

Açık Küresel Sermaye Piyasaları: Lehte Bir Görüş*

Robert Krol**

Giriş

Eğer amacımız ekonomik büyüme ise, özel küresel sermaye piyasalarının çalışmasına izin verilmelidir.

Latin Amerika, Asya ve Rusya'daki son finansal sorunlar, yeni bir uluslararası finansal yapının gerekliliğine zemin hazırlamaktadır. Seçilmiş bürokratlar ve hatta bazı iktisatçılar açık küresel sermaye piyasalarının erdemini sorgular hale gelmiştir. En çok sözkonusu edilen iki reform kısa vadeli sermaye akımlarını sınırlandırma ve IMF'nin nihai başvuru mercii olarak fonksiyonunu genişletmedir. Her iki reform da yanlış olacaktır.

Uluslararası sermaye akımları sermayenin maliyetini düşürerek yatırımları artırır, risk yönetimini geliştirir ve kaynak kullanım etkinliğini yükseltir.

Sermaye kontrolleri, hatta sadece kısa vadeli yatırımlara uygulananlar dahil, ekonomik performansla zarar verir. Bu kontroller

yurtiçi ve dolaysız yabancı yatırımları azaltır, ekonomik büyümeyi yavaşlatır. Popüler görüşün tersine, kontrolleri kaldırma, finansal piyasalar üzerinde istikrarlandırıcı bir etkiye sahiptir.

IMF'yi genişletmek, bürokrasiye daha fazla kaynak ve güç vererek, yapısal ekonomik reformlar için yükselen ekonomilere uygun özendiriciler sağlamada başarısızlığa yol açar. Etkisiz IMF uyum programları gerekli ekonomik reformları geciktirir. Sadece IMF borçlarına dayanan bir ülkenin durumu ortadadır.

Tekrarlanan IMF paraşüt operasyonları risk almayı artırır; bu da, daha büyük ve daha sık finansal sıkıntılarla sonuçlanır. Küresel garantör olarak IMF sözkonusu ise, yatırımcılar riskli ve ihtiyatsız projelere girişirler. Küresel uluslararası finansal yönetici olarak IMF'nin rolünü sona erdirmeye zamanı gelmiştir.

Eğer ekonomik büyüme amacımız ise, özel küresel sermaye piyasalarının işlenmesine izin verilmelidir. Küresel garantör olarak

** İktisat Profesörü, California State University, Northridge.

IMF olmadığında, özel yatırımcılar daha ihtiyatlı ve etkin bir tarzda ödünç verecektir. Sonuç, daha az sayıda ve daha düşük şiddette finansal krizlerdir.

IMF müdahalesi olmaksızın, özel yatırımcıların araştırdığı ülkeler, sürdürülebilir uzun dönemli ekonomik büyüme için gerekli olan piyasa reform türlerini uygulamada güçlü özendiricilere sahip olacaktır. Bu tür büyüme yatırımcıları ve yatırımcı olmayanları benzer şekilde yarandıracaktır. Sonuç dünya çapında daha yüksek yaşam standartları olacaktır.

Bu makale, açık küresel sermaye piyasalarının sağladığı yararları tartışmayla başlamaktadır. Daha sonra, hükümetin ve IMF'nin finansal piyasalara olan müdahaleleri tartışılmaktadır. Üzerinde yoğunlaşılan konular, sermaye kontrolleri, finansal yardımlar ve IMF öncülüğündeki uyum programlarıdır. Bu makale, IMF'yi çevreleyen reformasyona yönelik meselelerin irdelenmesiyle son bulmaktadır.

Küresel Sermaye Akımlarının Yararları

1970'lerde ve 1980'lerde 41 sanayileşmiş ve yükselen ekonomiye ilişkin veriler, uluslararası yatırıma izin veren ülkelerin daha yüksek ekonomik büyüme düzeyi, verimlilik ve sermaye oluşumuna sahip olduğunu göstermektedir.

Küresel sermaye piyasasına ulaşma, bir ekonomiye bir takım önemli yararlar sağlar. Bu yararlar, girişimciler için daha düşük ödünç alma maliyetleri ve tasarruf sahiplerine daha yüksek gelir oranlarını kapsar. Diğer yararlar, geliştirilmiş risk yönetimi (uluslararası yatırım çeşitlendirmesi yoluyla), olumsuz ekonomik şoklarla karşılaşıldığında tüketimin dalgalanmasını önleme yeteneği ve yabancı finansal kurumlar nedeniyle artan rekabetin sonucu olarak finansal sektörün daha

fazla etkinliğe ulaşması olarak sıralanabilir. Açık sermaye piyasaları, yine, hem iş dünyasını hem de hükümeti daha fazla piyasa disiplinine maruz bırakır.¹

Serbest sermaye akımının tasarruf eden bireyler ve girişimciler üzerindeki etkisini anlamak için, küresel piyasalardan tamamen tecrit edilmiş bir ekonomi düşünelim. Bu ekonomide, iş dünyasının yatırımlarını finanse edecek bütün fonlar yurtiçi kaynaklarla sınırlı olacaktır. Bu ekonomide eğer toplam tasarruf düşükse, bu takdirde borçlanma maliyeti yüksek olacaktır. Yüksek borçlanma maliyeti, en çok da kârlı olanları başta olmak üzere bütün iş projelerini caydırır; diğer potansiyel verimli projeler finansman sıkıntısından dolayı gerçekleştirilemeyecektir. Önemli miktarda sermaye oluşumu olmaksızın, ancak düşük bir ekonomik büyüme olabilecektir.

Şimdi yine küresel piyasalardan tecrit edilmiş ikinci bir ekonomi düşünelim. Ancak bu sefer yüksek toplam tasarruflar düşük borçlanma maliyeti sonucunu doğursun. Düşük borçlanma maliyeti finanse edilen iş projesi sayısını artırır. Yatırım ve sermaye oluşumu yüksek olmasına rağmen, sermayenin bol olmasının anlamı, bir kısım fonların daha az verimli projelere gitmesidir.

Kapalı sermaye piyasalarındaki sorun, yüksek tasarrufa sahip ülkede, düşük tasarrufa sahip ülkede finanse edilmeyecek olan düşük getirili projelerden daha düşük getiriye sahip projelerin finanse edilmesidir. Her iki ülkedeki toplam refah, bu ülkelerin birbirlerine sermaye piyasalarını açmalarıyla artacaktır.

¹ Maurice Obstfeld, "The Global Capital Market: Benefactor or Menace," *Journal of Economic Perspectives* 12, sayı 4 (Güz 1998): 9-30; Barry Eichengreen ve Michael Mussa, *Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical Aspects*, IMF Occasional Paper 172, Washington, 1998; Ross Levine, "Foreign Bank Entry and Capital Control Liberalization: Effects on Growth and Stability," Eylül 1999, yazarm dosyasında yayımlanmış not.

Açık piyasalarda, sermaye yüksek tasarruflu ülkeden düşük tasarruflu ülkeye yönelecektir. Düşük tasarruflu ülkedeki daha yüksek getirili projeler finanse edilecek, ekonomik büyüme artacak ve daha yüksek yaşam standartlarına ulaşılabilecektir. Fonlar yurtdışına çıkınca, yüksek tasarruflu ülkedeki yatırımlar azalmasına rağmen, uluslararası ödünçlerdeki daha yüksek getiriler, zaman içinde daha yüksek tüketim sonucunu doğuracaktır.²

Düşük tasarruf durumu, bugünün birçok yükselen piyasasını karakterize etmektedir. Ülkeler sermaye piyasalarını yabancı yatırımlara açtıklarında, yatırımlar üzerindeki etkinin büyüklüğü ne kadar olacaktır? 11 yükselen ekonomiye yönelik bir analiz, yükselen piyasaların menkul kıymetler borsasının uluslararası yatırımcılara açılmasını takip eden üç yıl içinde özel yatırımların ortalama büyüme oranının örneklem ortalamasından %22 daha yüksek olduğunu göstermiştir.³

Yükselen ülkelerdeki menkul kıymet piyasalarının serbestleştirilmesi daha çok sermaye girişine, daha yüksek borsa likiditesine ve sermaye maliyetinin düşüşüne yol açmaktadır. Bir başka araştırma, sermaye piyasasının serbestleşmesinden sonra yükselen piyasalarda sermaye maliyetinin %5 ile %75 arasında azaldığını tahmin etmek-

tedir.⁴ Öz ser-maye maliyeti düştüğünde, daha yüksek his-se senedi piyasası fiyatları özel firmalara büyüme ve yatırımları artırma olanağı verir.

1970'lerde ve 1980'lerde 41 sanayileşmiş ve yükselen ekonomiye ilişkin veriler, uluslararası yatırıma izin veren ülkelerin daha yüksek ekonomik büyüme düzeyi, verimlilik ve sermaye oluşumuna sahip olduğunu göstermektedir.⁵ Uluslararası yatırım üzerindeki sınırlamaları kaldırmaya yönelik atılan makul adımlar, 10 yıllık periyodu aşan bir dönemde kişi başına düşen gayri safi yurtiçi hasılda %6 artış sağlamıştır.⁶

Açık sermaye piyasaları, yatırımcılara ve bankalara portföylerini uluslararası çerçevede çeşitlendirme ve toplam portföy riskini azaltma olanağı verir. Geliştirilmiş risk yönetimi sadece daha çok yatırımla sonuçlanmaz, fakat aynı zamanda finansal krizlerin tekrarlanma sıklığını da azaltır.

Çeşitlendirmenin yararlarını anlamak için, bireysel bir yatırımcıyı dikkate alalım. Sadece az sayıdaki yatırımcı bir tek hisse senedi tutar; gerçekte, tipik bir hisse senetleri portföyü, tahviller ve gayri menkulleri içerir. Yatırımcılar çeşitlendirmenin toplam portföy riskini azalttığını bilirler. Riskteki azalma, aktiflerin getirileri mükemmel olarak birbiriyle

² Düşük tasarruflu ülkede ödünç verenlerin refah kayıplarını aşan her ek refah kazancı ödünç alanlara gidecektir. Yüksek tasarruflu ülkede ödünç alanların refah kayıplarını aşan her ek refah kazancı ödünç verenlere gidecektir. Aynıntı için bkz. Andrew B. Abel ve Ben S. Bernanke, *Macroeconomics*, Üçüncü Baskı (Reading, Mass.: Addison-Wesley Longman, 1998): 143-80; Maurice Obstfeld ve Kenneth Rogoff, *Foundations of International Macroeconomics* (Cambridge, Mass.: MIT Yayını, 1996): 1-58.

³ Bkz. Peter Blair Henry, "Do Stock Market Liberalizations Cause Investment Booms?" *Journal of Financial Economics*, Cilt: 58, Sayı: 2 (Ekim 2000): 301-34; Geert Bekaert ve Campbell R. Harvey, "Time-Varying World Market Integration", *Journal of Finance*, Cilt: 55, Sayı: 3 (Haziran 1995): 403-44

⁴ Geert Bekaert ve Campbell R. Harvey, "Foreign Speculators and Emerging Equity Markets," *Journal of Finance*, Cilt: 55, Sayı: 2 (Nisan 2000): 56-613.

⁵ Bu sonuçlar için bkz. Dennis Quinn, "The Correlates of Change in International Financial Regulation," *American Political Science Review*, Cilt:91, Sayı: 3 (Eylül 1997):531-51; Robert Krol, "Capital Controls, Financial Development, and Economic Growth," Ocak 2000, yazarmı dosyasında yayımlanmamış not.

⁶ Tahminler, sermaye hesabı açıklığı endeksi standart sapmasındaki birim artışın, yıllık üretim büyümesinde %1'lik artışın yarısından biraz daha fazla bir artışa yol açtığını göstermektedir. On yıllık periyotta, kişi başına düşen reel GSYİH'daki artış %6'ya ulaşmaktadır. Sermaye hesabı açıklık endeksi Quinn'den alınmıştır (s.545).

ilişkili olmadığı için ortaya çıkar. Örneğin, bazı firmalar birkaç kötü yıl geçirsün ve düşük getiri ödesin, diğer firmalar da birkaç iyi yıl geçirsün ve yüksek getiri ödesin. Sonuç olarak, çeşitlendirilmiş bir portföyün toplam getirisi daha istikrarlı olacak; toplam portföy riski azalacaktır. 20 ABD hisse senedi içeren bir portföyün riski, sadece tek bir hisse senedinden oluşan portföyün riskinden % 70 daha azdır.⁷

Bundan başka, portföy riskinin azalması uluslararası çeşitlendirme yoluyla da elde edilebilir. İş çevrimleri ülkeler arasında mükemmel korelasyon göstermediği için, hisse senedi ve bono piyasası getirileri de ülkeler arasında birbirleriyle tam uyum içinde hareket etmez. Bir ülkedeki resesyonun negatif etkisi bir başkasındaki genişlemenin etkisiyle telafi edilebilir. Bireysel bir yatırımcı yerli hisse senedi ve bonoları olduğu gibi, yabancı olanları da satın alarak toplam riskini azaltabilir. Bütün dünyadaki başlıca piyasalardan seçilmiş 20 hisse senedinden oluşan portföyün riski, sadece ABD hisse senetlerinden oluşmuş portföyün riskine göre %15 daha azdır.⁸ Bu risk azaltma ortalama yatırımcının refahını artırır.⁹

Dünya ekonomisine iyi entegre olmamış ekonomilerde, bireyler kötü ekonomik performansın yaşam standartlarını düşürdüğü daha büyük bir riskle karşılaşır. Tarımda rekolte düşüklükleri veya petrol fiyat şokları, bir ekonominin üretiminde düşüşe yol açar. Bir resesyon gelir ve tüketimde düşüşe neden olur.

Gelişmemiş ve yurtdışı sermaye piyasaları büyük ölçüde regüle edilmiş ülkelerdeki bi-

reyler, ekonomik koşullar kötüleştiğinde, kolaylıkla borç alarak tüketimlerdeki istikrarı koruyamazlar. Sermaye piyasası entegrasyonu, tüketimdeki düşük gelirin negatif etkisini hafifletebilir. Bir resesyon esnasında bireyler, yurtdışından daha fazla ödünç alabilirler. Küresel sermaye piyasalarına bağlanmış olan ülkeler, yurtdışından ödünç alarak daralma riskini etkin şekilde paylaşabilir.¹⁰

Açık sermaye piyasaları, hem şirketlere hem de politika uygulayıcısı olarak hükümette piyasa disiplini empoze eder.

Uluslararası sermaye akımı, bir ülkenin finansal sisteminin etkinliğini artırabilir. Geçmişte, bir çok yükselen ekonomi (ve bazı endüstriyel ekonomiler dahi) yurtdışı hisse senedi piyasalarında ve bankacılık sektörlerinde, kısıtlı yabancıların katılımını sınırlandırmayı seçmiştir. Faiz oranları limitleri fonlar için aşırı talep doğurmuş, hükümete fon kullanımını konusunda müdahale ve yönlendirme olanağı tanımıştır. Sonuç, büyük ölçüde etkin olmayan bir finansal sistem olmuştur.

Bu piyasaları yabancı yatırımcılara açmak birçok ekonomik avantaj sağlar. Artan rekabet finansal sistemin etkinliğini artırır. Rekabetle karşılaşan yurtdışı bankalar, yeni bankacılık teknolojilerini uygular, bankacılık uygulamalarını geliştirir, bankacılık hizmetlerini nitelik ve nicelik olarak artırır. Sonuç olarak, bir ülkenin tasarrufları daha etkin olarak kullanılır, verimlilik artar ve ekonomik büyüme hızlanır.¹¹

Yabancı bankaların girişinin kârlılık ve ülkenin bankacılık sisteminin maliyeti üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Düşük rekabetin olduğu ülkelerde fa-

Bkz. Bruno Solnik, *International Investment* (Reading, Mass.: Addison-Wesley Longman, 1999): 126.

⁷ *Ibid.*

⁸ Açık finansal piyasalar yurtdışı bankalara ödünç verme portföylerini bir ülke içinde bölgesel olarak veya ülkeler arasında çeşitlendirme olanağı da sağlar. Bir bölgedeki, sektördeki veya ticaret ortağı ülkedeki olumsuz bir ekonomik performansın banka karları ve ödeme yeteneği üzerinde daha az etkili olacaktır.

¹⁰ Bkz. Obstfeld ve Rogoff, s.82-84

¹¹ Bkz. Asli Demirgüç-Kunt, Ross Levine ve Hong Gi Min, "Opening to Foreign Banks: Issues of Stability, Efficiency, and Growth," in, *The Implications of Globalization of World Financial Markets*, (ed.) Seongtae Lee (Seoul: Bank of Korea, 1998); ve Levine.

aliyet gösteren bankalar, daha yüksek kârlar elde etme ve daha az etkin olarak çalışma eğilimindedir.¹² Bir ülkenin yurtiçi piyasasında faaliyet gösteren yabancı banka sayısı arttıkça, hem kârlar hem de işletme masrafları azalır ve daha etkin bir yurtiçi bankacılık sistemi ortaya çıkar. Rekabetçi ve etkin bir banka sistemi, sırf ödünç alanlar politik bağlara sahip diye, etkin olmayan projelere fonlama yapamaz. Fonların en uygulanabilir projelere yönelmesi daha muhtemeldir. Sermayenin daha etkin kullanımının etkisi, artan verimlilik ve ekonomik büyümede görülür.¹³

Hisse senedi piyasası likiditesi, piyasa süreci için önemlidir. Hisse senetlerinin ticaretini yapmak ne kadar kolaysa, piyasaların iş dünyasına uzun vadeli finansman sağlaması da o kadar iyidir. Likit hisse senedi piyasalarının ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkisinin olduğu yönünde bulgular vardır. Açık sermaye piyasaları hisse senedi piyasasının likiditesini artırır; ilâve bir kanal yoluyla serbest sermaye akımının ekonomik büyümeyi artırmasını sağlar.¹⁴

Açık sermaye piyasaları, hem şirketleri hem de hükümet karar alıcılarına piyasa disiplinine uymayı zorunlu kılar. Rekabetçi hisse senedi piyasalarında fiyatlar, bir firmanın performans görünümünün piyasalardaki

değerlendirilmesini yansıtır. Bu da yatırımcılara bir işin ne derece başarılı yürüdüğü konusunda değerlendirme yapma imkanı verir. Başarısız firmalar, düşük hisse senedi fiyatları nedeniyle ele geçirilme hedefi haline gelir. Kâr peşinde olan firma dışındakiler bu firmalardaki denetim hisselerini satınalarak yönetimi değiştirme-reforme etme, yönlendirme yaparak etkinliği ve verimliliği artırır. İstikrarlı işleyen hisse senedi piyasaları bu "şirket kontrolü piyasası"na izin vererek daha etkin olarak faaliyet gösterir. İşlerini korumanın buna bağlı olduğunu bilen yöneticiler, zaman içinde daha iyi yatırımları gerçekleştirerek firma değerini maksimize eden kararları almada güçlü özendiricilere sahip olurlar.

Açık sermaye piyasaları, hükümet karar alıcıları üzerinde de disiplin sağlar. Enflasyonist veya büyüme karşıtı politikaları uygulamaya koyan hükümet, yatırımcılardan olumsuz yöndeki tepkileri çok çabuk alacaktır. Örneğin, bütçe açıkları para arzındaki hızlı büyüme ile finanse edildiği zaman, enflasyon korkusu artacaktır. Uluslararası yatırımcılar, o ülkenin parasını satarak bu politikaya karşı "kırmızı kart" gösterecektir. Sonuç, daha zayıf bir para veya uluslararası rezervlerdeki kayıptır (bu da gelecekte paranın devalüe edilmesi ihtimalini artırır). Yabancılar ödünç vermede daha az istekli davrandıkça, yerli ödünç alıcıların ödedikleri faiz oranları yükselecektir. Daha yüksek faiz hadleri ve daha zayıf yerli para, yerli para cinsinden ithalatın ve yabancı kredi ödemelerinin daha maliyetli olmasına yol açar. Erkilenen ödünç alıcıların politik baskısı hükümetin açıklarını sınırlandırmasına ve enflasyonist finansmanı kısmasına neden olur.

Başarısız hükümet politikasına cevap olarak yatırımcının potansiyel negatif oyu, ekonomik performansı kötüleştiren eylemler üzerinde bir sınırlandırma olarak işlev görür. Bu sınırlama sadece yatırımcının getirilerini

¹² Bu kısımdaki tartışma Stijn Claessens, Asli Demircugunt ve Huiyinga, "How Does Foreign Entry Affect the Domestic Banking Market?", World Bank Policy Research Working Paper 1918, Haziran 1998; ve Levine.

¹³ Ekonomik büyüme üzerinde açık banka sisteminin pozitif etkileri konusunda ABD ile ilgili diğer bulgular için bkz. Robert Krol ve Shirley Svorny, "The Effect of the Bank Regulatory Environment on State Economic Activity," *Regional Science and Urban Economics*, Cilt: 26, Sayı: 5 (Ağustos 1996): 531-41.

¹⁴ Bkz. Robert Krol ve John Ortensi, "The Impact of Financial Development on Growth in Emerging Economies," *Jobs & Capital*, Cilt: 7, Sayı: 2 (Bahar 1998): 18-25; Ross Levine ve Sara Zervos, "Capital Control, Liberalization, and Stock Market Development," *World Development*, Cilt: 26, Sayı: 7 (Temmuz 1998): 1169-83.

geliştirmez; fakat aynı zamanda yatırımcı olmayanları da yararlandıran büyüme artırıcı politikaların devamına da yardım eder.

Kısaca, küresel sermaye piyasaları sermayenin maliyetini düşürür, yatırımı hızlandırır ve ekonomik büyümeyi teşvik eder. Daha büyük finansal sektör rekabeti, daha iyi risk yönetimi ve daha iyi sermaye kullanımı sonucunu doğurur. Açık sermaye piyasaları, hükümetin daha iyi ekonomi politika kararları almasını sağlar. Bu gelişmeler birlikte dikkate alındığında, ülkenin bir bütün olarak yaşam standardını pozitif yönde etkiler.

Sermaye Kontrolleri Lehine Zayıf Bir Görüş

Ekonomik sıkıntılarının olduğu dönemlerde, sermaye kontrolleri uygulamak politik olarak doğru olmasa da çare olarak görülebilir, fakat bu nihai olarak ekonomiye zarar verir.

Açık sermaye piyasalarından çıkarsanan yararlar konusundaki güçlü bulgulara rağmen, hükümetler halen sermaye kontrollerine dönebilmektedir. Malezya Başbakanı Mahatir Muhammed, kendi yanlış ekonomi yönetimini örtbas için, ülkesindeki finansal krizde yabancı spekülörleri suçlama peşindedir.¹⁵ Eylül 1998'de, Malezya sermaye kontrolleri uyguladı.

Ekonomik sıkıntılarının olduğu dönemlerde, sermaye kontrolleri uygulamak politik olarak doğru olmasa da çare olarak görülebilir; fakat bu nihai olarak ekonomiye zarar verir. Bunun savunucularına göre daha çok, kısa vadeli yabancı yatırımlara yönelik sınırlamalar, yurtiçi finansal piyasalara istikrar getirecektir. Kontrol taraftarları, sermaye maliyetlerinin, yurtiçi yatırımlar ve uzun vadeli yabancı doğrudan yatırımlar üzerindeki sonuçları konusunda unutkan gözükmektedir.

Kısa vadeli sermaye akımları üzerindeki kontroller, yatırımcıların sürü davranışı iddiası temelinde meşrulaştırılmaktadır. Yatırımcılar, diğer yatırımcıların davranışlarını taklit ettiklerinde sürü olarak nitelendirilir.¹⁶ Sürü davranışı, özellikle yükselen ekonomilerde finansal piyasalarda aktif fiyat değişkenliğini artırdığı için suçlanmaktadır. Bu davranış, bütün dünyadaki finansal piyasalarda istikrarsızlığa yol açtığı için sorumlu görülmektedir.

Serbest küresel sermaye akımlarının eleştirisi sıklıkla, bulaşma-yayılmanın önemli olduğu bulgusu sözkonusu iken, aktif getirilerinin ülkeler arasında birlikte hareket ettiği görüşünü dile getirir. Bu argümanla ilgili olarak birçok sorun sözkonusudur.¹⁷ İlk olarak, eğer bir ülkenin finansal piyasası dünya piyasalarına tam entegre olmuşsa, bu durumda, ülkeler arasında bir bulaşma-yayılma olmasa da, ortak küresel faktörlere cevap olarak hisse senedi getirilerinin birlikte hareket etme eğilimi olacaktır.

Örneğin, otomobil endüstrisi için dünyadaki ekonomik durum kötüleşirse, dünya ölçeğinde otomobil firmalarının hisse senedi fiyatları düşecektir. Bu ayarlama, oto endüstrisi hisse senetlerinde rasyonel daha düşük yeniden değerlemeyi yansıtır. Bu, oto endüstrisinden daha az sorunlu diğer endüstrilere doğru etkin bir sermaye akışını temsil eder.

İkinci olarak, bulaşma hipotezi, farklı ülkelerde görece daha büyük finansal piyasa volatilitésinin (oyunaklık) olduğu dönemlerde, aktif getirileri arasında gözlenen korelas-

¹⁶ Bkz. Sushil Bikhchandani ve Sunil Sharma, "Herd behavior in Financial Markets: A Review," *IMF Working Paper*, no.48, Mart 2000, s. 4.

¹⁷ Bu kısım ağırlıklı olarak şu kaynaktan alınmıştır: Bkz. Rene M. Stulz, "International Portfolio Flows and Security Markets," Ağustos 1997, yazarın dosyasında yayımlanmamış not.

¹⁵ Bkz. Nils Pratle, "U.S. Defends Soros After Attack by Malaysia's PM", *Daily Telegraph* (Londra), Temmuz 28, 1997.

yonla desteklenmektedir. Bununla birlikte, son zamanlardaki istatistiksel çalışmalar bu bulgunun yorumunu sorgulamaktadır.¹⁸ Araştırmacılar, piyasa getirileri arasındaki gerçek ilişki değişmediği durumlarda, hisse senedi piyasasının oynaklık dönemleri sırasında korelasyondaki artışı gösteren yöntemler kullanmışlardır. Oynaklıktan kaynaklanan hata düzeltildiğinde, karşılıklı bağımlılıktaki önemli artış da ortadan kalkmaktadır.

Üçüncü argümana göre, yeterli bilgi sahibi olmayan yatırımcılar bir piyasadaki düşüşün ilk sinyalinde paniklerler; yatırımcıların bu kararları, ekonomik gelişmelerin gerektirdiğinden daha büyük ölçüde aktif fiyat hareketlerine yol açacaktır. Sermaye kontrolünün ateşli taraftarları, kanıt sunmaksızın yabancı yatırımcıların muhtemelen bu tarzda davranacaklarına inanırlar.

Bu argümandaki eksiklik, bunun, ekonomik gelişmelerin gerektirdiğinden daha fazla olan aktif fiyatı hareketlerinin bilgi sahibi yatırımcılar için kâr fırsatları oluşturduğunu fark etmemiş olmasıdır. Bu yatırımcılar, herhangi bir kâr fırsatından süratlice yararlanarak, ekonomik mantıkla daha tutarlı bir düzeye gelinceye kadar aktif fiyatı hareket ettirirler; böylece piyasaya istikrar kazandırırılar. Eğer fonlar elde edilebilir değilse, sürecin işlememesinin tek nedeni bu olacaktır. Uygun kamu politika cevabı, bu durumda, yabancı fonları sınırlandırma değil, fakat teşvik etme olmalıdır.

Son olarak, sürü davranışı ile ilgili ampirik kanıt güçlü değildir.¹⁹ Sürü davranışının varlığını gösteren araştırmalar bulunmakla birlikte, genel kanaat kurumsal yatırımcılar tarafından yapılan gütmeye niceliksel olarak düşüktür. Sürü davranışı yüksek ticaret hacmi dönemleri esnasında aktif fiyatlarında hareketlere yol açmalıdır, fakat bu gözlenmemektedir. Eğer sürü davranışı önemliyse, o zaman liberalizasyonu takiben finansal piyasa volatilitesinin yükselmesi gerekir. 20 yükselen ekonomi için yapılan bir analizde, her bir vakada, hisse senedi volatilitesi serbestleşmeden sonra düşüş göstermiştir. Bu, açık sermaye piyasalarına karşı olanların öngördüklerinin tam tersidir.²⁰

Bugün sermaye kontrolleri talebi kısa vadeli portföy akımları sınırlandırma gereğine vurgu yapmakta, yabancı doğrudan yatırımlara bu önlemi öngörmemektedir. Bu durum, kısa vadeli portföy yatırımının daha az istikrarlı olduğu düşüncesine dayanmaktadır. Tekrar etmek gerekirse, bulgular geleneksel anlayışı desteklememektedir. Portföy yatırımını, doğrudan yatırımdan veya resmi ödünçlerden daha az istikrarlı değildir.²¹ Volatilite çerçevesinde, portföy yatırımına karşı ayırıcı bir unsur görünmemektedir.

¹⁸ Bkz. Kristen Forbes ve Roberto Rigobon, "No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Co-Movements," National Bureau of Economic Research Working Paper no. 7767, Temmuz 1999; Mico Loretan ve William B. English, "Evaluating 'Correlation Breakdowns' during Periods of Market Volatility," Federal Rezerv Sistemi Governörler Kurulu, International Finance Discussion Paper, no. 658, Şubat 2000.

¹⁹ Bkz. Josef Lakonishok, Andrei Shleifer, ve Robert Vishay, "The Impact of Institutional Trading on Stock Prices," *Journal of Financial Economics*, Cilt: 32, Sayı: b 1 (Ağustos 1992): 23-43; Woochan Kim ve Shang-Jin Wei, "Offshore Investment Funds: Monsters in Emerging Markets?" National Bureau of Economic Research Working Paper, no. 7133, Mayıs 1999; W. L. Lin ve T. Ito, "Price Volatility and Volume Spillovers between Tokyo and New York Stock Markets," in *The Internationalization of Equity Markets*, (ed.) Jeffrey Frenkel (Chicago: University of Chicago Press, 1994); bikhchandani ve Sharma.

²⁰ Bkz. Geert Bekaert ve Campbell R. Harvey, "Emerging Equity Market Volatility," *Journal of Financial Economics*, Cilt: 43, Sayı: 1 (Ocak 1997): 29-77.

²¹ Bkz. Stijn Claesens, Michael Dooley ve Andrew Warner, "Portfolio Capital Flows: Hot or Cool?," *World Bank Review*, Cilt: 9, Sayı: 1 (Ocak 1995): 153-74.

Kısa vadeli portföy yatırımı üzerindeki her türlü kontrol sermayenin maliyetini artırır, doğrudan yatırım projelerinin ekonomik uygulanabilirliğini azaltır. Doğrudan yabancı yatırım caydırılır.

Kısa vadeli portföy yatırımını sınırlandırma maliyetsiz değildir. Bu sınırlandırma hem yurtiçi yatırımı hem de doğrudan yabancı yatırımı azaltacaktır. Sermaye kontrolü ateşli taraftarlarının teşvik etmek istedikleri yatırım türü azalacaktır.²² Herhangi bir türde sermaye girişi, sermaye maliyetini düşürür. Kısa vadeli yabancı yatırım üzerindeki sınırlamalar, sermayenin maliyetini artıracaktır. Az miktardaki işletme yeni projelere girecektir.

Yabancı firmalar, imalat sanayii fabrikalarını yurtdışında kurmayı düşündüklerinde, yatırım kararında kullanılan sermayenin maliyeti ev sahibi ülkedeki maliyettir. Kısa vadeli portföy yatırımı üzerindeki her türlü kontrol sermayenin maliyetini artırır, doğrudan yatırım projelerinin ekonomik uygulanabilirliğini azaltır. Doğrudan yabancı yatırım caydırılır.

Hükümetler, kısa vadeli sermaye akımlarını kısma yoluyla, verdikleri sinyaller konusunda dikkatli olmalıdır. Kısa vadeli akımlar üzerindeki kontroller, ekonomi kötüleştiğinde yeni ek sınırlamaların konulacağı korkusunu doğurur. Doğrudan yatırımla ilişkili kârların yurtdışına çıkarılma yeteneği yasal bir husus olmaktadır.

Son olarak, yabancı yatırımcılara karşı yapılan eleştiriler veriyken, 1997 Asya finansal krizi esnasındaki rollerini ele almak aydınlatıcı olacaktır. Uluslararası kısa vadeli fonlar (*hedge funds*) 1997 Asya para ve hisse senedi

piyasalarının çöküşünden sorumlu tutulmuştur. Bununla birlikte, 1997 boyunca en büyük 10 fonun nakit yapısı ve para krizleri arasında bir bağ olmadığı tespit edilmiştir.²³

Başlıca büyük spekülâtif fonların, yerli paraları etkilediği yönünde kanıt yoktur. Gerçekte, Malezya'daki nakit krizinin zirve noktasında en büyük 10 fon ringit satın alıyordu. Bu davranış türü, piyasaya karşı satın alma, negatif geri besleme olarak adlandırılır. Eğer herhangi bir etki sözkonusuysa, 1997'de uluslararası hedging fonlarının yaptığı işlemler piyasanın likiditesini artırmış ve piyasada istikrar etkisine sahip olmuştur.²⁴

Benzer şekilde, Kore krizi döneminde yabancıların orantısız satışlarının piyasayı düşürdüğü de söylenemez. 1997'de yabancı yatırımcıların eşanlı olarak hisse senedi sattıkları konusunda kanıt yoktur. Yabancı yatırımcıların hisse senedi satışları genelde hisse senedi fiyatlarında bir düşüşle sonuçlanmamıştır. Koreli yatırımcıların kriz periyodu süresince kendi hisse senedi piyasası üzerinde en büyük etkiye sahip olmaları da sürpriz değildir.²⁵

Sermaye kontrolleri yönündeki görüş, yatırımcıların sürü gibi davrandığı ve finansal piyasalarda bulaşıcılığın yaygın olduğu varsayımlarına dayanır. Bulgular bu varsayımları doğrulamamaktadır. Sermaye kontrole-

²³ Bu çalışmalar için bkz. Stephen J. Brown, William N. Goetzmann, ve James Park, "Hedge Funds and the Asian Currency Crisis of 1997", National Bureau of Economic Research Working Paper, no. 6427, Şubat 1998; "Do Foreign Investors Destabilize Stock Markets? The Korean Experience in 1997", Ekim 1998, yazarın dosyasında yayımlanmamış not.

²⁴ Hedge fonlarının davranışlarıyla ilişkili çalışmalar negatif geri besleme ticaretinin oldukça yaygın olduğunu göstermektedir. Bkz. William P. Osterberg ve James B. Thomson, "The Truth about Hedge Funds," *Economic Commentary of the Federal Reserve Bank of Cleveland*, Mayıs 1999.

²⁵ Bkz. Hyuk Choe, Bong-Chan Kho ve Rene M. Stulz, "Do Foreign Investors Destabilize the Stock Market? The Korean Experience in 1997," *Journal of Financial Economics*, Cilt: 54, Sayı: 2 (Ekim 1999): 227-64.

²² Bu tartışmanın çoğu Geert bekaert ve Campbell R. Harvey, "Capital Markets: An Engine for Economic Growth," *Brown Journal of World Affairs*, Cilt: 5, Sayı: 1 (Kış-Bahar 1998): 33-53.

rinin uygulamaya konması sermaye maliyetini artırır, hem yurtiçi hem de doğrudan yabancı yatırımları düşürür. Sermaye kontrolleri, ekonomik büyümeyi sınırlandırır ve finansal piyasalarda istikrarı sağlamada başarısız olur.

Hükümet Garantileri Özel Sektörü Daha Fazla Risk Almaya Teşvik Eder mi?

Meksika operasyonu, kendisini iki yıl sonra takip eden Asya krizi için bir basamak oluşturmuştur. Bankalar, Asya'nın yükselen piyasalarına ödünç vermede kendilerini güvende hissetmişlerdir.

Uluslararası finansal sistemi geliştirme yönündeki herhangi bir girişimdeki merkezi husus, hükümet kredi ve garantilerinin ahlâki zaaf sorununa yol açıp açmamasında odaklanmaktadır.²⁶ Farklı bir şekilde belirtilirse, acaba IMF kurtarma programları ve hükümet borç garantileri (açık veya zımni olarak), hem ödünç alanları hem de borç verenleri aşırı risk almaya teşvik ederek finansal krizlerin şiddetini artırmakta mıdır?²⁷

1995'te Meksika'nın kurtuluşu, bu tartışmada yol gösterici olmuştur. Aralık 1994'te pesonun çöküşünden hemen sonra, ABD Ha-

zinesi, IMF ve ABD Federal Rezerv 41 milyar dolarlık bir kredi anlaşması yapmışlardır.²⁸ Bu kurtarmayı dikkat çekici kılan, paketin hacminin büyüklüğü ve pesonun devalüasyonundan hemen sonra gelmesidir. Bu krediler, Meksika hükümetinin dolar garantili *tesobonos* tahvillerini geri ödemeyi garanti etmesini etkin olarak sağlamıştır.²⁹

IMF ve Clinton yönetimi, bu kurtarmayı bir başarı olarak kabul ettiler; çünkü Meksika hükümeti ABD borçlarını geri ödemişti.³⁰ Ancak, devalüasyon ortalama Meksika vatandaşının gelir düzeyinde dramatik düşüklere yol açtığı için, programın değerlendirilme sorununu gündem - getirmektedir.³¹ Ekonomik kurtarma paketi, Meksika ekonomisinde uluslararası ticaretle uğraşan sektörlerle münhasır kılınmış, kabaca ekonominin geriye kalan yarısı iyileştirilmemiştir. Ek olarak, yüksek düzeydeki geri dönmeyen kredi, birçok Meksika bankasını uğraştırmaya devam etmiştir.³²

Bu bulguyla mücehhez olarak, eleştirmenler kurtarma paketinin esas itibarıyla yabancı yatırımcıları koruduğunu, çünkü yardım paketi olmadığında bunların büyük zararlara uğrayacağını ileri sürmektedirler. Meksika operasyonu, kendisini iki yıl sonra takip eden Asya krizi için bir basamak oluşturmuştur. Bankalar, Asya'nın yükselen pi-

²⁶ Örneğin Uluslararası Finansal Kurum Danışma Komisyonu, *The Final Report of the International Financial Institution Advisory Commission* (Washington: International Financial Institution Advisory Commission, Mart 2000).

²⁷ Belirli bir faaliyetle ilgili olumsuz sonuçlara karşı bireyleri garantiye alma, daha fazla risk alma konusundaki özendiricileri artırır. Bu durum ahlâki zaaf (moral hazard) olarak adlandırılır. Hükümetin finansal güvenlik ağları, mevcut sigortası gibi, ahlâki zaaf sorunlarını doğurmaktadır. Bu garantiler, banka batmaları durumunda mudileri korumak ve bir bankaya karşı olan paniğin diğer bankalara yayılmasını önlemek için tasarlanmıştır. Eğer bankalara olan panik hücumları sınırlıysa, finansal sistem daha istikrarlı ve güvenlidir. Bununla birlikte, mudiler hükümet tarafından korundukları için, bankaların ödünç verme kararlarını gösterleme bu mudilere fazla özendirici gelmeyecektir. Daha az gösterleme sonucu, bankacılar yüksek gelir için çok riskli krediler vererek adeta kumar oynayabilirler.

²⁸ Michael Bordo ve Anna J. Schwartz, "Measuring Real Economic Effects of Bailouts: Historical Perspectives on How Countries in Financial Distress Have Fared with and without Bailouts," National Bureau of Economic Research Working Paper, 7701, Mayıs 2000, s.30.

²⁹ Bkz. Allan H. Meltzer, "What's Wrong with the IMF? Daha İyi Ne Olabilir?", *Independent Review*, Cilt: 4, Sayı: 2 (Güz 1999): 201-15; Bordo ve Schwartz.

³⁰ Bkz. Bradford De Long, Christopher De Long, ve Sherman Robinson, "The Case for Mexico's Rescue," *Foreign Affairs*, Cilt: 75, Sayı: 3 (Mayıs-Haziran 1996): 8-14.

³¹ Bkz. Bordo ve Schwartz; Meltzer; ve Robert Krol, "Bailout Bickering", *Foreign Affairs*, Cilt: 75, Sayı: 5 (Eylül-Ekim 1996):171.

³² Bkz. Bordo ve Schwartz.

yasalarına ödünç vermede kendilerini güvende hissetmişlerdir.

IMF, sadece yabancı bankaları kurtarma için değil, fakat aynı zamanda 1994-95 Meksika krizini takiben fonlama miktarını önemli ölçüde artırarak yeni problemlere kapı açtı. Finansal kurumların aldığı sinyal, riskli yükselen piyasalara ödünç verdiklerinde IMF fonlarının bunları korumaya devam edeceği şeklinde oldu. Finansal kurumların, yükselen piyasalara verdikleri kredileri artırdıkları için sorumlu oldukları söylenebilir. Meksika krizinden önce, yükselen piyasalara giren portföy yatırımları yükselmisti (1990 ve 1996 arasında 60 milyar dolar civarından 194 milyar dolara). Meksika krizini takiben, portföy yatırımları azaldı; banka kredileri önemli ölçüde arttı.

Global finansal piyasalara resmî müdahalelerin ahlâki zaafa yol açtığı konusunda sınırlı miktarda bulgu vardır. Ancak, hükümetin yurtiçi kurtarma ve garantilerinin ahlâki zaafa önemli ölçüde yol açtığı konusunda yeterli bulgu vardır.³³

Araştırmalara göre, mevduat sigortası mudilerin bankaları izlemelerini sınırlandırmakta, bu da banka yöneticilerinin daha çok risk almalarıyla sonuçlanmaktadır. 1980'lerde ve 1990'larda 61 ülke için yapılan bir araştırma, mevduat sigortasına sahip ülkelerin banka krizine girme olasılığının daha yüksek olduğunu göstermiştir.³⁴ Araştırmacılar sigortayı açıktan yapmanın, sigorta kapsamını genişletmenin veya her ikisini birden yapmanın banka kriz olasılığını artırdığını ileri sürmektedirler. Risk-ayarlı sigorta primlerini zorunlu tutmak ve bankaları sigorta yapmaya zorlamak, banka krizi olasılığını azaltmaktadır.

Arjantin, Kanada ve Meksika ile ilgili bir vaka çalışması, bu konuda yeni bulgular sunmaktadır.³⁵ Mevduat sigortası kapsamı bu üç ülkede önemli ölçüde farklılık göstermektedir. Meksika sınırsız sigorta öngörmekte; Arjantin oldukça sınırlı sigorta uygulamakta; Kanada ise arada bir yerededir. Araştırma, mudilerin düşük ödünç kalitesine (dönmeyen kredilerdeki artış) ve banka sermayesine nasıl cevap verdiklerini ele almaktadır. Arjantin'de bir bankanın ödünç kalitesinde veya sermayesindeki bir düşüş, mudilerin paralarını çekmelerine neden olmaktadır. Bununla birlikte, Meksika ve Kanada'da, mudiler korunduklarını bilmekte ve mudi davranışları etkilenmemektedir. Finansal piyasalardaki serbestleşmeyi takiben Meksika ve Kanada'daki bankalar portföylerindeki riskli kredi miktarını artırmışlardır. Arjantin'deki bankalar, mudiler paralarını çekecekleri için, aşırı riskli işlere teşebbüs etmemektedir. Açıkçası, mevduat sigortası mudilerin banka risklerini gözetleme güdülerini azaltarak davranışlarını değiştirmektedir.

ABD'de, Para Kontrolörü 1984 yılında "İflas için Çok Büyük" (*Too Big to Fail*) politikasını ilan etti. Bu politika ABD'de en büyük 11 bankaya yüzde 100 mevduat sigortası güvencesi sağladı.³⁶ Bu koruma etkili bir biçimde fon artırma maliyetini düşürdü ve söz konusu bankaların yüksek getirili (yüksek riskli) kredilere yönelmesine neden oldu. Hisse senedi piyasası büyük bankaların menfaatlerini teyit etti; büyük bankaların hisse senedi fiyatları yükseldi; küçük bankaların

³³ Bkz. William Gruben, Jahyeong Koo, ve Robert Moore, "When Does Financial Liberalization Make Banks Risky? An Empirical Examination of Argentina, Canada, and Mexico," Federal Reserve Bank of Dallas Working Paper, 99-05, Ağustos 1999.

³⁶ 1991 yılındaki Federal Mevduat Sigorta Geliştirme Kanunu "İflas İçin Çok Büyük" politikasına sınırlama getirmiştir. Bir gelişme olmakla birlikte, bu yasal düzenleme ABD finansal kriziyle test edilmemiştir.

³³ Bkz. Robert Krol, "Tighter Reins on IMF Lending", *Washington Times*, 30 Mart 2000.

³⁴ Bkz. Asli Demirgüç-Kunt ve Enrica Detragiache, "Does Deposit Insurance Increase Banking System Stability? An Empirical Investigation", IMF Working Paper, 1999.

hisse senedi fiyatları ise düştü. En çok rahat-sızlık veren husus da, zayıf büyük bankaların hisselerinin en fazla değer kazanmasıydı.³⁷

Hisse senedi piyasasının cevabı yönünden değerlendirildiğinde, yatırımcılar büyük bankalar için bu politikanın iyi olduğu görülmüştür. “İflas için Çok Büyük” politikasına cevap olarak, büyük bankalar daha çok risk aldılar. Sermaye/aktif oranları, sağlam konut ipotek teminatları ve yüksek değerli firmalara verilen kredilerde düşüşler olmuştur. Riskli ticarî gayri menkul kredilerinde ise artışlar meydana gelmiştir.³⁸

Risk almayı gözetlemede sigortanın etkisi konusundaki diğer bulgular 1980'lerdeki uluslararası borç krizinden elde edilebilir.³⁹ Bu araştırma, az gelişmiş ülkelerin (AGÜ) borç yükümlülüklerini ödeme yeteneklerindeki düşüş karşısında, ABD bankalarını ele almaktadır. Araştırmacılar özellikle, AGÜ'lerin borç durumunun büyük miktardaki sigortasız mevduat sertifikalarını tutanlara ödenen faizler üzerinde veya banka hisse senedi getirileri üzerinde herhangi bir etkisinin olup olmadığını belirlemeye çalışmışlardır. Eğer büyük mevduat sertifikalarının herhangi bir garantileri yoksa, bir bankanın daha riskli gelişmekte olan ülkelere verdiği borç oranındaki herhangi bir artışın mudileri endişelendirmesi gerekir. Sonuç, mevduat

sertifikaları faiz oranları üzerinde yukarı doğru baskı olacaktır. Söz konusu ödünçlerle ilgili ekstra riskleri telafi için yatırımcıların talep ettikleri daha yüksek faizler, bankanın risk almasına otomatik bir kontrol uygulayacaktır. Mevduatın tamamen garanti altına alındığı yerlerde, faiz oranları üzerinde yukarıya doğru bir baskı görülmeyecektir. AGÜ borç durumuyla mevduat sertifikalarına uygulanan faiz oranları arasında, mudilerin koruma gücünü gösteren, herhangi bir ilişki bulunmayacaktır. AGÜ borç kalitesindeki düşüş, banka hisse senetlerinin getirilerini de azaltacaktır. Ancak banka hisse senedi getirisinde azalış gözlenmemiştir.⁴⁰

Finansal güvenlik ağının olumsuz etkisinin son örneği, ABD hayat sigortası endüstrisinden gelmektedir.⁴¹ Devlet, şirketlerin iflası durumunda sigorta yaptırılanları korumak için hayat sigortası garanti fonlarını kurmuştur. Eğer bir şirket iflas ederse, sigorta yaptırılanlara faaliyete devam eden hayat sigortası şirketlerinin hesaplamasıyla ödeme yapılır. Bu tip oto-sigorta sistemi, hayat sigortası şirketlerinin birbirlerinin yatırım stratejilerini gözetlemeleri konusunda güçlü bir özendiricidir.

Bu oto-regülasyon sistemi bazı eyaletlerde, faaliyete devam eden firmalar için vergi kredileriyle, kısa devre yapmaktadır. 43 eyalette, faaliyetteki hayat sigortası şirketleri iflas eden şirketten dolayı hesaplanan zararı tamamen veya kısmen dikkate alabilirler. Diğer sigorta şirketlerinin riskli yatırımlarını,

³⁷ Bu sonuçlar şu kaynağa dayanmaktadır: Maureen O'Hara ve Wayne Shaw, “Deposit Insurance and Wealth Effects: The Value of Being Too Big to Fail”, *Journal of Finance*, Cilt: 45, Sayı: 6 (Aralık 1990): 1587-1600.

³⁸ Bkz. John H. Boyd ve Mark Gertler, “The Role of Large Banks in the Recent U.S. Banking Crisis”, *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Cilt: 18, Sayı: 1 (Kış 1994): 2-21.

³⁹ Bu tartışma şu kaynağa dayanmaktadır: Christopher James, “Empirical Evidence on Implicit Government Guarantees of Bank Foreign Loan Exposure”, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Sayı: 30 (Bahar 1989): 129-62 ve aynı dergide Jeremy Bulow tarafından bu makale için yapılan yorum.

⁴⁰ Banka hisse senedi getirileri ve uluslararası borç sorunları konusundaki diğer çalışmalar, hissedarlar için sadece kısmi sigorta tespit etmişlerdir.

⁴¹ Bu tartışma şu kaynağa dayanmaktadır: Elijah Brewer, Thomas Mondshean ve Philip Stratan, “The Role of Monitoring in Reducing the Moral Hazard Problem Associated with Government Guarantees: Evidence from the Life Insurance Industry”, *Journal of Risk and Insurance*, Cilt: 64, Sayı: 2 (Haziran 1997): 301-22.

düzenleyici yetkililere rapor etme ve bunları gözetleme güdüsü sınırlıdır; vergi yükümlüleri herhangi bir zararın meydana gelmesinde ödemelerine son verirler.

Vergi kredileri uygulanmaya başlamadan önce ve sonra, sigorta şirketinin riski karşılaştırıldığında, hesaplamada vergi kredilerine izin veren eyaletlerde risk almanın yükseldiği görülmektedir. Vergi kredilerine izin vermeyen eyaletlerde, risk alma artmamaktadır. Oto-gözetleme, hayat sigortası şirketinin istikrarlı bir risk düzeyinde faaliyet göstermesine yardımcı olur.

Birlikte dikkate alındığında, burada zikredilen araştırmaların sonuçları, finansal piyasalarda ahlâkî zaaf konusunda güçlü bulgular vermektedir. Sigorta veya diğer korumalar (örneğin vergi kredileri gibi) finansal piyasalarda arzulananın ötesinde bir risk alma teşvik etmektedir. Açıkçası, IMF ve hükümet kurtarmaları ve garantileriyle ilgili ahlâkî zaaf sorunu ciddi olarak gözden geçirilmelidir. Hükümet bir kere bireyleri kötü sonuçlardan koruma için müdahale edince, finansal kurumların davranışlarını gözetleme dürtüsü azalmaktadır. Daha az gözetleme ile risk alma artmaktadır. Daha çok risk alma, finansal krizin meydana gelme olasılığını artırmaktadır. Maliyetler, müdahaleci politikalar sonucu elde edilen yararlarla dengelenmelidir.

IMF Uyum Programlarının Etkinliği

1982'de başlayan üçüncü dünyanın borç krizi, borç sorunları yaşayan gelişmekte olan ekonomiler için tavsiye mercii ve fon sağlayıcı olarak IMF'nin yeniden keşfine yol açmıştır.

IMF, İkinci Dünya Savaşı sonrası küresel finansal sistemde baş oyuncu olmuştur. IMF'nin misyonu, 1944 Bretton Woods anlaşması ile kurulan sabit döviz kuru sistemi-

nin yönetimine yardımcı olmaktı.⁴² Fon, ödemeler dengesi güçlükleri çeken üye ülkelere kısa vadeli borçlar vermekteydi. 1973 yılında ayarlanabilir kur sisteminin kaldırılmasıyla, bu misyon ortadan kalkmıştır.⁴³

1982'de başlayan üçüncü dünyanın borç krizi, borç sorunları yaşayan gelişmekte olan ekonomiler için tavsiye mercii ve fon sağlayıcı olarak IMF'nin yeniden keşfine yol açmıştır. Bu da IMF kaynaklarının ve etkisinin önemli ölçüde artması ile sonuçlanmıştır.⁴⁴

Eleştirmenler, bunun fonların kötü bir kullanımı olduğunu ve IMF programlarının askıya alınması gerektiğini savunmaktadırlar. Diğer yandan finansal krizlerin ardından ekonomik iyileşmeyi hızlandıran IMF müdahalelerini övenler de vardır. Üzerinde konuşulan, IMF öncülüğünde ülke uyum programlarının etkinliğidir.

Birçok araştırma IMF-dizaynlı ülke uyum programlarının etkilerini ele almıştır.⁴⁵ Değerlendirmelerin çoğu, programın ülkenin cari işlemler dengesi, uluslararası rezerv pozisyonu, enflasyon oranı ve üretim büyümesi üzerindeki etkisinde odaklanmaktadır. Dikkati çeken, Fon programlarının ekonomik performansı önemli ölçüde iyileştirmesi konusunda bulguların nasıl elde edileceğidir.

Bu araştırmada, IMF'nin kendi görüşü çok da olumlu değildir. IMF araştırmacıları, 18 farklı araştırmayı ele aldıktan sonra, 14 araştırmadan 4'ünde uyum programlarının ülke-

⁴² Bu kısım şu kaynaga dayanmaktadır: Ian Vásquez, "Repairing the Lender-Borrower Relationship in International Finance," Cato Institute Foreign Policy Briefing, no.54, 27 Eylül 1999, s.1-13; Meltzer.

⁴³ Milton Friedman bu yorumu şu yazısında yapmaktadır: "Markets to the Rescue", *Wall Street Journal*, 13 Ekim 1998.

⁴⁴ Bkz. Vásquez; Meltzer.

⁴⁵ Bu kısım IMF iktisatçıları Nadeem Ul-Haque ve Mohsin S. Khan'ın şu çalışmasına dayanmaktadır: "Do IMF-Supported Programs Work? A Survey of the Cross-Country Empirical Evidence," IMF Working Paper 169, Aralık 1998.

nin cari işlemler bilançosunu önemli ölçüde iyileştirdiğinin tespit edildiğini belirtmektedirler.⁴⁶ 15 araştırmadan 5'ine göre uluslararası rezervler önemli ölçüde artmıştır. Fon politikalarının enflasyon ve üretim büyümesine yönelik etkisi hâlâ daha düşüktür. 17 araştırmadan 3'ü enflasyonun önemli ölçüde düştüğünü göstermektedir. 18 araştırmadan sadece 3'üne göre üretim önemli ölçüde artış göstermiştir. Olumsuz araştırmalardan ikisine göre, başlangıçtaki düşüşü takiben üretim büyümesi önemli artış göstermiştir.

Yeni araştırmalar ise, IMF kontrolünün dışındaki faktörlerin kontrolü için daha olumlu bulgular sunmaktadır; bunlar bir ölçüde daha yüksek başarı bulgularıdır. Özellikle, IMF uyum programlarının bir ülkenin cari işlemler bilançosunu düzelttiği yönünde güçlü bir argüman ortaya konabilir. Bununla birlikte, daha iyi bir analizle bile, geriye kalan değişkenlerle ilgili bulgular berrak değildir. Topluca değerlendirilirse, IMF uyum programları parlak bir sicile sahip değildir.

IMF programlarının başarısını değerlendirmek için alternatif bir yol, IMF kurulmadan önce ve sonra finansal krizlerden kurtulmaları karşılaştırmaktır. Karşılaştırmanın anlamlı olması için, uluslararası sermaye akımlarının hacmi karşılaştırılabilir olmalıdır. Böyle bir karşılaştırma sadece I. Dünya Savaşı'ndan önceki 30 yıllık dönem ile yapılabilir.⁴⁷ Bu

periyot sırasındaki sermaye akımları son akımlarla hacim olarak karşılaştırılabilir.⁴⁸

Karşılaştırma ile ilgili son bir araştırma, gelişen piyasalardaki krizlerin günümüzde önceki döneme göre genelde daha sık meydana geldiğini göstermektedir. Önceki dönemde bir kriz esnasında trend değerine göre üretimde % 2'lik düşüş gözlenirken, son 25 yıllık bugünkü periyotta düşüş oranı % 3'tür.⁴⁹

Önceki dönemde bir para krizinin ardından yükselen piyasa ekonomileri bugüne oranla daha hızlı iyileşiyordu. Bununla birlikte, ülkeler önceki dönemde bankacılık krizlerinden görece daha yavaş kurtulabiliyorlardı. İkinci sonuç, muhtemelen yurtiçinde nihai ödünç verici merciin olmaması nedeniyle. Bulgular IMF programlarının finansal krizlere uyumda kolaylık sağlamadığını göstermektedir.

Uluslararası Finansal Sistemi Yeniden Yapılandırma

Sorumsuz hükümetler, IMF'nin kendilerini finansal tedbirsizliklerinin sonuçlarına katlanmaktan korumak için müdahale edeceğini bilmektedirler.

Uluslararası finansal sistemin geliştirilmesi konusunda öneri eksikliği sözkonusu değildir.⁵⁰ Bu makale, IMF ve yurtiçi politika

⁴⁶ Ul-Haque ve Khan 18 araştırmayı gözden geçirmelerine rağmen, her araştırma sözkonusu dört makro ekonomik değişkeni dikkate almamaktadır. Sonuç olarak, her bir değişken için rapor edilen araştırmaların toplam sayısı 18'den daha az olacaktır.

⁴⁷ Bu konunun tartışması için bkz. Jeffrey Sachs ve Andrew Warner, "Economic Reform and the Process of Global Integration", *Brookings Papers on Economic Activity*, Sayı: 1 (1995): 1-118; Michael D.Bordo, Barry Eichengreen ve Douglas A.Irwin, "Is Globalization Today Really Different Than Globalization a Hundred Years Ago?", National Bureau of Economic Research Working Paper, no. 7195, Haziran 1999.

⁴⁸ İki dönem arasında iki önemli fark vardır. Önceki dönemde dünya ekonomisi altın standardındaydı ve hükümet müdahaleleri küresel sermaye piyasalarında yapılmıyordu. IMF ve Dünya Bankası yoktu.

⁴⁹ Bu karşılaştırma için kaynak: Bordo ve Schwartz, s.45-60.

⁵⁰ Bkz. Robert A. Blecker, *Taming Global Finance* (Washington: Economic Policy Institute, 1999); Barry Eichengreen, "Toward a New International Financial Architecture," Institute for International Economics, Washington, 1999; Morris Goldstein, *Safeguarding Prosperity in a Global Financial System* (New York: Council on Foreign Relations, 1999); Jane Little ve Giovanni P. Olivi, *Rethinking the International Monetary System* (Boston: Federal Reserve Bank of Boston, 1999); ve Uluslararası Finansal Kurum Danışma Komisyonu.

ayarlamalarına odaklanmaktadır. Bu iki alan bir-biriyle yakından ilişkili olup, küresel sermaye piyasalarını geliştirme merkezini oluşturur.

IMF'nin birinci başkan yardımcısı olan iktisatçı Stanley Fischer, Fon'un uluslararası nihaî başvuru mercii olarak hizmet sunmasını savunmaktadır.⁵¹ Bulguların tersine, Fischer uluslararası sermaye piyasalarında sürü davranışının önemli olduğuna ve ciddi bulaşma sorunu doğurduğuna inanmaktadır. Fischer, IMF'nin uluslararası piyasalardaki rolünün artmasını istemektedir.

Birçok iktisatçı, IMF'nin etkin bir uluslararası nihaî başvuru mercii olarak hizmet vermesi düşüncesini eleştirmektedir.⁵² Bir nihaî başvuru mercii, pazarlanabilir teminatlarla finansal kurumları sıkıntılarında kurtarmada, neredeyse sınırsız borç verme için hızlı harekete geçme yeteneğine sahip olmalıdır. Bu ödünçler, suistimali önlemek için piyasa oranında veya daha yüksek oranlarda faiz yükü getirirler.⁵³

Yüksek güçlü para (nakit artı banka rezervleri) üretme yeteneği olmaksızın, IMF bir kriz esnasında yeterli fon sağlayamaz.⁵⁴ IMF, bir krizde hızla eyleme geçtiğini hiç

göstermemiştir. IMF icra direktörlerinin, uygulamadan önce genelde kendi hükümetleriyle görüşmeleri gerekir; bu da süreci geciktirmektedir. IMF'nin finansal krizlerde bugüne kadar gösterdiği performans iyi değildir. Sürekli olarak verdiği borçlara piyasadan daha düşük faizler uygulayarak fonların etkin olmayan bir şekilde kullanımını özendirilmektedir. Politik baskılar, IMF'yi, Rusya gibi müflis hükümetlere borç vermeye yöneltmektedir. Bundan başka, merkez bankaları da bankalara yönelik bir hücum olduğunda, finansal sisteme likidite sağlamak için hazır beklemektedir.

Nihaî başvuru mercii, finansal sıkıntılarda kredileri bireysel kurumlara sağlamamalıdır. Bunun yerine, nihaî başvuru mercii bir bütün olarak finansal sistemdeki likiditeyi artırmalıdır. Bu, piyasaya yeni fonları en etkin tarzda tahsis etme olanağı verir. Bazı finansal kurumlar iflas edecektir (ve etmeleri gerekir).

IMF politikası, finansal sorunları kendi kötü kararlarından kaynaklanan hükümetlere fon sağlamasına neden olmaktadır. Bu durum, nihaî başvuru mercii'nin nasıl davranması gerektiği konusundaki görüşlerin çoğu ile tutarsız olup açık bir biçimde ahlâkî zaaf sorununu kötüleştirecek şekilde cereyan etmektedir. Sorumsuz hükümetler, IMF'nin kendilerini finansal tedbirsizliklerinin sonuçlarına katlanmaktan korumak için müdahale edeceğini bilmektedirler.

Uluslararası finansal reformun amacı, finansal krizlerin sıklığını ve şiddetini azaltmaktır. Bu da, sadece gelişen piyasaların bir seri reform gerçekleştirmesi ile başarılabilir.⁵⁵ Bu reformlar şu alanlardadır: Daha büyük makro ekonomik istikrar (daha sıkı fiskal

⁵¹ Bkz. Stanley Fischer, "On the Need for an International Lender of Last Resort", *Journal of Economic Perspectives*, Cilt: 13, Sayı: 4 (Sonbahar 1999): 85-104. Paul Krugman da bu argümanı savunmaktadır: "The Indispensable IMF", *New York Times*, 15 Mayıs 1998.

⁵² Bkz. Varadarajan V. Chari ve Pat Kehoe, "Asking the Right Questions about the IMF", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Annual Report 1998*; Milton Friedman, "Markets to the Rescue", *Wall Street Journal*, 13 Ekim 1998; George P. Schultz, William E. Simon, ve Walter B. Wriston, "Who Needs the IMF?", *Wall Street Journal*, 3 Şubat 1998; Anna J. Schwartz, "Time to Terminate the ESF and the IMF", *Cato Institute Foreign Policy Briefing*, no. 48, 26 Ağustos 1998; ve Charles W. Calomiris, "The IMF's Imprudent Role as Lender of Last Resort," *Cato Journal*, Cilt: 17, Sayı: 3 (Kış 1999): 275-94

⁵³ Xavier Freixas ve Jean-Charles Rochet, *Microeconomics of Banking* (Cambridge, Mass.: MIT Press, 1998): s.207-10.

⁵⁴ Bu argüman Schwartz'dan gelmektedir.

⁵⁵ Reformların çoğunluğu şimdi artık bilindiği ve başka yerlerde tartışıldığı için, Ben sadece bunların listesini veriyorum. Daha fazla ayrıntı için bkz. Krol ve Ortenzi veya Eichengreen.

disiplin ve parasal kontrol), vergi reformu, esnek döviz kuru sistemi, ürün ve aktiflerde serbest ticaret, piyasa temelli finansal düzenleme, geliştirilmiş muhasebe standartları-şeffaflık ve özel mülkiyet haklarını koruyan parasal sistem.⁵⁶

Uluslararası finansal sistemi reforme etme, birbiriyle yakından ilişkili iki soruna indirgenbilir. Finansal krizleri kontrol etmede IMF ile birlikte öncü rolü oynayan bugünkü sistem, yükselen-piyasa reformu için doğru özendiriciler sağlıyor mu? Alternatif bir sistem daha iyi çalışır mı?

IMF programları, gelişme yolundaki ülkeler için zorunlu ekonomik reformları uygulama konusunda gerekli özendiriciler sağlamamaktadır. Bunu sadece özel piyasa itibarlı bir tarzda yapabilir.

IMF tarihi, yurtdışı reform için zayıf özendiriciler sağlama performansına sahiptir. Fon, finansal olarak sıkıntıya giren ülkelerin yurtdışı politikalarını, verdiği krediler üzerine koşullar koyarak etkilemeye çalışmakta; ülkeler de, finansal yardım almadan önce bir dizi makro ekonomik politika ve hedefler konusunda Fon'la mutabık kalmalıdır. Makro ekonomik politikalar, bir ülkeyi sürdürülebilir uzun dönemli büyüme yoluna sokacak şekilde oluşturulur. Teoride, bir kere reformlar gerçekleştirilince ve borçlar ödenince, ülke artık IMF yardımına ihtiyaç duymayacaktır.

Ne yazık ki, tipik sonuç böyle olmamaktadır. Alınan borçlara koşul olan ve görüşmelerle siyasi olarak belirlenen makro ekono-

mik politikalar fiilen uygulanmamaktadır. İktisatçı Sebastian Edwards bu durumu sözünü sakınmadan dile getirmektedir:

Birçok vakada, hedeflerini herkesin bildiği onaylanmış standby programları amacına ulaşmaz; IMF büyük bir sessiz sinema oyununa katılmaktadır; bunun dolaylı olarak anlamı şudur: Anlaşmanın maddelerine göre, kaynak geçicilik esasına göre sağlanmıştır; ülke yakın gelecekte büyük bir ihtimalle sürdürülebilir ödemeler dengesine ulaşacaktır. Birçok ülke için bu durum gerçekleşmemektedir ve bunu da herkes bilmektedir.⁵⁷

IMF, uzun dönem ekonomik büyümeyi geliştirmekten ziyade bağımlılığı artırmaktadır. Bu, yüksek orandaki üye ülkenin düzenli olarak (bazı durumlarda yıllık) fondan borçlanmaları şeklinde kendisini göstermektedir.⁵⁸ 1949 ve 1999 arasında 24 ülke IMF fonlarını 30 yıl veya daha fazla kullandı. Mısır, Hindistan, Türkiye ve Yugoslavya IMF fonlarını 40 yıl veya daha fazla kullandılar. Kırkbeş ülke IMF'den 20 ila 29 kez borç alırken, 25 ülke IMF'den 10 ila 19 kez borç almıştır.⁵⁹

IMF, borç geri ödemelerinin zamanında yapılamaması sorunlarını çözememiştir. 1980'lerdeki borç krizi sırasında, artan IMF kredileri gerekli ayarlamaları geciktirmiştir.⁶⁰ IMF

⁵⁷ Sebastian Edwards, "The International Monetary Fund and Developing Countries: A Critical Evaluation", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Sayı: 31 (1989): 35.

⁵⁸ Bkz. Doug Bandow, "The IMF: A Record of Addiction and Failure," in, *Perpetuating Poverty: The World Bank, the IMF, and the Developing World*, (ed.) Doug Bandow ve Ian Vásquez (Washington: Cato Institute, 1994): 18-20.

⁵⁹ Bu rakamlar Uluslararası Finansal Kurum Danışma Komisyonu'ndan alınmıştır (s.16).

⁶⁰ Bu sonuç, şu kaynağa dayanmaktadır: Jeremy Bulow ve Kenneth Rogoff, "Debt Relief and the International Enforcement of Loan Contracts", *Journal of Economic Perspectives*, Cilt: 4, Sayı: 1 (Kış 1990): 31-42.

⁵⁶ Bazı serbest piyasa iktisatçıları para kurulunu veya bir ülkenin parasını tamamen kaldırmayı esnek döviz kuruna tercih etmektedir. Bkz. örneğin, Carlos e. Zarazaga, "Can Currency Boards Prevent Devaluations and Financial Meltdowns?" Federal Reserve Bank of Dallas, *Southwest Economy*, Sayı: 4 (1995): 6-9; Steve H. Hanke ve Kurt Schuler, "A Dollarization Blueprint for Argentina", Cato Institute Foreign Briefing, no. 52, 12 Mart 1999.

ödünçleri, özel bankaları vadesi geçmiş borçlar sorununu çözme konusunda isteksiz davranmaya yönelmektedir. Bankalar fonların IMF'den geleceğini ve bu fonların bankalara yapılacak ödemelerde kullanılacağını bilmektedirler. Krizi çözmek yaklaşık olarak 10 yılı almıştır. IMF müdahalesi olmaksızın, özel sektör daha kısa zaman zarfında çözümünü müzakere edebilecekti.

IMF programları, gelişme yolundaki ülkeler için zorunlu ekonomik reformları uygulama konusunda gerekli özendiriciler sağlamamaktadır. Bunu sadece özel piyasa itibarlı bir tarzda yapabilir. Özel fonlamanın kaybedilme korkusu, reformlar için IMF'nin yapamayacağı türden güçlü özendiriciler sağlar.

IMF'nin başarılı uzun vadeli reformları ihtimal dahilinde değildir. Fondaki yönetim bürokrasisi, hayatta kalmak için misyonunu ustaca genişletmede mahirdir. IMF'nin orijinal misyonu, başlıca endüstrileşmiş ülkeler 1973 yılında esnek döviz kuruna geçtikleri zaman fiilen sona ermişti. Bu gelişmeye karşın, o tarihten bu yana Fon, kaynaklarını ve gücünü genişletmeyi becermiştir. Bu, Fonun etkin olmayan performansının yol açtığı sorunlu bir gelişmedir.

IMF her zaman kamu yararına hizmet ettiğini iddia edecektir. Halbuki kamu tercihi ekonomik analizi, IMF gibi bürokrasilerin menfaat amaçlı olmadan sırf ortak kamu yararı için çalıştıklarını kabul etmenin safça bir düşünce olduğunu söylemektedir. Örneğin, eğer Fon dünyanın vergi mükelleflerine bir kamu hizmeti sağlıyorsa, üyelerinin finansal sorunlar yaşadığı dönemlerde, personel genişlemesini görmeyi bekleyebiliriz. Ancak bu durum meydana gelmemektedir. Araştırmalar, küresel ekonomik sorunlarla personel artışı arasında önemli bir ilişki tespit etmemiştir.⁶¹ Ek

olarak, çalışma maliyetleri konusunda çok az kaygı sözkonusudur. Personel artışı genelde işgücü maliyetiyle ilişkisizdir. Genel olarak, IMF'nin kullanabileceği fonlar ne kadar büyükse, personel de o kadar çok olmaktadır.

IMF anlaşmasına göre, toplam üye katkıları her beş yılda bir gözden geçirilir. IMF yönetimi, beş yıllık gözden geçirmeyi kendi yararına görmektedir. Daha büyük kaynaklar sağlamak için, Fon, kotaların gözden geçirilmesinden önceki iki yılda verdiği ödünçleri artırır. IMF kredileri, bir gözden geçirmeden önceki yıl, ortalama olarak % 52 artar. Üye ülkelerin kredi talepleri kontrol edildikten sonra, gözden geçirmeden önceki iki yılda kredi kullanım örüntüsünün önemli ölçüde arttığı görülmüştür.⁶² Bu örüntü, daha büyük kaynaklara acil ihtiyaç olduğu imajını uyardır. Uygulama, Fona katkıların artırmaları için üyelere baskı uygular.

IMF bürokrasisi reforme edilmemelidir; IMF tamamen kapatılmalıdır. Özel piyasa, reform için güdülerini sağlama yeteneğine ve borç ödeme dönemlerinde ödemeleri vadesinde yapma konusunda özendiricilere sahiptir. Küresel finansal piyasalardaki IMF eylemleri vergi mükellefleri için kötü bir getiri sağlamaktadır. ABD, tek taraflı olarak IMF'yi kapatmamakla birlikte, Fona yaptığı fon transferlerini durdurmalıdır. Bundan başka, diğer üye ülkeleri de aynı şeyi yapmaları konusunda teşvik etmemelidir.

Sonuç

Fonların nasıl kullanılacağına, uluslararası sermaye piyasalarının belirlenmesine izin ver-

Public Choice Analysis", *The Political Economy of International Organizations: A Public Choice Approach*, (ed.) Roland Vaubel ve Thomas D. Willett (Boulder, Colo.: Westview, 1991): 204-44; Roland Vaubel, "Bureaucracy at the IMF and the World Bank: A Comparison of the Evidence", *World Economy*, Cilt: 19, Sayı: 2 (Mart 1996): 195-210

⁶² Bkz. Vaubel, "The Political Economy of International Monetary Fund."

⁶¹ Bu bulgu şu kaynaktan alınmıştır: Robel Vaubel, "The Political Economy of the International Monetary Fund: A

me, dünyadaki yoksulların yaşam standartlarını yükseltmenin en iyi yoludur.

Politika karar alıcıları, eğer uluslararası finansal sistemin çalışmasını geliştirme arzusu taşıyorlarsa, dört anahtar noktayı anlamaya ihtiyaçları olacaktır:

- Açık sermaye piyasaları yatırımı, etkinliği ve ekonomik büyümeyi destekleyerek yaşam standartlarının yükselmesine öncülük eder.

- Uluslararası sermaye akımları üzerindeki kontroller ekonomik performansa zarar verir ve bunlardan kaçınılmalıdır.

- Hükümetin ve IMF'nin yardımları aşırı risk almayı teşvik etmekte, bu da finansal krizleri daha çok kötüleştirmekte ve meydana gelme olasılığını artırmaktadır.

- IMF borç verme ve uyum programları etkisiz ve zararlıdır. ABD, IMF'yi fonlamayı durdurmalıdır.

Uluslararası sermaye akımları üzerinde kontrolleri de içerecek yeni bir uluslararası finansal yapının gereği, politik olarak elve-

rişli görünebilir; ancak bu kontroller küresel ekonomiye zarar verecektir. Fonların nasıl kullanılacağına, uluslararası sermaye piyasalarının belirlenmesine izin verme, dünyadaki yoksulların yaşam standartlarını yükseltmenin en iyi yoludur.

Uluslararası ekonomide IMF için daha geniş bir rol, ne finansal krizlerin sıklığını ve şiddetini azaltacak ne de reformları destekleyecektir. En iyi çözümler, ortaya çıkan uluslararası finansal sorunları özel piyasaların çözmesine izin vermektir. Özel yatırımcıların baskıları, yükselen piyasa hükümetlerine özendiriciler sağlayarak, uzun dönem ekonomik büyümeye öncülük eden gerekli ekonomik reformların gerçekleştirilmesine imkan verecektir.

* "The Case for Open Global Capital Markets", *CATO Trade Briefing Paper*, No. 11, March 15, 2001.

Çeviren: Metin Toprak

Liberal Düşünce Topluluğu ***10 Yaşında...***

1992 yılında, liberalizmin temelinde yatan fikrî geleneklerin Türkiye'de tanıtılmasını temin etmeyi, piyasa ekonomisi, özgürlük, insan hakları, adalet, barış, kanun önünde eşitlik, hoşgörü, hürriyetçi demokrasi gibi insanların güven, düzen ve refah içerisinde yaşamasını sağlayan değerlerin ve kurumların anlaşılmasına ve benimsenmesine yardımcı olacak çalışmalar yapmayı amaç edinen bir grup entellektüelin biraraya gelerek kurduğu Liberal Düşünce Topluluğu 10. yaşını kutluyor...