

GELİŞEN EKONOMİLERDE SERMAYE HAREKETLERİNİN YÖNETİMİ

Ayhan UÇAK*

ÖZET

Türkiye'nin de aralarında bulunduğu yükselen ya da gelişen piyasa ekonomileri, sermaye hareketlerini serbest bırakmaya başladıkları 1980'li yılların sonundan itibaren neredeyse kabaca 30 yıla yaklaşan bir süredir bu realitenin etkisine son derece açık bir konumda bulunmaktadır. Bu çalışmada gelişen piyasa ekonomileri için sermaye hareketlerinin nasıl yönetilebileceği tartışılmaktadır. Çalışmada kullanılan analiz yöntemi iktisat teorisinde sıklıkla kullanılan IS-LM-BP modelidir.

Anahtar Kelimeler: Sermaye hareketleri, yükselen piyasa ekonomileri

CAPITAL FLOW MANAGEMENT IN EMERGING MARKET ECONOMIES

ABSTRACT

Emerging market economies which include Turkish economy as well, have been extremely in open positions towards the effect of the short term capital movements almost for thirty years. In this study, it will be argued how this type economies manage the capital flows. The way of analysis for the issue is IS-LM-BP model which often used in the theory of economics

Key Words: Capital flows, emerging market economies

* Trakya Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, Doç.Dr.

1. Giriş

Yükselen ya da gelişen piyasalar (emerging markets) terimi, 1990'ların başında popüler olmuş, finansal piyasaların gelişmeye başladığı ve global yatırımcılara açıldığı orta gelir seviyesindeki ülkeleri tanımlamak için kullanılmaya başlanmıştır. Kısa vadeli sermayenin giriş aşamasında bu tip ekonomilerde yarattığı rahatlatma etkileri, çıkış aşamasında beklendiği gibi tersine dönmekte ve hatta bu ters etkiler krize götürebilecek seviyeye ulaşabilmektedir. Bu çalışmada, bu tipteki bir ekonomi için sermaye hareketlerinin yönetilme araçları gerçeklik göz önünden kaçırılmadan iktisat literatüründe IS-LM-BP modeli olarak bilinen yaklaşımla analiz edilecektir.

2. Finans Kapitalin Gelişen Piyasalara Akış Sebepleri

Sermaye hareketlerini serbestleştiren yükselen piyasa ülkelerinden biri farzedelim ki Şekil 1'deki $BP=0$ doğrusunun üst kısmındaki B noktasındaki konumda bulunsun. Başka bir ifadeyle, ödemeler dengesinde fazlalığa doğru ilerleyecektir. Bu fazlalık; cari açıkları finanse etmenin ötesindeki sermaye girişlerinin meydana getirdiği bir durumdur. Şimdi, bu duruma nasıl gelindiğini açıklamaya çalışalım. Gerçi şartlar ülkeden ülkeye değişse de, nedensel unsurlar genelde içsel ve dışsal olmak üzere iki kategoriye ayrılırlar.

Nedensel öğelerin ilk grubu, ülke içi politika reformları ve diğer ulusal faktörleri kapsamaktadır. Bunlar:

i) *Parasal İstikrar*. Bu tip ekonomilerde 1970 ve 1980'lerde hiperenflasyona varan yüksek enflasyon deneyimleri, 1990'ların başında keskin bir düşüş içine girmiştir. Örneğin, Türkiye dışındaki Bolivya, İsrail, Meksika, Arjantin ve Brezilya gibi gelişen piyasalar. İstikrar programlarının ana özelliği reel para arzının küçülmesini içerir¹. Bu durum bizim analizimiz açısından LM eğrisinin sola kayması anlamını taşır. Beklentilerin de başarıyla istikrara dönüştürüldüğü ortamlarda para talebindeki artışlar LM eğrisini yine sola doğru kaydırıcı nitelik taşır. Böylece ekonomi, Şekil 1'deki B noktası gibi parasal istikrarın sermaye girişlerini cezbedeceği bir noktada bulunacaktır.

¹ Sachs, J., Tornell A., Andres, V., "Financial Crises in Emerging Markets", NBER Working Paper No. 5576, 1996

ii) *Harcamaların Artması*. Firmalar üretim için daha iyi koşullar elde edeceğinden ekonomik serbestleşme yatırımlarda ve tüketimde bir patlamaya neden olacaktır². Bu durum IS eğrisinin sağa kayması demektir.

iii) *Sermaye Hareketlerinin Serbestleştirilmesi*. Finansal açılma, sermaye hareketlilik derecesini artırır. Bu ise BP=0 eğrisini aşağıya doğru döndürür. Sözgelimi, önce B noktasında BP=0 eğrisinin üzerinde yer alan ülke, sermaye hareketlerini serbestleştirdikten sonra aynı noktada ödemeler dengesi fazlası verir.

Nedensel ögelerin ikinci grubu, dışsal gelişmelerden oluşmaktadır.

i) *Gelişmiş ülkelerdeki düşük faiz getirileri*. 1990-93 arasında ABD'deki durgunluk nedeniyle faizler düşmüştü. Böylece finansal yatırımcılar paralarını yatıracak yeni piyasa arayışlarına girdiler. Yükselen piyasalardaki yüksek faiz oranları dikkatlerini çekti. Şekil 1 açısından bakıldığında, yurtdışı faiz oranlarındaki bir düşüş, BP=0 eğrisinin aşağıya doğru doğru kayması anlamını taşır. B noktasındaki yurtiçi faizlerinde bir artış olmasa da, söz konusu ülke kendini fazla bölgesinde bulur.

ii) *Fonların elde edilebilirliğini arttıran finansal yenilikler*. Gelişmiş ülke insanların yükselen bir piyasadaki finansal yatırım araçlarına ulaşmalarını kolaylaştıran yenilikler gerçekleştirilmiştir. Örneğin hedge fonları.

iii) *Yeni Borç Yapılanmaları*. 1989 yılındaki Brady Planı gibi yeni borç yapılandırma uygulamaları samimiyetsizlik içerse de geçmişin ağır borçlarının bir kısmını silerek, yeni borçlanmalar için uygun bir psikolojik ortam sağlamıştır.

iv) *Ahlaki Tehlike (Moral Hazard)*. Sigortalar, felaketlerin en kötü sonuçlarına karşı insanları güvence altına alınca, insanlar artan hasar riskini azaltmak için girişimlerde bulunmazlar. Bu sigortacılık terimi “moral hazard” olarak adlandırılır. Birçok ekonomist, 1990'larda yükselen piyasalara yönelen sermaye hareketlerinin “moral hazard” dürtüsü ile cesaretlendirildiğini savunmaktadır (Bakınız: Pauly³, 1968; Demirgüç ve Detra-

² Geddes, B., “The Politics of Economic Liberalization”, Latin American Research Review, Vol.30, No.2, 1995

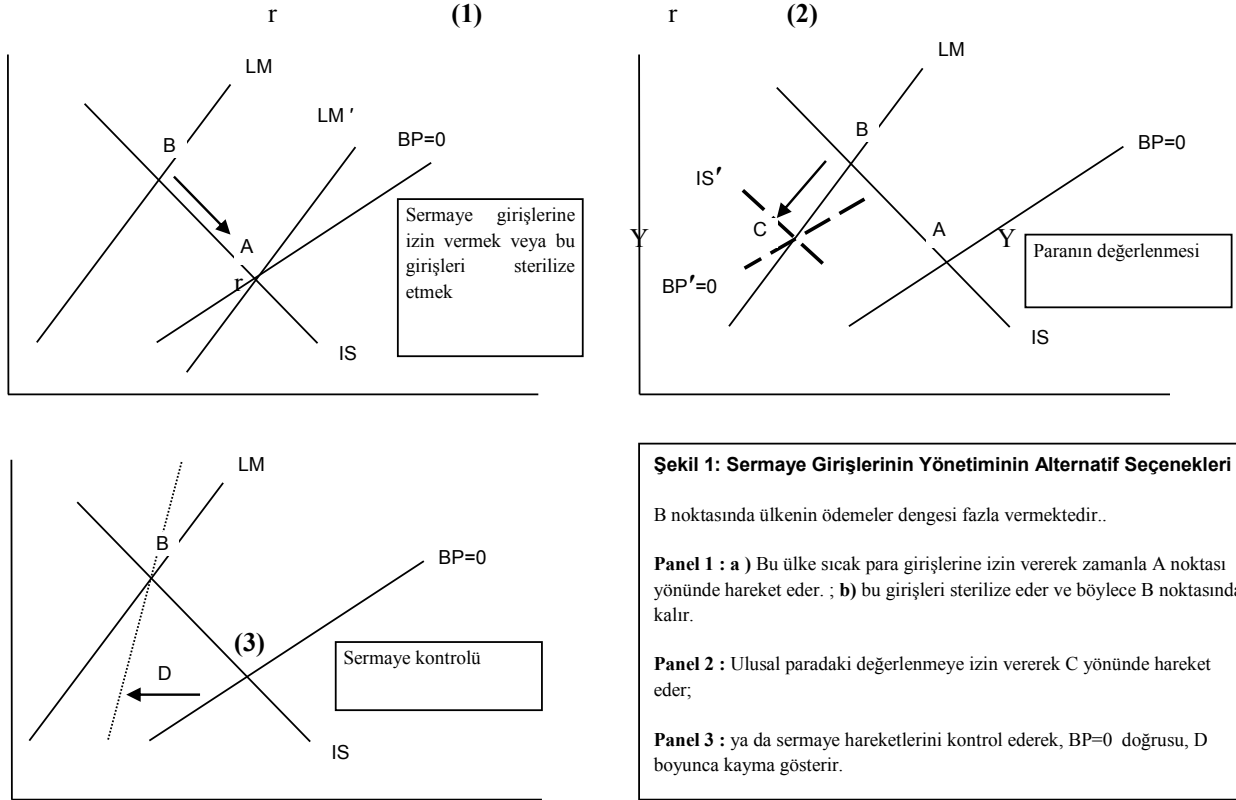
³ Pauly, M.V., “The Economics of Moral Hazard: Comment”, The American Economic Review, Vol.58, No.3, 1968

giache⁴, 1998). Buna göre, borçlular ve alacaklılar, bir krizin ortaya çıkması halinde, IMF'nin kendilerini bir şekilde kurtaracaklarına inanmıştır. Böylece, yeterince dikkatli olma gerekliliğini hissetmemişlerdir. Örneğin, Ocak 95'de Meksika'yı kurtaran büyük miktardaki yardım daha sonra Güneydoğu Asya ve Rusya'ya sermaye girişlerini cesaretlendirmiştir.

Sermaye hareketlerinin yükselen piyasalara yönelmesinin içsel ve dışsal nedenlerini açıkladıktan sonra şimdi, sermaye giriş ve çıkışları gerçekleşirken bu ülkelerin izleyebileceği stratejileri analiz edelim.

Şekil 1. Sermaye Girişleri Yönetimi

⁴ Demirgüç, A. ve Detragiache, E., "Financial Liberalization and Financial Fragility", IMF Working Paper, No.98/83, 1998



Şekil 1: Sermaye Girişlerinin Yönetiminin Alternatif Seçenekleri

B noktasında ülkenin ödemeler dengesi fazla vermektedir..

Panel 1 : a) Bu ülke sıcak para girişlerine izin vererek zamanla A noktası yönünde hareket eder. ; **b)** bu girişleri sterilize eder ve böylece B noktasında kalır.

Panel 2 : Ulusal paradaki değerlenmeye izin vererek C yönünde hareket eder;

Panel 3 : ya da sermaye hareketlerini kontrol ederek, BP=0 doğrusu, D boyunca kayma gösterir.

3. Sermaye Girişlerinin Yönetimi

Şekil 1, sermaye girişleri ile ilgili olarak dört önemli muhtemel makroekonomik stratejiyi açıklamaktadır.

A) *Sıcak Para girişlerine izin vermek (serbestlik)*: Öncelikle merkez bankasının döviz rezervleri, ödemeler dengesi fazlası nedeniyle artarken, para arzında bir artışa boyun eğilecektir. Bu durumda LM eğrisi zamanla sağa doğru kayacaktır (Panel 1 deki a durumu). İzlenen bu yolun avantajı, fazlanın kendiliğinden düzelmesidir. Dezavantajı ise para arzındaki artışın enflasyonist olabileceğidir. Geçmişte muhtemelen kronik enflasyondan sıkıntı çekmiş ve son zamanlarda büyük zorluklarla bunu yenebilmiş bir ülke için bu gelişmeler üzüntü vericidir. Örneğin Hong Kong, 1990'ların başında sermaye girişlerine izin verdiği için para arzında artış yaşadı. Aslında, Para Kurulu uygulaması altında başka da bir seçeneği yoktu. Sonuçta Hong Kong'da özellikle gayrimenkul piyasasında olmak üzere fiyatlar patlama gösterdi⁵.

B) *Sermaye girişlerini sterilize etmek*: Döviz rezervleri sermaye girişleri yoluyla değiştiğinde, bu artışın para arzını arttırmasına izin vermenin bir alternatifi, giren parayı sterilize etmektir. Sterilizasyon seçeneği altında, ekonomi belli bir zaman için B noktasında kalır (Panel 1 deki b durumu). Böylelikle, para arzı ve toplam talep üzerindeki yukarı doğru baskı durdurulmuş, enflasyon kaygı verici olmaktan çıkmıştır.

Sterilizasyon politikasının bir dezavantajı, özellikle yurtiçi piyasaların az geliştiği ülkelerdeki uygulanma güçlüğüdür. Örneğin bir merkez bankası, ticari bankaların ekstra ulusal rezerv tutmalarını isteyebilir ve bu nedenle M1 para stoku üzerindeki pozitif etkiyi gidermeye çalışabilir. Ancak bu uygulama bankalar üzerinde ağır bir yük oluşturabilecektir. Alternatif olarak, merkez bankası, "sterilizasyon bonusu" olarak adlandırabileceğimiz ve dolaşımdaki parayı emmek için piyasalara satabileceği yeni bir finansal araç geliştirebilir. Ancak merkez bankası bu uygulamada, piyasaları bu yeni aktifleri gönüllü olarak almaya razı etmek için yüksek faiz ödemek zorunda kalabilir. Sonunda, bu sterilizasyon bonolarının faizleri normal bono faizlerini aştığında, merkez bankası mali açık veren bir pozisyona uğrar.

Sermaye girişlerinin sterilizasyonu ile ilgili bir başka dezavantaj, bunun sonsuza kadar sürdürülemez olmasıdır. Bir başka deyişle, merkez bankası B noktasındaki yurtiçi faiz oranlarını koruyarak sermaye girişlerini bir süre sürdürebilir. Sermaye hareketliliği eğer yükseğe bu süre uzar; fakat

⁵ Rajan, R. ve Zingales, L. "Which Capitalism: Lessons from the East Asian Crisis", Journal of Applied Corporate Finance, September 1998

sermayenin sınırlı hareketliliği söz konusu olduğunda, sterilizasyon olanaksız olmaya başlayacaktır.

1990'ların başında Kolombiya, G.Kore, Endonezya ve diğer bazı yükselen piyasalar, geniş çaplı sermaye girişlerini sterilize etmeye giriştiler. Merkez Bankaları bu stratejiyi, yüksek faiz ve artan borçlara bir son verilemeyeceği için sonunda bırakmak zorunda kaldılar⁶.

C) *Ulusal paradaki değerlenmeye izin vermek*: Sermaye girişleri karşısında para arzındaki otomatik uyarlanmaya izin verilmesinin diğer bir alternatifi, ödemeler dengesi fazlasına karşılık olarak, ulusal paranın değer kazanmasına izin vermektir. Uluslararası rekabetteki fiyat kaybı net ihracat (X-M) üzerinde negatif bir etkiye sahip olup; sonuç ödemeler dengesi fazlasını eritecek bir etkiye kadar gidebilir. Şekil 1 bakımından bunun ifadesi; Panel (2)'de görüldüğü gibi, IS ve BP = 0 eğrilerinin C noktasına yani sola doğru kaymasıdır.

Yerli paranın değerlenmesinin bir dezavantajı, bundan kaynaklanan dış rekabet gücü kaybının fazla olduğu endüstrilerde ortaya çıkabilecek resesyon tehlikesidir. İstikrar programları uygulayan ülkelerde genelde benimsenen sabit kur politikaları ülke paralarında aşırı değerlenmeler yaratmıştır. Bunun Türkiye ve bir çok gelişen ülke ekonomileri örnekleri mevcuttur.

D) *Sermaye kontrolü*: Sermaye girişleri yaşayan bir ülke yönetimi için dördüncü seçenek sermaye hareketlerini kontrol etmektir. Eğer kontroller etkili olursa, BP=0 doğrusu sola kayıp, yukarı doğru eğim kazanacaktır. BP=0 doğrusu yeterince kayarsa, ödemeler dengesi fazlasının giderildiği B noktasına ulaşılacaktır. (Şekil 1'deki Panel 3 durumu).

1990'ların başında Şili, Kolombiya ve Malezya sermaye hareketlerinin cesaretini kırmak için sermaye kontrollerine başvurular. Sermaye girişleri üzerindeki denetimin en belirgin dezavantajı, buna başvuran ülkenin, muhtemelen yurtdışından içeriye göre daha düşük faizlerle borçlanabilme

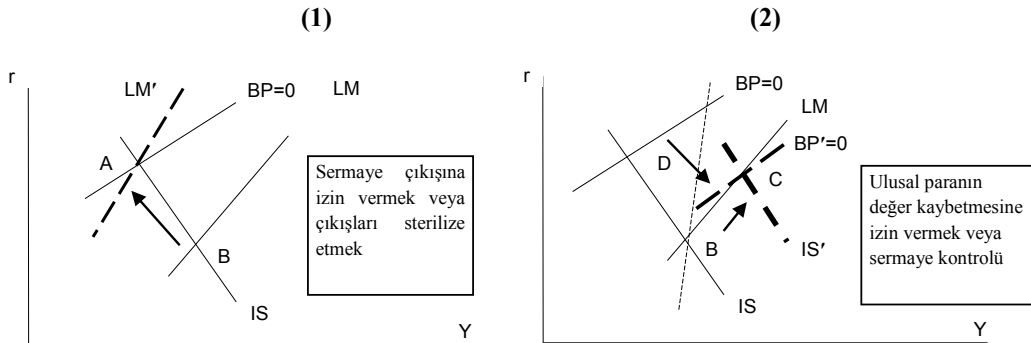
⁶ Cavoli, T. ve Rajan, R., "Capital Inflows Problem in Selected East Asian Economies in the 1990s Revisited: The Role of Monetary Sterilization", Asian Economic Journal, December 2006

fırsatını kaçırmadır. Bunun yerine yurtiçindeki daha yüksek maliyetli uygulamalara girişilecektir⁷.

4.Sermaye Çıkışlarının Yönetimi

Öyle bir gün gelir ki, sermaye girişleri cari açıkları daha fazla finanse edemez olur. Bu cari açıklar, ülkenin ana ihraç mallarının yurtdışı talebindeki bir düşüştür kaynaklanabilir. Cari açıkların sürdürülebilirliğine inananmayan sıcak para o ülkeden kaçırmaya başlar. Gelişmiş ülkelerde uygulanan para politikalarının sermaye hareketleri üzerindeki etkisiyle de bir ülkeden sermaye çıkışları gerçekleşebilir. Örneğin, 1980-82 ve 1994'de ABD'nin faiz oranlarını yükseltmesi sonucu Latin Amerika ülkelerinden sermaye kaçışlarının başlaması gibi⁸. Bazen de ülkesel politik istikrarsızlıklar finansal yatırımcıları ülkeden çıkışlara neden olabilmektedir. Şekil 2, sermaye çıkışlarına maruz kalan bir ülkenin durumunu göstermektedir. Bu ülkenin yönetimi, sermaye kaçışları karşısında ne yapmalıdır? Bu durumda, aşağıdaki dört makroekonomi politikası seçeneklerinden biri tercih edilecektir.

Şekil 2. Sermaye Çıkışları Yönetimi



Şekil 2 : Sermaye Çıkışlarının Yönetiminin Alternatif Seçenekleri. B noktasında ülke, ödemeler dengesi açığı ile karşı karşıyadır.

Panel 1: a) Sermaye çıkışına izin verilir; ekonomi zamanla A noktası ile gösterilen yönde hareket eder.

b) Sermaye çıkışları sterilize edilerek B noktasında kalınır.

A) *Sermaye çıkışlarına izin vermek*: Eğer merkez bankası sermaye çıkışları karşısında uğradığı rezerv kaybını sterilize etmezse, para arzındaki daralma, Şekil 2’de yer alan Panel 1’deki gibi LM eğrisini giderek sol yukarı doğru kaydıracaktır. Yükselen faiz oranları harcamaları daraltıcı etkide bulunacaktır. Sonuç; büyümenin yavaşlaması, belki de yerli bankaların durumunun giderek bozulması biçiminde olacaktır. Örneğin, Arjantin 1995 ve 1999-2000 yıllarında daraltıcı etkilerle sonuçlanan sermaye çıkışlarına müdahale etmemiştir⁹. Aslında, bu ülkenin Para Kurulu uygulaması altında başka da bir seçeneği zaten yoktu. Arjantin için sonuç, şiddetli durgunluk biçiminde kendini göstermiştir.

B) *Sermaye çıkışlarını sterilize etmek*: Döviz rezervlerindeki azalmayı ya da sermaye çıkışlarını sterilize etmek, para arzının düşmesine izin vermeye alternatif olarak gösterilir. Sermaye çıkışlarına konu olan ülke sterilizasyonla en azından bir süre B noktasında kalır. (Şekil 2’de Panel 1:b durumu). Bu uygulama, bir açığa uyum sağlamaktan çok, onu finanse etme durumudur. Açığın geçici olduğuna dair ümitlenmek için neden varsa sterilizasyon akla uygun bir strateji olabilir. 1994’de sermaye çıkışları nedeniyle ödemeler dengesi açığı ile karşılaşan Meksika Merkez Bankası, yurtiçi kredileri genişleterek sterilizasyonu seçmişti. Politika yapıcılarını, istikrar sağlandığında sermaye girişlerinin tekrar canlanacağı hususunda iyimserdi. Seçim yılına girildiği için siyasi iktidar ekonomik küçülmeyi de göze alamamıştı. Sonuçta, döviz rezervleri zaman içinde tükendi ve işbaşına yeni bir hükümet geldi.

C) *Paranın değer kaybetmesine izin vermek*: Para arzının daralmasına izin vererek yaşanacak otomatik uyum sürecine alternatif olabilecek bir başka otomatik uyum süreci, ulusal paranın değer kaybına izin verilerek ortaya çıkacaktır. Net ihracat üzerindeki pozitif etki, sonunda ekonomiyi, ödemeler dengesi açığının sıfırlanmasına kadar götürebilecektir. Şekil 2’deki anlatımla; IS ve BP=0 doğruları C noktasına yani sağa doğru kayacaktır. (Panel 2’deki durum).

D) *Sermaye çıkışları üzerine denetim getirmek*: Dördüncü seçenek de sermaye çıkışlarını engellemek için kontrollere başvurmaktır. Burada amaç, genellikle BP=0 doğrusunu aşağı doğru kaydırarak daha düşük bir faiz düzeyinde büyümeyi sürdürmek ve ulusal parayı tehdit edecek sermaye çıkışlarına izin vermemektir. Örneğin Malezya, finansal yatırımcıların parala-

⁹ Stiglitz, J., “Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability”, World Development, Vol.28, Issue 6, June 2000

rını offshore yoluyla yurtdışına çıkarmalarını engellemek için denetim yolunu benimsemiştir. Sıkı idari kontroller bu stratejiyi, daha serbest toplumlardakine nazaran daha etkili kılmaktadır. Bu seçeneği tercih eden ülkeler, gelecekte finansal yatırımcıların kendilerine ürkerek bakmalarını peşinen kabul etmelidirler.

Uyum sürecini erteleyen ülkeler gelecekte içinde bulunacakları muhtemel şartların daha maliyetli olduğunu göreceklerdir. Bir spekülatif atak başladığında bunun kurbanı olduklarında eldeki seçeneklerin keskin bir şekilde sınırlandırıldığını fark edeceklerdir.

Sermaye hareketlerini tamamen serbestleştirip parasal uyumsuzlukların belirginleşmesiyle yoğun sermaye çıkışları karşısında krize giren, ulusal paralarını spekülatif ataklara karşı korumak için döviz rezervlerini tüketen ülkeler nasıl politikalar uygulamalıdır ki bir daha bu tip sorunlarla karşılaşmasınlar? Bu sorunun cevabı Tobin¹⁰'in önerilerinde yer almaktadır:

“...Menkul değerler piyasalarının uluslararasılaşmasını savunan ekonomik mantığın dayanağı; zengin gelişmiş ülkelerdeki üretken sermayenin daha fakir ülkelere hareketi üzerinedir. Fakat önemli olan net sermaye girişleridir; brüt giriş çıkışlar bir anlam ifade etmemektedir. Ulusal parası sınırlı konvertibl olmasına rağmen Çin, Asya krizinin olduğu yıl 250 milyar dolara yaklaşan dolaysız yabancı sermaye çekebilmiştir. Doğu Asya'nın gelişen piyasaları, Latin Amerika ve Doğu Avrupa'nın bazı ülkeleri gibi, sermaye girişlerinden yararlanmışlardır. Ancak bu ülkelerin sermaye girişlerinin çoğu Tokyo, New York ve Frankfurt bankalarından borç şeklinde yen, dolar ve mark olarak Kore, Tayland ve Endonezya bankalarına gitmiştir. Bunların çoğu kısa vadeli ve kriz geldiğinde alacaklılar, kredileri yenilemek istememiştir. Bu ülkelerin döviz rezervleri erimeye başlayıp risk artınca, hükümetler banka ve işletmelerin parasal uyumsuzluklarına sınır koymalıydı. Şili'de başarıyla uygulandığı gibi, sıcak para girişlerini yavaşlatmak için bankalarına gelen yabancı paralara ekstra rezerv gerekliliği gibi uygulamalar koyabilir-

¹⁰ Tobin, J., “Financial Globalization”, Journal of American Philosophical Society, Vol.143, No.2, June 1999

lerdi. Doğrudan yabancı yatırım ve ortaklık biçimindeki sermaye ithalinin önemini kavramalı ve döviz kurlarını dalgalanmaya bırakmalıydılar.”

KAYNAKÇA

Cavoli, T. ve Rajan, R., “Capital Inflows Problem in Selected East Asian Economies in the 1990s Revisited: The Role of Monetary Sterilization”, Asian Economic Journal, December 2006

Demirgüç, A. ve Detragiache, E., “Financial Liberalization and Financial Fragility”, IMF Working Paper, No.98/83, 1998

Edwards, S., “How Effective are Capital Controls?”, NBER Working Paper No.7413, November 1999

Geddes, B., “The Politics of Economic Liberalization”, Latin American Research Review, Vol.30, No.2, 1995

Pauly, M.V., “The Economics of Moral Hazard: Comment”, The American Economic Review, Vol.58, No.3, 1968

Rajan, R. ve Zingales, L. “Which Capitalism:Lessons from the East Asian Crisis”, Journal of Applied Corporate Finance, September 1998

Sachs, J., Tornell A., Andres, V., “Financial Crises in Emerging Markets”, NBER Working Paper No. 5576, 1996

Stiglitz, J., “Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability”, World Development, Vol.28, Issue 6, June 2000

Tobin, J., “Financial Globalization”, Journal of American Philosophical Society, Vol. 143, No.2, June 1999