

ç e v i r i

Asya ve Latin Amerika’da Yaşanan Finansal Krizler: Sonrası ve Bugün

G. L. Kaminsky, C. M. Reinhart ¹

(Çeviren: M. Kemal Aydın)

2 Temmuz 1997 tarihinde *Tayland Bahtı*’nın devalüe edilmesinin ardından para ve menkul değerler piyasalarında, 1994 yılında *Meksika Pesosu*’nun devalüe edilmesinin ardından yaşanan “tekila” etkisini fazlasıyla aşan ölçülerde bir dalgalanma meydana gelmiştir. Kriz, ilk olarak, Doğu Asya’nın diğer ülkelerine bir dizi devalüasyon ve borsa çöküşü biçiminde yansımıştır. Sorunun derinlik kazanması ile birlikte, Hong Kong ve Güney Kore dahil, bölgedeki diğer ülkelerin para birimleri spekülâtif baskılara maruz kalmıştır. Öte yandan kriz bölge dışına da taşmıştır. Arjantin, Brezilya ve Rusya gibi ülkelerin hisse senedi piyasalarında sert düşüşler yaşanmış ve ulusal para birimlerine dönük spekülâtif saldırılar olmuştur. Döviz piyasalarında durum düzeldikçe, Tayland ve Güney Kore’de olduğu gibi, ülkelerin önemli bir bölümünde bankacılık sorunları, belki bunun da ötesinde büyük ölçekli bankacılık krizleri ortaya çıkmıştır.

¹ Kaminsky, G. L. and C. M. Reinhart (1998), “Financial Crises in Asia and Latin America: Then and Now”, *The American Economic Review* (May 1998), Volume 88, Number 2, pp. 444-448.

Daha önce bu mesele üzerine yaptığımız bir başka çalışmada, ekonomilerin kriz öncesi dönemde birbirinden farklı tavırlar geliştirdiğini ileri sürmüştük (bkz. Kaminsky and Reinhart, 1996). Bilindiği gibi finansal krizler, genel olarak şöyle cereyan etmektedir: İktisadi faaliyetlerin, kredi hacminin genişlemesinden ve sermaye girişlerinin artmasından beslenerek yoğunlaşması/patlaması ve hemen ardından derin bir durgunluk içine girilmesi. Devletin mevduatlara alenen ya da zımnen güvence vermesi, yeterli denetimi yapmaması ve bankacılık kesiminde yaşanan *ahlaki çöküntü* (moral hazard) sorunu, kredi hacmindeki genişlemenin şiddetini artırmaktadır.² Kriz sürecinde ulusal paranın aşırı değer kazanması, ihracat hacminin daralmasına ve varlık fiyatlarının şişmesine neden olmaktadır.

Bu makalede, geçmiş dönemlerde Latin Amerika, Asya, Avrupa ve Orta Doğu’da yaşanan krizlerin ne ölçüde birbirine benzediğini göstermeye çalışarak daha önce yaptığımız analizi (Kaminsky ve Reinhart, 1996) genişleteceğiz. Dahası, bölgesel farklılıkların etkisini belirlemek için, Doğu Asya’da ve Latin Amerika’da yaşanan son krizleri de incelemeye çalışacağız.

1. Bölgesel Farklılıklar

Latin Amerika ülkelerinin (LA), 1970-1995 döneminde, Doğu Asya ülkeleri (EA) ya da Avrupa ve Ortadoğu ülkelerine göre yüzde 50 oranında daha fazla kriz yaşadığı bilinmektedir.³ Bu bölümde döviz ve bankacılık krizlerinin bölgeler itibariyle farklılık gösterip göstermediği incelenecektir.

Bu inceleme yapılırken 15 ekonomik gösterge kullanılacaktır. Aşırı borçlanma döngüsünü gösterebilmek için kullanılan göstergeler şunlardır: yurtiçi kredi hacminin nominal gayrisafi yurtiçi hasılaya oranı, mevduata uygulanan reel faiz oranı ve kredi faizlerinin mevduat faizlerine oranı. Bu göstergelerin herhangi birinde ortaya çıkan bir artış finansal sektörde sorun yaşanacağını işareti olarak ele alınmaktadır (Edison ve Miller, 1997). Bu anlamda kullanılacak diğer finansal göstergeler ise şunlardır: (para politikasındaki gevşekliği görebilmeyi mümkün kılan) reel M1 “fazlalığı”, (kriz

² Sermaye girişleri ile finansla serbestleşme arasındaki etkileşim üzerine yapılmış bir çalışma örneği olarak bkz. McKinnon ve Pill, 1994.

³ Finansal krizlerin nasıl tanımlanacağına ve tarihlendirileceğine dair bir tartışma için bkz. Kaminsky ve Reinhart, 1996.

esnasında mevduat hareketliliğinin göstergesi olarak) ticari bankaların mevduat hacmi ve (bankacılık sisteminin yükümlülüklerinin ne ölçüde uluslararası rezervlerle karşılandığını incelemeye dönük olarak) döviz mevduatlarının döviz rezervlerine oranı. Cari işlemler hesabına dönük yorumlar yapmayı mümkün kılan göstergeler, ihracat hacmi, ithalat hacmi, ticaret hadleri ve kur değişimleridir. İhracatın azalması, ticaret hadlerinin bozulması, ithalatın artması ve ulusal paranın reel değerinin yükselmesi (ya da kurun düşmesi), bir müddet sonra cari işlemler hesabında sorun yaşanacağına habercisi durumundadır. Diğer taraftan Merkez Bankası'nın döviz rezervleri ve yurtiçi faiz oranı ile uluslararası faiz oranı arasındaki farklılıklar, sermaye hesabının göstergeleri olarak alınmaktadır. Döviz rezervleri azalıyor ve faiz oranı farklılıkları artıyor ise, sermaye hesabında sorun yaşanacağı öngörülebilir. Son olarak, gayrisafi yurtiçi hâsıla değerine ve hisse senedi fiyatlarına bakmak gerekmektedir. Hâsıla değerinin düşmesi ve hisse senedi fiyatlarının aşağı doğru gitmesi (borsanın sallanması) çok yakında kriz olacağını birer kanıtı olarak kabul edilmektedir. Faiz oranı, yayılmalar, reel “fazlalıklar” ve reel döviz kuru trend değerlerinden sapmalar olarak tanımlanırken, diğer tüm göstergeler 12 aylık yüzde değişimler olarak verilmiştir.

Daha önceki çalışmada, bu göstergelerin çoğunda “normal dönem”e (örneğinizde normal dönem krizden önceki 36 ayı kapsamaktadır) göre önemli ölçüde sapmalar olduğu sonucuna ulaşılmıştı. Örneğin finansal kriz öncesi normal döneme göre hisse senedi fiyatlarında alışılmadık derecede büyük düşüşler yaşanmaktadır. Bütün göstergelerde kriz öncesi yaşanan sapmaların LA’da diğer bölgelerde olduğundan daha büyük olup olmadığını belirlemek için, kriz öncesi 18 ayda bu göstergelerin (yüzde olarak) normal dönemlerden ortalama mutlak sapmalarını bütün bölgeler için ayrı ayrı hesaplayacağız. Tablonun (1a, 1b) ilk sütununda değerlendirmede kullanılan göstergelerin listesi verilmiştir. İkinci sütun LA için ilgili göstergenin normal dönemlerden ortalama sapmasını; üçüncü ve dördüncü sütunlar ise, sırasıyla EA ve diğer ülkeler için, mukayeseli ortalama mutlak sapmaları göstermektedir. Yıldız işareti, yüzde 5 önem seviyesinde istatistik olarak anlamlı çıkan bölgesel farklılığı ifade etmektedir. LA ile EA, döviz krizleri bağlamında mukayese edildiğinde görünen şudur (Tablo 1a): 15 göstergedeki (bir bölümü

finansal, bir bölümü de sermaye hesabına ilişkin) 10'u LA'da daha değişkendir. Analiz, bankacılık krizleri bağlamında yapıldığında, karşımıza yine benzer bir resim çıkmaktadır (Tablo 1b): Normal dönemlere göre kriz öncesi gündeme gelen dalgalanmanın şiddeti, LA'da diğer bölgelerde olduğundan daha yüksektir. Ne var ki sapma değerlerindeki bölgesel farklılıklar azalmaktadır. Örneğin Tayland'da menkul değer fiyatlarında (dolar cinsinden) meydana gelen düşmeler yüzde 80'in üzerindedir. Kriz öncesinde ortaya çıkan bu sapmanın normal dönemlerde olduğundan çok daha fazla büyük olması, EA kriz sürecinden çok LA kriz sürecinde gözlenenlerle uyumludur. Benzer tuhaflıklar, diğer göstergeler -örneğin kredi- için de söz konusu olmaktadır.

Tablo 1a. Bölgesel Farklılıklar ve Para Krizi (1970-1995)

Göstergeler	Sapma		
	LA	EA	Diğer
M2 Çarpanı	28.1	8.0*	11.1*
Yurtiçi Krediler / GYH	21.4	12.6*	5.6*
Mevduata Uygulanan Reel Faiz Oranı	4.3	0.9*	0.8*
Mevduat Faizi / Kredi Faizi	16.6	8.9*	9.7*
M1'de Reel Fazlalık	3.3	0.4*	0.6*
Banka Mevduatları	321.4	6.9*	20.1*
M2 / Döviz Rezervleri	76.4	35.0	22.3*
İhracat	28.4	24.9	17.4*
İthalat	35.9	27.4	21.9*
Reel Döviz Kuru	36.1	38.2	7.8*
Ticaret Hadleri	19.6	14.3	4.7*
Döviz Rezervleri	71.7	42.5*	33.6*
Yurtiçi-Yurtdışı Faiz Farklılığı	4.3	0.9*	0.9*
Hasıla	10.4	8.9	6.1*
Hisse Senedi Fiyatları	64.7	36.1*	30.6*

Not: Sapma değerleri, her bir gösterge için kriz öncesi 18 aydaki değerlerinden ortalama mutlak sapmaları (yüzde olarak) dikkate alınarak hesaplanmıştır.

* İstatistiksel olarak yüzde 5 önem seviyesinde anlamlı.

Tablo 1b. Bölgesel Farklılıklar ve Bankacılık Krizi (1970-1995)

Göstergeler	Sapma		
	LA	EA	Diğer
M2 Çarpanı	18.1	5.3*	9.5
Yurtiçi Krediler / GYH	13.3	5.7*	7.0
Mevduata Uygulanan Reel Faiz Oranı	2.1	0.7*	0.7*
Mevduat Faizi / Kredi Faizi	13.9	10.4	10.1
M1'de Reel Fazlalık	3.0	0.3*	0.4*
Banka Mevduatları	350.2	7.3	20.8
M2 / Döviz Rezervleri	61.5	15.8*	24.0
İhracat	23.1	19.2	15.6*
İthalat	25.1	16.4*	16.9*
Reel Döviz Kuru	32.8	26.1	11.3*
Ticaret Hadleri	16.4	12.4	4.6*
Döviz Rezervleri	53.6	19.2*	31.1*
Yurtiçi-Yurtdışı Faiz Farklılığı	2.2	0.7*	0.8*
Hasıla	5.7	14.0	5.0
Hisse Senedi Fiyatları	80.1	34.3*	60.3

Not: Sapma değerleri, her bir gösterge için kriz öncesi 18 aydaki değerlerinden ortalama mutlak sapmaları (yüzde olarak) dikkate alınarak hesaplanmıştır.

* İstatistiksel olarak yüzde 5 önem seviyesinde anlamlı.

Tablo 1, her bir göstergenin sapma değerlerini göstermektedir. Bu tablodan istifade ederek, söz konusu göstergelerde toplu olarak ortaya çıkan değişiklikler üzerine yoğunlaşabiliriz. Krizden hemen önce ekonominin *kırılganlığı*'na ilişkin olarak şöyle bir öngörümüz var: Ekonomik problemler ne kadar yaygın/derin ise, kriz öncesinde “normalin/alışılmışın dışında” davranış sergileyen göstergelerin sayısı o kadar fazla olmaktadır.⁴ Bu nedenle-

⁴ Hangi davranışların normal kabul edilmesi gerektiği temelinde ayrıntılı bir yöntem tartışmasının yapıldığı bir çalışma olarak bkz. Kaminsky ve Reinhart, 1996.

dir ki, üç ayrı bölgede (LA, EA ve diğer) krizden önceki 24 ay boyunca bu 15 göstergenin *alışılmışın dışında* hareket etmesi durumunun hangi oranlarda gerekleştiğine dair bilgilerin, her bir kriz iin ayrı ayrı oluşturulduğu yeni bir tabloya ihtiya duymaktayız. Tablo 2 bu ihtiyaa cevap vermektedir. Tablodan izlenebileceği gibi, Venezüella’da 1994 Mayıs’ında vuku bulan dvız krizinden önceki 24 ay boyunca, 15 göstergenin 10’u (yüzde 67) *alışılmışın dışında* davranışlar göstermiştir. Bu kriz, Tablo 2’nin ikinci satırında yer alan nispi aralığa (60-79) tekabül etmektedir. Her panelin üst satırından, göstergelerin en az yüzde 80’lik bölümünde kriz öncesi dönemde alışılmışın dışında hareketlenmeler olduğu anlaşılmaktadır. LA ekonomilerinin kriz öncesi kırılganlığının diğer ekonomilere göre daha fazla olduğu açık bir biçimde görülmektedir. Bu bölgede yaşanan dvız krizlerinin yüzde 45’inde, göstergeler yüzde 80-100 oranında sorunludur. Buna mukabil EA’daki para krizlerinin sadece yüzde 29’u bu denli olumsuz sinyal vermektedir. Dvız krizinin bölgeler itibariyle farklı tezahür ettiğini gösteren bu durumu, bankacılık krizleri bağlamında da görmek mümkündür.

Tablo 2. Bölgesel Kırılganlığ Farklılıkları (1970-1995)

A. Dvız Krizleri Oranı (Yüzde)				B. Bankacılık Krizleri Oranı (Yüzde)			
1	LA	EA	Diğer	1	LA	EA	Diğer
80-100	45	29	32	80-100	46	25	38
60-79	39	42	39	60-79	46	75	25
40-59	8	29	18	40-59	8	0	25
20-39	8	0	11	20-39	0	0	12
< 20	0	0	0	< 20	0	0	0

1. Kriz öncesinde “alışılmışın dışında” davranış sergileyen göstergelerin yüzdesi

Dvız krizinin *şiddet’ini/etki’sini* ölçmek iin, ortalama rezerv kayıpları ve reel dvız kurunda meydana gelen değer düşmeleri temelinde hesaplamalar yapılmıştır. Rezerv kayıpları iin krizden önceki 6 aylık yüzde de-

ğişme kullanılmıştır (zira dövize yoğun bir saldırı olduğunda, kaçınılmaz olarak rezervler azalmaktadır). Reel döviz kuru için ise krizden sonraki 6 ayda ortaya çıkan yüzde değişmeden istifade edilmiştir (zira reel döviz kurunun büyük ölçüde değer yitirmesi, ancak merkez bankası devalüasyon yapar veya kuru dalgalanmaya bırakır ise gerçekleşmektedir). Bu ölçümler ve bölgesel ortalamalar Tablo 3’de gösterilmiştir. Diğer taraftan bankacılık krizinin *şiddet’ini/etki’sini* ölçmek için, gayrisafi yurtiçi hâsılının yüzdesi olarak, banka kurtarma maliyetleri (bailout costs) kullanılmıştır (Bu çerçe- ve içinde bölgesel ortalamalar verilmiştir).

Tablo 3. Bölgesel Farklılıklar: Kriz Şiddeti Endeksi

A. Döviz Krizi				B. Bankacılık Krizi			
Kriz Şiddeti Endeksi				Kriz Şiddeti Endeksi			
Dönem	LA	EA	Diğer	Dönem	LA	EA	Diğer
1970-94	48.1	14.0	9.0	1970-94	21.6	2.8	7.3
1995-97	25.4	40.0	NA	1995-97	8.3	15.0	NA

Notlar: (1) Kriz şiddeti endeksinin anlamına ilişkin olarak metne bakınız. (1) Doğu Asya’da 1997 yılında yaşanan bankacılık krizinin şiddetini/etkisini ölçmek için aynı yılın Aralık ayında katılan banka kurtarma maliyetlerine dair tahminler kullanılmıştır. (3) NA terimi veri yokluğundan uygulamanın yapılamadığını göstermektedir.

Tablo 3’ün ilk satırları, finansal krizlerin *şiddet’ine/etki’sine* ilişkin tarihsel (1970-94 dönemine ait) bilgiler vermektedir. Görüldüğü gibi, tarihsel süreç içinde, finansal krizlerin şiddeti, LA ekonomilerinde diğer ekonomilerde olduğundan daha fazladır. Şiddet endeksi, döviz krizleri için, EA ekonomilerine göre LA ekonomilerinde yaklaşık üç kat daha büyüktür (14.0’e karşılık 48.1). Öte yandan kurtarma maliyetleri EA’ya göre LA’da yaklaşık yedi kat daha fazla olduğu için, bu uçurum, bankacılık krizlerinde daha da derinleşmektedir. İkinci satırlar ise 1994 sonrası yaşanan krizlere (1995 yı-

ında Arjantin ve Meksika'nın maruz kaldığı, Endonezya, Malezya, Filipinler ve Tayland'da devam etmekte olan krizlere) ilişkin endeks bilgilerini vermektedir. Bankaları kurtarma maliyetlerinin, gayrisafi yurtiçi hâsılanın yüzdesi olarak, Filipinler'de yaklaşık yüzde 7 düzeyinde, Tayland'da yüzde 20'nin üzerinde olduğu tahmin edilmektedir. Ortaya çıkan resim, 1995 öncesinden bir hayli farklıdır. Öyle ki, EA'da yaşanan son krizlerin şiddeti, 1970-94 döneminde LA'nın yaşadığı krizlerin şiddeti kadar fazla olmuştur. 1997 yılında Tayland'da yaşananlar bu durumu yeterince izah etmektedir. Ulusal para yaklaşık yüzde 80 değer yitirirken, döviz rezervleri de aynı ölçülerde azalmıştır. Benzer şekilde bankaları kurtarma maliyeti de Meksika'da olduğundan daha fazla olmuştur (bkz. Amar Bhattacharya vd., 1997).

II. Bölgesel Farklılıklar Niçin Ortadan Kalkıyor?

Görüldüğü gibi temel tezimiz şudur. Finansal krizler, tarihsel süreç içinde, LA ekonomilerinde diğer ekonomilerde olduğundan daha sık ve daha şiddetli olmuştur. Buna mukabil EA ekonomilerinde 1995 sonrasında yaşanan krizlerin şiddeti LA ekonomilerinin tarihsel düzeyine yaklaşmış bulunmaktadır. Şimdi finansal krizler bağlamında gözlenen bölgesel farklılıkların neden azalmış olduğuna ilişkin tahminler yapmaya çalışacağız.

1990'lı yılların başında sermaye, gelişmekte olan piyasa ekonomilerine yöneldiğinde, EA ülkelerinin payına da önemli miktarda doğrudan yabancı yatırım (FDI) düşmüştür. Buna karşılık, kısa vadeli sermaye akımları içinde bu coğrafyayı tercih edenlerin payı düşük kalmıştır. LA ülkelerine bakıldığında tam tersi bir tablo ile karşılaşılmaktadır: Tarihsel olarak kronik enflasyon ve düşük büyüme temelli bir ekonomik performans ortaya koydukları için, 1990'lı yıllarda bu ülkelere gelen sermayenin önemli bir bölümü "kısa vadeli"dir. Toplam sermaye girişi içinde FDI niteliğinde olanların payı düşüktür (bkz. Tablo 4). Görüldüğü gibi, 1996 yılına gelindiğinde, sermaye hareketlerinin kompozisyonunda görülen bu katı bölgesel farklılıklar büyük ölçüde ortadan kalmıştır. Bazı Doğu Asya ülkelerinde piyasaya yapılan sürekli müdahalelerin bir sonucu olarak, kısa dönem faiz oranları uluslararası düzeyin üzerinde tutulmuştur. Bu politika kısa vadeli sermayeye dönük olarak adeta mknatis etkisi yaratmıştır. Bir başka ifade ile söz konusu ülkelere yoğun bir kısa vadeli sermaye girişi olmuştur. Nitekim Montiel

ve Reinhart (1998), bu politikanın, Malezya ve Tayland'a yönelik kısa vadeli sermaye girişlerindeki artışı yeterince açıkladığını ileri sürmektedir. Aynı zaman diliminde çok sayıda Latin Amerika ülkesi, kapsamlı istikrar programları uygulayarak 1980'li yılların kötü büyüme performansını aşma imkânı bulmuştur. 1994 Aralık'ında yaşanan Meksika Krizi'ne ve bu krizden kaynaklanan "tekila" etkilerine rağmen, bölgenin düşük enflasyon ve yüksek büyüme temelli performansı 1996 ve 97 yıllarında devam etmiştir. Bunun bir yansıması olarak beklentilerin pozitif dönmeye, FDI'nın bölgeye giren sermaye içindeki payının artması sonucunu doğurmuştur.

Tablo 4. Doğu Asya ve Latin Amerika: Yakınsama İşaretleri mi?

	1986-95		1996	
	EA	LA	EA	LA
Enflasyon Oranı	6.3	429.2	5.6	10.9
Reel Büyüme	7.0	3.3	7.1	4.9
FDI / Kısa Vadeli Sermaye ve Portföy Yatırımı	77.2	42.2	61.8	110.5

Not: Burada Latin Amerika'nın 1990'lı yıllarda en fazla sermaye girişine muhatap olan dört ülkesi (Arjantin, Brezilya, Şili ve Meksika) dikkate alınmıştır.

EA bölgesinde, artarak gelen kısa vadeli sermaye, yeterli düzenleme ve denetlemeden yosun bankacılık sektörü aracılığıyla ulusal ekonomiye aktarılmıştır. Aslında EA ülkelerinde 1990'lı yıllarda varlık fiyatlarında görülen dalgalanmalar ve aşırı borçlanma, birçok LA ülkesinin finansal serbestleşme sonrasında yaşadıklarını hatırlatmaktadır. 1980'li yıllarda Şili'nin yaşadığı döviz ve bankacılık krizinde olduğu gibi, birtakım EA ülkeleri şöyle bir ikilem ile karşı karşıya kalmıştır: kuru savunabilmek için faiz oranlarını yüksek tutmak, sıkıntılı finans kurumlarını rahatlatmak için para arzını artırmak. Uluslararası sermaye hareketlerinin istikrarsızlığı ile finansal yapının zayıflığı, EA ülkelerinin 1997 yılında yaşadığı krizi izah etmemize im-

kân veren iki temel unsurdur.

III. Sonuç

LA ile EA'nın 1995 öncesinde yaşadığı finansal krizlerin şiddeti birbirinden farklıdır. 1990'lı yıllarda LA ülkeleri istikrar yolunda önemli adımlar atmıştır. Aynı dönemde EA ülkeleri ise, şiddeti itibariyle geçmişte LA ülkelerinin yaşadıkları ile mukayese edebileceğimiz ve daha önce hiç görülmemiş finansal krizlere maruz kalmıştır. Bir başka ifade ile krizin şiddeti temelinde tezahür eden bölgesel farklılıklar ortadan kalkmaktadır.

Bu yakınsamanın (convergence) değerlendirmesi muhtemelen ileride yapılacaktır. Bununla birlikte burada yaptığımız analizden hareketle birtakım şeyler söyleyebiliriz. Hareketli sermaye ve daha fazla düzenlemeye tabi tutulmuş finans piyasaları, sermaye hesabında ve finans sektöründe görülen tarihsel dalgalanma farklılıklarını azaltmaktadır. 1990'lı yılların ilk yarısında EA ülkelerine yönelik kısa vadeli sermaye girişleri arttığı için, sermaye hareketlerinin bileşiminde gözlemlediğimiz bölgesel farklılıklar aşınmaktadır. 1997 yılında balonun patlamasından önce EA ekonomilerinde gözlemlediğimiz olgular -varlık fiyatlarının artması ve borçlanma ivmesinin yükselmesi- LA ekonomilerinde finansal serbestleşme sonrası yaşananları hatırlatmaktadır. Sonuç itibariyle ortaya çıkan şudur: Düzenlemelerden arındırılmış bir dünyada, Asya'da olduğu gibi, "daha az hasar veren" finansal krizler artık geçmişte kalmıştır.

Kaynakça

- Bhattacharya, A., S. Claessens and L. Hernandez (1997), Recent Financial Market Turbulence in Southeast Asia**, Washington: The World Bank.
- Edison, H. J. and Marcus Miller (1997), The Hong Kong Handover: Hidden Pitfalls**, Mimeo, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve.
- Kaminsky, G. L. and C. M. Reinhart (1996), The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems**, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve.
- McKinnon, R. and H. Pill (1994), Credible Liberalizations and International Capital Flows: The Overborrowing Syndrome**. Mimeo: Stanford University.
- Montiel, P. J. and C. M. Reinhart (1998), "The Dynamics of Capital Movements to Emerging Economies during the 1990s"**, in (eds.) S. Griffith-Jones and M.

Montes (1998), **Short-Term Capital Movements and Balance of Payments Crises**. Oxford: Oxford University Press.