

FİNANSAL KRİZLERİN ORTAYA ÇIKMASINDA SERMAYE HAREKETLERİNİN ROLÜ: RUSYA, TÜRKİYE VE ARJANTİN KRİZLERİ

Nihat IŞIK *

Özet

Gelişmekte olan ülkelerde 1980'li yıllarda hızlı bir şekilde uygulanmaya başlayan serbestleşme politikaları günümüzde de artarak devam etmektedir. Dışa açılmanın, ülke ekonomisini kendi dışında ortaya çıkacak olumsuzluklara açık hale getirmesi, ülkelerin kapalı bir ekonomiye göre çok daha dikkatli davranmalarını zorunlu kılmaktadır. Serbestleşme politikalarının bir uzantısı olarak, sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kaldırılmasının önemli bir ivme kazandığı 1990'lı yıllar değişik ülkelerde ciddi finansal krizlerin yaşandığı bir dönem olmuştur. Yaşanan krizler öncelikle krizin ilk çıktığı ülke ya da ülkeleri, ardından artan serbestliğin bir sonucu olarak krizlerin yayılma etkisi göstermesi nedeniyle birçok ülkeyi etkilemiştir. Bu çerçevede bu çalışmada, kısa ve uzun süreli sermaye hareketlerinin finansal krizlerin yaşanmasındaki etkisi, Rusya, Türkiye ve Arjantin krizleri özelinde incelenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Finansal Serbestleşme, Finansal Krizler, Uzun ve Kısa Süreli Sermaye Hareketleri.

Abstract

Liberalization policies, started to be applied widely in developing countries in 1980s, are used even more extensively today. The fact that openness makes the country's economy open to the exogenous shocks forces the countries to act more carefully in an open economy than in a closed economy. Although 1990s were the period that removing the barriers against capital movement were accelerated significantly, as an extension of liberalization policies, it also became the period of serious financial crises in some countries. Since the crises had spreading effects as a result of liberalization, they affected many other countries after first affected the country/countries the crisis appeared. In this framework, this study analyses the impacts of short and long-run capital movements on financial crises, in particular Russian, Turkey and Argentina crises.

Key Words: Financial Liberalization, Financial Crises, Long and Short Run Capital Movements.

1. Giriş

1980'li yılların başında gelişmekte olan ülkelerin dış borç yükümlülüklerini yerine getirememeleri sonucu yaşanan borç krizi, gelişmiş ve gelişmekte olan dünyada etkileri uzun süre devam eden ciddi ekonomik problemler yaşanmasına ve bir bütün olarak dünya ekonomisinin daralmasına yol açmıştır. 1990'lı yıllar, birçok gelişmekte olan ülkenin önemli ölçüde dışa açıldığı, ekonomik ve finansal krizlerin ortaya çıkma sıklığının arttığı ve daha çok bölgesel nitelik kazandığı bir dönemi temsil etmektedir. Gelişmekte olan birçok ülkenin finansal sistemlerini liberalize edip, sermaye hesabını dışa açık hale getirdiği 1990 sonrası, bir taraftan uluslararası sermaye hareketlerinde önemli boyutlarda artışların gerçekleştiği, diğer taraftan ise şiddeti ve etki alanı hızla genişleyen uzun süreli finansal krizlerin meydana geldiği bir dönem olmuştur. Buna bağlı olarak, özellikle gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan bu krizlerin nedenleri ve çözüm önerilerine vurgu yapan yeni ve geniş bir literatür oluşmaya başlamıştır.

* Yrd. Doç. Dr., Selçuk Üniversitesi, Karaman İİBF, İktisat Bölümü.

Teorik ve ampirik literatürde finansal krize yol açan göstergeler arasında; cari hesap/GSYİH, uluslararası rezervlerdeki değişiklikler, ihracat/GSYİH, ithalat/GSYİH, ihracatın ithalatı karşılama oranı (ihracat/ithalat), rezervler/ithalat, kısa süreli sermaye girişleri/GSYİH, uzun süreli sermaye girişleri/GSYİH üzerinde durulmaktadır. Diğerlerinin önemi gözardı edilmeksizin bu çalışmanın amacı, 1990'lı yılların ikinci yarısından itibaren gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan ve çok büyük etkiler doğuran Rusya (1998), Türkiye (2000-2001) ve Arjantin'de (2001) yaşanan krizler bağlamında yukarıda değinilen göstergelerden kısa ve uzun süreli sermaye hareketlerinin sözkonusu krizlerdeki rolünü incelemektir.

Çalışmanın bundan sonraki kısmı şu şekilde düzenlenmiştir. İkinci kısımda finansal krizler ve sermaye hareketleri ile ilgili teorik ve ampirik literatür üzerinde durulacaktır. Üçüncü kısımda, 1998-2001 dönemi arasında krize yakalanmış olan Rusya, Türkiye ve Arjantin'de kısa ve uzun süreli sermaye hareketlerinin etkisi 1990-2001 dönemi verileriyle incelenecektir. Dördüncü kısım sonuç ve değerlendirmeye ayrılmıştır.

2. Teorik ve Ampirik Literatür

Finansal kriz, "genel olarak herhangi bir mal, hizmet, üretim faktörü veya finans piyasasındaki fiyat ve/veya miktarlarda kabul edilebilir bir değişme sınırının ötesinde gerçekleşen şiddetli dalgalanmaları ifade etmektedir" (Kibritçioğlu, 2001: 175). Gelişmekte olan ülkelerde finansal krizler çoğunlukla, mali savurganlıklar, yanlış döviz kuru politikaları, uluslararası finansal şoklar, zamansız ve asgari koşullar oluşturulmadan yapılan finansal liberalizasyon uygulamaları ve yurtiçi bankacılık sektöründeki zayıflıklar nedeniyle ortaya çıkmaktadır (Sachs, 1998: 247).

Birçok gelişmekte olan ülkenin üretim potansiyelinin yükselmesine yardım eden finansal sermaye hareketlerinin ekonomik faydalarının yanı sıra, ülke ekonomilerine olumsuz etkileri de olabilmektedir. Sermaye hesapları serbestleştirildiğinde yatırımcıların gelecekteki getiriler ile ilgili beklentileri sınır ötesi sermaye hareketlerinin ana belirleyicisi olmakta ve bu beklentiler çok çabuk değişebilmektedir. Bu sebeple, finansal sermaye hareketleri merkez bankalarının ara ya da ana hedef politikası olarak kullandığı, döviz kuru, döviz rezervleri, parasal büyüklükler ve enflasyon gibi değişkenlerde dalgalanmaya yol açabilmekte ve para politikasının etkisizliği dahil bir çok olumsuzluğu beraberinde getirebilmektedir (Hoggarth ve Sterne, 1997). Bu ülkelerde yurtiçi finansal piyasalarda yaşanan sorunlar çoğunlukla para ve döviz kuru krizlerine ve ödemeler bilançosunda güçlükler yaşanmasına yol açmakta; hatta dış borç krizine dönüşebilmektedir.

Ödemeler bilançosu cari işlemler hesabı ile sermaye hesabı arasında önemli bir etkileşim vardır. Eğer cari hesapta açık varken, sermaye hesabı aynı miktarda fazla verirse ödemeler bilançosu dengededir. Bu denge sağlanamamışsa açık veya fazla ortaya çıkar. Sıcak ya da spekülatif para da denilen kısa süreli sermaye hareketleri, özellikle bir ülkeye fazla miktarda girmeye başladığı zaman, olası bir belirsizlik durumunda bu paraların çok kısa sürede ülke dışına çıkma olasılıkları ve bu durumun da ekonomide ciddi sorunlara yol açması sebebiyle, karar vericiler tarafından titizlikle takip edilmesi gereken göstergelerden birisidir. Nitekim 1990 sonrası dönemde krize yakalanmış bir çok ülkede krizin tek olmasa bile önemli nedenlerinden biri olarak kısa süreli sermaye hareketleri sayılmaktadır. Aslında kısa ve uzun süreli yabancı sermaye yatırımları arasında bir ayırım yapmak gerekir. Dolaysız yabancı sermaye yatırımları ile portföy yatırımları uzun süreli sermaye kapsamına girer. Bu tür yatırımların kalkınmaya

dolaysız katkıları vardır. Ancak portföy yatırımlarının azalıp artmasında, yurtiçi ve yurtdışı faiz oranları ve yatırım yapılan ülkedeki politikalar etkili olmaktadır. Portföy yatırımcılarının öncelikle kendi sermayelerinin güvende olmasını ve sermayenin onlara getirdikleri kazançları dikkate aldığı gerçeği gözardı edilmemelidir. Kısa süreli yabancı sermaye akımları kadar yüksek olmamakla birlikte, portföy yatırımları da ekonomilerde bir istikrarsızlık unsuru olabilmektedir. Kısa süreli yatırımları nakde dönüştürüp ülke dışına aktarmak yatırımcı açısından oldukça basit bir işlemdir. Oysa uzun süreli yatırımlarda bunun önemli bir maliyeti bulunmaktadır (Seyidoğlu, 2003: 154).

Kısa vadeli sermaye bir ülkeye faiz arbitrajından yararlanmak üzere gelip yüksek reel faize yönelerek, kısa vadede aşırı kar sağlarken, ulusal paranın aşırı değerlenmesine de neden olmaktadır. Dışa bağımlı yapay bir büyüme ortamı yaratan reel faiz ile döviz kuru arasındaki dengeleri bozan bu ortam, sonuçta bir krize neden olabilmektedir. Kriz ortamına girilince, merkez bankalarının para otoritesi işlevleri giderek kısıtlanmakta ve böylece ulusal para kontrolden çıkmaktadır (Yeldan, 2001: 23-24). Kısa vadeli sermaye hareketleri sonucunda finans piyasaları, genellikle kaynakların risk ve kazançlarını doğru yansıtmaya, tasarruf ve yatırımları dengeleme gibi geleneksel işlevlerden uzaklaşarak, aşırı oynak değerlerden para kazanmaya çalışan kurumlar haline gelmektedir. Bu oynaklık istikrarsızlığı da beraberinde getirmektedir.

Krizlerden en fazla etkilenen gelişmekte olan ülkelerin büyük miktarlarda sermaye akımlarını absorbe edecek mali alt yapı ve yeterli deneyimden yoksun oldukları gerçeğinden hareketle, neo-liberal reçeteleri öneren uluslararası finans kuruluşları da dahil olmak üzere bir çok çevrede uluslararası sermaye akımlarının stabilize edilmesi gerektiği savunulmaya başlanmıştır. Daha esnek makroekonomik politikalar, daha sıkı finansal düzenlemeler ve gerekli olduğu takdirde kısa vadeli sermaye girişlerine kısıtlamalar getirilmesi önerilmektedir. Bu çerçevede spekülasyon sermaye akımlarını azaltmak için önerilen bir tedbir, uluslararası sermaye işlemlerinin vergilendirilmesidir. Özellikle finansal işlemler üzerine konulacak vergilerin, ülkeye giren uluslararası fonların vadesini uzatacağı ve spekülasyon işlemler yerine daha verimli yatırımlara yönelteceği öne sürülmektedir (Dornbusch, 1997: 29). Bu konuda literatürde üzerinde en fazla durulan husus 1978 yılında Nobel ödüllü iktisatçı *James Tobin*'in yapmış olduğu ve "*Tobin Vergisi*" olarak bilinen öneridir. Bu verginin, tüm döviz işlemlerine çok küçük bir oranda uygulanması öngörülmektedir. Ödenen vergi miktarı yatırımın vadesinden bağımsız olduğu için vergi yükünün yabancı doğrudan yatırım ve diğer uzun vadeli sermaye akımlarını etkilemeyeceği, buna karşılık kısa vadeli spekülasyon amaçlı işlemlerin vergi sonrası kârlılığını önemli ölçüde azaltacağı düşünülmektedir (Delice, 2003: 73).

1990'larda yükselen ekonomilerde yaşanan finansal krizlerin dikkat çekici benzerlikleri vardır. Finansal kriz yaşayan ülkelerin hemen hepsinde gözlenen ortak özellik, bu ülkelerin yabancı kaynaklı ve kısa vadeli, kamu ya da özel borçlarının uluslararası rezervlerine oranının yüksek olmasıdır. Gelişmekte olan birçok ülke, gelişmiş ülkelerin kaynaklarına duydukları ihtiyaç sebebiyle finansal yapıları yeterince gelişmeden ve derinleşmeden, mevcut finans piyasalarını dışa açmışlardır. Dışa açılmalar sonrasında, bu ülkelerdeki yüksek miktardaki kısa vadeli borçlarla, göreceli olarak kıt olan uluslararası likit varlıkların kombinasyonu yüksek bir kırılmalığa ve güven krizine yol açmıştır. Bu durum, kıt olan sermayenin söz konusu ülkelere kaçmasına neden olmuş ve bu ülkelerin birçoğunda krizlerle sonuçlanmıştır (Rodrik ve Velasco, 1999).

Sermayenin ülkeleri terk etmesi sürecinde, makro ekonomik politikalarda önemli düzeltmeler yapılması gerekirken, sermaye çıkışının yaşandığı ülkelerde gerekli düzenlemelerin yapılmasının gecikmesi veya yetersiz kalması, belirsizlik ortamını körüklemiş ve söz konusu ülkelerin risk derecesini artırmıştır. Sonuç olarak, çok büyük miktarlarda sermaye, yükselen piyasalar olarak adlandırılan ve geçmişte yatırım için çok cazip olanaklar sunan bu ülkeleri terk etmiştir. Yaşanan sermaye çıkışı sonrasında söz konusu ülkelerin uluslararası rezervleri çok düşük ve tehlikeli seviyelere gerilemiş ve ulusal paraları reel olarak aşırı değerli hale gelmiştir. Tüm bu gelişmeler sonrasında sermaye çıkışlarının yaşandığı ülkeler farklı derecelerde krizler yaşamış, sabit döviz kuru uygulamalarından vazgeçerek ülke paralarını dalgalanmaya bırakmak zorunda kalmıştır (Edwards, 2001).

Eichengreen vd. (1996), 20 sanayileşmiş ülkenin 1959-1993 yıllarına ait makroekonomik ve politik verilerini kullandıkları çalışmalarında, dünyanın herhangi bir yerinde ortaya çıkan bir spekülasyon saldırının, başka bir yerde ulusal para üzerinde bir atak olma olasılığını %8 artırdığı sonucuna ulaşmışlardır.

Son krizlerle ilgili olarak yapılan değerlendirmeler ve ekonometrik kanıtlarda finansal liberalizasyon ile krizler arasındaki önemli bağlara vurgu yapılmaktadır. Bu konuda en kapsamlı çalışmalardan biri Kaminsky ve Reinhart (1996) tarafından yapılmıştır. Yazarlar çok sayıda banka ve ödemeler bilançosu krizini inceledikleri çalışmalarında, ele aldıkları 26 bankacılık krizinden 18'inde önceki 5 yıllık aralıkta finansal sektör liberalizasyonunun yapılmış olduğu, bu çerçevede finansal liberalizasyonun, ödemeler bilançosu krizlerinin %71'ini, bankacılık krizlerinin %67'sini tam olarak açıkladığı sonucuna ulaşmışlardır.

Rodrik ve Velasco (1999), kısa vadeli borcun nedenleri ve sonuçları ile ilgili olarak yaptıkları, 1988-1998 döneminde 32 yükselen piyasa ekonomisini kapsayan analizlerinin sonucunda kısa vadeli sermaye hareketlerinin olumsuz etkilerini ortaya koymuşlardır. Analiz, kısa vadeli borçların rezervlere oranının finansal krizlerin kuvvetli bir habercisi olduğunu ve yabancı bankalara olan kısa vadeli borçları rezervlerini geçen ülkelerin ani ve büyük bir ters sermaye akımı yaşamaya normalden 3 kat daha yatkın olduğunu göstermiştir. Dolayısıyla, yüksek miktardaki kısa vadeli borç miktarı, sermaye akımlarının tersine hareketinin daha büyük bir finansal krizi beraberinde getirmesine neden olacaktır. Nitekim geçmiş dönemlerde yaşanan ülke deneyimleri, sermaye hareketlerinde yaşanan ani dönüşlerin, sermaye çıkışlarının yaşandığı ülkeler açısından yıkıcı olduğunu ve gelişmekte olan birçok ülkede farklı derecelerde krizlere yol açtığını göstermektedir (Moreno, 2000).

Frankel ve Rose (1996) brüt sermaye girişleri içerisinde doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının payının düşük olmasının krizler için iyi bir öncü göstergesi olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Sachs, Tornell ve Velasco (1996)'nın bulguları da kısa vadeli sermaye girişlerinin payının düşük olduğu ülkelerin Tekila Krizi'nden daha az etkilendiğini göstermektedir.

Stone ve Weeks (2001) ile Kim ve Stone (1999) finansal krizler sonucu dış kaynak girişindeki azalma/tersine dönme eğilimi ile işletmelerin kaynak bulmada yaşadıkları sıkıntılar arasında güçlü bir ilişki bulmuşlardır. Daha genel bir çerçeve içinde dış kaynak girişi ve milli gelir arasında güçlü bir ilişki bulan çalışmalar da vardır (örneğin bkz. Debelles, ve Galati, 2005: 10, 11).

1990 sonrası dönemde gelişmekte olan ülkelerde yaşanan para krizlerinin büyük bir kısmında krizin tetiğini çeken unsur yüksek sermaye hareketliliğinin ortaya çıkardığı sermaye hesabı krizleri olmuştur. Teorik olarak, sermaye akımlarındaki bir tersine dönme para krizlerini başlatabilmekte ve dış finansman kaynaklarının tükenmesinden dolayı cari hesap açıklarında bir azalmayı beraberinde getirebilmektedir. Calvo (2000: 71, 72), yeni gelişen piyasalardaki finansal krizlerin; yurtiçi finansal sektörler, uluslararası borç verenler ve ulusal parasal ve mali otoriteler arasındaki karmaşık karşılıklı ilişkiler yoluyla geliştiğini gözlemlemiştir. Yazara göre, cari hesap açıkları mutlaka finansal krize yol açmamakla birlikte, krizlerin ortaya çıkmasında dolarizasyonla birlikte önemli bir rol oynamaktadırlar.

3. Sermaye Hareketlerinin Finansal Krizler Üzerindeki Etkisi: Rusya(1997), Türkiye(2000, 2001) ve Arjantin(2001) Krizleri

Rusya'da yaşanan finansal kriz, literatürde geniş inceleme alanı bulmuştur. Konuyla ilgilenenler krizin çok boyutlu niteliğine dikkat çekmektedirler. Bu çok boyutluluk içerisinde Rus ekonomisinin kurumsal zayıflığı ile ülkedeki mali ve döviz politikalarının uyumsuzluğu öne çıkmaktadır (Medvedev, 2001: 6). Rusya'da gerekli reformların yapılamaması nedeniyle kurumsal bir yapının oluşturulmasında yaşanan sıkıntılar, 1998 yılında yaşanan finansal krizin alt yapısını oluşturan en önemli faktörlerin başında sayılabilir. 17 Ağustos'ta borç moratoryumu/yeniden yapılanma ve rublenin devalüasyonu ilan edildiği zaman, Rus bankaları kamu menkul kıymetlerinin 27 milyar dolarlık nominal değeri üzerinden önemli kayıplara maruz kaldılar ve dış borç yükümlülükleri önemli ölçüde arttı (Mishkin, 2001:13). Bankacılık sisteminin ve rublenin çöküşünden finansal olmayan sektörün bilançolarının olumsuz etkilenmesi daha sonra bir finansal krize yol açtı. Çok farklı görüşlere rağmen, krizin önemli bir uluslararası boyutu olduğu konusunda ortak bir kabul vardır. Asya ülkelerinde oluşan mali kriz ve dünya enerji fiyatlarındaki düşüşün olumsuz etkileri veri iken, yerleşik olmayanların Rus finansal sisteminin çöküşüne katkıları ve yurtiçi piyasa liberalizasyonun önemli bir hata olduğu dikkatlerden kaçmamalıdır (Medvedev, 2001: 6). Bir genelleme yapmak gerekirse, Rusya'da finansal krize yolaçan faktörler içerisinde en önemlileri, döviz kuru uyumsuzluğu ve borç krizidir. IMF bu çerçevede, kısa vadeli menkul kıymetler biçiminde kamu borç yükündeki aşırı artışa dikkat çekmektedir (IMF, 1998: 18).

Kriz öncesi birçok gösterge bozulmaktadır. Tablo 1'de, Rusya'da 1992-2001 yılları arası seçilmiş bazı makroekonomik göstergelere ilişkin büyüklükler verilmiştir. Tablodan da görüldüğü gibi, 1992-1995 yılları arasında Rusya'da GSYİH önemli artışlar gösterirken, 1996-1997 arası bu artış oldukça sınırlı kalmış ve nihayet krizin yaşandığı 1998 yılında çok ciddi bir düşüşle yaklaşık 416 milyar dolardan 132 milyar dolara gerilemiştir. Her üç ülke için de çalışmanın asıl amacını oluşturan kısa ve uzun süreli sermaye hareketlerinde yaşanan gelişmeler kısım 3.1 ve 3.2'de detaylı olarak verilmiştir. Rezervlerde meydana gelen değişim incelendiğinde, 1995 yılında rezervler bir önceki yıla göre önemli bir artış göstermiş ancak, takip eden yıllarda ciddi bir azalış olmuştur. Krizin ortaya çıktığı 1998 yılında bu azalış en yüksek seviyesine (-0.39) çıkmıştır. İthalat ve ihracat rakamlarına bakıldığında ise, 1994'deki kısmi azalışın haricinde diğer yıllarda sürekli artış gözlenmiş, buna karşılık 1998'de ithalat 1997'deki yaklaşık 87 milyar dolar düzeyinden 1998'de yaklaşık 31 milyar dolara, ihracat ise yaklaşık 99 milyar dolardan 1998'de yaklaşık 41 milyar dolara gerileyerek keskin bir düşüş yaşamıştır.

Tablo 1: Rusya'nın Seçilmiş Makroekonomik Göstergeleri (Milyon \$) (1992-2001)

Yıllar	GSYİH	Kısa Süreli Sermaye Hareketleri	Uzun Süreli Sermaye Hareketleri	Rezervlerde Meydana Gelen Değişim (%)	İthalat	İhracat
1992	45261,9	n.a.	n.a.	n.a.	21833,33	28214,29
1993	137208	n.a.	n.a.	-	41840	52424
1994	172042,3	-10214,4	690	-0,31784	39907,04	47757,75
1995	332002,2	-4696,3	2065	2,613397	80515,09	91969,83
1996	385910,1	1708,6	2579	-0,21598	79643,88	95726,62
1997	415870,8	4483,3	4864,6	0,143512	87060,4	99384,23
1998	132738,5	-4473,5	2761,3	-0,39499	30826,63	40651,82
1999	176549,3	-3690,1	3309,5	0,084068	46753,7	77286,67
2000	259312,1	-3087,6	2714,2	1,86906	62514,91	114913,4
2001	299960,8	-3443,9	2468,9	0,341164	71881,88	110747,2

Kaynak: IMF, IFS 2002 CD ROM'undan tarafımızdan derlenmiştir. n.a. = Veri mevcut değil

2000'li yıllar, finansal krizlerin ekonomilerin reel kesimlerinin yanı sıra, siyasal ve toplumsal boyutta da önemli ölçüde olumsuzluklarla sonuçlanabileceğini ortaya koyan ciddi krizlerle başladı. 2000-2001 döneminde Türkiye'de yaşanan krizin etkileri ekonomik daralma ile sınırlı kalırken, hemen hemen aynı dönemlerde Arjantin'de patlak veren kriz toplumun bütün katmanlarını etkileyen sosyal patlamalara kapı araladı (Delice, 2003: 69). Her iki ülkede de krizlerin kökeninde yatan faktörler; yapısal ve makroekonomik sorunlar, finansal sistemin (özellikle bankacılık sisteminin) sorunları, sabit kur uygulamaları (Arjantin'de para kurulu), yabancı sermaye girişlerinin ve liberalizasyonun yolaçtığı sorunlar, politik istikrarsızlıklar ve dışsal şoklardı (Yay ve diğerleri, 2001: 51-55).

Ele alınan dönemde şiddetli kriz yaşayan bir başka ülke Arjantin'dir. Arjantin'de yaşanan krizin nedenleri konusunda genel bir değerlendirme yapmak gerekirse, yapılan araştırma ve yorumlar genelde 1999'da yürürlüğe giren *Konvertibilite Programının* ortaya

çıkardığı zaafllara işaret etmektedir¹. Özellikle sabit kur sistemi sıcak para girişine yol açmış², para kurulu uygulaması ise ekonomik büyümeyi sağlayacak para politikası önlemlerini imkânsızlaştırmıştır. Ekonomik büyüme sıcak para girişinin bir fonksiyonu haline gelirken, aynı süreç kamu ve özel kesim tasarruflarının dış tasarruf tarafından ikâme edilmesi sonucunu doğurmuştur. Konvertibilite planı çerçevesinde, hükümetin bütçe açığını ancak yurtiçi veya uluslararası sermaye piyasalarında borç araçları ihraç etmesi suretiyle finanse etmesine izin verilmekteydi. 2001 yılı itibariyle 146 milyar dolara ulaşan ve vadesi kısa olan dış borçların kontrolsüz artışı Arjantin'i moratoryum ilan etmeye sevk etmiş ve bu durum Arjantin ekonomisine olan güveni iyice azaltmıştır. Tüm bunlara ülkede artan yolsuzluklar da eklendiğinde, Arjantin için kriz kaçınılmaz olmuştur (Delice, 2002).

Tablo 2, Arjantin'de 1990-2001 yılları arası seçilmiş bazı makroekonomik göstergelere ilişkin büyüklükleri göstermektedir. Tablodan izlenebileceği gibi, 1990-1994 yılları arasında Arjantin'de GSYİH'da artışlar gözlenirken, 1994-1995 yıllarında adeta yerinde saymış, 1996-1998 arası sınırlı artışların ardından 1999-2000'de neredeyse hiç artmamış ve 2001 krizinde 284 milyar dolardan 268.6 milyar dolara gerilemiştir. Rezervlerde meydana gelen değişim incelendiğinde, 1992 yılında rezervler bir önceki yıla göre önemli bir artış göstermiş ancak, takip eden yıllarda bir önceki yıla göre 1995 yılına kadar sürekli azalma göstermiştir. 1996'da 1995'e göre önemli bir artış kaydedilmekle birlikte diğer yıllarda tekrar azalma trendine girmiş ve krizin ortaya çıktığı 2001 yılında bu azalış en yüksek seviyesine (-0.42) çıkmıştır. İthalat ve ihracat rakamlarına bakıldığında ise, 1999 yılına kadar yüksek düzeyde olmasa bile sürekli bir artış yaşanmış ve ithalat 3.2 milyar dolardan 37.2, ihracat ise 7.2 milyar dolardan yaklaşık 31 milyar dolara çıkmıştır. 1999'da kısmi bir azalmanın ardından 2000 yılında önemsiz bir artış olmuş ve 2001 yılında trend tekrar azalışa dönmüş ve ithalat 32.7 milyar dolardan 27.3 milyar dolara, ihracat ise 30.9 milyar dolardan 30.7 milyar dolara gerilemiştir.

Tablo 2: Arjantin'in Seçilmiş Makroekonomik Göstergeleri (Milyon \$) (1990-2001)

¹ Programla ilgili olarak bkz. Alston ve Gallo, 2000: 3-9.

² Bu hacimli sermaye girişlerinin kaynağında, ABD'deki düşük faiz oranlarına karşılık, Arjantin'deki faiz oranlarının yüksekliği ve 1991-1994 arasında yürütülen hızlı özelleştirme programı vardı. Özelleştirmeler, hükümetin mali ve cari hesap dengesizliklerini gidermeye ve sabit döviz kurunu sürdürmeye dönük uyguladığı makroekonomik politikaların bir parçasıydı (Fajnzylber, 1996: 122).

Kaynak: IMF, IFS 2002 CD ROM'undan tarafımızdan derlenmiştir.

1990'lı yıllarda ciddi ekonomik ve finansal krizlerle karşılaşan bir başka ülke Türkiye'dir. Ülkede söz konusu dönemde yaşanan krizlerin başlıca nedenleri; sürdürülemez bir iç borç dinamiğinin oluşması ve başta kamu bankaları olmak üzere mali sistemdeki sağlıksız yapının ve diğer yapısal sorunların kalıcı bir çözüme kavuşturulamamış olmasıdır. Burada özellikle 1990'lı yıllarda Türk bankacılık sektörünün kazandığı niteliklerin önemini vurgulamak gerekir. Bu dönemde bir taraftan kamu

Yıllar	GSYİH	Kısa Süreli Serm. Hareketleri	Uzun Süreli Serm. Hareketleri	Rezervlerde Mey. Gelen Değişim (%)	İthalat	İhracat
1990	68922,3	-7035	1836	-	3194	7201
1991	180898	-2649	2439	0,307536	11074	14046
1992	226847	401,6	4431,1	0,663666	18823	15096
1993	236505	-10749,6	2793,4	0,380528	22028	16341,6
1994	257440	3543,8	3635	0,038851	27289	19364
1995	258032	7148,5	5609,6	-0,00273	25998	24897
1996	272150	1865,3	6948,4	0,267088	30123	28301
1997	292859	8258,5	9160,3	0,232872	37406	30834
1998	298948	5356,6	7290,7	0,108975	38659	31046
1999	283523	1838,2	23987,7	0,060601	32702	27751
2000	284204	2286,6	11657,3	-0,0421	32738	30937
2001	268697	-5490,3	3214,4	-0,42128	27358	30700

bankalarının görev zararlarının sektör üzerinde olumsuz yansıması görülürken, diğer taraftan politik kriterler çerçevesinde yeni bankacılık lisansları verilmesi ve sektörde yabancı bankaların varlığının sınırlı olması sektörü olumsuz etkilemiştir (Alper ve Öniş, 2003: 4). Bunlara ilaveten küreselleşme, ekonomide belirgin bir kriz olmadığında da bulaşıcı krizler aracılığı ile Türkiye'de istikrarsızlık doğurmuş, Asya ve Rusya krizleri gibi dışsal etkenler ekonominin dayanıklılığını azaltarak durgunluğa veya daralmaya neden olmuştur (DTM, 2002). Kriz, döviz kuru temelli istikrar programları yürüten yeni gelişen

ülkelerde yaşananlarla birtakım ortak özellikler sergilemektedir. Bu tür programlar, artan dış açıkları finanse edecek arbitraj fırsatları sağlamak suretiyle çekilen sermaye girişlerine dayalıdır ve döviz kurunu enflasyonist beklentiler için güvenilir bir çapa olarak kullanırlar. Bu da genellikle ulusal parada aşırı değerlenmelere yol açar. Sonuçta dışsal finansal kırılganlık oluşur ve bu durum ulusal parada şiddetli değer kayıpları beklentisine ve hızlı sermaye çıkışlarına yol açar. Bunun sonucu ise, döviz kurlarında ters yönde bir hedefi aşma (overshooting) ve faiz oranlarında sürekli bir artıştır (Akyüz ve Boratav, 2002: 2).

Türkiye 2000 yılı sonbaharında, cari işlemler açığının GSYİH'nın %4'ünü aştığı, ithalat giderleri ve dış borçların arttığı, buna karşılık, ihracat gelirlerinin azaldığı ve yabancı sermaye girişinin sağlanamadığı oldukça kötü bir konumdaydı. Devalüasyon beklentisinin iyice arttığı bu olumsuz ortamda yaklaşık 4 milyar 800 milyon dolarlık portföy yatırımı ülkeden çıkmış ve bankaların açık pozisyonlarını kapatmak telaşıyla döviz talepleri artmış ve piyasada likidite sıkıntısı başlamıştır. Merkez Bankası artan likidite ihtiyacına karşılık, IMF programı çerçevesinde belirlenen döviz rezervlerini minimum seviyede tutmak ve parasal tabanı net dış varlıklardaki artış oranında yükseltmek hedefleri uyarınca piyasaya likidite vermemiştir. Döviz talebindeki artış faiz oranları artırılarak frenlenmek istenmiştir (Güloğlu ve Altınöğlü, 2002).

Kasım ve Şubat krizlerinin arkasında yatan, istikrar programında söz verilen yapısal reformların itelenmesi ile yurtiçi ve dışında oluşan güvensizliktir. Söz konusu krizlerin bankacılık sektöründe sebep olduğu zarar yaklaşık 25 milyar dolardır (DTM, 2002).

Türkiye'nin 1990-2001 yılları arası seçilmiş bazı makroekonomik göstergelerine ilişkin büyüklükler Tablo 3'de verilmiştir. 1990 yılında yaklaşık 134 milyar dolar olan GSYİH, 1991 yılında 124 milyar dolara gerilemiş, izleyen iki yılda az da olsa artmış, ciddi bir ekonomik krizin yaşandığı 1994 yılında önemli bir azalmayla yaklaşık 100 milyar dolara gerilemiştir. Takip eden 1995-1998 yılları arasında artış göstermiş, 1999 yılında 1998'e göre önemli ölçüde azalmış ve 142 milyar dolara düşmüştür. 2000 yılında 185.6 milyar dolara çıktıktan sonra yine bir kriz yılı olan 2001'de çok ciddi bir azalmayla 123 milyar dolara gerilemiştir. Rezervlerde meydana gelen değişime bakıldığında, 1992 yılında rezervler bir önceki yıla göre artış göstermiş ancak, takip eden yılda bir önceki yıla göre önemli ölçüde azalma göstermiştir. 1994 ve 1995'de bir önceki yıla göre artış kaydedilmekle birlikte 1996'dan sonra 1999 yılı hariç diğer yıllarda sürekli azalmış ve

krizin ortaya çıktığı 2000 yılında -0.03 ve 2001 yılında ise bir önceki yıla göre en yüksek düzeye çıkan azalışla -0.16 düzeyinde gerçekleşmiştir. İthalat ve ihracat rakamlarına bakıldığında ise, 1991 yılındaki kısmi azalışın ardından 1992-1993 yıllarında küçük de olsa artışlar olmuş, krizin ortaya çıktığı 1994 yılında ithalat 26.5 milyar dolardan 20.4 milyar dolara gerilemiş, ihracat ise 18.7 milyar dolardan 21.3 milyar dolara çıkmıştır. 1995-1998 arası gerek ithalat, gerekse de ihracatta artışlar yaşanmış, 1999'da yaşanan azalmanın ardından 2000 yılında tekrar artış gözlenmiş ve krizin yaşandığı 2001 yılında ithalat 2000 yılındaki düzeyi olan 58.3 milyar dolardan 38.5 milyar dolar, ihracat ise 44.5 milyar dolardan 41.5 milyar dolara gerilemiştir.

Tablo 3: Türkiye'nin Seçilmiş Makroekonomik Göstergeleri (Milyon \$) (1990-2001)

Yıllar	GSYİH	Kısa Süreli Sermaye Hareketleri	Uzun Süreli Sermaye Hareketleri	Rezervlerde Mey. Gelen Değişim (%)	İthalat	İhracat
1990	134146,97	3199	684	-	23562,577	17820,257
1991	124041,32	-1240	810	-0,1496593	20634,183	17168,656
1992	127664,1	2896	844	0,197357	22143,91	18373,67
1993	136940,4	7715	636	0,0182	26488,86	18724,96
1994	99892,32	-8334	608	0,143155	20361,77	21339,13
1995	130133,4	4017	885	0,735425	31688,85	25885,67
1996	137064,3	3970	722	0,321015	38140,39	29527,35
1997	140249	6531	805	0,135223	42619,68	34475,62
1998	166075,9	6762	940	0,044511	46342,98	40428,48
1999	142990,9	3716	783	0,197914	38421,13	33195,6
2000	185602,6	9389	982	-0,03673	58339,14	44490,3
2001	123032	-12296	3266	-0,16049	38521,86	41479,66

Kaynak: IMF, IFS 2002 CD ROM'undan tarafımızdan derlenmiştir.

3.1. Kısa Süreli Sermaye Hareketlerinin Seyri

Sermaye hareketliliğinin yüksek olduğu bir dünyada uluslararası portföy dağılımındaki küçük ayarlamalar bile yeni gelişen ülkelere yönelik sermaye akımlarında çok büyük salınımlara yol açabilmektedir. Bu akımlardaki ani azalmalar, döviz kuru ve/veya faiz oranlarında daha yüksek düzeylerde uyum gerektirmekte ve her ikisinde de hedefi aşma olgusu ortaya çıkmaktadır (Edwards, 2001: 1). Burada esas sorun yabancı finansal sektörlerin yeterince gelişmemiş olması ve uygulanan uyumsuz makroekonomik politikalarıdır. McKinnon ve Pill (1995: 6) sermaye akımları ve finansal sektörün zayıflığı arasında ilginç bir karşılıklı etkileşimden söz etmektedirler. Yazarların nihai değerlendirmelerine göre aşırı borçlanma olgusu, finansal kriz, sermaye kaçıışı ve resesyona sonuçlanacaktır. Bu da büyük ve kontrolsüz bir devalüasyonu ve enflasyonun yeniden yükselmesini beraberinde getirecektir.

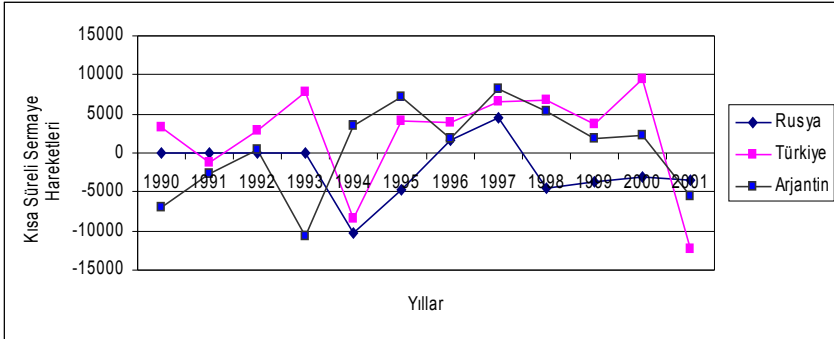
Rus ekonomisinden 1994-2001 yılları arasında (sadece iki yıl dışında; 1996 yılında 1.7, 1997 yılında ise 4.5 milyar dolar sermaye girişi gerçekleşmiş) sürekli olarak net sermaye çıkışı yaşanmıştır. 1994 yılında 10.2 milyar dolar ile başlayan net sermaye çıkışları, 1995 yılında 4.7 ve 1998 yılında ise 4.5 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Rusya'da krizi izleyen 1999-2001 yıllarında ise sırasıyla; 3.7, 3.1 ve 3.4 milyar dolar net sermaye çıkışı yaşanmıştır³.

Diğer taraftan Türkiye'de 1990 yılında 3.2 milyar dolar kısa süreli net sermaye girişi gerçekleşmiş, izleyen 1991 yılında ise 1.2 milyar dolar kısa süreli sermaye çıkışı yaşanmıştır. 1992 ve 1993 yıllarında 2.9 ve 7.7 milyar dolar olan net kısa süreli sermaye girişinin ardından, krizin yaşandığı 1994'de 8 milyar dolar net çıkış yaşanmıştır. 1995 ve 1996 yıllarında yaklaşık 4 milyar dolar, 1997 ve 1998 yıllarında ise sırasıyla 6.5 ve 6.8 milyar dolar net sermaye girişi olmuştur. 2000-2001 krizleri öncesinde 1999 ve 2000 yıllarında ise sırasıyla 3.7 ve 9.4 milyar dolar net sermaye girişi gerçekleşmiştir. 2001'de ciddi bir azalışla 12.3 milyar dolar net kısa süreli sermaye çıkışı yaşanmıştır.

Arjantin'de 1990 yılında 7, 1991 yılında ise 2.6 milyar dolar kısa süreli net sermaye çıkışı yaşanmış, 1992 yılında 401 milyon dolar gibi çok küçük bir giriş olmuştur. 1993 yılında ise 10.7 milyar dolar gibi oldukça büyük bir kısa süreli sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. 1994-2000 yılları arasında net kısa süreli sermaye girişi olmuş, krizin yaşandığı 2001 yılında ise, 5.5 milyar dolar kısa süreli sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. Her üç ülkenin kısa süreli sermaye hareketlerinin gelişimi Şekil 1'de verilmiştir.

Şekil 1: Kısa Süreli Sermaye Hareketleri (Milyon \$)



Kaynak: IMF, IFS 2002 CD ROM'undan tarafımızdan derlenmiştir.

3.2. Uzun Süreli Sermaye Hareketlerinin Seyri

Gelişmekte olan ülkelerin en önemli sorunları arasında yurtiçi tasarruflarının yetersizliği gelmektedir. Bu durumun doğal bir sonucu olarak yatırım düzeyi düşük kalmaktadır. Böylece hem milli gelir, hem de kişi başına gelir azalmakta ve bu durum ülkelerin refah seviyesinin azalmasına yol açmaktadır. Bu nedenle, gelişmekte olan ülkeler bu tasarruf açığını kapatmaya çalışmaktadırlar. Ancak, finansal piyasalarda gerekli yapısal düzenlemeler gerçekleştirilmediği takdirde ve herhangi bir istikrarsızlık durumunda çok kısa sürede ülkeyi terk etme olasılığı nedeniyle kısa süreli sermaye hareketleri yararıdan daha fazla zarara yol açabilmektedir. Finansal yapıdaki eksiklikler ise gerek ele aldığımız ülkeler gerekse de genel olarak gelişmekte olan ülkelerin önemli

³ Her üç ülkeye ilişkin gerek kısa, gerekse de uzun süreli sermaye hareketleri rakamları kısım 3'de Tablo 1, Tablo 2 ve Tablo 3'de verilmiştir.

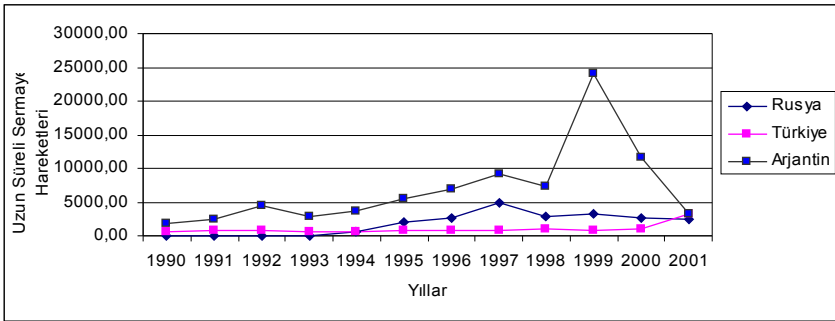
sorunlarından biridir. Bu çerçevede, ülkeler tarafından arzu edilen uzun süreli sermaye hareketleridir.

Şekil 2'de Rusya, Türkiye ve Arjantin'de uzun süreli sermaye hareketlerinin (dolaysız yabancı sermaye yatırımları) gelişimi verilmiştir. 1994 yılında 690 milyon dolar olan Rusya'daki uzun süreli sermaye hareketi, 1995 yılında 1994 yılına göre üç kattan daha fazla bir artışla yaklaşık 2 milyar dolara çıkmış, bu artış 1996 ve 1997 yıllarında da sürmüştü ve 1996 yılında 2.6 ve kriz öncesi 1997 yılında ise bir önceki yıla göre yaklaşık iki kat artışla 4.9 milyar dolara çıkmıştır. Krizin yaşandığı 1998'de ise, 1997 yılına göre neredeyse yarı yarıya azalarak 2.8 milyar dolara gerilemiştir. Kriz sonrası 1999-2001 yılları arasında ciddi bir değişim yaşanmamış ve bu üç yılın ortalaması yaklaşık 2.8 milyar dolar gibi düşük bir düzeyde kalmıştır.

Ekonomik açıdan istenilen düzeyde olmayan ve bunu başarabilmek için uzun süreli sermayeye çok ihtiyacı olan Türkiye açısından uzun süreli sermaye hareketlerinin gelişimi incelendiğinde, 1990-2001 ortalamasının yaklaşık 1 milyar dolar olması, olumsuz bir tabloyu göstermektedir. 1990 yılında sadece 684 milyon dolar olarak gerçekleşen uzun süreli sermaye girişleri, takip eden yıllarda da adeta yerinde saymış ve 1991-2000 yılları arasında oldukça düşük seviyelerde gerçekleşmiştir. 2001 yılında bir miktar artış yaşanarak 3.3 milyar dolara çıksa da kısa süreli sermaye hareketi ile kıyaslandığında uzun süreli sermayenin çok yetersiz olduğu söylenebilir.

Arjantin'de, 1990-2001 ortalaması 7 Milyar dolar olan uzun süreli sermaye girişi yıllar itibarıyla incelendiğinde, 1990 yılında 1.8 milyar dolar net uzun süreli sermaye girişi yaşanmıştır. Takip eden yıllarda da inişli çıkışlı bir seyir izleyen uzun süreli sermaye girişi 1991-1997 yılları arasında sırasıyla; 2.4, 4.4, 2.8, 3.6, 5.6, 6.9 ve 9.2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 1998'de 7.3 milyar dolar olan uzun süreli sermaye girişi 1999'da önemli bir artış kaydederek 24 milyar dolara çıkmış, ancak 2000 yılında tekrar 11.6 seviyesine gerilemiştir. Krizin yaşandığı 2001'de ise çok ciddi bir azalışla 3.2 milyar dolara gerilemiştir.

Şekil 2: Uzun Süreli Sermaye Hareketleri (Milyon \$)



Kaynak: IMF, IFS 2002 CD ROM'undan tarafımızdan derlenmiştir.

Buna göre, Rusya, Türkiye ve Arjantin'de kriz öncesinde ülke ekonomilerinde kısa süreli sermaye hareketliliğinin yüksek olması, bu göstergenin kriz erken uyarı sinyali olarak algılanmasını olanaklı kılmaktadır. Özellikle Rusya krizi dikkate alındığında, 1994 yılından itibaren başlayan kısa süreli sermaye kaçışları krizin belirleyicisi olmuştur.

Türkiye'nin 1994 krizi öncesi incelendiğinde, düşük düzeyde gerçekleşen kısa süreli sermaye girişleri 1993 yılında 7.7 milyar dolara çıkmış ve 1994 yılında 8.3 milyar dolar net kısa süreli sermaye çıkışı krizi daha da belirgin hale getirmiştir. Türkiye'de 2000-2001 krizlerinde ise, kısa süreli sermaye çıkışının önemli oranda olması ve yine aynı dönemde cari açığın da yüksek olması sebebiyle kısa süreli sermaye hareketleri kriz erken uyarı sinyali olarak görülebilir.

4. Sonuç ve Değerlendirme

20 yıl öncesine kadar birçok akademisyen, finansal krizlerin gelişmekte olan ülkelerdeki hükümetlerin, döviz kuru politikaları ile mali politikaları arasındaki çatışmalarla açıklanabileceğini düşünüyordular. Ancak 1990'lı yıllardan sonra ortaya çıkan krizler, bu tür açıklamaların yetersizliğini ortaya koydu. Kriz yaşayan ülkeler açısından cari hesaplara ilgili değişkenlerden; dış ticaret, cari açık, rezervlerdeki değişim oranı ve sermaye hesabındaki hareketlilikler olası bir kriz açısından önemli ipuçları vermektedir.

Nitekim çalışmada ele alınan ülkelere 1990'lı yıllarda yaşanan ekonomik krizlerin temelinde, finansal sistemdeki bozukluklar ve ödemeler dengesindeki denkleştirici olmayan kalemlerde meydana gelen istikrarsızlık yatmaktadır. Bu dönemde ortaya çıkan krizlerin bir diğer ortak özelliği, iktisadi gelişmede önemli rol oynayan finansal sistemin, gerekli düzenlemeler yapılmadan liberalize edilmesidir. Bunun yanı sıra, söz konusu ülkelere makroekonomik dengelerin kurulamamış olması, yabancı sermaye konusunda gerekli denetim ve düzenlemelerin oluşturulamaması ve finansal kurumların zayıflığı krizleri sürekli hale getiren diğer ortak faktörler arasında yer almaktadır. Krizde belirginleşen bir başka olgu, dış ticarete karşılıklı bağımlılıklarının yüksek olduğu bölgelerde bir ülkede yaşanan bir krizin "Yayıma" etkisiyle, diğer ülkelerin makroekonomik büyüklüklerini olumsuz etkileyerek, bölgesel krizlere kapı aralamasıdır.

Söz konusu dönemde gelişmekte olan ülkelere yönelik özel sermaye akımlarındaki dalga şeklini alan artışların arkasından finansal krizlerin yaşanması, krizlerin açıklanmasında bu akımların önemli etkisi olduğunu gösterdi. Bu bağlamda, önemli para aralarının yanı sıra uluslararası sermayenin yurtiçine akışının (özellikle kısa vadeli para), gelişmekte olan ülkelere açısından çok sayıda tehdit de oluşturabildiği açık bir biçimde görüldü. Bu krizler ani bir şekilde gerçekleşmekle beraber, kriz öncesinde büyük sermaye girişleri olmakta, bu girişler de ekonomik büyümeyi ve daha fazla sermaye girişini teşvik etmektedir.

Krizler analiz edilirken, sermaye akımlarının kısa veya uzun süreli olması konusuna özellikle dikkat edilmelidir. Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları içerisinde önemli bir yer tutan kısa süreli sermaye; tahvil, hazine bonosu, mevduat sertifikası gibi araçlara yönelirken, uzun süreli sermaye kategorisinde değerlendirilen doğrudan yabancı yatırımlar yetersiz kalmaktadır. Söz konusu yatırımlar ekonomide üretim ve istihdam artışı başta olmak üzere birçok olumlu gelişmeye yol açmakta ve kısa sürede tersine dönmediklerinden istikrarlı dış finansman kaynağı olarak değerlendirilmektedirler.

Büyük miktarlarda sermaye girişleri (özellikle yabancı para ile birleştirilmiş ve döviz kuru riskine karşı korunmamışsa) alıcı ekonomide makroekonomik ve finansal problemler ortaya çıkarmaktadır. Çalışmada ele alınan ülkelere bu durum açık bir şekilde görülmektedir. Söz konusu ülkelere 1990'lı yıllarda artış gösteren değişken yapıdaki sermaye girişleri, finansal risk olasılığını artırmış, ulusal paradaki değer kaybıyla başlayan ve kriz ile sonuçlanan bir kısır döngünün tetiğini çekmiştir. Bu sonucun önüne

geçilebilmesi için sermaye akımlarının stabilize edilmesi, bunun için de ulusal ve uluslararası düzeyde ortak girişimlerde bulunulması gerekmektedir.

KAYNAKÇA

Akyüz, Y. ve K. Boratav (2002), "The Making of the Turkish Financial Crisis," **UNCTAD Discussion Papers**, No.158, April.

Alper, C. Emre ve Z. Öniş (2003), "The Turkish Banking System, Financial Crises and the IMF in the Age of Capital Account Liberalisation: A Political Economy Perspective, Workshop 6, **Business Cycle Characteristics and Transmission of Crisis in a Globalized Economy: The Case of MENA and Europe**, 19-23 March.

Alston, L. J. and A. A. Gallo (2000), "Evolution and Revolution in the Argentine Banking System under Convertibility: The Roles of Crises and Path Dependence," **NBER Working Paper Series**, No. 8008, November.

Calvo, G.A. (2000), Balance-of-Payments Crises in Emerging Markets: Large Capital Inflows and Sovereign Governments, in **Currency Crises** (Ed.), Paul Krugman, The University of Chicago Press, Chicago and London, 71-97.

Debelle, G. ve G. Galati (2005), "Current Account Adjustment and Capital Flows", **BIS Working Papers**, No. 169, February.

Delice, G. (2002), "Arjantin'de Finansal Reformlar ve 2001 Krizi," **Dokuz Eylül Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi**, Cilt 3, Sayı 2, No. 2, 162-186.

Delice, G.. (2003), "Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif," **Erciyes Üniversitesi İİBF Dergisi**, Ocak-Haziran, Sayı 20.

Dornbusch, R. (1997), "Cross-Border Payments Taxes and Alternative Capital-Account Regimes," in **International Monetary and Financial Issues for The 1990s**, Research Papers for The Group Twenty-Four, Vol. VIII, UNCTAD, United Nations, New York and Geneva, 27-35.

DTM (2002), "Arjantin ve Türkiye Ekonomik Krizleri," <http://www.dtm.gov.tr/ead/ekonomi/sayi9/arjant%C4%B0n.htm>, Erişim Tarihi: 13.06.2005.

Edwards, S. (2001), "Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention," **NBER Working Papers**, No. 8529, October.

Eichengreen, B., A. Rose and C. Wyplosz (1996), "Contagious Currency Crises: First Tests", in **Financial Liberalization and Macroeconomic Stability** (Ed.), Torben M. Andersen and Karl O. Moene, Blackwell Publishers, Oxford, 1-22. Erişim Tarihi: 10.05.2005.

Fajnzylber, F. (1996), "The Argentine Experience: Development or a Succession of Bubbles?," **CEPAL Review**, August, 111-126.

Frankel, J. A. ve A. K. Rose (1996), "Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators," **NBER Working Papers**, No. 5437, January.

Güloğlu, B. ve A. E. Altunoğlu (2002), "Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri," **İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, No: 27, Ekim, Erişim tarihi: 10.05.2005

<http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/Finvekriz1.pdf>,

- Hoggarth, G. ve G. Sterne (1997), "Capital Flows: Causes, Consequences and Policy Responses, London: **Centre for Central Banking Studies**, No:14, Bank of England, <http://papers.nber.org/papers/w7364.pdf>, Erişim Tarihi, 24.02.2006.
- IMF (1998), **World Economic Outlook**, Washington DC.
- Kaminsky, G. ve C. Reinhart (1996), "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems Board of Governors of Federal Reserve System," **International Finance Discussion Paper**, No. 544, March.
- Kibritçioğlu, A. (2001), "Türkiye'de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001," **Yeni Türkiye Dergisi, Ekonomik Kriz Özel Sayısı**, Cilt 1, Yıl 7, Sayı 41.
- Kim, S. ve M. R. Stone (1999). "Corporate Leverage, Bankruptcy, and Output Adjustment in Post-Crisis East Asia," **IMF Working Paper**, WP/99/143. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- McKinnon, R.I. ve H. Pill, (1995), "Credible Liberalizations and International capital Flows: The Over-Borrowing Syndrome" in **Financial Deregulation and Integration in East Asia**, Eds. T. Ito and A. O. Krueger, University of Chicago Press, 7-50.
- Medvedev, A. (2001), "International Investors, Contagion and Russian Crisis", **BOFIT Discussion Papers**, No. 6, Bank of Finland Institute for Economies in Transition.
- Mishkin, F. S. (2001), "Financial Policies and the Prevention Financial Crises in Emerging Market Countries," **NBER Working Paper Series**, 8087, January.
- Moreno, R. (2000), What Explains Capital Flows? Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter 2000 - 22. <http://www.frbsf.org/econsrch/wklyltr/2000/el2000-22.html>, Erişim tarihi: 24.02.2006,
- Rodrik, D. ve A. Velasco (1999), "Short-term Capital Flows," **National Bureau of Economic Research Working Paper Series**, No:7364.
- Sachs, J. (1998), "Alternative Approaches to Financial Crises in Emerging Markets," in **Capital Flows and Financial Crises** (Ed.), Miles Kahler, Cornell University Press, Ithaca New York, 243-262.
- Sachs, J., A. Tornell ve A. Velasco (1996), "Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons From 1995," **NBER Working Paper Series**, 5576, May.
- Seyidoğlu, H. (2003), "Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Azgelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri," **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 4 (2), ss. 141-156.
- Stone, M. ve M. Weeks (2001), "Systemic Financial Crises, Balance Sheets and Model Uncertainty," **IMF Working Paper**, 01/162, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Yay, T., G.G. Yay ve E. Yılmaz (2001), **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler**, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, No: 2001-47, İstanbul, 2001.
- Yeldan, E. (2001), **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi**, İletişim Yayınları İstanbul, 23-24.