

ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARI: ETKİLERİ; STERİLİZASYON POLİTİKALARI VE DEĞİŞEN YAPISI.

Dr.Nejla ADANUR AKLAN*

ÖZET

Gelişmekte olan ülkelerde ve Türkiye'de faiz oranları, finansal liberalizasyon ile birlikte yükselmiştir. Yükselen faiz oranları ise uluslararası sermaye akımlarının temel belirleyicisi olmuştur. Başlangıçta gelişmekte olan ülkeler tarafından yatırımların finansmanında kullanılmak üzere talep edilen sermaye akımları, 1990'lı yıllarda spekülasyon bir özellik kazanmıştır. "Sıcak Para"olarak da adlandırılan bu sermaye akımları aynı zamanda kısa vadeli olma özelliğine sahiptir. Kısa vadeye sahip olan bu sermaye akımları, yönelikleri ülkelerde, makroekonomik değişkenler üzerinde önemli etkilere sahip olmaktadır.

Çalışmanın amacı, uluslararası sermaye akımlarının etkilerini ve bu etkilerin giderilmesine yönelik olarak uygulanabilecek politikaları ortaya koymaktır. Çalışmada ayrıca, uluslararası literatürde önemle vurgulanan "sterilizasyon" politikalarının Türkiye Ekonomisindeki durumu, son dönemde uygulanan ekonomik önlemler paketi ve IMF Stand By düzenlemeleri çerçevesinde incelenmektedir.

Anahtar Kelimeler: Sıcak para akımları, sterilizasyon politikaları,Türkiye.

INTERNATIONAL FINANCIAL FLOWS STERILIZATION POLICIES AND CHANGING STRUCTURES

ABSTRACT

Interest rates increased in the developing countries and Turkey owing to financial liberalization. Increased interest rates became the main indicator of financial flows, depending on this. Financial flows demanded by the developing countries to finance investments gained speculative characteristic during 1990's.The above mentioned financial flows were also returned to "Hot Money" are of short term characteristic. These financial flows having

short term characteristic, have been significant implications on macroeconomic variables in countries having these financial flows.

The aim of this study is to highlight the implications of these financial flows and to discuss how to remove these implications. In our study, the circumstance of sterilization politics in Turkey, emphasised especially in international literature was investigated.

Keywords: Hot money, sterilization policies, Turkey.

GİRİŞ

Uluslararası sermaye akımları 1990'lı yıllarda gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere yönelmiştir. Bu durumun temel sebepleri arasında gelişmiş ülkelerdeki faiz oranı düşmeleri ve resesyon süreci gösterilebilir. Globalleşmenin bir sonucu olarak son yıllarda ülkelerarasında sermaye mobilitesinin artması, uluslararası finansal sistemin istikrarsızlaşmasına neden olmuştur.

Neoklasik İktisatçılara göre, sermaye akımları sermaye yoğun gelişmiş ülkelerden, sermayenin kıt faktör olduğu gelişmekte olan ülkelere doğrudur. Çünkü gelişmekte olan ülkelerde sermayenin kârlılık oranı, gelişmiş ülkelere göre daha fazladır.¹ Uluslararası sermaye akımlarının sebepleri, Portfolyo Dengesi Yaklaşımında da incelenmiştir. Portfolyo dengesi yaklaşımına göre, sermaye akımlarının temel nedeni, ulusal ve uluslararası aktifler arasındaki getiri farklılığıdır.² Ulusal ekonomilerde faiz oranları dünya faiz oranlarının üzerinde belirlendiğinde, ülkeye sermaye

¹ Claudia Buch (1999), "Capital Mobility and EU Enlargement", *Weltwirtschaftliches Archiv*, 135(4), s.635.

girişi olmakta, faiz oranları dünya faiz oranlarının altında belirlendiğinde ise sermaye çıkışları söz konusu olmaktadır. Sermaye çıkışları, ulusal bankaların ulusal ve uluslararası mevduat tabanını aşındırarak, ticari bankaların Merkez Bankası'ndan olan birincil rezerv taleplerini arttırmaktadır. Merkez Bankası söz konusu rezerv talebini karşıladığında ise Merkez Bankası'nın finansal kaynak arzı artmaktadır.³ Bu durum, gelişmekte olan ülkelerdeki enflasyon oranı artışlarını hızlandıran önemli faktörlerden bir tanesidir.

I. *SERMA YE AKIMLARININ ETKİLERİ*

Uluslararası sermaye akımlarının etkileri yöneldikleri alana göre farklılaşmaktadır. Sermaye akımları ile elde edilen kaynaklar, tüketim harcamalarının finansmanına ayrıldığında, ulusal tasarruf düzeyi azalacağından dış ticaret açıkları artmaktadır. Meksika bu duruma örnektir. Meksika'nın dış ticaret dengesi 1988 yılında fazla verirken 1993 yılında 20 milyar \$ açık vermiştir. Özel tasarruf seviyesinde de azalışlar olmuştur. Özel tasarruflar 1993 yılında GSYİH'nın %15'ini teşkil ederken 1994 yılında %5'e düşmüştür.⁴ Sermaye akımlarının yatırım harcamalarının finansmanında kullanılması milli geliri arttırıcı etkilere sahiptir. Ancak sermaye akımlarının milli geliri arttırıcı etkiye sahip olabilmesi için, sözkonusu akımların uzun vadeli olması gerekmektedir.

² Trevor Sikorski (1996), **Financial Liberalization in Developing Countries**, Cheltenham: Edward Elgar, s. 155.

/ Sikorski (1996), a.g.e.,s.155-156.

Ajith Singht and Ann, Zammit (2000), "International Capital Flows, Identifying the Gender Dimension", **World Development**, 27(7), s.778-779.

Faiz arbitrajından kaynaklanan kısa vadeli sermaye akımları spekülâtif bir yapıya sahiptir. Kısa vadeli sermaye akımları ile elde edilen fonlar, genellikle cari işlemler bilançosunun finansmanında kullanılmaktadır. Sermaye girişi ülkenin ulusal parasının değerlenmesine neden olduğundan yabancı ülkelerin doğrudan yatırım maliyetleri yükselmektedir. Bu nedenle sermaye akımları genellikle kısa vadeye sahip sermaye girişleri şeklinde gerçekleşmektedir. Arbitraj sürecinde ulusal piyasalardaki tahmini borçlanma maliyeti, yabancı piyasalardaki borçlanma maliyetine eşitlenir. Söz konusu ilişki, (1) no'lu eşitlikte gösterilmiştir. $(1 - \tau) / = (1 - T_i)^* + (1 - T_e) Ae$

(1). Eşitlikte, $/ =$ ulusal paraya uygulanan faiz haddini, z^* =yabancı paraya uygulanan faiz haddini, $e =$ döviz kurunun logaritmasını, τ]= ulusal faiz gelirlerine uygulanan vergi oranını, T_i =yabancı ülke parası cinsinden elde edilen faiz gelirlerine uygulanan vergi oranını, T_e =döviz kuru kazançlarını göstermektedir. Uzun vadede döviz kurundaki değişim oranı ile ulusal enflasyon oranı (n) ve yabancı ülke enflasyon oranı (Jl), farkı eşitlenerek, $Ae = Jl - Jl^*$ (2) olmaktadır. (2) no'lu eşitlik (1) no'lu eşitlikte yerine konulduğunda ve ulusal faiz oranı yabancı ülke faiz oranı cinsinden ifade edildiğinde, $i = i^* + \tau - \tau T^*$ olacaktır. Yabancı ülke faiz ve enflasyon oranları dışsal olarak belirlendiğinde, ulusal enflasyon oranındaki değişiklikler $Ai = An$ olacak şekilde ulusal faiz oranını etkilemektedir.⁵ Ulusal faiz oranlarının yabancı ülke faiz oranlarından düşük olması, sermaye çıkışlarını arttırmaktadır. Sermaye çıkışlarının yoğunlaştığı kriz şartlarında ülke sakinleri ulusal para cinsinden olan mevduatlarını, yabancı para

⁵ Trevor Bayomi and Gagnon J (1996), "Taxation and Inflation. A New Explanation for Capital Flows", *Journal of Monetary Economics*, 138(2), s.306-307.

cinsinden mevduata dönüştürmektedirler. Sözkonusu şartlarda yabancı paraya olan talep arttığından sabit döviz kuru sisteminde uluslararası rezerv miktarı azalmaktadır. Kriz ortamında para piyasasında meydana gelebilecek dalgalanma, döviz kurundaki değişim oranının ve rezervlerdeki değişim oranının ağırlıklı ortalaması olan finansal piyasalardaki "istikrarsızlık endeksi" yardımıyla analiz edilebilir. (3) no'lu eşitlikte $I =$ istikrarsızlık endeksini, $cr_e =$ döviz kuru değişiminin standart sapmasını, $(T_r =$ rezervlerdeki değişim oranının standart sapmasını, $AR/R =$ uluslararası rezerv miktarındaki değişim oranını, göstermektedir. İstikrarsızlık endeksi, $7 = Ae/e - d_e I < j_r AR/R$ (3) olarak ifade edilebilir. Döviz kurundaki değişimler pozitif bir ağırlıkla, rezervlerdeki değişimler ise negatif bir ağırlıkla hesaplamada yer aldıklarında, finansal piyasalarda kriz meydana gelmektedir.⁶ Sözkonusu endeks, kriz oluşumunu göstermektedir. Endekse göre, döviz kuru yükseldiğinde ve uluslararası rezervler azaldığında finansal piyasalarda kriz meydana gelmektedir.

Sermaye girişleri, reel anlamda ulusal paranın değerini arttırdığından dış ticaret açığı artmaktadır. Dış ticaret açığındaki artış, uluslararası finansal piyasalarda, finansal istikrarsızlıkta bir artışın göstergesi olarak kabul edilmektedir⁷. Ayrıca risk primindeki artışlar da finansal istikrarsızlığı olumsuz yönde etkilemektedir. Ülkenin ekonomik şartlarına göre belirlenen risk primindeki artışlar, ulusal faiz oranı ile uluslararası faiz oranı arasında önemli fark meydana getirmektedir. Ulusal faiz oranı, yabancı ülke faiz

⁶ Graciera Kaminsky and Carmen Reinhard (1999), "The Twin Crises, The Causes of Banking and Balance of Payments Problems, *American Economic Review*, 89(13), s.498.

⁷ Irma Adelman and Erinc Yeldan (2000), "The Minimal Conditions for a Financial Crises: A Multiregional Intertemporal CGE Model of the Asian Crises", *World Development*, 28(6), s.1094.

oranından risk primi kadar farklılaşmaktadır . Reel faiz haddi yükselmeleri, devalüasyon beklentileri, ve iç talep azalmaları krizin belli başlı göstergeleridir.

Sermaye girişleri ticareti yapılan mallar sektörünü olumsuz yönde etkilemektedir. Söz konusu olumsuz etki, ulusal paranın değer kaybı ile giderilebilmektedir. Ulusal paranın devalüasyonu, ihracat sektörünü olumlu yönde etkilemekte ve ticareti yapılan mallara olan talebi arttırmaktadır. Ancak devalüasyon dış borçların ulusal para cinsinden ifade edilen değerini yükselttiğinden, kamu kesimi borçlanma gereğini arttırmaktadır.⁹ Sermaye akımlarının sürekliliği, döviz kurunu çıpa olarak kabul eden programlarda son derece önemlidir. Sermaye çıkışları ödemeler dengesi sorunlarına neden olduğundan, döviz kurunu sermaye çıkışlarının olmadığı dönemdeki seviyesinde tutmak zorlaşmaktadır. Uluslararası yatırımcıların devalüasyon beklentileri sermaye çıkışlarını hızlandırdığı gibi rezerv seviyesini de azaltmaktadır. Söz konusu gelişmeler neticesinde nominal döviz kuru değer yitirmektedir.¹⁰ Önemli miktardaki sermaye girişleri kredi arzının genişlemesine ve finansal aktif fiyatlarının artmasına neden olmaktadır. Özellikle ekonominin genişleme dönemlerinde, yatırım talebi ve dolayısıyla borçlanma talebi yükseldiğinden kredi talepleri artmaktadır. Beklentilerdeki ani değişimler ise sermaye akımlarının tersine dönmesine ve finansal kuruluşların mali dengelerinin bozulmasına ve parasal krizlere sebep teşkil

Adelman and Yeldan,a.g.m.,s.1089.

⁹ Isabelle Grunberg,(1998), "Double Jeopardy Globalization,Liberalization and the Financial Segueze ",**World Development**, 26(4), s.594.

¹⁰ Luiz Paulo and Alve Antonio (2000),"External Financial Crises and the 1998-1999 Brazilian Currency Crises", **Journal of Post Keynesian Economics**, 22(4), p.590.

etmektedir. Sermaye akımları, bankalara ve banka benzeri mali kurumlara fon arzlarını genişletme olanağı sağlamaktadır.

Yabancı sermaye girişi para arzının yurtiçi bileşenini iki yoldan etkilemektedir. 1. Yabancı finansal sermaye, borcun parasallaşmasına neden olmaktadır. Yabancı sermaye ülkeye girdiğinde döviz, Merkez Bankası tarafından ulusal paraya çevrildiğinden Merkez Bankası'nın uluslararası rezervlerinde artış meydana gelmektedir. Elde edilen kaynaklar harcamaların finansmanında kullanıldığında çarpan etkisi nedeniyle gelir artışı sözkonusu olmaktadır. Artan gelirlerin bir kısmı bankacılık sistemine mevduat olarak yatırıldığında ise kaydi para arzı genişlemektedir. 2. Yabancı sermaye doğrudan doğruya bankacılık sistemine girdiğinde, bankacılık sistemi sözkonusu yabancı sermayeyi birincil rezerv olarak kullanabilmektedir. Ticari bankalar birincil rezervlerinden krediler yarattıklarında ise likidite seviyesi sermaye girişlerinin üzerinde bir artış göstermektedir. Sermaye akımları bankacılık sistemine para otoritesinin reeskont penceresi dışında, kredi yaratma imkânı sağlamaktadır. Sermaye girişleri ulusal paranın değerlendirilmesi nedeniyle ithalata yönelik bir büyümeyi başlattığı için cari işlemler bilançosu açıkları artmaktadır.

Miles Kahler (1998), **Capital Flows and Financial Crises**. New York: Cornell University, s. 129.

¹² Sikorski (1996), a.g.e., s.156.

***././. SERMAYE AKIMLARI VE ETKİLERİNİN
GİDERİLMESİNE YÖNELİK POLİTİKALAR (STERİLİZASYON
POLİTİKALARI)***

Sterilizasyon, parasal taban üzerindeki yabancı para girişinden kaynaklanan etkilerin nötrlenmesidir. Aksi halde sermaye girişinin enflasyonist etkileri sözkonusu olabilecektir. Sermaye akımlarının etkilerinin devlet iç borçlanma senetleri ihracı ile sterilize edilmesi, borçlanma faizlerini yükselttiğinden, mali açığın büyümesine neden olmaktadır.

Sermaye akımlarının tam ve döviz kurlarının dalgalı olduğu koşullarda para stokunda meydana gelen değişimler, nominal fiyatlar genel seviyesinde de aynı yönde değişimlere neden olmaktadır.¹³ Bu durum, sermaye akımlarının sterilizasyonunu gerekli kılmaktadır. Sterilizasyonun dar ve geniş olmak üzere iki farklı tanımı yapılabilir. Dar anlamda sterilizasyon, parasal tabanın değişmeden kaldığı, sermaye akımlarının etkilerinin, devlet iç borçlanma senetleri ihracı ile giderildiği bir yöntemdir. Geniş anlamda sterilizasyon ise kanuni karşılık oranlarının kullanımı ile sermaye akımlarının etkilerinin sterilize edilmesidir. Geniş anlamda sterilizasyon uygulamasında parasal taban değişmektedir.¹⁴ Sermaye akımlarının neden olduğu parasal genişlemeye Merkez Bankası'nın müdahaleleri, sterilizasyon politikasının uygulanıp uygulanmamasına göre ikiye ayrılmaktadır.

Sterilizasyon dışı müdahaleler (nonsterilized intervention), pasif para politikaları uygulayan ülkelere özgüdür. Döviz piyasasına müdahale edildiğinde, Merkez Bankası sermaye girişi nedeniyle artan yabancı parayı

¹³ William Gruben (ed.), (1995), **Exchange Rates, Capital Flows and Monetary Policy** (Boston: Kluwer Academic Pbl), p. 176.

¹⁴ Richard Lewich (ed.), (1998), **Emerging Market Capital Flows** (Netherland:Kluwer Academic Pbl), s.34.

ulusal para karşılığında satın almaktadır. Bu durum, uluslararası rezervlerin artmasına neden olmaktadır. Ancak bu işlemin parasal etkileri sterilize edilmemektedir. Sterilizasyon politikasının uygulandığı müdahaleler ise (sterilized intervention) aktif para politikası uygulayan ülkelerde geçerlidir. Sözkonusu müdahalelerin diğerinden farkı, sermaye akımlarının parasal etkilerinin sterilize edilmesidir. Bu uygulamanın amacı, rezerv birikiminin global talebin bileşimi ve seviyesi üzerindeki etkilerini gidermektir. Her iki politikanın ortak yönü ise uluslararası rezervlerde artış meydana gelmesidir.¹⁵ Sterilizasyona yönelik müdahaleler, ulusal para stokunun sermaye mobilitesindeki değişikliklerden etkilenmemesini sağlamaktadır. Sterilizasyon başarılı olduğunda, ulusal nominal ve reel faiz oranları yükselerek, global talep seviyesi düşmekte ve reel döviz kuru üzerindeki değerlenme yönündeki baskı azalmaktadır.

Merkez Bankası sermaye akımları sonucunda piyasaya müdahale etmediğinde, uluslararası rezervlerde artışlar meydana gelmemekte ve sermaye girişi, ulusal paranın reel olarak değerlendirilmesine neden olmaktadır. Devalüasyona başvurulmadığı koşullarda bu durum, ekonomik durgunluğa neden olabilecek bir süreci başlatmaktadır. Merkez Bankası alternatif olarak sterilizasyon dışı müdahalelerde de bulunabilir. Sabit döviz kuru sisteminde olduğu gibi Merkez Bankası sermaye girişleri nedeniyle gelen dövizini satın alabilir. Bu politika ulusal paranın nominal olarak değer kazanmasını önleyebilir, ulusal ve uluslararası faiz farkını azaltabilir. Ancak söz konusu uygulama, parasal tabanı arttıracığından enflasyonist baskıyı şiddetlendirebilir. Merkez Bankası'nın sermaye akımlarının para arzı üzerindeki etkilerini giderebilmek için kullanabileceği diğer politika araçları,

¹⁵ Drabek Zdenek and Stephany Griffith (1999), **Capital Flows in Turbulent Times** (New

kanuni karşılık ve reeskont oranlarıdır. Ancak bu her iki politikanın uygulanabilirliği, sermaye akımlarının özellikle bankacılık sistemine mevduat olarak yatırıldığı durumlarda geçerlidir.

Sermaye girişlerinin etkilerinin sterilize edilebilmesinde kullanılabilecek diğer bir yöntem, kamu harcamalarının azaltılmasını veya vergi oranlarının yükseltilmesini içeren daraltıcı maliye politikalarıdır. Söz konusu politika uygulamaları ile talep seviyesi azaltılarak enflasyonist etkiler en aza indirgenebilmektedir. Ancak vergi oranlarının yükseltilmesi, kamu harcamalarının azaltılmasına göre daha az etkili politika aracıdır. Çünkü kredi arz olanakları geniş olan ülkelerde bireylerin harcamaları, vergi yükümlülüklerinden bağımsız olarak artabilir. Kamu harcamalarının azaltılması ise özellikle ticareti yapılmayan mal ve hizmetlerin satın alınımında azalma şeklinde gerçekleştiğinde, talep seviyesinin bu uygulamadan doğrudan bir biçimde etkilenmesi nedeniyle daha etkin bir politika aracıdır.¹⁶ Sermaye akımlarının etkilerini sterilize etmeye yönelik politikaların maliyeti yüksek olduğundan, bütçe açıkları artmaktadır. Örneğin açık piyasa işlemleri, hazine bonosu ve devlet tahvili gibi borçlanma araçlarına yönelik faiz oranlarının yükseltilmesini gerektirmektedir. Ancak bu şekilde likidite fazlalığı piyasadan çekilebilmektedir. Bu durum, yurt dışından temin edilen kaynakların yurtiçi maliyetini arttırmaktadır. Sterilizasyon politikaları yurtiçi faiz oranlarını sterilizasyonun olmadığı duruma göre daha fazla yükseltmektedir.¹⁷ Yüksek faiz oranları nedeniyle ulusal firmalar ve finansal kuruluşlar yabancı para cinsinden borçlanmayı tercih etmektedirler. Döviz

York. Sharpens. 157.

¹⁶ Leiderman, Calvo and Reinhard (1993), a.g.m., p.146.

¹⁷ George Tavlas (1997), "On the Exchange Rate as a Nominal Anchor: The Rise and the Fall of the Credibility Hypothesis", *Economic Journal*, 76(233), s. 191.

kuru krizlerinin olduğu bir durumda ise yabancı para cinsinden borçlanmanın maliyeti, ulusal paranın devalüasyonu nedeniyle artmaktadır. Yabancı yatırımcılar, yatırımda buldukları ülke parasının devalüe olacağını tahmin ettiklerinde, parası değer kaybeden ülkeye doğru olan sermaye akımlarını azaltırlar.

///. TÜRKİYE'DEKİ DURUM

Türkiye ekonomisi 1990'lı yıllarda, yüksek faiz - düşük kur politikalarıyla sermaye akımlarını teşvik ederek, kamu kesimi açıklarını finanse etmeye çalışmıştır. Sözkonusu politika, büyük ölçüde bankacılık sektörüne dayalı olarak yürütülmüştür.

Yüksek reel faiz uygulaması, reel ekonominin gerilemesine neden olmaktadır. Yüksek reel faiz uygulayan ülkenin, finansal anlamda istikrarsız bir süreçten geçtiğine dair beklentiler arttığında, yabancı fon çıkışı büyük değerlere ulaşmaktadır. Bu durumda döviz kuru daha da yükselmekte ve yatırım harcamaları azalmaktadır.¹⁸ Yüksek oranlı reel faize dayalı sıcak para politikasının uygulanması ve bankacılık sisteminin giderek artan açık pozisyonları, 1994 krizinin temelini oluşturmuştur. 5 Nisan 1994 Kararları ile birlikte Türkiye, bir süre için kriz ortamından uzaklaşmıştır. Ancak yapısal reformların gerçekleştirilemeyişi nedeniyle Türkiye ekonomisi Kasım 2000 ve Şubat 2001'de yeni krizlerle karşı karşıya kalmıştır. Türkiye ekonomisinde yüksek faiz, düşük kura dayalı para politika uygulamaları Şubat 2001' de yaşanan ekonomik krize kadar devam etmiştir.

Türkiye ekonomisinde Aralık 1999'dan itibaren para politikalarının çerçevesini değiştiren önemli gelişmeler olmuştur. Aralık 1999'da IMF ile

¹⁸ Ercan Uygur(2001),"2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri Üzerine Değerlendirmeler", **Mülkiye Dergisi**, 25(227), s.60.

Stand By Anlaşması imzalanmıştır. Türkiye'yi IMF ile Stand By imzalamaya yönelten temel etkenler, ağır iç borç gereksiniminin neden olduğu yüksek oranlı reel faizler, dış borç sağlamada karşılaşılan zorluklar ve yükselen faizlerin yatırımlar üzerindeki olumsuz etkileridir.¹⁹ 1 Ocak 2000'de yürürlüğe giren "Döviz Kuruna Dayalı Enflasyonu Düşürme Programı" adı verilen programda kur çıpası , enflasyonu düşürmenin bir aracı olarak kullanılmıştır. Ancak kur çıpası uygulaması kurlardaki artışı sınırlandırdığından faiz oranlarındaki artışlar, kısa vadeli sermaye girişlerini teşvik etmiştir. Bu dönemde uygulanan para politikalarına göre parasal taban, net iç varlıklar sabit tutularak net dış varlıklara göre belirlenmekteydi. Sterilizasyon politikalarının da uygulanmadığı bu sistemde parasal taban, sermaye girişlerine bağlı olarak önemli ölçüde genişlediğinden enflasyonist baskılar şiddetlenmiştir. Sermaye girişine bağlı olarak artan döviz arzı ise döviz kurlarındaki artışı yavaşlatarak ülke parasının değerinin artmasına neden olmuştur.

2000 yılında enflasyon oranının hedeflenen %20'lik düzeyini aşarak %37 olarak gerçekleşmesi ve 9,8 milyar dolarlık cari açık seviyesi, enflasyonu düşürme programının kredibilitesini sarstığından yabancı yatırımcıların sermaye çıkışları artmıştır. Bu süreç içinde yurtiçi piyasalarda meydana gelen likidite darlığı, kısa vadeli faizlerin yükselmesine neden olmuştur. Faiz oranlarındaki yükselme portföylerinde yoğun bir şekilde devlet iç borçlanma senedi bulunduran ve bunları kısa vadeli dış kaynaklar ile finanse eden bankaların açık pozisyonlarını arttırmıştır. Söz konusu süreç ile birlikte Türkiye, 22 Kasım finansal krizi aşamasına gelmiştir. Kasım krizi IMF' in 7,5 milyar dolarlık ek rezerv desteği ile geçiştirilmiştir. Kasım

¹⁹ Tuba Ongun (2001), "İstikrar Arayışından Krize: Bir Değerlendirme", **Gazi Üniversitesi**

krizinden sonra gerek yurtdışından gerekse yurtiçinden sağlanan fonların vadeleri gittikçe kısalmış ve faiz oranları yüksek düzeylerde seyretmiştir. Yaşanan gelişmeler, mevcut kur rejiminin sürdürülebilirliği ile ilgili endişeleri arttırmıştır. Bu süreçte önemli kredibilite kaybına uğrayan program, 21 Şubat 2001'de dövize yönelik spekülasyon saldırılar nedeniyle yürürlükten kaldırılarak, dalgalı kur sistemine geçilmiştir. Şubat ayındaki krizden sonra hükümet, 14 nisan 2001 tarihinde Güçlü Ekonomiye Geçiş Programını (GEGP) açıklayarak piyasalarda güven oluşturmaya çalışmıştır. GEGP'nin temel amacı, kamu kesimi borçlarının bütçe üzerindeki yükünü hafifletmek ve dış kaynaklara olan bağımlılığı azaltmaktır. Ancak sözkonusu program, uluslararası finans çevrelerinin Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinden kaynaklanan, mali sisteme yönelik olumsuz bakış açılarını değiştirememiştir. 2000 yılında kısa vadeli sermaye hareketleri bakiyesi, 4 035 milyon dolar fazla verir iken, 2001 yılı Ocak - Eylül döneminde sözkonusu bakiye -7 911 milyon dolar açık vermiştir.

Kısa vadeli sermaye, spekülasyon sermaye ya da sıcak para olarak adlandırılan sermaye girişini göstermektedir.²⁰ Yüksek maliyetli bu sermaye akımı, kısa dönemli bir kaynak girişi özelliğini taşıdığı için yatırımlara dönüşmemekte ve daha çok tüketim eğilimini arttırmaktadır.²¹ Kamu kesimi borçlanma gereğinin, iç borç servisinin ve enflasyonun yüksek olduğu 1990'lı yıllarda Hazine, borçlanma faizlerine ancak yüksek risk primleri ekleyerek piyasalardan kaynak temin edebilmiştir. Risk primi nedeniyle nominal faizlerin yükselmesi Türkiye ekonomisinde faiz kur makasının faiz lehine

İ.İ.B.F.Dergisi, 3(2).s.3.

²⁰ Nurhan Yentürk (2000), "90'lı Yıllarda Gelişmekte Olan Ülkelerde Neler Oldu?", **İktisat Dergisi**, Sayı: 405, s.26.

²¹ Yentürk (2000), a.g.m., s.29.

açılmasına neden olmuştur. Faiz kur makasının faiz lehine açılması, enflasyonun devalüasyonun üzerinde gerçekleşmesine ve TL'nin aşırı' değerlenmesine yol açmıştır.²² Türkiye 1990'lı yıllara sermaye ithali yolu ile mal ve hizmet ithalini gerçekleştirme amacı içinde girmiştir. Bu dönemde döviz faiz arbitrajı ile dış sermaye ülkeye çekilmeye çalışılmıştır. Faiz oranları yükseltilerek dış kaynak kullanımı cazip hale getirilmiştir. Bu uygulama, aşırı değerli kur politikası ile desteklenmiştir.²³ Ulusal paranın değer kazanması ticarete konu olan malların yabancı paralar cinsinden değerini yükselttiğinden, ticarete konu olan malların uluslararası rekabet gücü azalarak cari açıklar artmıştır. Hizmetler sektöründe üretilen ve ticarete konu olmayan malların fiyatları ise ulusal paranın değerlenmesinden olumlu yönde etkilenmiştir. Söz konusu durum, Türkiye'de imalat sanayi ile inşaat, ticaret, ulaşım, mali müesseseler ve konut alt sektörlerinden oluşan hizmetler sektörünün büyüme hızları yardımıyla incelenebilir. Tablo: 1 verilerinin incelenmesinden görüleceği üzere, Türkiye'de 1990'lı yıllarda 1994 ve 1999 yılları dışında hizmetler kesiminin büyüme hızı, imalat sanayiinin büyüme hızının üzerinde gerçekleşmiştir.

Tablo: 1
1991-2000 Dönemi Sektörel Büyüme Hızları

Yıllar	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
imalat	2.4	5.8	9.3	-9.1	13.9	10.0	11.4	1.2	-5.7	5.9
Hizmetler	3.2	21.6	32.7	17.6	15.3	23.8	30.5	16.1	13.6	23.4

•Çaynak 13PT, İstatistiksel Ekono mik Clösterj;eler.

²² Kemal Çakman ve Umut Çakmak (2001), "Krizin Oluşumu Üzerine Yorumlar ve Prognoz", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı: 185, Yıl: 16, s.51.

²³ Hüseyin Şahin (2000), **Türkiye Ekonomisi: Tarihsel Gelişimi, Bugünkü Durumu**, Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları, s. 196.

Türkiye'de sıcak para politikası 1990'lı yıllardan itibaren, iç borçlanma ile birlikte uygulanmıştır. Tablo:2'de 1991-2000 döneminde TL'nin değer artışları ve kayıpları gösterilmiştir. Tablo:2 verilerinden hareketle, Türkiye'de 1994 ve 1997 yılları dışında TL'nin aşırı değerli tutulduğu görülmektedir. Bu noktadan hareketle Türkiye'de, finansal serbestleşme süreci ile birlikte aşırı değerli TL politikası uygulanarak sıcak para girişinin hızlandırıldığı görüşünü savunmak mümkündür.

Tablo:2
1991-2000 Dönemi TL'nin Değer Değişimi

Yıllar	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Dolar Kurunda Yıllık % Değişim	60,2	64,6	60,3	170,1	53,8	77,8	86,6	71,7	59,8	48,2
TÜFE Yıllık % Değişim	66,0	70,1	66,1	106,3	93,6	80,4	85,7	84,6	64,9	54,9

Kaynak: TCMB, Üç Aylık Bültenler.

Sermaye akımlarının etkileri, Merkez Bankası bilançolarından izlenebilir. Sermaye akımlarına bağlı olarak yurtdışından gelen dövizin Merkez Bankası tarafından satın alınması ile bankanın döviz varlıkları yükselirken, Türk Lirası yükümlülüğünü gösteren Merkez Bankası Parası ise artmaktadır. Döviz alımları karşılığında piyasaya Türk Lirası verilmesi emisyon hacmindeki artış doğrultusunda rezerv parayı arttırmaktadır. Merkez Bankası açık piyasa işlemlerini kullanarak rezerv para artışını sterilize edebilir.²⁴ Açık piyasa işlemleri, Merkez Bankası'nın devlet iç borçlanma senetleri karşılığında repo, ters repo, doğrudan alım ve doğrudan satım işlemleri yaparak likidite düzeyini kontrol etmesidir. Açık piyasa işlemleri verileri net etkiyi yansıtmaktadır. Tablo:3 verileri incelendiğinde, 1991-2000

²⁴ Saruhan Özel (1999), "Merkez Bankası'nın Para Politikası ve Bilançosunun Pragmatik Analizi", **Active Bankacılık ve Finans Makaleleri**, No:I, s. 10.

döneminde piyasaların fonlandığı görülmektedir. Söz konusu verilerden hareketle, Türkiye ekonomisi için sermaye akımlarının etkilerinin açık piyasa işlemleri ile sterilize edildiğini savunmak güçtür. Çünkü sermaye girişlerinin olduğu dönemlerde, piyasalardan açık piyasa işlemleri ile fon çekilmemiştir. Türkiye'de açık piyasa işlemleri, kamu kesinin finansman gereğindeki artışlara bağlı olarak veya piyasadaki likidite sıkışıklığını gidermek amacıyla kullanılmaktadır.

Tablo:3
Sermaye Hareketleri ve Merkez Bankası Analitik Bilançosundan
Seçme Kalemler

Yıllar	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	-3020	1396	3054	-5127	3713	5945	1761	2601	759	4035
Açık Piyasa İşlemleri (Trilyon TL)	5.5	21.7	21.8	1.1	15.9	51.3	-720.3	-1830.5	-2406.8	-5218.6

Kaynak: T.C.İV Merkez Bankası Uç Aylık Bülten

V.I.I. SONUÇ

1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarının spekülatif bir özellik taşıması nedeniyle sermaye girişleri, kalkınmanın finansmanında kullanılabilecek uygun finansman kaynağı olarak değerlendirilememektedir. Sermaye akımları ile elde edilen kaynaklar gelişmekte olan ülkelerde ağırlıklı olarak tüketim harcamalarının finansmanında kullanılmaktadır. Sermaye akımları ile ilgili gelişmekte olan ülkelere özgü bu özellik, Türkiye'de de geçerliliğini korumaktadır.

Kısa vadeli olan ve spekülatif bir özellik taşıyan sermaye akımlarının makro ekonomik değişkenler üzerindeki etkilerinin giderilmesi için genellikle gelişmekte olan ülkelerde başvurulan başlıca yöntem, açık piyasa işlemleridir. Açık piyasa işlemleri sermaye akımlarının banka hesaplarına

mevduat olarak yatırılmadığı durumlarda kullanılabilir para politikası, aracıdır. Türkiye açısından açık piyasa işlemlerinin uygulama alanı, Merkez Bankası'nın analitik bilançoları yardımıyla incelendiğinde, sermaye girişlerinin olduğu yıllarda piyasaların fonlandığı görülmüştür. Türkiye ekonomisinde sermaye akımlarının etkilerinin açık piyasa işlemleri ile sterilizasyonun, literatürde vurgulandığı gibi sıkı bir biçimde uygulandığını savunmak güçtür. Sermaye akımları söz konusu olduğu halde piyasaların fonlanması, Türkiye ekonomisinde açık piyasa işlemlerine sermaye akımlarından bağımsız olarak başvurulduğunu göstermektedir

KAYNAKLAR

- ADELMAN Irma and YELDAN Erinc (2000), "The Minimal Conditions for a Financial Crisis : A Multiregional Intertemporal CGE Model of the Asian Crisis", *World Development*. 28(6), ss. 1087-1100.
- BAYOMÍ T - GAGNON J (1996), "Taxation and Inflation: A New Explanation for Capital Flows", *Journal of Monetary Economics*. 138(2), ss.303-330.
- BUCH Claudia (1999), "Capital Mobility and EU Enlargement", *Weltwirtschaftliches Archiv*. 135(4), ss.629-656.
- GRUBEN William, Gould David and Zaragaza Carlos, (ed.), (1995), *Exchange Rates, Capital Flows and Monetary Policy in a Changing World Economy*. Boston: Kluwer Academic Pbl, ss.165-210.
- GRUNBERG Isabelle (1998), "Double Jeopardy: Globalization, Liberalization and the Financial Squeeze", *World Development*. 26(4), ss.591-608.
- KAHLER Miles, (1998), *Capital Flows and Financial Crises*. New York: Cornell University Press.
- KAMÍNSKY Graciera and REINHARD Carmen (1999), *The Twin Crises : The Causes of Banking and Balance of Payments Problems*, *American Economic Review*, 89(13), ss. 473-499.

- LEIDERMAN Leonardo, CALVO Guillermo and REINHART Carmen (1993), "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America", **IMF Staff Paper**, 40(1), ss.108-151.
- ONGUN Tuba (2001), "İstikrar Arayışından Krize: Bir Değerlendirme", **Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F.Dergisi**, 3(2).ss.1-11.
- ÖZEL Saruhan (1999), "Merkez Bankası'nın Para Politikası ve Bilançosunun Pragmatik Analizi", **Active Bankacılık ve Finans Makaleleri**, ss.10-15.
- PAULO Luiz Fernando and ALVE Antonio Jose (2000), "External Financial Fragility and the 1998-1999 Brazilian Currency Crises", **Journal of Post Keynesian Economics**, 22(4), ss.589-617.
- SINGHT Ajith and ZAMMIT Ann (2000), "International Capital Flows: Identifying the Gender Dimension", **World Development**, 27(7), ss. 1249-1268.
- SİKORSKI Trevor, (1996), **Financial Liberalization in Developing Countries**. Cheltenham: Edward Elgar,
- ŞAHİN Hüseyin (2000), **Türkiye Ekonomisi: Tarihsel Gelişimi, Bugünkü Durumu, Bursa**: Ezgi Kitabevi Yayınları.
- TAVLAS George (1997), "On the Exchange Rate as a Nominal Anchor: The Rise and the Fall of the Credibility Hypothesis", **Economic Journal**, 76(233), ss. 183-201.
- UYGUR Ercan (2001), "2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri Üzerine Değerlendirmeler", **Mülkiye Dergisi**, 25(227), ss.37-70.