christian Mulder (1999). "External Vulnerability in Emerging Market Economies: How High Liquidity Can Offset Weak Fundamentals and the Effects of Contagion," IMF *Working Paper* No. WP/99/88.
- Bustelo, Pablo (1998). "The East Asian Financial Crises: An Analytical Survey," ICEI Working Paper, Madrid University. <http://www.ucm.es/info/icei/asia/bwp09.pdf>
- Bustelo, Pablo (2000). "Novelties of Financial Crises in the 1990s and the Search for New Indicators," *Emerging Markets Review* 1(2000) 229-251.
- Calvo, A. Guillermo (1999). "Contagion in Emerging Markets: When Wall Street is a Carrier," mimeo, University of Maryland.
- Calvo, A. Guillermo (1996). "Varieties of Capital-Market Crises," mimeo, University of Maryland.
- Calvo, A. Guillermo & Enrique Mendoza (1997). "Rational Herd Behavior and the Globalization of Securities Markets," mimeo, University of Maryland.
- Cavallari, Lilia & Giancarlo Corsetti (1998). "Shadow Rates and Multiple Equilibria in the Theory of Currency Crises," *Journal of International Economics*.
- Céspedes, Luis Felipe, Roberto Chang & Andres Velasco (2000). "Balance Sheets and Exchange Rate Policy," NBER *Working Papers* No. 7840.
- Chang, Roberto (1999). "Understanding Recent Crises in Emerging Markets," Federal Reserve Bank of Atlanta, *Economic Review*, Second Quarter.
- Chang, Roberto & Andres Velasco (2001). "The 1997-98 Liquidity Crisis: Asia Versus Latin America," Central Bank of Chile *Working Papers* No. 120.
- Chang, Roberto & Andres Velasco (1998a). "Financial Fragility and the Exchange Rate Regime," NBER *Working Paper* No. 6469.
- Chang, Roberto & Andres Velasco (1998b) "Financial Crises in Emerging Markets: A Canonical Model," Federal Reserve Bank of Atlanta *Working Paper* No. 98-10 (July).
- Chai, Jingqing & Barry R. Johnston, (2000). "An Incentive Approach to Identifying Financial System Vulnerabilities," IMF *Working Paper* No. WP/00/211.

- Chatterji, Subhrendu (2001). "The Domestic Architecture of Financial Sectors in Developing Countries," The Overseas Development Institute Meeting Report, March 28.
- Chiodo, J. Abigail & Michael T. Owyang (2002). "A Case Study of a Currency Crisis: The Russian Default of 1998," The Federal Reserve Bank of St. Louis *Review*, November/December.
- Chui, Michael, Prasanna Gai & Andy Haldane (2000). "International Financial Crises and Public Policy: Some Welfare Analysis," Bank of England, *Quarterly Bulletin*, pp. 368-376, November.
- Cipriani, Marco & Antonio Guarino (2001a). "Herd Behavior and Contagion in Financial Markets," mimeo, NYU.
- Cipriani, Marco & Antonio Guarino (2001b). "Herd Behavior and Informational Uncertainty: A Note," mimeo, NYU.
- Cipriani, Marco & Antonio Guarino (2002). "Social Learning and Financial Crises," mimeo, NYU.
- Cohen, Ariel (1998). "Russia's Meltdown: Anatomy of the IMF Failure," <http://www.heritage.org/library/backgrounder/bg1228.html>
- Cohen, Ariel (1999). "What Russia Must Do to Recover from Its Economic Crisis," <http://www.heritage.org/library/backgrounder/bg1296.html>
- Cole, L. Harold & Timothy J. Kehoe (1996). "A Self-Fulfilling Model of Mexico's 1994-95 Debt Crisis," Federal Reserve Bank of Minneapolis, *Research Department Staff Report* 210.
- Cooper, N. Richard (1999). "Exchange Rate Choices," Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series No. 43, p. 99-136.
- Corbett, Jenny & David Vines (1999). "East Asian Currency and Financial Crises: Lessons from Vulnerability, Crisis and Collapse," *Working Paper No. 99-3*, Asia Pacific School of Economics and Management, Australian National University.
- Corsetti, Giancarlo & Bartosz Mackowiak (2001). "Fiscal Imbalances and the Dynamics of Currency Crises," mimeo, Yale University.
- Corsetti, Giancarlo, Paolo Pesenti & Nouriel Roubini (2001). "The Role of Large Players in Currency Crises," NBER *Working Paper No. 8303*.
- Corsetti, Giancarlo, Paolo Pesenti & Nouriel Roubini (1998a). "What Caused the Asian Currency and Financial Crises?" Part I and II, *Working Papers No. 6833 and 6834*. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Corsetti, Giancarlo, Paolo Pesenti & Nouriel Roubini (1998b). "Paper Tigers? A Model of the Asian Crisis," NBER *Working Paper No. 6783*.
- Cox, Winston (2001). "Getting the Domestic Financial Architecture Right," The Overseas Development Institute Meeting Report, March 28.
- Crafts, Nicholas (1998). "East Asian Growth Before and After the Crisis," IMF *Working Paper No. WP/98/137*.
- Dadush, Uri, Dipak Dasgupta & Dilip Ratha (2000). "The Role of Short-Term Debt in Recent Crises," IMF *Finance&Development*, Vol. 37, No. 4.

- Das, K. Dilip (1999). "Asian Economic and Financial Crises: Causes, Ramifications and Lessons," *Working Paper No. 99-4*, Asia Pacific School of Economics and Management, Australian National University.
- Dean, W. James (2000). "Was Capitalism or Cronyism the Cause of Asia's Economic Crisis?" Center for International Business – Western Washington University *Discussion Paper*.
- Dekle, Robert & Kenneth M. Kletzer (2001). "Domestic Bank Regulation and Financial Crises: Theory and Empirical Evidence from East Asia," NBER *Working Paper No. 8322*.
- DeLong, J. Bradford (2001). "The International Financial Crises of the 1990s: Analytics," <http://www.j-bradford-delong.net/>
- Desmet, Klaus (2000). "Accounting for the Mexican Banking Crisis," *Emerging Markets Review* 1 (2000) 165-181.
- Disyatat, Piti (2001). "Currency Crises and Foreign Reserves: A Simple Model," *IMF Working Paper No. WP/01/18*.
- Dooley, P. Michael (1994). "A Retrospective on the Debt Crisis," *Working Papers No. 4963* National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Dooley, P. Michael (1997). "A Model of Crises in Emerging Markets," NBER *Working Paper No. 6300*.
- Dooley, P. Michael (1998). "The IMF and the 1982 and 1994 Debt Crises: Who Is in Charge?" prepared for CEPR Conference on "Political Economy, Sovereign Debt and the IMF", July 7/8 1995.
- Dooley, P. Michael (2000). "A Model Of Crises in Emerging Markets," *The Economic Journal*, 110 (January), 256-272.
- Dooley, P. Michael & Inseok Shin (2000). "Private Inflows When Crises are Anticipated: A Case Study of Korea," mimeo, University of California.
- Dornbush, Rudiger (2001). "A Primer on Emerging Market Crises," mimeo, MIT.
- Dornbush, Rudiger (1999). "Emerging Market Crises: Origins and Remedies," mimeo, MIT.
- Dornbush, Rudiger (1998). "Asian Crisis Themes," mimeo, MIT.
- Drazen, Allan (2001). "Interest Rate Defense Against Speculative Attack as a Signal: A Primer," Prepared for the NBER Conference on Management of Currency Crises, Monterey, Ca, March 28-31.
- Drazen, Allan (2000). "Political Contagion in Currency Crises," NBER *Working Paper No. 7211*.
- Edison, J. Hali (2000). "Do Indicators of Financial Crises Work? An Evaluation of an Early Warning System," Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers*, No. 625.
- Edwards, Sebastian (1997). "The Mexican Peso Crisis: How Much Did We Know? When Did We Know It?" *Working Papers No. 6334* National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

- Eichengreen, Barry (2002). "Predicting and Preventing Financial Crises: Where Do We Stand? What Have We Learned?" paper prepared for the Kiel Week annual conference, Kiel, Germany, 24-25 June.
- Eichengreen, Barry (2001). "Crisis Prevention and Management: Any New Lessons from Argentina and Turkey?" background paper for the World Bank's *Global Development Finance 2002*.
- Eichengreen, Barry, Michael Musa, Giovanni Dell'Ariccia, Enrica Detragiache, Gian Maria Milesi-Ferretti & Andrew Tweedie (1999). "Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues," IMF.
- Eichengreen, Barry & Ricardo Hausmann (1999). "Exchange Rates and Financial Fragility," NBER *Working Paper* No. 7418.
- Eichengreen, Barry & Andrew Rose (1999). "The Empirics of Currency and Banking Crises," NBER Reporter.
- Eichengreen, Barry, Andrew K. Rose & Charles Wyplosz (1996). "Contagious Currency Crises," NBER *Working Paper* No. 5681.
- Errico, Luca & Alberto Musalem (1999). "Offshore Banking: An Analysis of Micro- and Macro-Prudential Issues," IMF *Working Paper* No. WP/99/5.
- Ertuğrul, Ahmet & Faruk Selçuk (2001). "A Brief Account of the Turkish Economy: 1980-2000," mimeo, Bilkent University, Turkey.
- Ertuğrul, Ahmet & Erinc Yeldan (2002). "On The Structural Weaknesses of the Post-1999 Turkish Dis-inflation Program," mimeo, Bilkent University, Turkey.
- Espinosa, Marco & Steven Russell (1996). "The Mexican Economic Crisis: Alternative Views," *Economic Review* January/February 1996, Federal Reserve Bank of Atlanta.
- Esquivel, Gerardo & Felipe B. Larrain (1998). "Explaining Currency Crises," internet adresi: www2.cid.harvard.edu/hiidpapers/Explainfinal.PDF
- Fingerand, K. Michael & Ludger Schuknecht (1999). "Trade, Finance and Financial Crises," Special Studies 3, World Trade Organization.
- Fischer, Stanley (1987). "Resolving the International Debt Crisis," *Working Papers* No. 2373 National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Fischer, Stanley (1998). "The Asian Crisis: A View from the IMF," prepared for "The Midwinter Conference of the Bankers' Association for Foreign Trade" Washington, D. C., January 22, 1998.
- Fischer, Stanley (1999). "On the Need for an International Lender of Last Resort," Paper prepared for delivery at the joint luncheon of the American Economic Association and the American Finance Association, New York, January 3.
- Flood, P. Robert & Nancy P. Marion (1998). "Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature," IMF *Working Paper* No. WP/98/130.
- Flood, P. Robert & Nancy P. Marion (1998a). "Self-Fulfilling Risk Predictions: An Application To Speculative Attacks," IMF *Working Paper* No. WP/98/124.
- Flood, P. Robert & Nancy P. Marion (1997). "Policy Implications of 'Second-Generation' Crisis Models," IMF *Working Paper* No. WP/97/16.

- Flood, P. Robert & Nancy P. Marion (1996). "Speculative Attacks: Fundamentals and Self-fulfilling Prophecies," *Working Papers No. 5789* National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Flood, P. Robert & Peter M. Garber (1984a). "Gold Monetization and Gold Discipline," *Journal of Political Economy* 92 (1), 90-107.
- Flood, P. Robert & Peter M. Garber (1984b). "Collapsing Exchange-Rate Regimes: Some Linear Examples," *Journal of International Economics* 17 (1984) 1-13.
- Flood, R.P., P. Garber, & C. Kramer (1996). "Collapsing Exchange Rate Regimes: Another Linear Example," *Journal of International Economics* 41, 223-234.
- Flood, P. Robert & Olivier Jeanne (2000). "An Interest Rate Defense of a Fixed Exchange Rate?" mimeo, IMF.
- Frankel, Jeffrey A. (1999a). "The International Financial Architecture," The Brookings Institution, *Policy Brief No. 51*, June.
- Frankel, Jeffrey A. (1999b). "No Single Currency Regime is Right For All Countries or at All Times," NBER *Working Paper No. 7338*.
- Frankel, Jeffrey A. & Andrew K. Rose (1996). "Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment," *Journal of International Economics*, 41, pp. 351-66.
- Gaidar, Yegor (1999). "Lessons of the Russian Crisis for Transition Economies," Institute for the Economy in Transition, Moscow.
- Gande, Amar, Kose John & Lemma W. Senbet (2001). "The Role of Incentives in the Prevention of Financial Crises in Emerging Economies," Robert H. Smith School of Business, Finance Faculty Working Papers.
- Gençay, Ramazan & Faruk Selçuk (2001). "Overnight Borrowing, Interest Rates and Extreme Value Theory," mimeo, Bilkent University, Turkey.
- Giannetti, Mariassunta (2002). "Financial Crises and Incomplete Information," mimeo, Stockholm School of Economics, Sweden.
- Gil-Diaz, Francisco (1998). "The Origin of Mexico's 1994 Financial Crisis," *The Cato Journal*, Vol 17, No. 3.
- Glick, Reuven (1998). "Thoughts on the Origins of the Asia Crisis: Impulses & Propagation Mechanisms," Research Department Federal Reserve Bank of San Francisco *Working Paper No. PB98-07*.
- Glick, Reuven & Andrew K. Rose (1998). "Contagion and Trade: Why Are Currency Crises Regional?" U.C. Berkeley *Working Paper* and Pacific Basin *Working Paper No. 98-03*.
- Goldfajn, Ilan & Rodrigo O. Valdes (1997). "Are Currency Crises Predictable?" IMF *Working Paper No. WP/97/159*.
- Goldfajn, Ilan & Taimur Baig (1998). "Monetary Policy in the Aftermath of Currency Crises: The Case of Asia," IMF *Working Paper No. WP/98/170*.
- Goldstein, Morris (1996). "Banking Crises in Emerging Economies: Origins and Policy Options," BIS *Economic Papers No. 46*, October.

- Goldstein, Morris (1998). *"The Asian Financial Crises: Causes, Cures, and Systemic Implications,"* Policy Analyses in International Economics 55. Washington, D.C.: Institute for International Economics.
- Goldstein, Morris, Graciela Kaminsky & Carmen Reinhart (1999). "Assessing Financial Vulnerability: An Early Warning System for Emerging Markets," mimeo, Washington, DC: Institute for International Economics.
- Golov, Roman & Robin Matthews (1999). "The Russian Crisis: Causes, Consequences and Implications for the Future," Kingston University Business School, Occasional Paper Series No.35.
- Griffith-Jones, Stephany (1997). "Systemic Risks and Financial Crises" Chapter 1 of Stephany Griffith-Jones' book *"Global Capital Flows – Should They be Regulated?"*, MacMillan Pres, London.
- Griffith-Jones, Stephany (1998). "How to Protect Developing Countries From Volatility of Capital Flows?" paper prepared for the Commonwealth Secretariat for the Expert Group Meeteng held in London, 15-17 June.
- Griffith-Jones, Stephany & Jose Antonio Ocampo (2000). "Facing Volatility and Concentration of Capital Flows," paper prepared for the FONDAD Workshop held in The Hague, 26-27 June.
- Gurvich, Evsey (2001). "Looking Back at Russian Financial Crisis," Moscow, New Economic School, Working Paper No. 2001/030.
- Haubrich, G. Joseph (2001). "Risk Management and Financial Crises," *Economic Commentary*, Federal Reserve Bank of Cleveland.
- Hefeker, Carsten (2000). "Sense and Nonsense of Fixed Exchange Rates: On Theories and Crises," *Cato Journal*, Vol. 20, No. 2.
- Helfer, T. Ricki (1998). "Rethinking IMF Rescues," The Brookings Institution Conference Report #1, August 1998.
- IMF (1998). "International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues," *World Economic and Financial Surveys*, September.
- IMF (2001a). "Turkey: Sixth and Seventh Reviews Under the Stand-By Agreement; Staff Supplement; and Press Release on the Executive Board Discussion," June 2001, *Country Report No. 01/89*.
- IMF (2001b). "Turkey: Eighth Review Under the Stand-By Agreement - Staff Report; Staff Statement; and News Brief on the Executive Board Discussion," August 2001, *Country Report No. 01/137*.
- IMF (2002). "Turkey: Second Review Under the Stand-By Agreement – Staff Report; Staff Statement; News Brief on the Executive Board Discussion; and Statement by the Authorities of Turkey," October 2002, *Country Report No. 02/229*.
- Institute for East-West Studies – IEWS (1998). "Russian Financial Crisis: Confidential Interim Assessment," <http://www.iews.ru>
- Jordan, L. Jerry (1999). "Financial Crises and Market Regulation," *Economic Commentary*, Federal Reserve Bank of Cleveland.

- Kadıoğlu, Ferya, Zelal Kotan & Gülbin Şahinbeyoğlu (2001). "Kura Dayalı İstikrar Programı Uygulaması ve Ödemeler Dengesi Gelişmeleri: Türkiye 2000," Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Araştırma Genel Müdürlüğü, *Tartışma Tebliği* no 51.
- Kalter, Eliot & Armando Ribas (1999). "The 1994 Mexican Economic Crisis: The Role of Government Expenditure and Relative Prices," IMF *Working Paper No.* WP/99/160.
- Kamin, B. Steven (1999). "The Current International Financial Crisis: How Much Is New?" Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers No.* 636.
- Kaminsky, Graciela & Carmen Reinhart (2000). "On Crisis, Contagion, and Confusion," *Journal of International Economics* 51 (June): 145-68.
- Kaminsky, G., S. Lizondo & C. Reinhart (1998). "Leading Indicators of Currency Crises," IMF *Staff Papers*, 45, pp 1-48.
- Kaminsky, Graciela & Carmen Reinhart (1999). "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems," *The American Economic Review*, Vol. 89, No.3, pp. 473-500.
- Kaminsky, Graciela (1998). "Currency and Banking Crises: A Composite Leading Indicator," mimeo, Washington, D.C., Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Keleher, Robert (1998). "Financial Crises in Emerging Markets: Incentives and the IMF," Joint Economic Committee, US Congress, August.
- Kharas, Homi & Deepak Mishra (1999). "Fiscal Policy, Hidden Deficits, and Currency Crises," World Bank Economists Forum 1999.
- Kibritçioğlu, Bengi (2000). "Finansal Krizler: Belirleyicileri, Öngörülebilirliği ve Yayılma Etkisi," Türkiye Cumhuriyeti Hazine Müsteşarlığı, Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi.
- Kibritçioğlu, Bengi, Bülent Köse & Gamze Uğur (1999). "A Leading Indicators Approach to the Predictability of Currency Crises: The Case of Turkey," General Directorate of Economic Research, The Undersecretariat of Treasury, Ankara, Turkey.
- Kibritçioğlu, Aykut (2000). "Dünya Ham Petrol Fiyat Artışları ve Enflasyonla Mücadele Programının Başarısı," *PetroGas Dergisi*, Sayı 16, Mart-Nisan 2000.
- Kibritçioğlu, Aykut (2002). "Causes of Inflation in Turkey: A Literature Survey with Special Reference to Theories of Inflation," in "*Inflation and Disinflation in Turkey*," edited by Kibritçioğlu, Aykut, Libby Rittenberg & Faruk Selçuk. Ashgate Publishing Company, 131 Main Street, Burlington, VT 05401-5600, USA.
- Kochhar, Kalpana, Prakash Loungani & Mark R. Stone (1998). "The East Asian Crisis: Macroeconomic Developments and Policy Lessons," IMF *Working Paper No.* WP/98/128.
- Komulainen, Tuomas (1999). "Currency Crisis Theories – Some Explanations for the Russian Case," Bank of Finland, Institute for Economies in Transition (BOFIT).
- Kraay, Aart (1999). "Do High Interest Rates Defend Currencies during Speculative Attacks?" mimeo, World Bank.
- Kregel, J.A. (1998). "East Asia Is Not Mexico: The Difference between Balance of Payments Crises and Debt Deflations," Macroeconomics, Economics Working Paper Archive at WUSTL.

- Krueger, Anne & Aaron Tornell (1999). "The Role of Bank Restructuring in Recovering from Crises: Mexico 1995-98," *Working Papers No. 7042* National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Kruger, Mark, Patrick N. Osakwe & Jennifer Page (1998). "Fundamentals, Contagion and Currency Crises: An Empirical Analysis," Bank of Canada, *Working Paper No. 98-10*.
- Krugman, Paul (1979). "A Model of Balance-of-Payments Crises," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 11, No. 3, 311-325.
- Krugman, P. (1989) "Market-Based Debt-Reduction Schemes." NBER *Working Paper No. 1323*. Cambridge, Mass.
- Krugman, Paul (1994). "The Myth of Asia's Miracle," *Foreign Affairs*, November/December.
- Krugman, Paul (1996). "Are Currency Crises Self-Fulfilling?" *NBER Macroeconomics Annual*, Cambridge: MIT Press.
- Krugman, Paul (1998a). "Currency Crises," mimeo, MIT.
- Krugman, Paul (1998b). "What Happened To Asia?" mimeo, MIT.
- Krugman, Paul (1998c). "Fire-Sale FDI," mimeo, MIT.
- Krugman, Paul (1999a). "Balance Sheets, The Transfer Problem, and Financial Crises," internet adresi: <http://web.mit.edu/krugman/www/FLOOD.pdf>
- Krugman, Paul (1999b). "Analytical Afterthoughts on the Asian Crsis," mimeo, MIT.
- Krugman, Paul (2000). "Crises: The Price of Globalization?" *Global Economic Integration: Opportunities and Challenges*, Fed. Reserve Bank of Kansas City, August 2000, pp.75-105.
- Krugman, Paul (2001). "Crises: The Next Generation?" paper prepared for Razin conference, Tel Aviv University, March 25-6, 2001.
- Krugman, Paul & Maurice Obstfeld (1997). "*International Economics: Theory and Policy*," fourth edition, Addison Wesley, USA.
- Kydland, E. Finn & Edward C. Prescott (1977). "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans," *Journal of Political Economy*, 85, pp. 473-91.
- Lahiri, Amartya & Carlos Vegh (2000). "Delaying the Inevitable: Optimal Interest Rate Policy and BOP Crises," *NBER Working Paper No. w7734*.
- Lane, Timothy & Steven Phillips (2000). "Does IMF Financing Result in Moral Hazard?" *IMF Working Paper No. WP/00/168*.
- Leblang, A. David (2000). "To Devalue or Not to Devalue? The Political Economy of Exchange Rate Policy," unpublished paper, Department of Political Science, University of Colorado.
- Litan, Robert, Michael Pomerleano & V. Sundararajan (2002). "Strengthening Financial Sector Governance in Emerging Markets," The Brookings Institution *Policy Brief No. 12*.
- Lopez-Pinto, Juan Sole (2002). "Defending a Currency Peg," mimeo, University of Minnesota.
- Loyo, Eduardo (2000). "Currency Realignment Crises," mimeo, John F. Kennedy School of Government, Harvard University.

- Lustig, Nora (1995). "The Mexican Peso Crisis: the Foreseeable and the Surprise," Brookings Institution, June 1995.
- Margolin, Ruslan (2000). "The Russian Financial Crisis: From Craze to Crash," *The Stern Journal*, 9-17, Spring 2000.
- Marion, P. Nancy (1999). "Some Parallels Between Currency and Banking Crises," *International Tax and Public Finance*, 6, pp.473-490.
- Martin, Philippe & Helene Rey (2002). "Financial Globalization and Emerging Markets: With or Without Crash?" NBER *Working Paper* No. 9288.
- Martinez-Vazquez, Jorge, Felix Rioja, Samuel Skogstad & Neven Valev (2000). "IMF Conditionality and Objections: The Russian Case," Georgia State University, Andrew Young School of Policy Studies, Working Paper No. 00-3.
- Masson, Paul (1998). "Contagion: Moonsoonal Effects, Spillovers, and Jumps Between Multiple Equilibria," IMF *Working Paper* No: WP/98/142
- Masson, Paul (1999). "Multiple Equilibria, Contagion, and the Emerging Market Crises," IMF *Working Paper* No: WP/99/164
- Mathur, S. Archana & Arvinder S. Sachdeva (2002). "The Major Economic Crises in 1990s and Lessons for India's Trade and Financial Policy," Perspective Planning Division, Planning Commission, Government of India, Working Paper No. 2/2002-PC.
- McKinnon, I. Ronald (1999). "Limiting Moral Hazard and Reducing Risk in International Capital Flows: The Choice of an Exchange-Rate Regime," mimeo, Stanford University.
- McKinnon, I. Ronald & Huw Pill (1998). "International Overborrowing: A Decomposition of Credit and Currency Risks," *Working Paper* No. 98004. Department of Economics, Stanford University.
- Meigs, A. James (1998). "Lessons for Asia from Mexico," *The Cato Journal*, Vol. 17, No. 3.
- Meltzer, Alan (1998). "Asian Problems and the IMF," *The Cato Journal*, Vol.17, No.3.
- Milesi-Ferretti, Gian Maria & Assaf Razin (1998). "Current Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities," paper prepared for the NBER conference on *Currency Crises* held in Cambridge, February 6-7, 1998.
- Miller, Marcus & Lei Zhang (1999). "Creditor Panic, Asset Bubbles and Sharks: Three Views of the Asian Crisis," mimeo, University of Warwick.
- Mishkin, S. Frederic (1991). "Anatomy of a Financial Crisis," NBER *Working Paper* No. 3934.
- Moreno, Ramon (1998). "What Caused East Asia's Financial Crisis?" Federal Reserve Bank of San Francisco *Economic Letter* 98-24; August 7.
- Morris, Stephen & Hyun Song Shin (1998). "Unique Equilibrium in a Model of Self-Fulfilling Currency Attacks," *The American Economic Review*, pp. 587-597, June.
- Morris, Stephen & Hyun Song Shin (1995). "Informational Events that Trigger Currency Attacks," *Working Paper* No.95-24, Federal Reserve bank of Philadelphia.
- Nanto, K. Dick (1998). "The 1997-98 Asian Financial Crisis," CRS Report, <http://www.fas.org/man/crs/crs-asia2.htm>

- Neely, J. Christopher (1996). "The Giant Sucking Sound: Did NAFTA Devour the Mexican Peso?" *Review* July/August 1996, Federal Reserve Bank of St. Louis.
- Noguchi, Asahi (1999). "Alternative Policy Strategies to Prevent Currency Crises," 1999 ABAS International Conference, July.
- Nunnenkamp, Peter (2001). "Liberalization and Regulation of International Capital Flows: Where the Opposites Meet," Kiel Institute of World Economics *Working Paper* No. 1029.
- Obstfeld, Maurice (2001). "Currency Crises, Exchange Rate Regimes, and Early Warning Systems," IMF Survey, December 10, Interview taken by Jeanne Olivier.
- Obstfeld, Maurice (1998). "The Global Capital Market: Benefactor or Menace?" NBER *Working Paper* No. 6559.
- Obstfeld, Maurice (1995). "Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features," NBER *Working Paper* No. 5285.
- Obstfeld, Maurice (1994). "The Logic of Currency Crises," *Cahiers Economiques et Monetaires*, vol. 43, pp. 89-123.
- Obstfeld, Maurice (1986). "Rational and Self-Fulfilling Balance-of-Payments Crises," *American Economic Review*, vol. 76, pp. 72-81.
- Obstfeld, Maurice (1984). "Balance-of-Payments Crises and Devaluation," *Journal of Money, Credit and Banking* 16, 208-219.
- OECD (2001). "Policy Reassessment in Light of the End-2000 Financial Crisis," OECD Economic Surveys: Turkey.
- Olters, Jan-Peter (2001). "Modeling Politics with Economic Tools: A Critical Survey of the Literature," IMF *Working Paper* No. WP/01/10.
- Osakwe, Patrick & Lawrence Schembri (1998). "Currency Crises and Fixed Exchange Rates in the 1990s: A Review," Bank of Canada *Review*, Autumn.
- Osborne, Evan (2001). "Financial Crises in the Globalization Era," *The Independent Review*, Vol. VI, No. 2.
- Ouattara, D. Alessane (1998). "The Asian Crisis: Origins and Lessons," Seminar on 'Why Have the Asian Dragons Caught Fire?' at the Royal Academy of Morocco, May 4.
- Özkan, F. G. & A. Sutherland (1995). "Policy Measures to Avoid a Currency Crisis," *Economic Journal* 105, pp. 510-19.
- Pereira da Silva, Luiz A. & Masaru Yoshitomi (2001). "Can 'Moral Hazard' Explain the Asian Crises?," ADB Institute *Research Paper Series* No. 29.
- Pesenti, Paolo & Cedric Tille (2000). "The Economics of Currency Crises and Contagion: An Introduction," Federal Reserve Bank of New York, *Economic Policy Review*, September.
- Prati, Alessandro & Massimo Sbracia (2002). "Currency Crises and Uncertainty About Fundamentals," IMF *Working Paper* No. WP/02/3.
- Radelet, Steven & Jeffrey Sachs (1998). "The Onset of the East Asian Financial Crisis," NBER *Working Paper* No. 6680, Cambridge, MA.
- Rabe, Jens Michael (2000). "The Efficiency of Early Warning Indicators for Financial Crises," mimeo, Universität Konstanz.

- Rajan, S. Ramkishen (1999). "Banks, Maturity Mismatches and Liquidity Crises," mimeo, University of Adelaide.
- Reisen, Helmut (1998). "Domestic Causes of Currency Crises: Policy Lessons for Crisis Avoidance," OECD Development Centre.
- Rivlin, M. Alice (1998). "Toward A Better Class of Financial Crises: Some Lessons From Asia," The Federal Reserve Board, Conference on Financial Structure, The Levy Institute, Annadale-on-Hudson, New York, April 23.
- Roubini, Nouriel (1998a). "An Introduction to Open Economy Macroeconomics, Currency Crises and the Asian Crisis," lecture notes, internet address: <http://pages.stern.nyu.edu/~nroubini/NOTES/intromacro.html>
- Roubini, Nouriel (1998b). "Asian Crisis: An Interview with Nouriel Roubini," <http://economics.about.com/library/weekly/aa012798.htm>
- Sachs, D. Jeffrey & Harry Huizinga (1987). "U.S. Commercial Banks and the Developing Country Debt Crisis," *Working Papers No. 2455* National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Sachs, D. Jeffrey (1987). "International Policy Coordination: The Case of the Developing Country Debt Crisis," *Working Papers No. 2287* National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Sachs, D. Jeffrey, Aaron Tornell & Andres Velasco (1995). "The Collapse of the Mexican Peso: What Have We Learned?" *Working Papers No. 5142* National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Sachs, D. Jeffrey, Aaron Tornell & Andres Velasco (1996a). "The Mexican Peso Crisis: Sudden Death or Death Foretold?" *Working Papers No. 5563* National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Sachs, D. Jeffrey, Aaron Tornell & Andres Velasco (1996b). "Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995," *Brookings Papers in Economic Activity*, pp. 147-198.
- Sachs, D. Jeffrey (1997). "The Wrong Medicine for Asia," *New York Times*, November 3, 1997.
- Sachs, D. Jeffrey (1999). "Creditor Panics: Causes and Remedies," *Cato Journal*, Vol. 18, No. 3 (Winter).
- Sachs, D. Jeffrey & Wing Thye Woo (1999). "The Asian Financial Crisis: What Happened, and What is to be Done?" William Davidson Institute *Working Paper* No. 253.
- Sawada, Yasuyuki & Pan A. Yotopoulos (2000). "Currency Substitution, Speculation, and Financial Crises: Theory and Empirical Analysis," <http://siepr.stanford.edu/papers/pdf/99-5.pdf>
- Schuler, Kurt (2002). "Why Currency Crises Happen," Joint Economic Committee, US Congress, January.
- Schwartz, J. Anna (1998). "International Financial Crises: Myths and Realities," *The Cato Journal* Vol. 17, No. 3 (Winter).
- Schwartz, J. Anna (1999). "Is There a Need for an International Lender of Last Resort?" *The Cato Journal*, Vol. 19, No. 1.

- Sheng, L. T. Andrew (2000). "The Importance of Risk Management," in "*Building an Infrastructure for Financial Stability*", Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series No. 44, June; Editors: Eric S. Rosengren & John S. Jordan.
- Shirazi, K. Javad (1998). "The East Asian Crisis: Origins, Policy Challenges and Prospects," featured presentation at The National Bureau of Asian Research and The Strategic Studies Institute's Conference 'East Asia in Crisis', June 10, Seattle.
- Siamwalla, Ammar (2000). "Anatomy of the Thai Economic Crisis," in Peter C. Warr (ed), *Thailand Beyond the Crisis*. Routledge, London.
- Sinn, Hans-Werner (1990). "American Economic Policy and the International Debt Crisis," *Working Papers No. 3532* National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Sipila, Venla (2002). "The Russian Triple Crisis 1998: Currency, Finance and Budget," University College London, Centre for the Study of Economic and Social Change in Europe, Working Paper No. 17.
- Smith, W. Gregor (2001). "Speculative Attacks with Unpredictable or Unknown Reserves," *Canadian Journal of Economics* (2001) 34, 882-902.
- Stiglitz, Joseph (1998a). "Bad Private-Sector Decisions," *Wall Street Journal*, February 4.
- Stiglitz, Joseph (1998b). "Must Financial Crises Be This Frequent and This Painful?" McKay Lecture, Pittsburgh, Pennsylvania, September 23.
- Stone, R. Mark (2000). "The Corporate Sector Dynamics of Systemic Financial Crises," IMF *Working Paper* No. WP/00/114.
- Task Force (1998). "Lessons of the Mexican Peso Crisis," Report of an Independent Task Force.
- Tezel, Yahya Sezai (2001). "Türkiye Ekonomisinin Kötü Yönetimi: 1983-2001," mimeo, Ankara Üniversitesi.
- The Economist (2001). "Turkey on the Brink, Again," February 24th – March 2nd. pp. 25-28.
- Turnovsky, J. Stephen & Jian Xu (2002). "Speculative Attacks and the Dynamics of Exchange Rates," *Annals of Economics and Finance* 3, 219-248.
- Uygur, Ercan (2001a). "Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri," mimeo, Ankara University, Turkey.
- Uygur, Ercan (2001b). "Enflasyon, Para ve Mali Baskı: İktisat Politikasında Geri Kalmışlık," *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, yıl 16, sayı 189, s. 7-23.
- Valdes, Rodrigo (1996). "Emerging Market Contagion: Evidence and Theory," mimeo, MIT.
- Van Rijckeghem, Caroline & Beatrice Weder (1999). "Sources of Contagion: Finance or Trade?" IMF *Working Paper* No. WP/99/146.
- Vasquez, Ian (1996). "The Brady Plan and Market-Based Solutions to Debt Crises," *The Cato Journal*, Vol. 16, No. 2.
- Vasquez, Ian (2002). "A Retrospective on the Mexican Bailout," *The Cato Journal*, Vol. 21, No. 3.
- Vlaar, J. G. Peter (1999). "Early warning systems for currency crises," paper prepared for the conference on *International financial markets and the implications for monetary and financial stability*, held in BIS.

- Weintraub, Sidney (2001). "The Mexican Financial Crisis and U.S. Financial Rescue," published in "A Report to the President-Elect 2000", USA.
- Weller, E. Christian (1999). "Financial Crises After Financial Liberalization: Exceptional Circumstances or Structural Weakness?" University of Bonn, Center for European Integration Studies, *Working Paper No. B 15*.
- Whitt, A. Joseph Jr. (1996). "The Mexican Peso Crisis," *Economic Review* January/February 1996, Federal Reserve Bank of Atlanta.
- Wijnholds, J. Onno de Beaufort & Arend Kapteyn (2001). "Reserve Adequacy in Emerging Market Economies," IMF *Working Paper No. WP/01/143*.
- Willett, D. Thomas (2002). "The Political Economy of Perverse Financial Liberalization: Examples from the Asian Crisis," presented at the Western Economics Association Conference, July, Seattle.
- Wolf, Charles Jr. (2002). "Financial Crises and the Challenge of 'Moral Hazard'," Chapter 3 of Charles Wolfs' "*Straddling Economics and Politics: Cross-Cutting Issues in Asia, the United States, and the Global Economy*", internet address: <http://www.rand.org/publications/MR/MR1571/>
- Wyplosz, Charles (1998). "Globalized Financial Markets and Financial Crises," mimeo, CEPR.
- Yasin, Yevgeniy (1999). "Mağlubiyet mi, Geri Çekiliş mi: Rusya Reformları ve Finansal Kriz," Ekonomi Kulübünde yapılan sunuş metni, Moskova, Ocak 1999 (Rusça).
- Yeldan, Erinç (2001). "On The IMF-Directed Disinflation Program in Turkey: A Program for Stabilization and Austerity or a Recipe for Impoverishment and Financial Chaos?" mimeo, Bilkent University, Turkey.
- Yeldan, Erinç (2002). "Behind The 2000/2001 Turkish Crisis: Stability, Credibility, and Governance, for Whom?" mimeo, Bilkent University, Turkey.