

**Ekonomi-tek** Volume / Cilt: 1 No: 3 September / Eylül 2012

**Contents / İçindekiler**

**Contributors / Katkı Yapanlar ..... iv**

**Editor's Introduction / Editörün Sunuşu ..... v**

**Articles / Makaleler**

**Post-Keynesian Theory and a Policy for Managing Financial  
Market Instability and its Relevance to the Great Recession ..... 1**

*Paul Davidson*

**Financial Fragility, Exchange-Rate Regimes, and Sudden Stops  
in a Small Open Economy ..... 25**

*Wen-Yao Grace Wang, Paula Hernandez-Verme, Raymond A. K. Cox*

**The Debate over Sovereign Risk, Safe Assets, and the Risk-Free  
Rate: What are the Implications for Sovereign Issuers? ..... 55**

*Hans J. Blommestein*

**Guide for Authors / Yazarlar İçin Rehber ..... 71**

## **Contributors / Katkı Yapanlar**

Yılmaz Akyüz  
Hakan Berument  
Bülent Gülođlu  
İnci Gümüş  
Fatih Güvenen  
Ayşe İmrohoroğlu  
Gülçin Özkan  
Burak Saltođlu  
Ercan Uygur  
Özhan Üzümcüođlu  
Engin Volkan

## Editor's Introduction

The Third International Conference on Economics of the Turkish Economic Association, ICE-TEA 2012, was held in the Turkish resort of Çeşme, İzmir, during 1-3 November 2012.

Like its predecessors, this third ICE-TEA was organized with the intellectual support of the International Economic Association (IEA). The Organization/Scientific Committee of the Conference would like to thank the Executive Committee of the IEA, particularly President Professor Joseph E. Stiglitz and Secretary General Professor Joan Esteban, for their contributions to making the event the success that it was.

We set the main theme of ICE-TEA 2012 as "**Debt Dynamics, Financial Instability, and the Great Recession.**" This overarching title encompasses the many permutations that arose from the 2008 global crisis, which is still not totally over and so is in need of further examination and debate.

Clearly, the Conference program, posted on the website <http://teacongress.org>, was dominated by various perspectives on the lingering effects of that crisis; indeed, an overwhelming proportion of some 300 invited and contributed papers that were presented concerned themselves with this very issue. The worldwide profile of those in attendance certifies—to our delight—that ICE-TEA 2012 was truly an international gathering, drawing experts from 34 countries, including Turkey.

This third issue of *Ekonomi-tek* features two papers presented at ICE-TEA 2012. The first of these is an invited paper by Paul Davidson, editor of *the Journal of Post-Keynesian Economics*. He explains, with frequent references to J. M. Keynes, why free financial markets cannot be efficient. In making his case, he enlists such notions as “uncertainty about the future”, “ergodicity”, “neutrality of money”, and “liquidity/illiquidity”.

In addition, he analyzes key developments in international capital flows, flexible exchange rates, and the international payments system. Competitive devaluations also come in for some grilling, reminding us of recent debates over so-called “currency wars”. The author goes on to suggest unique policies

and institutions to reduce the danger of financial market instability. Specifically, he calls for an international monetary clearing union (IMCU), which he details as having eight major provisions in support of his envisioned IMCU clearing system.

The second paper in this issue is by Wen-Yao Grace Wang, Paula Hernandez-Verme, and Raymond A. K. Cox. It offers a Dynamic Stochastic General Equilibrium (DSGE) Model on micro-foundations in order to replicate an emerging small open economy with a banking system. With this model, the authors seek to predict volatility and stability along dynamic paths and the likelihood of cyclical fluctuations. Toward this end, they introduce demands for multiple currencies and money, which enters the model through domestic and foreign reserve requirements (under which banks must hold a fraction of their deposits as unremunerated currency reserves).

Sudden stops and bank panics are assumed to be possible and are instrumental in evaluating alternative exchange-rate regimes. The model is used with an infinite horizon to represent overlapping generations and to compare stability and volatility under different exchange-rate regimes. The goals of the monetary authority are assumed to be maximization of the likelihood of non-panic equilibria and minimization of panic equilibria. Under a floating regime, the policy consistent with these goals entails a high rate of domestic money growth and high reserve requirements. Under a hard peg, these goals are accomplished by instituting low reserve requirements.

In the third paper of this issue, Hans J. Blommestein, head of the Bond Market and Public Debt Management Unit of the OECD and an invited speaker at ICE-TEA 2012, starts by explaining “sovereign risk” and related concepts, such as “safe assets” and “the risk-free interest rate”. He believes there is confusion in the very definition and measurement of these concepts, and this confusion, in turn, undermines the correct assessment of sovereign stress in OECD countries, particularly in certain European countries.

In his view, the track record of sovereign-risk pricing is far from impressive, and, therefore, the prevailing market evaluations of this risk, including ratings issued by certain agencies, should be regarded as highly dubious. This is obvious from the prolonged periods of risk underpricing (compressed spreads) that have been followed by risk overpricing (widening of spreads). Thus, market measurements, including ratings, are anything but reliable. Moreover, debt-quality downgrades by the market, particularly by the rating agencies, and changes in the interest rates attached to borrowings of several OECD countries have often given self-contradictory signals.

This third issue completes the first volume of *Ekonomi-tek*. Issues of the second volume will also contain papers, including that of Joseph E. Stiglitz, recipient of the Nobel Prize in Economics, presented at ICE-TEA 2012. We look forward to providing you with additional stimulating articles in the future.

*Ercan Uygur*

**Editor**

Ekonomi-tek

## Editörün Sunuşu

Türkiye Ekonomi Kurumu'nun Üçüncü Uluslararası Ekonomi Konferansı, UEK-TEK 2012, 1-3 Kasım 2012 tarihlerinde İzmir, Çeşme'de düzenlendi.

Öncekiler gibi, bu üçüncü UEK-TEK'i de Uluslararası Ekonomi Birliği'nin (International Economic Association: IEA) düşünsel desteği ile gerçekleştirdik. Konferansın Düzenleme/Bilim Kurulu olarak, IEA Yönetim Kuruluna, özellikle Başkan Prof. Dr. Joseph E. Stiglitz ve Genel Sekreter Prof. Dr. Joan Esteban'a, UEK-TEK 2012'nin başarısı yönünde yaptıkları katkılar için teşekkür ederiz.

UEK-TEK 2012'nin ana temasını "**Borç Dinamikleri, Finansal İstikrarsızlık ve Büyük Durgunluk**" olarak belirledik. Bu genel başlık, 2008'de başlayan küresel bunalımın getirdiği çok boyutlu sorunların hala sona ermediğini, bu konuda daha çok incelemeye ve tartışmaya gerek duyduğumuzu göstermektedir.

<http://teacongress.org> adresindeki web sitesinde yer alan konferans programından açıkça görüleceği üzere, konferansta sunulan yaklaşık 300 davetli ve seçilmiş bildirinin çok büyük bölümünde bu bunalımın süregelen etkileri ve sorunları değişik yönleriyle incelenip araştırılmaktadır. Sevinerek belirtelim ki, aynı program, Türkiye dahil 34 ülkeden gelen katılımcılarıyla, UEK-TEK 2012'nin gerçek anlamda bir uluslararası toplantı olduğunu belgelemektedir.

*Ekonomi-tek*'in bu üçüncü sayısında UEK-TEK 2012'de sunulan iki makale yer almaktadır. Bunlardan birincisi, "Journal of Post-Keynesian Economics" dergisinin editörü Paul Davidson'un davetli konuşmacı olarak sunduğu bildirinin genişletilmiş metnidir. Yazar burada, J. M. Keynes'i de sık sık kaynak göstererek, serbest finansal piyasaların neden etkin olamayacağını açıklamaktadır. Görüşlerini ifade ederken de, "gelecek hakkında belirsizlik", "durumların aynılığı (ergodicity)", "paranın yansızlığı", "nakit olma/nakit olmama" gibi kavramlara yer vermektedir.

Ek olarak, sermaye hareketleri, esnek döviz kurları, uluslararası ödemeler sistemi gibi konularda gelişmeleri dikkate alarak irdeleme yapmaktadır. Yakın zamandaki "kur savaşları" konulu tartışmaları hatırlatacak biçimde, rekabetçi

devalüasyonları da ele almaktadır. Yazar ayrıca, finansal piyasalardaki istikrarsızlık olasılığını düşürmek için nasıl ve hangi politikalar ve kurumlar geliştirilebileceğini açıklıyor. Bu çerçevede özellikle bir “uluslararası parasal kliring birliği” (international monetary clearing union: IMCU) kurulmasını öneriyor ve bu IMCU kliring sisteminin sekiz ana maddede ayrıntısına iniyor.

Bu sayıdaki ikinci makale, Wen-Yao Grace Wang, Paula Hernandez-Verme ve Raymond A. K. Cox tarafından kaleme alınmıştır. Bu makalede, bankacılık sistemi de olan küçük bir yükselen açık ekonominin işleyişini göstermek üzere mikro-temeller üzerine kurulan bir Dinamik Olasal Genel Denge (Dynamic Stochastic General Equilibrium: DSGE) Modeli oluşturulmuştur. Bu model ile yazarlar, dinamik patikalar üzerinde oynaklıklarla birlikte istikrarı ve döngüsel dalgalanmaları öngörebilmek istiyorlar. Buna yönelik olarak DSGE modelinde çoklu para talebi var ve para modele bankaların mevduatlarının bir bölümünü tutmak zorunda oldukları yerli ve yabancı faizsiz karşılıklar yolu ile giriyor.

Modelde sermaye hareketlerinde ani duruşlar ve banka panikleri olabiliyor ve bunlar farklı döviz kuru rejimlerinin değerlendirilmesinde kullanılıyor. Aynı modelde sonsuz zaman ufkunu temsil eden ardışık nesiller kullanılıyor ve değişik kur rejimlerinde istikrar ve oynaklık karşılaştırmaları yapılıyor. Bu ekonomide para otoritesinin amacı, panik içermeyen denge olabildiğini en yüksek, panik denge olabildiğini en düşük yapmak olarak varsayılmıştır. Dalgalı kur rejiminde, bu amaçla tutarlı olacak şekilde, para artışı ve zorunlu karşılıklar yüksektir. Sabit kurda ise düşük zorunlu karşılıklar bu amaçla tutarlı ve uyumludur.

Derginin bu sayısındaki üçüncü makalenin yazarı, OECD Tahvil Piyasası ve Kamu Borcu İdaresi Biriminin Başkanı ve UEK-TEK 2012'nin bir diğer davetli konuşmacısı Hans J. Blommestein'dir. Bu makale, “ülke riski”ni ve bununla ilgili “risksiz varlıklar” ve “risk içermeyen faiz oranı” gibi kavramları açıklayarak ve tartışarak başlıyor. Yazar, bu kavramların tanımlanmasında ve ölçülmesinde karışıklık olduğuna inanmakta, bu karışıklığın da OECD ülkelerindeki ve özellikle bazı Avrupa ülkelerindeki risklerin ve finansal gerginliklerin doğru olarak saptanmasını engellediğini düşünmektedir.

Yazara göre, ülke riskleri fiyatlamasının pek parlak bir geçmişi yoktur ve, öyleyse, derecelendirme kuruluşları dahil, piyasada belirlenen ülke riskleri ölçütlerinin ihtiyatla karşılanması gerekmektedir. Bu durum, uzun süreli düşük risk fiyatlamasını (daraltılmış faiz farklarını), yüksek risk fiyatlamasının (genişletilmiş faiz farklarının) izlenmesi ile görülmektedir. Böylece, derecelendirme kuruluşlarının dahil olmak üzere, verilen piyasa notları güvenilir değildir. Ek olarak, OECD ülkeleri için borç kalitesi konusunda derecelendirme

kuruluşları başta olmak üzere piyasanın yaptığı ölçümler ve bunların sonucu olan borçlanma faiz oranları çelişkili sinyaller verebilmektedir.

Bu üçüncü sayı ile, *Ekonomi-tek*'in birinci cildi tamamlanmış olmaktadır. İkinci cildin bazı sayıları da, Ekonomi Nobel Ödülü sahibi Joseph E. Stiglitz dahil olmak üzere, UEK-TEK 2012'de sunulmuş olan makaleleri içerecektir. Sizlere gelecekte de ufuk açan makaleler sunmayı sürdüreceğiz.

*Ercan Uygur*

**Editör**

Ekonomi-tek