

I.Ü. İktisat Fakültesi  
Maliye Araştırma Merkezi Konferansları  
39. Seri/Yıl 2001

## ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARI KARŞISINDA UYGULANAN POLİTİKALAR

**Dr. Ayşe ÇELİKEL DANIŞOĞLU**

İktisat Fakültesi, İktisat Bölümü,  
İktisadi Gelişme ve Uluslararası İktisat Anabilim Dalı

### ÖZET

1990'lı yıllarda uluslararası sermaye hareketlerinde görülen artış ve istikrarsız yapıdaki akımların gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerindeki olumsuz etkileri, mali krizlerin oluşmasındaki temel faktörlerden biri olarak kabul edilmiştir. Sermaye akımları karşısında ülkelerin uyguladığı politikalar, akımların neden olduğu makroekonomik sorunların bertaraf edilmesi açısından önem taşımaktadır. Bu çalışmada sermaye akımlarının, sermaye kabul eden ülke ekonomilerine etkileri, akımlar karşısında uygulanan politikalar, bu politikaların olumlu ve olumsuz yönleri ve gelişmekte olan ülkelerin çoğunda yürürlükte olan istikrar tedbirleriyle karşılıklı etkileşimi açıklanıp değerlendirilmiştir.

### ABSTRACT

The increase in capital movements in the last decade and the negative impacts of volatile short term flows on developing and emerging market economies are accepted to be the main causes of the financial and economic crises of the 1990s. The policy choices of the countries in response to capital flows are important in offsetting the macroeconomic consequences of the unstable flows. This study includes the impacts of capital flows, the positive and negative aspects of alternative policies, referring to the experiences and stabilization measures of developing and emerging market countries.

## 1. GİRİŞ

1980'li yıllardaki borç krizinin ardından 1990'lı yıllarda, dünya ülkelerinin mali serbestleşme yoluyla toplam refahtan daha fazla pay alma beklentileri ile uluslararası fon akımları hız kazanmış, gelişmekte olan ülkelere yönelik özel sermaye akımlarında önemli artış görülmüştür. Yeni gelişen piyasalar için sermaye piyasalarının globalizasyonu, uluslararası mali kaynaklara ulaşarak üretim miktarı ve büyüme oranlarını arttırmada bir fırsat olarak değerlendirilmiştir. Teorik olarak uluslararası sermaye hareketliliğinin tasarrufları global anlamda en etkin kullanım alanlarına yönlendirmesi ve hem sermaye alan hem de gönderen ülke ekonomilerinde gelişme sağlaması beklenmektedir.

Gelişmekte olan piyasalara yönelik net sermaye akımlarında görülen artışlar, bu ülkelerin, akımlardaki dalgalanmalar karşısında duyarlılığını arttırmıştır. Meksika, Asya, Rusya ve Brezilya'da 1990'ların ikinci yarısında yaşanan ekonomik krizler sermaye akımlarındaki dalgalanmaların yol açabileceği sorunların ciddiyetini gündeme getirmiş, eksik bilgi akışı, yatırımcıların birbirlerinin davranışlarından etkilenmesi, gelişmekte olan ülkelerin ekonomik yapılarının benzer kabul edilmesi ile meydana gelen büyük sermaye çıkışları, mali krizlerin oluşmasında temel faktör olarak kabul edilmiştir.

Sermaye girişleri, ödemeler dengesinin cari işlemler hesabında bozulmaya yol açmakta, bu hesaplardaki açıkları genişletmektedir. Bunun sebebi sermaye akımlarındaki artışlar ile piyasaya giren paranın bu açığın finansmanında kullanılması, reel döviz kurunun değerlenmesi ve bunun sonucunda fonların ithalatın finansmanına kayarak uluslararası rekabet gücü ve dolayısıyla ticaret dengesine zarar vermesidir.

1994 yılındaki Meksika krizinden itibaren tartışmalar, gelişmekte olan ülkelerin sermaye akımları karşısında hangi politikaları uygulamaları gerektiği üzerinde yoğunlaşmıştır. Akımların neden olduğu döviz kuru değerlenmesinin, ticaret yapılan mallar sektöründe rekabeti olumsuz etkilemesi ve akımlardaki dalgalanmaların ülkelerin mali sistemlerinin duyarlılığını arttırması sonucu, gelişmekte olan ülkeler bazı tedbirler alma yoluna gitmişlerdir.

Bu çalışma, gelişmekte olan piyasalara yönelik büyük hacimli sermaye giriş ve çıkışlarının ülke ekonomilerinde yaratacağı olumsuz etkilerin bertaraf edilmesi için uygulanabilecek çeşitli politikaları kapsamaktadır. Çalışmanın ikinci bölümünde yoğun sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülke ekonomilerine makro düzeyde nasıl yansıdığı ve akımların, özellikle cari işlemler hesabı ve döviz kuruna etkileri üzerinde durulacaktır. Üçüncü bölümde bu akımların ekonomide yaratabileceği dengesizliklerden korunmak için uygulanacak politika seçe-

nekleri açıklanacaktır. Son bölüm, gelişmekte olan ülkelerin bugüne kadar olan tecrübe ve uygulamalarından hareketle bazı politika önerileri içermektedir .

## 2. Sermaye akımlarının makroekonomik etkileri

Mali serbestleşme sonucunda tek bir ülkenin bakış açısından faydalar, yatırım fonları havuzunun genişlemesi ve ülkedeki bireylerin yabancı sermaye piyasalarına erişim imkanın artmasıdır. Uluslararası ekonomi açısından, açık sermaye hesabı, ülkelerin ticaret ve yatırım finansmanı kanallarını genişleterek daha yüksek gelir düzeyine ulaşmalarını sağlar ve bu yoldan çok yanlı ticaret sistemini destekler. Uluslararası sermaye akımları, portföy farklılaştırması yoluyla, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerdeki yatırımcılara, riskleri dağıtarak getiri sağlama fırsatı vermektedir (Fischer, 1998b:3). Sermaye akımlarının ekonomi üzerinde olumlu etki yaratarak büyümeyi destekleyeceği ilk defa McKinnon ve Shaw tarafından, yaptıkları mali baskı analizi yoluyla, açıklanmıştır.<sup>(1)</sup>

Büyük miktarda sermaye akımının bir ülkenin makroekonomik dengelerinde yaratacağı temel olumsuzluklar, reel faiz oranlarının uluslararası faiz oranlarının üzerine çıkması, kısa vadeli sermaye akımlarının aşırı bir para talebi yaratarak enflasyonist baskı meydana getirmesi ve para biriminin reel olarak aşırı değerlendirilmesi biçiminde olabilir. Sermaye girişlerinin denetlenmesinde ya da düzenleyici politikaların yürürlüğe koyulmasında amaç, bu bozulmaların bertaraf edilmesidir.

Büyük miktarda sermaye akımı toplam talepte aşırı genişleme yaratmakta ve bu da enflasyonist baskılar, reel döviz kuru değerlendirilmesi ve cari işlem açığının genişlemesi biçiminde ekonomiye yansımaktadır. Mükemmel öngörü sahibi bir temsili tüketici, ticareti yapılan ve yapılmayan mallar arasından seçim yaparak faydasını maksimize eder. Dolayısıyla, dünya faiz oranındaki düşüşler sermaye ithal eden ülkelerde gelir ve ikame etkilerini harekete geçirerek tüketim ve yatırımlarda artış, tasarruflarda azalma ve cari işlem hesabında da bozulmaya neden olur. Tüketim ve yatırımlardaki bu artışlar reel döviz kurunu değerlendirmekte, böylelikle, ticareti yapılmayan malların nisbi fiyatlarına yükseltici yönde baskı yapmaktadır.

Gelişmekte olan ekonomilerin cari işlemler ve sermaye hesapları arasında nedensellik ilişkilerini test etmek amacıyla Arjantin, Meksika, Filipinler ve Tayland için yapılan bir çalışmanın (Wong, Carranza, 1998) sonucunda, sermaye pi-

<sup>(1)</sup>Mali baskı analizi için bkz. R.I. McKinnon, Money and Capital in Economic Development, Washington, Brookings Institute, 1973; E.S. Shaw, Financial Deepening in Economic Development, Oxford University Press, New York, 1973.; Maxwell J. Fry, Models of Financially Repressed Developing Economies, World Development, Vol 10, No. 9, 1982.

yasalarının hızla globalleşmeye başladığı 1980'lerin sonundan 1990'ların ortalarına kadar, sermaye hareketlerinin cari işlem açıklarına neden olduğu, iki hesabın karşılıklı etkileşim içinde olduğu sonucu çıkmıştır. Bu durumda dış dengeyi sağlamaya yönelik politikalar, doğrudan sermaye akımları ile bağlantılı olacaktır. Dış denge, iktisadi ajanların tüketim, tasarruf, yatırım ve üretim üzerindeki kararlarını yansıtmaktadır. Cari işlemlerde bir açık bireylerin dış tasarrufları kullanmaya karar verdiklerini ifade etmekte ve dış yükümlülüklerde artış veya uluslararası rezervlerde azalma şeklinde ekonomiye yansımaktadır.

Sermaye akımlarının parasal sonuçları önemli ölçüde kur rejimine bağlıdır. Bir sermaye hesabı şoku, reel döviz kurunu uzun dönem denge düzeyinden uzaklaştırabilecek bir baskı yaratabilmektedir. Kurun değişim yönünün sermaye akımının vadesine ve fonların kullanım alanına bağlı olduğu söylenebilir. Wong ve Carranza'nın (1998) çalışmasında reel kuru öngörmenin güç olduğu durumlarda, piyasa güçlerinin dengeyi sağlayabilmesi için, nominal kurda yeterli esneklik sağlanması önerilmiştir. Bu şekilde, parasal tabanın net yabancı varlıklardaki değişimlerin yaratacağı etkilerden arındırılması ve spekülasyonun önlenmesi amaçlanmıştır.

Eğer serbest kur rejimi uygulanıyorsa, sermaye hesabında artışlar, nominal döviz kurlarının değerlendirilmesi sonucu cari işlemlerde açığa neden olacak, uluslararası rezervler ve parasal toplamlarda bir değişmeye yol açmayacaktır. Sabit kurlar altında ise kurun değerini koruma amaçlı müdahaleler rezerv birikimini ve para arzını arttıracak, sonuçta toplam talep miktarı ve enflasyon oranı yükselecek, reel kurun artan iç fiyatlar nedeniyle yükselmesi ise cari işlem dengesini daha da bozacaktır.

Gelişmekte olan ülkeler, ekonomik büyümeyi finanse edeceği için sermaye akımlarını piyasalarına çekmek istemektedir. Ancak, yoğun sermaye hareketleri reel döviz kurunda değerlendirilme ve toplam talepte artış yaratarak makroekonomik politikaların tespit ve idaresini güçleştirmekte, mali ve ekonomik yapının sermaye çıkışları halinde duyarlılığını arttırmaktadır. Kalkınmak için mali serbestleşme yolunu seçmiş olan gelişmekte olan ülkeler bir yandan talep ve büyümeyi canlandırmak için sermaye akımlarına izin verirken, diğer yandan muhtemel istikrar bozucu etkileri bertaraf etmek zorunda kalmaktadırlar. Sermaye akımları karşısında denge sağlayıcı politikalar, 1990'lı yılların ikinci yarısında meydana gelen mali ve ekonomik krizlerle önem kazanırken, akımlara neden olan faktörler politika seçiminde zaman zaman belirleyici olabilmektedir.

Sermaye akımları, açıkça ülkenin rekabet gücünün ve üretim verimliliğinin artmasından kaynaklanıyorsa, diğer bir deyişle ekonomik faaliyetin, fiyat düzeyleri ve ticaret dengesi üzerindeki etkileri aşırı ısınmanın ifadesi değil ise uygula-

nacak politika, ekonominin büyüme kapasitesini arttırıcı nitelikte olmalıdır. Diğer yandan, akımlar daha çok eğer dış gelişmelerin etkisiyle meydana gelmişse, politikalar istikrar bozucu etkilerin hafifletilmesi üzerinde odaklanacaktır. Ancak sebepler konusundaki belirsizlikler nedeniyle hükümetler politikalarını belirlerken akımlara neden olan faktörlerden çok, istikrar sağlayıp riskleri sınırlayacak uygulamaları dikkate almışlardır (Bkz. Schadler, 1993, 1994:21).

Mali serbestleşme ile uygulanacak makroekonomik politikaların enflasyonu ve bütçe açığını düşük, cari işlemler açığını da sürdürülebilir boyutta tutacak nitelikte olması gerekmektedir. Ancak, kısa vadeli yatırımların finanse ettiği cari işlem açıkları endişe verici boyutlara varabilmektedir. Kısa vadeli sermaye akımlarındaki dalgalanmalar reel ekonomi üzerinde olumsuz etkiler yaratmakta, döviz cinsinden kısa vadeli borçların toplam borçlar içinde ağırlığının artması krize açık bir yapı ortaya çıkarmaktadır.

Kısa vadeli fon giriş çıkışlarının neden olduğu faiz oranında ve döviz kurundaki değişme ve dalgalanmaların, kaynak dağılımını bozduğu belirtilmektedir. Bu durumun, sermaye ülkeye gelip daha sonra geri dönerken döviz rezervlerinde değişmelerle ortaya çıkan para arzındaki değişmeler ve ödemeler dengesi yönetimi amacıyla yetkililerin parasal müdahalelerde bulunması sonucu toplam talepte ciddi dalgalanmalar meydana getirdiği ileri sürülmektedir. Bir diğer olumsuzluk, bu tür sermaye akımlarında dalgalanmaların ülke riskini arttırması ve bunun da yabancı yatırımları azaltıp, devletin dış borçlanmasını güçleştirerek büyüme ve istihdam üzerinde uzun vadeli sonuçlar doğurmasıdır (FitzGerald, 1998:2).

### 3. Politika Seçenekleri

Ülkeler sterilizasyon yolu ile ve sterilizasyon dışı yöntemler kullanarak sermaye akımları karşısında politikalarını belirlerler. Sterilizasyon ile yapılan müdahalelerde merkez bankaları yaygın olarak açık piyasa işlemleri ile müdahale eder. Ancak, büyük sermaye akımlarının parasal sonuçlarını bertaraf etmede bu yöntemin etkisinin sınırlı olması sonucu birçok ülkede ek tedbirler alınmıştır. Bazı ülkelerde yetkililer bankaların mevduat rezerv karşılık oranlarını arttırırken, diğerlerinde, banka rezervlerini azaltmak amacıyla kamu mevduatları ticari bankalardan merkez bankasına kaydırılmıştır. Birçok ülke yeni kurallar uygulamaya koymuş, örneğin bankacılık sektörünün döviz açık pozisyonlarına sınırlamalar getirilmiştir. Bazı merkez bankaları forward döviz swapları ile sermaye akımlarını bertaraf etme yoluna gitmiştir. Ancak bu yöntem de açık piyasa işlemleri gibi mali kayıplara neden olabileceğinden, uzun vadeli uygulanabilecek bir seçenek olarak görülmemektedir (Caramazza, Aziz; 1998:7).

Para politikası ile ilgili müdahalelerin yanısıra, döviz kuru esnekliğinin artışı ve/veya belirli türde sermaye akımlarının kısıtlanması şeklinde tedbirler içeren politikalar da uygulanmaktadır. Sermaye akımlarının parasal taban üzerindeki etkilerini sterilize etme kabiliyeti, eğer merkez bankasının elinde uygun araçlar yoksa veya iç mali piyasalar yeterince gelişmiş değilse sınırlı kalacaktır. Uluslararası Yatırım Bankası ve IMF'nin değerlendirmelerine göre, sterilizasyon politikaları kısa ömürlü olmakta ve bu politikaların likiditeyi temizlemedeki etkinliği faiz oranlarında artışa yol açmakta, bu durum da spekülative sermaye akımlarını teşvik edici bir sonuç vermektedir.

Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları arttıkça, enflasyon artışının önlenmesi ve istikrarlı ve rekabetçi bir döviz kurunun korunması politikalarından biri durumdan olumsuz etkilenecektir. Para politikası bir süre için enflasyonist baskıları hafifletip, para biriminin değerinin nominal anlamda yükselmesine mani olmakla beraber reel döviz kurunun değerlenmesinin önüne geçmek uygulamada mümkün olmamaktadır (Yentürk, 1996:69).

Esnek kur politikası uygulanması, merkez bankasına bağımsız para politikası uygulama imkanı vermekte, dünya talebindeki azalmalar karşısında para arzını artırıp para birimine değer kaybettirerek, ekonomik daralmadan kaçınmak mümkün olabilmektedir. Bu kur rejiminin sağladığı en önemli avantaj, yüksek sermaye hareketliliği altında paranın değerlenmesinin yükselen enflasyondan değil, paranın değerindeki nominal değişimden kaynaklanmasıdır. Ancak sistem, parasal toplamlar üzerinde daha fazla kontrol imkanı sağlayıp enflasyona aşağı doğru baskı yapmakla beraber paranın reel olarak değerlenmesine ve cari işlem dengesinde ve ülkenin rekabet gücünde bozulmalara neden olmaktadır. Eğer döviz kuru çıpa olarak kullanılıyorsa para politikası yerine maliye politikası tedbirlerine başvurulacak, kamu harcamaları ve vergi politikaları yoluyla uyum sağlanacaktır. Ancak, sıkı maliye politikası kısa vadeli talep yönetimi için kullanışlı değildir çünkü tedbirlerin belirlenmesi ve uygulamaya koyulmasında gecikmeler olmaktadır. Son çare olarak başvuru sermaye kontrolleri uzun süre uygulandığında kaynak dağılımının etkinliğini bozacağından kısa vadeli, geçici bir politika seçeneği olarak görülmektedir (Bkz. Mathieson, Rojas-Suarez, 1992; Jones, 1997).

Sermaye akımları karşısında ülkelerin uyguladığı politikalar konusunda bir genelleme yapmak gerekirse, sermaye akımlarına karşı L. Amerika ülkelerinin daha çok piyasa mekanizması içinde, fiyat sisteminin serbestisiyle ve döviz kurunda ulusal paranın değerlendirilmesi yoluyla uyum sağladığını; Asya ülkelerinin ise daha aktif müdahalelerle sermaye girişlerini düzenleme yoluna gittiğini söyleyebiliriz (Yeldan, 1997:161).

Aşağıda, sterilizasyonla müdahale çerçevesinde açık piyasa işlemleri ve rezerv karşılık oranlarının artırılması ve sterilizasyon dışı tedbirler olarak da esnek döviz kuru ve sıkı maliye politikası uygulanması ve sermayeye kontroller getirilmesi konuları açıklanmıştır.

### 3.1.a. Açık Piyasa İşlemleri:

Mali serbestleşmeye yönelik sermaye hesabını açan birçok yeni gelişen ekonomide özel sermaye akımlarının artması döviz kuru üzerinde yükselme yönünde baskı yaratmıştır. Sermaye akımları hızlandığında eğer döviz kurunun yükselmesi önlenirse enflasyon artışı ortaya çıkmakta ve reel kurun yükselmesine neden olmaktadır. Sermaye akımları ile ülkeye giren likiditenin yaratacağı bu sonuçlardan kaçınmak için uygulanan en yaygın yöntem merkez bankalarının açık piyasa işlemleri yoluyla sterilizasyon yapmasıdır. Burada amaç döviz girişlerinin yarattığı likiditenin emilmesi, para arzı artışının engellenmesi, dolayısıyla talep artışının önüne geçilerek, enflasyonist baskıların hafifletilmesidir.

Açık piyasa işlemleri yoluyla sterilizasyon, sermaye akımlarının istenmeyen etkilerine karşı genellikle ilk olarak kullanılan mekanizmadır. İşlemler merkez bankasının yüksek getirili yurtiçi varlıkları, düşük getirili rezervlere karşılık satması ile gerçekleşir. Parasal tabanın genişlemesi ve rezerv birikiminin artması karşısında alınan bir başlangıç tedbiri olarak açık piyasa işlemleri, genellikle kısa vadeli uygulamalarda başarılı olmuş bir politika aracıdır.

Sterilizasyonla müdahale spot piyasada olduğunda, merkez bankası örneğin kamu kağıtları satışı ile parasal tabanda daralma yaratabilirken, forward piyasaya müdahalede parasal tabanı ancak ileriye dönük kontratların süreleri dolduğunda daraltmak mümkün olmaktadır. Ülkelerin bu müdahale programını kalıcı olarak uygulama kabiliyeti tamamen döviz rezervleri ve resmi kurumlardan sağlanabileceği kaynaklar ve uluslararası piyasalardan borçlanma imkânları ile sınırlıdır.

Bu tip sterilizasyonun iki avantajı söz konusudur. Birincisi, bu yolla döviz alımı ile yaratılan para, kredi genişlemesi, banka sistemine daha yüksek münzam karşılık yükü getirmeden azaltılabilir. İkincisi, akımların idaresinde bankacılık kesiminin rolü kısıtlanmış olacağından, bankaların, sermaye akımlarının ani geri dönüşü karşısında karşılaşacağı olumsuz etkiler, sınırlandırılabilir.

Ancak akımlar sürdükçe, birçok hükümet sterilizasyona olan güvenlerini yitirmişlerdir. Açık piyasa işlemleri yurtiçi faiz oranında yükselme eğilimi doğurmaktadır. Bu durum, eğer sterilizasyon işleminde çıkartılan yurtiçi varlıklar, diğer yerli para cinsinden varlıklara tam ikame teşkil etmiyorsa veya para talebi ar-

tan büyüme veya daha düşük enflasyon nedeniyle artarsa, gerçekleşecektir. Gelişmekte olan ülkelerde sterilizasyon uygulaması, yüksek faizli tahvil çıkarırken, düşük faizli yabancı varlıklara yatırım yapmaktan ciddi kayıplar doğurmuştur. Merkez bankalarının iç kağıtlara, uluslararası piyasalardan toplarken verdiği faiz oranından daha yüksek bir oran işletiyor olması sonucu biriktirilen rezervlerin maliyeti getirisinden daha yüksek olmuş ve sermaye akımlarının giderek artması, bu gelir-maliyet farkını da genişletmiştir.

Sterilizasyonla iç borçlanma yapılmasının kamu borcunu arttırması da bir diğer sorunu teşkil etmektedir. Bu durum ülkenin kredibilitesi üzerinde olumsuz etki yaratmakta, sermaye akımlarının kesilmesine ya da ülkeyi terk etmesine de neden olmaktadır. Diğer yandan, sterilizasyon sonucu yurtiçi faiz oranlarının düşürülememesi, dünya faiz oranı ile farkın büyümesi ülkelere giden kısa vadeli ya da spekülatif sermaye miktarının daha da artması sonucunu vermekte, ülkeler bu tür sermayenin yarattığı risklerden kaçınmamaktadır (Bkz. Lopez-Meija, 1999; Calvo, et.al. 1996; Schadler, vd., 1993, 1994).

Bu dezavantajlar nedeniyle, 1990'lardaki akımlarda, açık piyasa işlemleri kısa vadeli bir politika seçeneği olarak kabul görmekle birlikte Latin Amerika ve Asya'da, sermaye akımları karşısında uygulanan en popüler politika olmuştur. 1990'lı yıllarda sermaye akımının olduğu çoğu ülke (Şili, Endonezya, Sri Lanka, Malezya, Meksika, Filipinler, Tayland) bu politikadan yararlanmışlardır (Lopez-Meija, 1999:34).

### **3.1.b. Rezerv Karşılık Oranları:**

Birçok gelişmekte olan ülkenin bankacılık sistemlerinin yakın geçmişte de- regüle edilmesi ile bankalar aşırı risk alma yoluna gitmiş ancak bunun karşısında hükümetler yeterli denetim sağlayamamışlardır. Bankacılık sektöründe reformların gerçekleştirilmesi zaman aldığından, sermaye akımları sonucu verilen kredilerdeki patlamaların etkilerinin, makro politikaların yanısıra rezerv karşılık oranlarının arttırılması ya da riske göre ayarlanmış yeterli sermaye karşılığının sağlanması gibi kısıtlamalarla bertaraf edilmesi amaçlanmaktadır.

Sermaye akımları karşısında rezerv karşılık oranlarının arttırılması, para çarpanında azalmaya yol açmakta, böylece döviz piyasasında merkez bankasının müdahalesi ile oluşacak parasal genişleme bertaraf edilmektedir. Bu politika bankalara, açık piyasa işlemleri ile gerçekleşen yarı-mali açıklar oluşmadan borç verme imkanı tanır. Ancak, yükselen rezerv karşılık oranları etkin kredi dağılımına mani olarak, mali serbestleşme sürecini olumsuz etkilemektedir.

Uzun süre devam ettirildiği takdirde bu tür sterilizasyon, bankaların işlem



hacimlerini etkilemekte, sonuçta, fonlar banka dışı sektörler kaymakta ve parasal genişlemeden kaçınma hedefine ulaşamamaktadır. Bir diğer sorun, açık piyasa işlemlerinde olduğu gibi, bu politikada da sermaye akımlarının teşvik edilmesidir. Yüksek karşılık oranları, banka müşterilerine daha yüksek kredi faizi şeklinde yansıyan bir vergi niteliğinde olduğundan dış borçlanma, bu tür bir politikaya tercih edilecektir (Lopez-Meija, 1999:36).

Bu olumsuz taraflarına rağmen, ülkeler, sermaye akımı döneminde para çarpanını azaltarak rezerv karşılık oranlarının artırılması şeklinde sterilizasyonu denemişlerdir. Kore (1988-90), Malezya (1989-94), Sri Lanka (1991-93), Şili ve Peru mali sektör döviz mevduatlarına bu politikayı uygulamıştır (Folkerts-Landau, Ito;1995, International Capital Markets, IMF; Lopez-Meija, 1999:36'dan naklen).

### 3.2. Nominal Döviz Kuru Esnekliği:

Mali serbestleşme sonucu gelişmekte olan ülkelerin sermaye hesaplarının açılması ile birlikte ne tür döviz kuru rejiminin uygulanması gerektiği konusunda birçok akademik çalışma yapılmıştır<sup>(2)</sup>. 1997 Asya krizi ve dünyaya yansımalarından sonra, yeni gelişen ekonomilerin mali piyasalarının yoğun sermaye akımlarından olumsuz biçimde etkilenmemeleri için uygun döviz kuru rejiminin tespitinde genel bir öneride bulunmak mümkün görünmemekte, ülkelerin durumlarına göre farklı tavsiyeler söz konusu olmaktadır.

1970'li yılların başında Bretton Woods sisteminin çöküşü ile sanayileşmiş dünya ülkeleri ayarlanabilir sabit kur uygulamasını terk ederek paralarını dalgalanmaya bırakmıştır. 1980'lerden itibaren, para birimlerini sağlam paralara bağlamış olan birçok gelişmekte olan ülkenin daha esnek kur sistemlerine yöneldiği görülmektedir. Bunun sebepleri arasında dünya faiz oranının yükselmesi, sanayileşmiş ülkelerin durgunluk sürecine girmeleri, Dolar'ın aşırı değerlenmesi, gelişmekte olan ülkelerde yükselen enflasyon sorununun ortaya çıkması sayılabilir (Caramazza, Aziz, 1998:3). 1980'li yıllara kadar özel sermaye akımlarının ödemeler dengesi üzerinde etkisi sınırlı kalmış, sermaye hareketleri üzerinde kısıtlamalar söz konusu olmuştur. 1980'li ve özellikle 1990'lı yıllarda globalleşmeye

<sup>2</sup>G. Calvo, C. Reinhart, 'Fixing your life', 2000, <http://www.puaf.umd.edu/papres/reinhart/fixing.pdf>; A. Velasco, a.g.m., 2000: S. Edwards, 'Exchange rates in emerging economies', <http://papers.nber.org/Papers/w7228>; S. Edwards, M.A. Savastano, 'Exchange rates in emerging market economies: What do we know? What do we need to know', NBER Working Paper Series, No. 7228, 1999; J.A. Frankel, 'No single currency regime is right for all countries or at all times', NBER Working Paper Series, No. 7338, 1999; S. Greenville, D. Gruen, 'Capital Flows and Exchange Rates', Reserve Bank of Australia, [www.rba.gov.au/new/image/GreenvilleGreen.pdf](http://www.rba.gov.au/new/image/GreenvilleGreen.pdf); F.Caramazza, J. Aziz, 'Fixed or flexible? Getting the exchange rate right in the 1990s', Economic Issues, No. 13, IMF, 1998.

ve en önemli uzantısı olarak mali serbestleşmeye yönelinmesi, yeni gelişen piyasalara giden özel sermaye akımlarını hızla arttırmıştır.

Kurun değerlenmesine izin verilmediği zaman yüksek sermaye hareketliliği, enflasyonun yükselmesi ve reel kurun yükselen enflasyon nedeniyle değer kazanması sonucunu vermektedir. Nominal kurun değerlenmesine izin vermek ise enflasyonist baskıları azaltıcı yönde bir etki yaratmaktadır. Ayrıca, kur esnekliğinin yarattığı belirsiz ortam, spekülâtif amaçlı ve her an geri dönme riski taşıyan kısa vadeli özel sermaye akımlarını caydırıcı bir etki de yaratabilmektedir. Reel kurun değerlenmesi enflasyonist baskıları haffletip, sermaye akımlarını teşvik etmekle beraber, ihracatı caydırarak, ticareti yapılan mallar sektörünü olumsuz yönde etkilemekte, cari işlemler ve ödemeler dengesi hesaplarında bozulmalara neden olmakta ya da açıkları genişletmektedir.

Esnek olmayan kur rejimlerinde para politikası, uluslararası rezerv birikimi dolayısıyla ortaya çıkan parasal genişlemeyi sterilize ederek, toplam talep üzerindeki baskılardan kaçınmayı hedefler. Amaç, enflasyonist baskılar, reel kur değerlenmesi ve yurtiçi para stoku üzerindeki kontrolün kaybolma ihtimallerinden kaçınarak, para arzı ve/veya döviz kurunu sermaye akımlarının yaratacağı etkilerden korumaktır. Ancak, sabit kurlar ve sermaye hareketliliği altında bağımsız para politikası uygulanamamakta, bu politika aracı gücünü kaybetmektedir. Para arzında artışlar yoluyla faiz oranlarını etkilemek mümkün olmamakta, ekonomi daralma sürecindeyse, para arzını genişletip para birimine değer kaybettirerek yurtiçi mallara olan talep ve dolayısıyla üretimi desteklemek imkanı kaybolmaktadır. Diğer yandan, sabit kurlar işlem maliyetlerini ve kur riskini düşürerek ticaret ve yatırım artışını teşvik etmektedir. Döviz kuru, para politikasının uygulanmasında bir nominal çıpa vazifesi görmekte, özellikle enflasyon oranının ve beklenen enflasyonun düşürülmesinde güvenilir bir araç olmaktadır.

Ancak, Asya krizinin sebeplerinden biri de ülkelerin para birimlerini Dolar'a bağlamış olmalarına dayandırılmıştır. Dolar'ın Yen karşısında birden değerlenmesi ile Doğu Asya ülkeleri para birimlerinin reel efektif kurları da ciddi boyutta değer kazanmış ve krize giden yolu açmıştır. Tayland, Güney Kore, Endonezya, Rusya ve Brezilya'da krizler meydana geldiğinde hepsinin bir tür sabit kur sisteminin uyguluyor olması, bu sistemin krize daha açık olduğunun bir göstergesi kabul edilmiştir. Diğer yandan, Meksika, Türkiye ve Güney Afrika'nın aynı dönemde ciddi mali baskı ile karşı karşıya gelmelerine rağmen, bu baskıları uyguladıkları esnek kur sistemi sayesinde atlatabilmeleri, bu kur rejimi lehinde kanıtlar olarak gösterilmiştir. Bir yaklaşıma göre, esnek kur sisteminin yarattığı belirsizlik ortamı göz önüne alındığında, gelişmekte olan ülkelere, gözetimli dalgalanma ya da para birimlerinin geniş bir bant içinde dalgalandığı sürünen

kur sistemini tercih etmeleri önerilmektedir (Bkz. Fischer, 1999).

Esnek kur rejiminin ülkelere sunduğu temel avantaj, bağımsız para politikası gütmeye imkanı tanınmasıdır. Bu şekilde, ülkenin ürettiği mallara dünya talebinde azalma olduğu takdirde, bir ekonomik daralmaya meydan vermeden tedbir almak mümkün olabilmektedir. Diğer yandan, sermaye kabul eden ülkeler nominal kuru dalgalanmaya bırakarak, parasal toplamlarda aşırı büyümeye engel olup, uluslararası rezerv birikimlerini azaltabilirler. Bu yolla para arzı akımlardan tecrit edilmiş olmakta, para politikasının otonomisi artmaktadır. Bu avantaj, akımların geri dönme tehlikesinin söz konusu olduğu ve mali sistemin denetiminin zayıf kabul edildiği durumlarda özellikle önem kazanmaktadır. Sermaye akımları karşısında nominal kur dalgalanmaya bırakıldığında reel kurun değerlendirilmesi, yükselen enflasyondan değil nominal kurdaki değişimden kaynaklanmaktadır. Reel kurlarda aşırı dalgalanmanın önüne geçebilmek için bazı ülkeler (örneğin 1994'de Kolombiya, Meksika ve Şili) sürünen kur bantlarını tercih etmişlerdir. Kurun bir bant içinde değerlendirilmesine izin verilmesi, dış faiz şokunun toplam talep üzerindeki genişletici etkisini azaltabilmektedir (Bkz. Calvo, 1996:135,136).

Yüksek enflasyonla mücadele eden gelişmekte olan ülkelerde, fiyat istikrarsızlığının yarattığı ciddi sorunlar karşısında ya döviz kuru nominal çıpa olarak kullanılmış ya da nominal kur esnekliği artırılmıştır. Latin Amerika ülkelerinde, sermaye akımları başladığında yürürlüğe giren istikrar programları çerçevesinde enflasyonu indirmeye yönelik politikalara ağırlık verilmiş ve döviz kuru kısa vadede istikrar aracı olarak kullanılmıştır. Ancak, kur nominal çıpa olarak tespit edildiği halde büyük ve sık kur ayarlamalarının yapılması ile spekülasyon atakları da artmıştır. Bu atakların neden olabileceği mali krizler ve ekonomik daralmaya karşı IMF'nin bu ülkelere önerdiği politikalar döviz kurlarının esnetilmesini de içermektedir. Nominal kurun bir bant içinde hareketine izin verildiği takdirde, dış faiz oranlarındaki bir düşüşün toplam talep üzerindeki genişletici etkisini, reel kurun değerlendirilmesi ve yurtdışı faiz oranının yükselmesi yoluyla hafifletmek mümkün olmaktadır.

IMF'nin görüşüne göre, spekülasyon para ataklarına en duyarlı ülkeler döviz kuru esnekliği az olanlardır. Birçok ülke dış rekabet güçlerini korumak ve enflasyonist baskıları hafifletmek amacıyla, nominal çıpa olarak gözetimli dalgalanmaya uygun görse de bu düzenlemeler, döviz kurunu koruyacak kadar esnek ve güçlü mali piyasa yapısı gerektirmektedir. Spekülasyon atakları, aşırı değerlendirilmiş reel döviz kuru, zayıf bir mali sistem ve mali durum ile kısa vadeli borçların ağırlıkta olduğu bir dış borç yapısı gibi belirli özellikler gösteren ülkeleri hedeflemiştir (IMF Research Department, 1997:8-11).

Son yıllarda ciddi ekonomik sıkıntılar yaşayan Brezilya, Ekvator, Endonezya, Güney Kore, Rusya ve Tayland'da ayarlanabilir ya da sürünen kur sistemi uygulanmıştır. Yoğun sermaye çıkışı ve zayıflayan mali sistemlerin baskısı, oldukça güçlü makroekonomik yapısı ve yüksek düzeyde rezervi olan ülkelerde de kriz tehdidi oluşturmuştur. Asya krizinden sonra ülke para biriminin güçlü bir para birimine bağlanması ya da para kurulları oluşturulması gündeme gelmiştir. Bir diğer seçenek, kurlarda tam esneklik sağlanması olmakla beraber tam esnekliğin bir dezavantajı çok büyük hacimli ani bir sermaye akımının döviz kurunun bir den hızla değerlenmesine neden olarak büyüme için stratejik sektörlerin rekabet gücüne zarar verebilmesidir. Ayrıca, ileri düzeyde sanayileşmiş ekonomiler bile tam serbest dalgalanmayı yürütemezken, gelişmekte olan ülkelerin bunu gerçekleştirebilmeleri uzak bir ihtimal olarak görülmektedir (Velasco, 2000:3).

### 3.3. Maliye Politikası:

Sermaye akımlarının olumsuz etkilerini denetim altına alabilmek için yukarıda belirtilen para politikası tedbirlerinin maliye politikası ile desteklenmesi gerekmektedir. Büyük çaplı ve devam eden akımlar karşısında, enflasyon artışından ve kurun reel değerlenmesinden kaçınmak için sıkı maliye politikası uygulanması önerilmektedir. Ticareti yapılmayan malların kamu harcamaları içinde önemli bir oran oluşturduğu durumda, kamu tüketim harcamalarının kısılmasına yönelik bu uygulama ile tüketim talebi azalacak, yurtiçinde üretilen ticareti yapılmayan mallara olan talep düşerken reel döviz kurundaki değerlenmenin de önüne geçilecek, enflasyonist baskılar üzerinde hafifletici bir etki yaratılacaktır. Sıkı maliye politikası yolu ile reel kurun değerlenmesine karşı koyan ülkeler, daha düşük cari işlem açığı vermiş, fonları yatırımlara yönlendirerek ekonomik büyümede artış sağlamışlardır (The World Bank, 1997).

Sıkı maliye politikasının reel döviz kurunun üzerindeki baskıları azaltmasının birçok faydası vardır. Bunlardan en önemlisi, yukarıda da belirtildiği gibi, cari işlemler açığının küçülmesidir. Talep baskısının hafifleyip faiz oranlarının düşüş trendine girmesi ile yatırımlar tüketime tercih edilecek bu durumda daha hızlı ekonomik büyüme teşvik edilecektir. Ancak, kamu harcamalarının azaltılması ve vergi politikasında değişiklikler içeren bir mali sıkılaştırma programı kanunlarda değişimler ve hükümetle ilgili hassas siyasi hamleler gerektirmekte, bu da kısa dönemde gerçekleştirilememektedir. Kararların alınması ve uygulamaya konması arasındaki gecikmeler nedeniyle talebin düşürülmesi zaman almaktadır. Sermaye akımları nedeniyle ülkelerde zaten uygulanmaya başlanılan uyum programlarına ilaveten bir de sıkı maliye politikasının yürürlüğe koyulması zor olmaktadır. Mali sıkılaştırma sermaye akımlarındaki dalgalanmalar karşısında yeterince esnek bir politika seçeneği oluşturmamaktadır. Ayrıca, altyapı yatırım-

larının ertelenmesi ancak belirli bir dönem için söz konusu olabilir. Bu nedenlerle sermaye akımı dönemlerinde az sayıda ülke bu politikayı uygulamıştır (Schadler, 1994:22).

Latin Amerika ülkelerini ele alırsak, 1990-95 döneminde sadece Şili, katma değer vergisini ve kurumlar vergisini arttırmak ve harcamaları kısmak suretiyle sıkı maliye politikası uygulamıştır. Arjantin ve Meksika gibi bölgedeki diğer ülkeler akım dönemlerinde mali tedbirler almış ancak bunlar istikrarsız sermaye akımlarını karşılayabilmek için değil, daha çok yürürlükte olan istikrar politikalarından kaynaklanmıştır. Doğu Asya ülkeleri ise akımlar karşısında genişleyen toplam talebin önüne geçebilmek için maliye politikasından yararlanmışlardır. Mali sıkılaştırma Endonezya'da (1990-94), Malezya'da (1988-92), Filipinler'de (1990-92) ve Tayland'da (1988-93) uygulanmıştır (Folkerts-Landau, Ito, 1995; Montiel 1995 (LopezMeija, 1999:39'dan naklen)).

### 3.4. Sermaye Kontrolları

Yukarıda belirtilen politika araçlarının kullanım veya etkileri ciddi biçimde sınırlı ise geçici sermaye kontrollerinin uygulanması gündeme gelmektedir. Ancak sermayeye sınırlamalar getirilmesi güçlü makroekonomik politikaların yerini tutamamaktadır. Kontrollar, döviz kuru politikasının esneklik derecesi, mali piyasanın gelişmişlik düzeyi, denetim yöntemlerinin etkinliği, yetkililerin kural-ları belirleyip uygulayabilmedeki kararlılığına göre ülkeden ülkeye değişmektedir. Sermaye kontrolleri diğer politika araçları ile birlikte uygulandığında, sermaye akımlarının büyüklüğünü ve bileşimini etkileyebilmişlerdir. Ancak, ciddi makroekonomik dengesizlikleri olup, kısa vadede bunları düzeltme imkanı olmayan ülkeler, sermaye kontrolleri ile büyük sermaye çıkışlarına mani olamamışlardır. Ayrıca, uzun süre uygulandığında sermaye kontrolleri akımlara karşı etkisini kaybetmekte ve ülkenin mali sisteminin gelişiminin önünü kapatıp, kaynak dağılımının etkinliğini azaltmaktadır.<sup>(3)</sup>

Son dönemde, uluslararası sistem içinde kısa vadeli akımlara, diğer bir deyişle, sıcak paraya sınırlamalar getirilmesi ile ilgili bir görüş birliği söz konusudur. Daha etkin bilgi akışının sağlanmasının ve mali piyasalarda yapılacak düzenlemelerin de, sıcak para akımlarının gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerinde yapabileceği tahribatı önlemede yetersiz kalacağı düşünülmektedir. Doğrudan yabancı yatırımların, uzun vadeli olma niteliği ile daha istikrarlı olduğu ve beraberinde teknoloji ve eğitim de getirdiği, oysa, nisbi olarak miktarı giderek artan

<sup>(3)</sup>Sermaye kontrolleri konusunda fazla bilgi için bkz. Tito Cordella, 'Can short-term capital controls promote capital inflow?', IMF Working Paper 131, 1998; Michael Dooley, 'A survey of literature on controls over international capital transactions', IMF Staff Papers, Vol. 43, No. 4, Dec. 1996.

kısa vadeli akımların kalıcılığı belli olmayan, likit para sağlamak dışında bir ek fayda sağlamadığı kanısı hakimdir. Bununla beraber, sermaye kontrollerinin ancak kısa vadede etkin olabileceği, uzun vadede ise döviz kuru davranışlarını etkileyemeyeceği, dolayısıyla kayda değer bir etki yaratmayacağı ileri sürülmektedir. Ayrıca, kontrollerin kaynak ve gelir dağılımı açısından yüksek bir refah maliyeti olmaktadır. Miktar kısıtlamaları veya vergilendirme şeklinde uygulanan denetimlerde amaç, özellikle kısa vadeli sermaye akımları üzerinde caydırıcı etki yapmak ve bunların değişken ve istikrar bozucu etkilerinden ekonomiyi korumaktır.

Sermaye kontrollerinin uygulanması dört temel sebepten dolayı ortaya çıkmaktadır:

- Değişkenlik gösteren kısa vadeli sermaye akımları nedeniyle ortaya çıkan istikrarsız döviz kurları veya ödemeler dengesi krizlerinin idaresine yardımcı olmak,
- Gelişmekte olan ülkelerdeki yurtiçi tasarrufların yabancı menkul varlık alımında ve yerli üretim faktörlerinin yabancılar tarafından satın alınmasında değil, yerli yatırımların finansmanında kullanılmasını garantiye almak,
- Devletin maliye ile ilgili faaliyetlerini, gelir ve serveti vergilendirme kabiliyetini arttırmak,
- Sermaye akımlarının, yapısal reform programlarının istikrarını ve kalıcılığını etkilemesini önlemek (Mathieson, Rojas-Suarez, 1992).

Geniş kapsamlı kontroller, selektif kontrollara göre daha etkin görünmekle beraber daha fazla bozulmaya neden olup mali sektörün gelişmesini engellemekte, yatırımcılarda güven kaybına neden olmakta, dolayısıyla uluslararası sermaye piyasalarına erişim güçleşmektedir (IMF, 2000:44). Selektif sermaye kontrolleri ise kısa vadeli spekülasyon baskısını hafifletse de kısa zamanda ticaret ve finans üzerinde olumsuz etki yapmaktadır.

#### **4. Sonuç: Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Politika Önerileri**

1990'lı yılların ortalarından itibaren meydana gelen mali krizlerin oluşmasında kısa vadeli borçların uluslararası rezervlere oranının ve toplam borçlar içindeki payının yüksek olması başta olmak üzere, birçok faktör söz konusu olmaktadır ve etkileri ülkeden ülkeye değişmektedir. Bu faktörleri reel kurun değerlendirilmesi, yurtiçi kredilerde cari ve beklenen ekonomik büyümeye göre aşırı genişleme olması, iç borçların ağırlıklı olarak yabancı portföylerde bulunması, iç ve dış borçların cari işlem açıklarının ya da tüketimin finansmanında kullanılması ola-

rak özetleyebiliriz (Saidi:2000,1). Sayılan etkenlerin sonuçları, ödemeler dengesi krizleri, sermaye çıkışları, uluslararası rezerv kaybı olmakta ve bankacılık ve mali sektör krizlerine yol açmaktadır.

Kısa vadeli spekülâtif sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelerdeki istikrarsızlık ve dengesizliklerin en önemli kaynağı olduğu akademisyenler arasında genel kabul görmektedir. Meksika, Rusya, Brezilya, Endonezya, Güney Kore ve Tayland'da yüksek oranlı kısa vadeli yükümlülükler ve kıt uluslararası varlıklar bir güven bunalımına neden olup, sermaye çıkışı ile sonuçlanmış, bu da ödemeler dengesi krizlerinin odağını oluşturmuştur. Doğu Asya'da 1996 ve 1997 döneminde 109 milyar Dolar'lık net özel sermaye geldikleri ülkelere geri dönmüştür. Bu rakam bölge SMH'sının % 10'undan fazlasına tekabül etmektedir (Stiglitz, 1998).

Bu krizlerin oluşmaması için uygulanacak politikaların, ülkeleri sermaye akımlarındaki dalgalanmaların etkilerinden koruyacak ve akımların bu ülke ekonomilerine maliyetlerini hafifletecek nitelikte olması önem kazanmış, temel ekonomik göstergelerin düzeltilmesi amaçlanmıştır. Sermaye kabul eden gelişmekte olan ülkeler arasında, makroekonomik gelişmelerine ve dolayısıyla ülkelerin kredi değerliliğine bağlı olarak farklılıklar söz konusudur. Ülkelere gelen yabancı sermaye miktarında, yurtiçi politikalar, ülkelerin sahip oldukları kaynaklar ve gelişmişlik düzeyleri belirleyici olmaktadır. Yabancı sermaye miktarındaki dalgalanmalar ya da sermaye çıkışları, yurtiçi makroekonomik koşullara bağlı olarak ve uygulanan yurtiçi politikaların uluslararası gelişmelerle karşılıklı etkileşimi neticesinde ortaya çıkmaktadır.

Serbest mali piyasalarda olması gereken bir diğer özellik zamanında ve kaliteli ekonomik ve mali bilgi dağılımıdır. Ülkeler arasında bilgi akışındaki asimetrielerin önüne geçilmesi yeni gelişen piyasalar için büyük önem taşımaktadır. Ekonomide ve piyasalardaki asimetrik bilgi akışı ve bunun etkisiyle oluşan portföy ve kredilerle ilgili yanlış seçim ve kararlar yatırımları hem miktar hem de verimlilik açısından etkilemektedir. Makro düzeyde zamanında ve doğru bilgi akışı piyasa disiplini ve denetiminde etkinliği arttıracak, mali krizlerin ülkeden ülkeye bulaşması riskini azaltacaktır.

Sıcak para akımlarının istikrarsızlık yaratan etkilerini sterilize etmeye yönelik politika uygulamalarında başarı kazanan ülkelerin, örneğin Şili, Kolombiya, Malezya, ortak özelliği, söz konusu politikalarını tek bir araca dayandırmayıp, gerek kapsamı gerekse uygulama süresi bakımından çeşitlendirmeye özen göstermeleridir. Bu ülkeler, sermaye akımlarının ilk aşamasında öncelikle para arzının genişlemesini engellemek amacıyla, açık piyasa işlemlerine başvurarak doğrudan sterilizasyona gitmişler; sermaye girişlerinin süreklilik göstermesi so-

nucunda döviz kurunda ulusal paralarının aşırı değerlendirilmesi karşısında da, kamu tüketim harcamalarının daraltılması aracılığıyla dolaylı sterilizasyona yönelmişlerdir. Bu adımla birlikte finans kesimine düzenleme getiren kısıtların adedini artırarak sermaye girişlerinin vadesini uzatmayı amaçlamışlardır (Yeldan, 1997:161,164).

Gelişmekte olan ülkelere spekülasyon akımları karşısında enflasyonu kontrol etmek ve cari işlem açığını azaltmak için sıkı para politikası uygulamaları önerilmektedir. Sıcak para girişinin caydırılması için yurtiçi ve dünya faiz oranları arasındaki fark azaltılmalı, para politikası mali kısıtlamalarla tamamlanmalıdır. Güçlü bir maliye politikası makro istikrar ve politikaların inandırıcılığı için gerekli görülmektedir. Kronik kamu açıkları borç seviyelerinin artması, cari işlem açıklarının ve dış borçların artışı ile sonuçlanmaktadır. Bu durumun sürmesi makroekonomik politikaların inandırıcılığını da azaltacaktır.

Sermaye akımlarına vergiler ve benzeri engellerin koyulması kısa vadeli çözümler olarak kabul edilmektedir. Para ve kur politikasının enflasyonu azaltacak ve kontrol altında tutacak ve kurun aşırı değerlendirilmesinden kaçınılacak şekilde tespit edilmesi, mali kısıtlamaların ve sürdürülebilir bütçe açığı politikalarının uygulanması gerekmektedir.

Yakın geçmişteki tecrübeler göstermiştir ki sermaye hareketleri karşısında uygulanan makroekonomik politika ağırlıklı olarak maliye politikasına dayanıp, sterilizasyonla desteklenir, bir miktar kur esnekliği sağlanır ve istisnai durumlarda sermaye akımlarına geçici vergiler veya kontroller uygulanırsa, büyük hacimli akımlar sonucunda ekonomide aşırı ısınmaya mani olunup, büyük sermaye çıkışı riski karşısında mali sektörün duyarlılığı azaltılabilmektedir. Gelişmekte olan ülkeler mali entegrasyon için güçlü bir mali pozisyona, etkin biçimde denetlenen ve yönetilen bir bankacılık sistemine ve sermaye piyasasına sahip olmalı, iyi işleyen bir piyasa altyapısına ve ithalatın korunması gibi yurtiçi fiyat bozulmalarına yol açan uygulamalardan kaçınmalıdır. Bu ön şartları gerçekleştiren ülkelerin kredi değerliliği yükselmekte ve ülkeler kısa vadeli kar sağlamak isteyen spekülasyoncular yerine uzun vadeli yatırım yapmak isteyen yabancı yatırımcılara cazip gelmektedir (Bkz.The World Bank,1997:4).

Ekonominin dış şoklara ve muhtemel krizlere dayanıklı olması için mali sektörün sağlıklı olmasının önemi son yıllarda açıkça ortaya çıkmıştır. Mali reformların yapılması, uluslararası standartlara uygun çalışan etkin mali piyasaların ve mali kurumların aşırı risk almasını önlemek için sistemin denetiminin sağlanması, sermaye kabul eden piyasaları akımlarındaki muhtemel dalgalanmaların



olumsuz etkilerinden koruyacaktır. Gelişmekte olan bir ülkenin mali entegrasyondan fayda sağlaması için güçlü bir bankacılık sistemine sahip olması önem taşımaktadır çünkü bankalar sermayenin tahsisinde etkin ve baskın bir rol oynamaktadır.

#### KAYNAKÇA

- Calvo, Guillermo: Leonardo Leiderman; Carmen M.Reinhart; 'Inflows of capital to developing countries in the 1990s' Journal of Economic Perspectives, 10,2, Spring 1996, pp. 123-139
- Caramazza, Francesco: Jahangir Aziz; 'Fixed or flexible? Getting the exchange rate right in the 1990s', Economic Issues, No.13,1998, IMF.
- Fischer, Stanley: 'The financial crisis in emerging markets:some lessons', 1998a, <http://www.imf.org/external/np/speeches/1999/042899.htm>
- Fischer, Stanley: 'Capital account liberalization and the role of the IMF', '*Should the IMF pursue capital account convertibility?*', Essays in International Finance, No.207, May 1998b, Princeton, New Jersey.
- IMF: Annual Report 2000, IMF, [www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2000/eng/pdf/file2.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2000/eng/pdf/file2.pdf).
- IMF Research Department Staff: 'Capital flow sustainability and speculative currency attacks', Finance and Development, Dec.1997, .
- Jones, Stephan Griffith: ' Regulatory Challenges for source countries of surges in capital flows', '*Financial Liberalization and Developing Countries*', 1997, South Centre, Geneva,Switzerland.<http://www.southcentre.org/papers/finance/jones/fondad-04.htm>
- Lopez-Meija,Alejandro: 'Large capital flows: A survey of the causes, consequences and policy responses', IMF Working Papers No. 17, 1999.
- Mathieson, Donald: Liliana Rojas-Suarez, 'Liberalizing the capital account', Finance and Development, December 1992.
- Mathieson, Donald: Liliana Rojas-Suarez, 'Liberalizing the capital account:Experiences and issues', IMF Occasional Papers No. 103, 1993.
- Montiel, Reinhart: 'The dynamics of capital movements to emerging markets during the 1990s', Paper prepared for UN/WIDER Project on 'Short-term capital movements and balance of payments crises', 1997.
- Saidi, Nasser: 'Managing capital flows', 2000, World Bank, <http://www.worldbank.org/wbi/mdf1/flows.htm>
- Wong, Chong- Huey: Luis Carranza, 'Policy responses to external imbalances in emerging market economies-further empirical results', IMF Working Papers No. 103, 1998.
- Yeldan, Erinc: 'Asya ve Latin Amerika ülkelerine yönelik kısa vadeli sermaye akımlarının etkileri üzerine gözlemler', Ekonomide Durum, Yaz 1997, Kitap 3-4, Türk-İş.
- Yentürk, Nurhan: 'Short-term capital inflows and their impact on macroeconomic order:A comparison between Turkey and Mexico', Boğaziçi Journal, 9,2,1995.
- The World Bank: 'Private capital flows to developing countries; the road to financial integration', 1997, Oxford University Press, Oxford, <http://www.worldbank.org/html/extpb/pcf/pcfeng.htm>.