



9 771302 353507



İktisat dergisi

aylık dergi

sayı: 438 3.000.000 TL.

finansal
liberalizasyon:
büyüme mi,
kriz mi?

burak atamtürk - melih baş - doğan cansızlar
mahfi eğilmez - gündüz fındıkçioğlu
gökhan karabulut - ersin özince - metin sarfati
baptiste venet - turan yay - mehmet yıldırım

İktisat'ın dama taşları

2003 - 2004

- 18 Ekim *Finansal Kriz Teorileri* ————— Dr. Gökhan Karabulut (İ.Ü. İktisat Fakültesi)
- 25 Ekim *Sistemlerde Demokrasi* ————— Prof. Dr. İzzettin Önder (İ.Ü. İktisat Fakültesi)
- 1 Kasım *Sosyal Bilimlerde Metodoloji* ————— Yrd. Doç. Dr. Osman Çetinkaya (İ.Ü. SBF)
- 8 Kasım *Haçlı Seferlerinin İktisadi Yönü* ————— Prof. Dr. Nihat Falay (İ.Ü. İktisat Fakültesi)
- 6 Aralık *Neoliberalizm ve Gelişmekte Olan Ülkeler* ————— Yrd. Doç. Dr. Burak Atamtürk (İ.Ü. İktisat Fakültesi)
- 13 Aralık *Ricardo Denkliği* ————— Doç. Dr. Kaya Ardicı (İ.Ü. İktisat Fakültesi)
- 20 Aralık *İktisat ve Uluslararası İlişkiler* ————— Prof. Dr. Abdülkadir Mercül (İ.Ü. İktisat Fakültesi)
- 10 Ocak *Neoliberalizm, Piyasa, Demokrasi İlişkisi: Hayek* ————— Dr. İlker Aktükün (İ.Ü. SBF)
- 21 Şubat *Ekonomik Krizler* ————— Prof. Dr. Gülten Kazgan (Bilgi Üniversitesi)
- 28 Şubat *Kamu Maliyesi Teorisinde Son Gelişmeler* ————— Prof. Dr. Hülya Kirmanoğlu (İ.Ü. İktisat Fakültesi)
- 6 Mart *İktisadın Bir Alt Dalı Olarak Endüstriler Arası İktisat ve Kullanım Alanları* ————— Prof. Dr. Gülay Günlük Şenesen (İ.Ü. SBF)
- 13 Mart *Kamu Ekonomisinde Paradigmalar* ————— Prof. Dr. Turan Yay (YTÜ İİBF)
- 20 Mart *Enflasyon, Kur ve Para Miktarı Çarpanı* ————— Prof. Dr. Merih Paya (İ.Ü. İktisat Fakültesi)
- 27 Mart *Para Politikası Stratejileri ve Enflasyon Hedeflemesi* ————— Prof. Dr. Gülsün Yay (YTÜ İİBF)
- 24 Nisan *Ricardo ve J.S.Mill: Tek Hedefli Politikalar Çok Hedefli Politikalara* ————— Prof. Dr. Dinç Alada (İ.Ü. SBF)
- 8 Mayıs *İktisat ve Ekoloji* ————— Yrd. Doç. Dr. Özgür Kayalica (İTÜ)
- 15 Mayıs *Optimal Vergileme: Doğrusal ve Doğrusal Olmayan Vergiler* ————— Dr. Gündüz Fındıkçıoğlu
- 22 Mayıs *İktisat ve Psikoloji* ————— Saffet Murat Tura

Tüm oturumlar İFMC Genel Merkezi'nde yapıp, saat 14.00'de başlamaktadır.



IFMC

İKTİSAT FAKÜLTESİ MEZUNLARI CEMİYETİ

Cumhuriyet Cad. Ceylan Apt. No: 27/6 80090 Taksim / İSTANBUL

Tel.: 0.212 250 50 34 - 235 61 55 • Faks: 0.212 255 17 73

E-posta: dergi@ifmc.org.tr • web sitesi: www.ifmc.org.tr

Sayı: 438 Haziran 2003

Fiyatı: 3.000.000.-TL.

ISSN 1302 3535

İ.Ü. İktisat Fakültesi Mezunları
Cemiyeti'nin hakemli yayın organıdır.*
İktisat Dergisi, aylık olarak yayınlanır.

Kurucuları:

Nihat Batur, Oktay Emed, Reşat Umur

Sahibi:

İ.Ü. İktisat Fakültesi Mezunları
Cemiyeti adına

Yönetim Kurulu Başkanı:

Alpay Biber

Genel Yayın Yönetmeni:

Serhat Aligil

Sorumlu Yazı İşleri Müdürü:

Hikmet Akçipek

Yayın Kurulu:

Hikmet Akçipek, İlker Aktökün, Serhat Aligil,
Fuat Ercan, Özge İzdeş, Gökhan Karabulut,
Oğuz Oyan, Yasemin Öztürk, Metin Sarfatı,
Sermin Sarıca Marangoz, Emine Tahsin,
Kurtar Tanyılmaz

Editörler Kurulu:

Özlin Akgüç, Erdoğan Alkin, Mehmet Altan,
Kaya Ardic, Cengiz Arın, Taner Berksoy,
Ercan Eren, Nihat Falay, Tamer İsgüden,
Kuvvet Lordoğlu, Türkel Minibaş,
İzzettin Önder, Murat Özyüksel, Nail Satılğan,
Ümit Şenese, Gül Günver Turan

Yayın Kurulu Sekreteri:

Z. Canan Özatalay

Kapak Tasarım:

Yorum Ajans

Yönetim Yeri:

Cumhuriyet Cad. Ceylan Apt. No: 27/6
80090 Taksim / İSTANBUL

Tel.: 0.212 250 50 34 - 235 61 55

Fax: 0.212 255 17 73

E-posta: dergi@ifmc.org.tr

bilgi@ifmc.org.tr

Web: www.ifmc.org.tr

Ofset Hazırlık ve Baskı:

Kurtiş Matbaacılık San. ve Tic. Ltd. Şti.

Tel.: 0.212 518 11 28 - 613 68 94-95

Fax: 0.212 517 40 10 - 613 68 96

E-mail: kurtis@kurtismatbaa.com

Web: www.kurtismatbaa.com

Abone Koşulları:

Yıllık: 30 milyon TL.

Üye, Öğrenci, Arş. Gör. ve Öğretim Üyesi:

(Yıllık) 24 milyon TL.

Yurtdışı: 60\$

Abone Hesap No:

Garanti Bankası Harbiye Şubesi: 6299680

Akbank Taksim Şubesi: 41007

İş Bankası Taksim Şubesi: 709365

Dergide yayınlanan yazılar Cemiyeti bağlamaz;

görüşler yazarlara aittir.

Yayınlanacak yazılar hakem denetiminden geçer.

* Hakemli dergi kuralları 41. sayfadadır.

İçindekiler

editörden 2

yuvarlak masa
toplantısı 3

finansal liberalizasyon:
büyüme mi, kriz mi?

turan yay 16

gelişmekte olan ülkelerin
finansal entegrasyonu üzerine
bir değerlendirme

gündüz fındıkçıoğlu 34

finansal yapıların
liberalizasyonu:
net etki hangi yönde?

metin sarfatı 38

finansın liberalizasyonu

burak atamtürk 42

finansal liberalizasyonun
etkileri

söyleşi:
mehmet yıldırım 47

spekülatif amaçlı hareketlere
fırsat verilmemeli

söyleşi:
doğan cansızlar 48

riskleri kontrol altında tutacak
şekilde kaynaklar çoğaltılmalı

50 söyleşi:
h. ersin özince

uluslararası entegrasyonun
önünde durmak kolay değil

53 melih baş

malî düzenlemenin olanaklılık
ve/veya gereklilik boyutunun
tekno-siyasal açıdan
çözümlemesi

60 baptiste venet
çeviri: canan özatalay

finansal liberalizasyon ve
ekonomik gelişme:
literatüre eleştirel bir bakış

71 mahfi eğilmez

imf ve dünya bankası

77 gökhan karabulut

finansal liberalizasyon
iktisadi kriz ilişkisi

81 çeviri: nurtaç yıldırım
dilek örnek

sermayenin çetin denizi

86 kavramlar

tobin ve vergisi

88 kitap tanıtımı

attac
seattle

iktisat

dergisi

AYLIK DERGI

Sayı: 438 Haziran 2003

Fiyatı: 3.000.000.-TL.

ISSN 1302 3535

editörden

Finansal alanda son otuz yıldır yaşanan gelişmeler küreselleşme ile birlikte analiz edildiğinde daha anlaşılabilir olmaktadır.

Kimi kurumlar ve özellikle devletler 1970'li yıllardan önce ulusal sınırlar içinde ve rekabetsiz ortamda yurttaşlarının tasarruflarını kendi istedikleri koşullar ile kullanma özgürlüğüne sahiptiler. Bu dönemde enflasyon birçok ülkede bir iktisat politikası aleti olarak kullanılmış, nispi olarak kapalı ekonomilerde tasarruğunun tercihte bulunma imkanları sınırlı kalmıştı. Her zaman sınırların ötesinde hareket etme ve karını maksimize etme olanağı bulabilen büyük sermayenin dışında orta ve küçük tasarrufçu daraltılmış bir sahada genellikle enflasyon öcüsü ile savaşa kurban edilmişti.

Bu tarihten itibaren 70'li ve 80'li yıllarda sermayenin dolaşım kısıtının aşamalı olarak kaldırılması ve bağlı olarak sabit kur sisteminin iktidarını kaybetmesi klasik iktisat politikası araçlarının etkinliğini zaafa uğratarak, ulusal sınırların esnemeye başlaması devlet-tasarrufçu ilişkilerini kökünden değiştirmiştir. Küçük-orta ölçekli sermayedar aynen büyük kapitalist gibi tasarrufunu sınır ötesinde de değerlendirme olanakları aramış, bulmuş ve bir anlamda devletten rövanşını almıştır.

Fakat bu süreç yeni sorunları ortaya çıkarmıştır; öncelikle, aşırı bir volatilité kazanabilen döviz kurları ve gelişen türev piyasaları belirli koşullarda spekülasyon kaynağı olabilmış, kısa vade uzun vadenin üzerinde egemenlik kurabilmiş, böylece finansal piyasaların zaten doğasında var olan istikrarsızlığın yeni küresel koşullar altında süratle çok sayıda piyasayı etkilemesine ve "krash"a giden yolu açmasına neden olmuştur.

Diğer yandan, sermayenin akışkanlığındaki olağanüstü ivme bu tasarrufları kabul eden -özellikle gelişmekte olan- ülkeler açısından önemli sorunlar doğurmuştur. Bu ülkelerin, finansın istikrarsızlığından derinliğine etkilenebilmesi iktisatçıları ve siyasetçileri ciddi bir tartışmaya sürüklemiştir.

Söz konusu sermayelerin gelişmekte olan ülkelerin ekonomileri ve sanayi yapıları üzerinde olumlu bir etkisinin olup olmadığı ve finans piyasalarının istikrara kavuşturulmasının olabilirliği, iktisatçıları görüş ayrılıklarına itmiştir.

Bu bağlamda kimi saptamalar yapmakta yarar vardır;

*Finansal piyasaların doğaları gereği istikrarsız oldukları gözden uzak tutulmamalıdır.

*Ekonomiyi biraz da metafizik bir yaklaşımla reel ve finans kesimi olarak mutlak bir ayırımla analiz etmek en azından sorunun doğru teşhisini güçleştirmektedir.

*Nihayet devletin kapitalist sistemler içindeki yeri yeni baştan irdelenmek durumundadır.

Sonuçta, -finansal piyasaların tümü ile ortadan kaldırılması önerilmeyecekse- devletlerin etkin düzenlemesi ve özellikle güçlü devletlerin işbirliği ile ve selektif davranarak, uluslararası finansal sistemin daha iyi çalışmasının koşulları oluşturulabilir.

Özellikle gelişmekte olan ülkelerin bu türden düzenlemelere -şimdilik ütopik görünse de- ihtiyacı her geçen gün artmaktadır.

Dostlukla kalın.

Metin Sarfati

finansal liberalizasyon: büyüme mi, kriz mi?

15.04.2003 tarihinde Fuat Ercan, Oral Erdoğan ve Hayri Kozanoğlu'nun katılımıyla gerçekleştirilen yuvarlak masa toplantısını Yayın Kurulu üyelerinden Metin Sarfati yönetti. Kendilerine teşekkür ederiz.

• **Metin Sarfati** - Hepiniz hoş geldiniz. Konumuzun ana hatlarını şöyle çizmek istiyorum: Siz de uygun görürseniz, finansal liberalizasyon ile iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi irdelemeye çalışalım. 1980'li yıllardan sonra hızlanan bu liberalizasyon hareketlerinin, kimilerinin savlaya geldiği gibi, özellikle gelişmekte olan ülkelerin üzerinde tümüyle olumsuz bir etkisi mi oldu, yoksa yeni yeni benim de görmeye başladığım, tabii önceden beri varolan, finansal liberalizasyon gerçekten iktisadi büyümenin ateşleyicisi mi oldu? Bunların irdelenmesini istiyorum. Bu konuda hem kuramsal açıdan iktisadi büyümeyle ilişkisi, hem pratik örneklerini de vererek iyi olur diye düşünüyorum. Değerli arkadaşımız Fuat'a ilk sözü bırakıyorum.

• **Fuat Ercan** - Günümüzde finansal liberalizasyon üzerine yeni şeylerin söylenmesi gerekiyor. Son yıllarda karşılaştığımız "olgular" yeni şeyler söylemeyi gerekli ve hatta zorunlu kılıyor. Demirgüç-Kunt ve Detragiache'nin 1999 tarihli çalışmalarında 1980-1995 tarihlerinde açığa çıkan bankacılığa ilişkin krizlerin yüzde 78'inin finansal liberalizasyonu izleyen yıllarda gerçekleştiği belirtiliyor. Kalkınma konusunda mitleştirilen Asya Kaplanlarından (G.Kore, Malezya, Tayland) Latin Amerika'ya (Brezilya, Arjantin, Ekvador, Uruguay, Kolombiya), oradan Rusya ve tabii ki Türkiye'de art arda çıkan finansal krizler farklı bir şeylerin söylenmesini gerekli ve hatta zorunlu kıldı. Özellikle bazı durumlarda bu krizin maliyetinin ülke içi gayri safi hasılanın yüzde 50'lere ulaşması yeni şeylerin söylenmesini daha da zorunlu kılıyor. Finansal biçimde açığa çıkan tüm bu krizlere ilişkin açıklamalara geçmeden önce, finansal liberalizasyonu meşrulaştıran söylemler ya da teorik açılımı bir cümle ile hatırlamakta fayda var. Sermaye birikiminin dünya ölçeğinde yeniden organize olma yönünde ipuçlarının açığa çıktığı 1970'li yılların başlarında (herhalde 1973) McKinnon ve Shaw eş zamanlı olarak finansal baskıların ekonomi

için gerekli olan para-sermaye ihtiyacı ile finansal piyasaların denetimi arasındaki ters yönlü ilişkiyi işaret ettiler. Temel politik çıkarım, tasarrufların sermayenin toplam döngüsüne katılmalarını engelleyen devlet yönelimli düzenlemelerin ortadan kaldırılmasına yöneldi. Aslında para-sermaye ya da eleştirel olmayan iktisadın kavramlaştırmasıyla finansal piyasaya ilişkin bu açıklama Keynesyen analizden farklılaşmanın da önemli bir göstergesi olmuştur. Finansal piyasaların derinleşmesi ya da para-sermayeye ulaşma ya da yaratma koşullarının artmasına yarayacak finansal liberalizasyon yönelimli teorik açılımlar, sermaye birikiminin gerek erken gerek geç kapitalistleşen toplumsal yapıların ulaştığı aşamayla uygunluk gösterdi. Bu uygunluğun en önemli belirleyicisi belirli sınıflar ya da sınıf temsilcilerince hızla bu teorik çerçeveye uygun pratiklere/uygulamalara yönelmeleri olmuştur. Türkiye'de sınıfsal karşılığı bulan bu uygulamalar para-sermayenin fiyatı olan faize ilişkin düzenlemeler ya da başka bir deyişle kriz dönemlerinde olduğu üzere para-sermayeye duyulan ihtiyaç arttığı ölçüde para-sermaye üretme koşulları ile fiyatın (yani faizin) piyasa koşullarınca belirlenmesi ilk ve en önemli yeni uygulama olurken, dönemin mantığına uygun olarak sermaye gruplarının güçleriyle paralel olarak para-sermaye olanaklarına ulaşmak amacıyla bankacılık faaliyetlerine başlamalarına olanak veren banka açmaya ilişkin kuralların gevşetilmesi, ve dönemin mantığını açığa çıkaran bir diğer uygulama ise para-sermayesinin ulusal sınırları kolayca aşacak bir dizi serbestisenin sağlanması finansal liberalizasyonun temel belirleyenleri oldu.

Yapısal olarak belirlenmiş bir dizi mekanizmayı ortadan kaldıracak bu uygulamalara yol açan teorik çerçevenin kendi içinde tutarlı olup-olmadığı şu anki konuşma için ya da en azından benim için şimdilik önemli değil. İktisat teorisi içinde gerçekleştirilen yüzlerce analiz içinde bu analizin seçilmesi bu anlamda önemli. Seçilmiş olmak teorik açılımın doğru yanlış olduğu anlamında bir yorum yapmamıza olanak vermez. Ama en azından gerçekleşen olaylar açısından şunu işaret edebiliriz.

Fuat Ercan

Kalkınma
konusund
mitleştirilen
Asya
Kaplanlarından
Latin
Amerika'ya
oradan
Rusya ve
tabii ki
Türkiye'de
art arda
çıkan
finansal
krizler
farklı
bir şeylerin
söylenmesini
gerekli ve
hatta
zorunlu
kıldı

Yapısal koşullar ile bu koşulları harekete geçiren belirli aktörler açısından bu tarz bir analiz kendi sınıfsal konumlarına denk gelen bir açılım sağlıyordu.

Bu açılımın gerekleri finansal liberalizasyon olarak hızla yaşama geçirildi ve geldik bu güne. Günümüzde olup-bitenleri açıklamada aslında biri egemen, diğeri ise muhalif cenahta egemen olan iki temel yaklaşımın var olduğunu söyleyebiliriz. Özellikle finansal krizlerin açığa çıkardığı olumsuzlukların baskısı karşısında liberalizmi savunan düşünür-pratisyen-teknisyen kadronun ilk elden savunusu, siyasal olanın ya da devletin piyasanın etkin işleyişini engelleyecek müdahalelerini açığa çıkarıyordu. Hala bu tarz ülkemizde egemen, -Ankara'nın eli- Ankara'nın tutmayan hesabı ya da politikanın ekonomiye karışması gibi bir dile dönüşen açıklamalar. Diğer yandan ise, finansal liberalizasyonu ya da son dönem uygulamalarını kalkınmacı "hala ulusal ortak iyi" aramacı bir çerçevede analiz etme yönünde olan analiz tarzı için sürecin temel belirleyeni olarak IMF-DB ya da "kötü kararlar" alan politikacılar öne çıkıyor. Yani siyasiler ile bürokratların karar alma süreçlerindeki etkinlikleri temel eleştiri noktası olmakta. Bunun en açık ifade tarzı 32 Sayılı kararnamayı alınan yanlış politik bir karar olarak değerlendirmede açığa çıkıyor. Bu iki açıklama tarzının hiç kuşkusuz açılımları var, gerçek anlamda egemen olan analizler için finansal krizleri açıklama ya alınan kararların zamansal olarak hatalı olduğu yönündeki açıklamalar ya da iyice belirginleşen kurumsalcı analizler, yani bankacılık gibi kurumların henüz ideal kabul edilen tarzlarda gerçekleşmediği vurguları önem kazanıyor. Muhalif yapı içinde egemen olan analizlerde ise finansal krizlere ilişkin teorik açılım finansal yapıların reel yapılardan bağımsızlaştığı yönündeki açıklamalarda, yani Monthly Review okulunun bildik eklektik Marx-Keynes evliliğinden doğan bir açıklama tarzında kendini ifade ediyor. Ulusal-sosyal demokrat ya da sol liberal çizgilerde dolaşan bu tarz açıklamaların aslında kendi içinde çok eklektik olduğunu belirtmemiz gerekiyor.

Aslında her iki açıklama da bilgi kuramsal olarak "kısa erimli" bir zaman kullanımından hareket ettiğini, ama daha önemlisi her iki tarzın ortak yönünün finansal liberalizasyona ilişkin yapısal-uzun erimli ve sınıf yönelimli açıklamalar yerine daha çok konjonktürel sınıflardan bağımsız bir ele alış paylaştıklarını söyleyebiliriz. Her iki analizde de piyasa ve devlet



Fuat Ercan

birbirlerine karşı ya da birbirlerini dışlayan unsurlar olarak analiz edilir. Analize bağlı olarak da ya devlet ya da piyasa teorik olarak olumlanır. Aynı dikotomik analiz tarzı iki tarz ele alışı reel olanla parasal olanın farklılaştığı bir dünya tasarımı vardır. Bu ayırmada da tercihler söz konusudur. Kalkınmacı-ulusalcı sosyal demokrat yaklaşımlarda finansal liberalizasyona karşı reel olanı savunma öne çıkar. Karikatürize edecek olursak zaten parasal dünya hastalıklı bir dünya olarak analiz edilir.

Bu iki olgu ve iki tarz yaklaşıma karşılık piyasa-devlet ya da reel -parasal olanın sistematik yapısal süreçlerin zaman içinde farklılaşan ve farklılaşmaları da birbiriyle ilişkili olan bir bütünün (sermaye birikim sürecindeki sınıfsal oluşumların) unsurları olarak analiz edilmesi gerekir. Bu tarz bir analiz için yapısal-sınıfsal değişkenlerin öne çıkartılması gerekiyor.

Bu kısa belirleme ya da konum netleştirilmeden sonra ikinci önemli sorunun sorulması gerektiğini düşünüyorum. Bu soru da "finansal liberalizasyonun teorik çerçeve olarak iyice belirginleştiği '70'li yıllar, acaba hangi gerçekliğin, nasıl bir süreç ve süreçle ilişkin olan ilişkilerin ürünüydü? Bu soruları sordüğümüzde, bence daha güncel olanın arkasında yatan yapısal nedenleri yakalayabiliriz. Bu "yapısal nedenler" dediğimizde, biraz detaylandırdığımızda, üretim ve dolaşımı içeren sabit sermaye ile değişken sermayeyi içeren bir finansal liberalizasyon analizi yapabiliriz. Böyle bir analiz ise, bize finansal liberalizasyonun üretken sermaye ile para-sermaye arasındaki değişen/farklılaşan dinamikleri dolayısıyla parasal ve reel diye yapılan ayrımı da ortadan kal-

Fuat Ercan

Kalkınmacı-
ulusalcı
sosyal
demokrat
yaklaşımlarda
finansal
liberalizasyona
karşı
reel
olanı
savunma
öne çıkar

diracaktır. 1970'lerden günümüze finansal liberalizasyon olarak tanımlanan olguyu böyle bir çerçevede analiz ettiğimizde, çok daha önemli bir açılımı sağlayabiliriz. Finansal liberalizasyon teorileri, uygulamaları ve sonuçlarının sadece başarılı ya da başarısız nitelmesi ile ele alınamayacağını görürüz. Süreç yapısal olarak krize giren farklı sınıfları farklı düzeylerde etkilemiştir. Süreci, ulusal ortak iyi arama kaygısı içinde kaldığımız sürece yeteri kadar anlayamayız.

Böyle bir analizin diğer bir açılımı ise, bizim gibi gelişmekte olan ülkelerde finansal liberalizasyonu tam anlamıyla dışarıdan içeriye yapılan bir müdahalenin ürünü olarak algılamaktan bizleri kurtaracaktır. Bu finansal, parasal değişkenlerin dışarıdan içeriye etkilemenin ürünü olduğu ki, birazcık daha aktörleri belirleyim: IMF'nin, Dünya Bankası'nın, çokuluslu şirketlerin etkinlik alanının ürünü olduğu, sadece bunun ürünü olduğunu söyleyen ulusalci, biraz daha devleti öne koyan teorilerden uzak kalmamızı sağlayacak.

• **Metin Sarfati** - Teknisist analizle neyi kastettiğini açabilir misin?

• **Fuat Ercan** - Teknisist analizle ilgili şu nu söyleyebiliriz: Sosyal gerçeklikte bir problem çıktığı anda müdahale etmek vardır; bir de sosyal gerçekliği anlamak vardır. Sosyal gerçekliği bütünlüklü anlamak sosyal bilimlerin bir alanını oluştururken, gerçeklikte açığa çıkan sorunlu bir alana müdahale etmek ki, buna "Popperian lehimci mühendislik" diyoruz. İşlemeyen yanları, yapısal faktörleri göz önüne almadan, o anlık orada analiz yapıyor. Bunu finansal liberalizasyonda nasıl yapabiliriz?.. Birebir şöyle bir bağlantı var: Faiz oranlarındaki düşüş, yükselme şuna neden oldu: ikili üçlü bağlantılar kurarak, sadece bağlantılar zincirine hareketle sorunsalı anlama. Oysa, o bağlantıların içinde yer aldığı, daha büyük çerçeveyi gündemimize taşımamız gerekiyor ki, önce çerçeveyi, resmi bütünüyle görelim. Lehimci mühendisliği olumsuzlamıyorum, ama sadece olay lehimci mühendisliğe kaldığında problem, problemin bütünlüklü dünyası değil, problemin o an çıktığı anı çözümlemek oluyor.

Böyle bir ayırmadan bakınca, sermayenin bütünsel mantığı içinde "finansal liberalizasyon analizi nasıl yapılabilir?" dediğimizde, iki referans olabilir. Bir; "acaba, 1970'li yıllarda erken kapitalistleşen ülkelerdeki dönüşüm trendleri neydi?" buna bakmak lazım. Bununla bağlı olan, acaba geç kapitalistleşme, bizim gibi ül-

kelerdeki bütün içsel yapılanması nasıl gerçekleşti?.. İkisi arasındaki bağlantıyı kurduğumuzda, sadece dışsal dinamikler değil, içsel dinamiklerin de finansal liberalizasyon açısından ne kadar önemli olduğunu göreceğiz.

Böyle birşeye baktığımızda, çok basit; erken kapitalistleşen ülkeler 1970'lere geldiğinde, özellikle İngiltere, ABD, Fransa, Almanya için veriler şunu gösteriyor: OECD'nin 1976 raporuna göre sermaye getiri hasılası, bu ülkelerde 1960'ların sonundan itibaren düşüyor. Pazar payları geriliyor. Bu dönemde (1960'ların ortasından itibaren) firmaların para sermaye ihtiyacının arttığını görüyoruz. Bu kavramları belki daha sonra detaylandırırız. Finans sermaye demeyeceğimiz, son zamanlarda en yanlış kullandığımız, finans sermaye de, para sermaye yerine kullanılıyor. Para sermaye ihtiyacının artmasıyla birlikte, kredi ilişkileri, parasal ilişkiler, merkez kapitalist ülkeler, erken kapitalist ülkelerdeki sıkışıklığa iki tane önemli açılım sağlıyor. Bir; mekânsal olanak sağlıyor, mekânsal sınırlar aşma. O da şu: Erken kapitalist olan İngiltere, Almanya, Fransa'ya baktığımızda, en önemli şey orada aşırı biriken sermayenin yeniden değerlendirme alanı olarak dünyanın dört bir yanındaki yeni mekansal alanlara açılma ihtiyacı.

İkincisi ise, üretken sermayenin kendi içinde krize girdiği dönemlerde daha fazla para sermaye ihtiyacı doğacağı için, para sermayeye kendisinin dönemindeki bastırılmış şeyinden kurtulması gerekiyor. Gerçekten ABD'nin 1960'lı yıllarına baktığımızda, firmaların borçlanma eğilimi para sermayeye ihtiyaç duyma eğilimlerinin gittikçe arttığını görüyoruz. Almanya için aynı şeyler var.

• **Metin Sarfati** - Almanya hangi yıllar?

• **Fuat Ercan** - 1950-1970 arasında Almanya, İngiltere, Fransa üzerine yapılan ki, bu Brenner'in İFMC'de de yaptığı sunumda vardı. Bu ülkelerde sermayenin getiri oranı, kâr oranı muazzam düşüyor. Yeni post-Keynesyen iktisatçıların verilerle gösterdiği gibi, düşmeye paralel olarak firmaların para sermaye ihtiyacı artıyor. Çünkü ayakta kalmak zorundalar. Para sermaye ihtiyacı arttıkça, ekonomide üretken sermayeyle para sermaye arasındaki ilişki gittikçe farklılaşıyor.

Öte yandan, ekonominin üretken sermayeden kaynaklanan finansal dinamiklerine baktığımızda, üç tane önemli değişken olduğunu görüyoruz. Birincisi, 1970'lerden itibaren bütün bu ekonomilerde faiz oranlarının yük-

Fuat Ercan

**Lehimci
mühendisliği
olumsuzlamıyorum,
ama
sadece
olay
lehimci
mühendisliğe
kaldığında
problem,
problemin
bütünlüklü
dünyası
değil,
problemin
o an
çıktığı
anı
çözümlemek
oluyor**

selme eğilimini görüyoruz. Merkez kapitalist ülkelerde, erken kapitalistleşen ülkelerde, finansal yapılara dönüş, üretken yapıda meydana gelen birtakım problemler yönünde. Bunu aşmak için de iki tane şey sağlandı. Bir; para sermayenin bütün sınırları aşan özelliği kullanılarak para sermayenin uluslararasılaşması, yani dünyanın dört bir yanında varolan olanakları kullanmak üzere para sermayenin, Malezya, Güney Kore gibi ülkelerde üretken sermaye formatında o ülkelere akması. İki; Brezilya, Meksika gibi ülkelerde daha çok para sermayenin faiz getirisi yönünde akması yönünde erken kapitalistleşen ülkelerde bir eğilim başladı. Fakat, bu eğilim sadece oralarla müdahale etmiyor. Citibank'ın lojistik müdürünün ifade ettiği gibi, "biz kapı kapı dolaştık, bütün dünyaya para sattık" diyor. Doğru, ama az gelişmiş, gelişmekte olan bu ülkeler bu dönemde dışarıdan para sermayenin amansız bir saldırısıyla mı karşılaştılar, yoksa onların da para sermayeye ihtiyaçları mı vardı?.. Buna baktığımızda, çok basit bir şekilde, 1970'lerin ortasından 1980'lerin başına kadar Türkiye'nin de içinde olduğu, Arjantin, Meksika gibi ülkelere baktığımızda, bu ülkelerde ithal ikameci sermaye birikimi döneminin zor aşamasına geldiğini, firmaların dünya kapitalist ekonomisiyle bütünleşmek için daha fazla para sermaye ihtiyacı duyduğu bir dönemde, bir bakıyorsunuz ki, bu ülkelerin her birinde faiz üzerindeki o kısıtlamalar kalkıyor, banka kurma üzerine, yani bütün o finansal liberalizasyonun belirtileri açığa çıkıyor.

Tartışmayı açabilmek için şunu söyleyebilirim: Türkiye gibi ülkelerde, finansal liberalizasyon az sayıda büyük sermayenin, uluslararası kapitalist işleyişe entegre olmak için, o büyük sermayeye aktarılan kaynaktır. Bu anlamda finansal liberalizasyon hem iyidir, hem kötüdür, hem büyümeyi olumsuz etkilemiştir, hem olumlu etkilemiştir. Bunu söylemek için de, ulusal makro veri setiyle mikro düzeydeki firmaların veri setine bakmak gerekiyor. Türkiye ekonomisi açısından finansal liberalizasyon kötü sonuçlar vermiştir. Ama dünya kapitalist ekonomisiyle bütünleşen az sayıda firma için, para sermaye olanağı enerji demektir. Devlet kamu harcama gereğinin artması, sermayeye kaynak aktarma demektir. Bu anlamda finansal liberalizasyon problemi, bir; yapısal özellikler, iki; bu yapıya ilişkin olan aktörlerin açığa çıkarttığı davranış kalıplarını bir arada ele almak gerekiyor. Ulusalçı, kalkınmacı, sol liberal ya da sosyal demokrat

bir dille finansal liberalizasyonun anlaşılacağı-nı zannetmiyorum.

• **Metin Sarfatı** - İstersen ikinci turda cevapla. Ben birşeye açıklık getirmeni isteyeceğim, orayı çok iyi anlayamadım. "Erken kapitalistleşmiş ülkeler" dedin, zannediyorum büyük kapitalist ülkelerden bahsettin. Japonya'yı da bunun içine koydun mu? Peki, yine de o dönem arasında bu kapitalist ülkeler arasında bir farklılaştırma yapmak gerekmez mi? Mesela o dönemde ABD'nin ödemeler dengesi sonuçlarıyla, Japonya'nın, Almanya'nın ödemeler dengesi sonuçları aynı değil. Bunların hepsini nasıl aynı dönemde ve aynı anlamda kategorik, tek yanlı bir analize sokabildin? Daha sonra onu bize açıklarsan seviniriz.

Sözü Oral Erdoğan'a bırakıyorum.

• **Oral Erdoğan** - Olaylara makro ekonomik boyuttan çok, finans teorisi yaklaşımıyla bakmaya çalışacağım. Bu açıdan da özellikle İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra iktisadi teoride bir gelişim yaşandı. Üretim sisteminin oluşumu, ardından çöküşü süreci yaşanmıştır. Ama buna paralel, teorik açıdan çok dikkate değer bir konu da, 1950'li yıllarda finans biliminin net olarak, somut ekonomi olarak ortaya çıkışıydı. Aslında, öncelikle Modern Portföy Teorisi pozitif bir teori olarak tanıtıldı. Fakat, bunun perde arkasında ekonomi biliminin daha somut, soyuttan arındırılarak, daha piyasa mantığı açısından ve bireylerin tasarruflarından yola çıkılarak hareket edeceğini gösteren bir olgu açıklanmaya çalışıldı. 1950'lerdeki bu modern portföy yaklaşımı, aslında salt bir yatırımcı için getirinin yeterli olmadığını, risk analizlerinin de önem kazandığını vurgulaması nedeniyle önemlidir.

İkincisi, yatırım analizlerinde ve sermayenin hareketlerinde, daha doğrusu sonradan ortaya çıkacak olan liberalizasyon konularının da bir öncü teorisi gibi ortaya çıkmıştır. Nitekim, iktisat biliminin bir ölçüde finans bölümünün matematikselleştirilmesini ortaya çıkarmıştır diye düşünüyorum. Daha net olarak, 1958'de ve 1961'de Modigliani ve Miller'ın ekonomilere bakışını dikkate alarak, bireysel olarak her bir mikro finans unsurunun, yani işletme birimlerinin, mali yapılarındaki borç ya da öz sermaye kullanım tercihlerinin firmaların genel olarak piyasa değerleriyle ilişkili olmadığını belirtebiliriz. Diğer bir ifadeyle, fon kullanımıyla piyasadaki işletme biriminin değerinin mükemmel piyasa koşullarında ilişkisiz olduğunu açıklamaya çalışmışlardır ki, bunun an-

Fuat Ercan

Türkiye ekonomisi açısından finansal liberalizasyon kötü sonuçlar vermiştir. Ama dünya kapitalist ekonomisiyle bütünleşen az sayıda firma için, para sermaye olanağı enerji demektir

laşılması piyasalarda çok uzun zaman almıştır.

Değinen konu finansal liberalizasyon açısından neden önemliydi?.. Daha önceden ifade ettiğim bir konu vardı. Özellikle belki bu noktada biraz ağır da oluyor. Sosyalist, Marksist bir yaklaşımda, bireylerin sermaye kullanım hakları kısıtlanırken, kapitalist yaklaşımda da bireylere sermaye kullanma hakkı tanınıyor. Fakat, sermayeyi elinde bulunduran da, bu birikimin verdiği güçle, diğerlerini çok rahat ezme hakkını, sermayeyi daha ezici bir güç olarak kullanma hakkını ediniyordu. Oysa, 1950'lerden sonra özellikle biraz önce söylediğim teorik yaklaşımla, sermaye piyasaları her iki yaklaşımı, yani kapitalist yaklaşımla, sosyal bir yaklaşımı bir araya getiren mihenk taşı olmaya başladı. Bunun da ifadesi, bizim de Sermaye Piyasası Kanunu'muzun ilk cümlelerinde yer alan, "sermaye piyasasında amaç, tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak" diye başlıyor. Güncel uygulamada bu doğrudur veya yanlıştır, ama amaç bu. Bireye siz, sermaye hakkını tanımaya çalışıyorsunuz, ama fırsat eşitliği de tanımaya çalışıyorsunuz. Böylece dünyada sosyal yönü de olan, ekonomik yönü de olan, kapital yönü de olan bir anlayış hâkim olmaya başladı ve 1970'lerden sonra hızla sermaye piyasalarının büyüdüğünü gördük.

1980'lerden itibaren de, özellikle "hızla gelişen piyasalar" (emerging piyasalar) ön plana çıkmaya başladı. Neden çıkmaya başladı?.. Büyük ülkelerdeki getiri imkânları kısıtlanmaya başlamıştı. Getiri imkânlarının azalmasıyla birlikte, risk unsurunun korkulacak bir unsur olmadığı, aynı zamanda da çıkar sağlayabilecek yönleri olduğu görülmeye başladı.

Benim girmek istediğim konu, finans.biliminin olayları doğrudan somut piyasalarda ölçmeye yardımcı olduğu için, bireylerin risk yönetimini ortaya çıkarmasıdır. Bundan dolayı finansal liberalizasyon hızla artmıştır. Bunun olumsuz etkileri nereden kaynaklanmaya başladı?.. Finansal liberalizasyonda bireylerin ekonomik amaçları, bekledikleri faydaları maksimum yapmaktır. Bir olayda, bir yatırımda bekledikleri faydayı maksimum yapmak istiyorlar. Ama bir süre sonra da bakıyorlar ki, risk fazla artmaya başlıyor. Yani yatırımcılar bir taraftan getirilerini artırmaya çalışırken, risk transferlerinin olumsuz yönlerini diğer tarafa aktarmaya çalışıyorlar. Böylece ekonomide bir denge yaklaşımı söz konusu oluyor. Olayı ge-



Oral Erdoğan

nelleştirdiğimiz zaman, finansal liberalizasyon beklendiği gibi, sadece iyi fon kullanımı imkânı yaratmanın ötesinde, olumsuzlukları da beraberinde getirmeye başladı.

Finansal hareketlere sebep olan faktörleri de, siz ekonomik olarak açıklamıştınız. Sermaye hareketlerini genelde iki koldan tanımlıyoruz; doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımları. Doğrudan yatırımların amacı, doğrudan işin sahibi olabilmektir, yani yatırım yaptığınız faktörlerin doğrudan sahibi olmayı amaç ediniyorsunuz. Kısa süreli bir kâr amacı gütmüyorsunuz veya riski acele transfer edip kaçma amacıyla değilsiniz. Bir gelişen ülke doğrudan yatırımlarda ne kadar etkinliği sağlarsa, ekonomisinde de o kadar başarıyı sağlayabilmektedir. Buna en güzel örnek de, G.Kore olarak gösterilir. Ama G. Kore dahi 1997-98 döneminde ekonomisinde sorun yaşamıştır.

Türkiye ise, doğrudan yatırımlar açısından örnek vermek gerekiyor. Ocak 1990'dan Kasım 2002'ye kadar toplam 9-9,5 milyar dolarlık bir sermaye çekmiştir Türkiye. Portföy yatırımı olarak baktığınızda, bu rakam 3,9-4 milyar dolar civarındadır. Yani Türkiye kendisini kaldırılabilecek bir yabancı sermayeyi yurtdışından çekememektedir. Niye çekememektedir?.. Çünkü, Türkiye'deki üretkenlik, başka ülkelerde karşılaşılan getiri düzeylerinin çok altındadır ve güven vermemektedir. Bunun sosyal taraflarına veya politik taraflarına bu aşamada girmiyorum. Yabancı sermaye her ihtimale, kazanç sağlayacağı bir ülkeye politik nedenlerle girmekten vazgeçiyor ise, o zaman şu konuyu gündeme getirmek gerekiyor: Yatırımların en önemli unsuru sistematik riski de azaltmaktır. En önemli sistematik risk ise uluslararası

Oral Erdoğan

**Türkiye'deki
üretkenlik,
başka
ülkelerde
karşılaşılan
getiri
düzeylerinin
çok
altındadır ve
güven
vermemektedir**

yatırımlarda ülke riskidir. Ülke riskini dikkate almıyor ya da politik diye bakıyor isek, Türkiye'ye gelecek olan yatırımları zaten önyargıya düşürmüş oluyoruz. Demek ki, sermaye hareketlerinde artık iki boyut var: Birincisi, ülkelerin politik yaklaşımları. Diğeri de, mikro ekonomik açıdan şirketlerin elde ettikleri sermayeyi ne kadar etkin değerlendirdikleri konusudur. Bunlar da benim kanaatimce, net olarak kaliteli risk yönetimiyle bir araya getirilebilecektir. Türkiye'de kaliteli risk yönetimi yapabilmek için ise, tam piyasa olanakları mevcut değildir. Tam piyasa olanaklarına ulaşmak için tüm yatırımcıların getiri verisi tercihlerine cevap verebilen bir ortam gerekir. Böyle bir ortam olmaması, Türkiye'nin aleyhine işlemektedir.

Mikro bazda firmaların başarılarından bahsetmişken ve sermaye hareketleri açısından bu konuyu bağlamak gerekirse, firmalar finans hiyerarşisine önem verir. Firmalar finans hiyerarşisine önem verdiği anda, borçlanma türünü seçmek açısından ve öz sermaye, özellikle de sermaye piyasalarının hisse senedi anlamında kullanılması önem kazanıyor. İkinci aşamada, kullandığınız sermayenin vadesi ve maliyeti önem kazanır. Eğer, sermayenin maliyeti ve vade yapısı firmaların kendi kontrolünün dışına çıkıp, ülkenin politik faktörleriyle çok ilişkili hale gelmişse, o zaman bireysel başarılar da kısıtlanmış demektir. Birçok iktisatçı, ekonomide bunu çok basit olarak kamunun özel kesimi dışlama (crowding-out) etkisiyle de açıklamaktadır.

Ben şimdi özellikle Türkiye'de bazı büyük yerli veya yabancı yatırımcıların fonlarını aktarmama isteğini bir konuya bağlıyorum. O da, net olarak güvensizlik unsurudur. Güvensizliği de aşabilecek nokta, son 10 senedir uluslararası fon yatırımlarının en çok önem verdiği nokta olan, şirket ya da kurumsal yönetim ilkelere. Özellikle de OECD'nin 1997'de açıkladığı ilkeler çerçevesinde dünyada önem kazanmış ve sermaye hareketlerini yönlendiren faktör haline gelmiştir. Bu neden önem kazandı?... Çok somut bir örnek; ABD'deki bazı emeklilik fonları, OECD'nin veya benzeri kendilerinin kabul ettiği corporate governance ilkelere uygulayan firmalara veya ülkelere fonlar aktarabileceğini, bunun dışındakilere aktarmayacağını gayet net bir şekilde açıklamaktadır. Dolayısıyla, Türkiye'ye bu tip fonlar kesinlikle fon ayırmamaktadır, çünkü son zamanlarda ciddi ilerlemeler sağlanmakta olmasına karşın Türkiye'de benimsenmiş kurumsal yönetim ilkeleri yok denecek düzeydedir. O za-

man artık olayın bir başka boyutu önem kazanıyor: Dünyanın kabul ettiği, sermayenin o en çok korktuğu risk unsurunu elimine edebilecek faktörleri ülkelerde benimsemek gerekiyor. Şimdilik bu kadar.

• **Metin Sarfati** - Oral arkadaşşıma teşekkür ederim. Sözü Hayri Kozanoğlu'na veriyorum.

• **Hayri Kozanoğlu** - Evet, isterseniz ben doğrudan soruyla başlayayım, sonra başka yerlere belki kayarım.

Öncelikle ampirik olarak değerlendirecek, finansal liberalleşmenin yaygınlaştığı dönemde, özellikle gelişmekte olan ülkelere 1990'lı yıllarda büyüme performansının çok düştüğünü görüyoruz. Ortalama olarak büyüme oranları, 1970'li yıllara, yani şimdi çok eleştirilen ithal ikamesinin uygulandığı 1970'li yıllara göre hem genel olarak gelişmekte olan ülkelere çok düştü, hem Türkiye'de çok düştü. Ayrıca, krizlerle karşılaşma sıklığı ve krizlerin şiddeti arttı. Herkesin bildiği örnekler, 1990'lı yıllar, 1994'te Türkiye'nin bir finansal krize girmesiyle başladığı söylenebilir. Türkiye'nin bu konuda bir özelliği var; dünyadaki genel kapitalist sistemin Türkiye gibi ülkelere önerdiği politikalar, genellikle Türkiye, Latin Amerika, Asya'nın orta gelişmişlik düzeyindeki ülkelerinden başlıyor ve sistemin aksaklıkları, daha sistem bazında tespit edilmeden, Türkiye krizlerle karşılaşılıyor. Bu 1980'li yıllarda böyle oldu. Fuat Ercan'ın bahsettiği gibi, 1970'li yıllar büyük kapitalist ülkelerin kâr oranlarının düştüğü, ekonomik büyümenin yavaşladığı bir döneme denk geliyor. Bunun bir arz yönlü etkisi de, o dönemde OPEC ülkelerinin bir petrol karteli oluşturup, petrol fiyatlarının çok ciddi bir şekilde 1970'li yıllarda yükselmesi ve böylelikle sistem içinde dolaşan bir arz fazlasının, finansal likidite oluşması; biri bu tip ülkeler genellikle demokratik ülkeler olmadıkları için, monarşiler, sultanlıklar oldukları için, paralarını büyük ölçüde sistem dışında, ülke dışında değerlendirmeyi tercih ettiler. Kapitalist ülkeler de ciddi bir büyüme sıkıntısıyla karşılaştıkları için, kârlı yatırım alanları bulamadıkları için, fon talepleri azaldı ve Türkiye gibi ülkelere "yeniden döngülenme" adı verilen fonların neredeyse, Fuat'ın da belirttiği gibi zorla satışı gündeme geldi.

Bu sürecin dinamikleri ayrı bir tartışma, fakat sürecin iflasa doğru sürüklendiği sinyali ilk veren ülke Türkiye oldu. 1978'de başlayan borç krizi, 1978-79 borç ertelemeleriyle sonuçlandı. Dünyada ise, dünya borç krizinin

Oral Erdoğan

**Türkiye'de
kaliteli
risk
yönetimi
yapabilmek
için ise,
tam
piyasa
olanakları
mevcut
değildir**

başlayışı 1982'de Meksika'nın dış borçlarını ödemeyeceğini ifadesiyle oldu. 1980'li yıllar Latin Amerika ülkeleri başta olmak üzere, gelişmekte olan ülkelerin büyük ölçüde tüm kaynaklarını dış borçları ödemeye ayırdıkları, o anlamda ihracata dönük kalkınma stratejilerini benimsedikleri, bir taraftan da Türkiye'de de bizim gözlediğimiz gibi, iç piyasada talebin düşürülmesi, satın alma gücünün azaltılması, bu anlamda 1980'li yıllar aşağı yukarı tüm ülkelerde, Türkiye de dahil olmak üzere antidemokratik rejimlerin iktidarda olduğu, emek kesiminin taleplerinin bastırıldığı dönemlerde ve ihracatın özellikle kamu kaynaklarıyla beslenerek, teşvik edildiği dönemlerde ve dünyada bir anlamda kayıp 10 yıl olarak nitelenen dönemlerdir.

1990'lı yıllar ise, '80'li yılların tersine, büyük ölçüde portföy yatırımlarının dünyada yaygınlaştığı dönemler oldu ve '90'lı yıllarda bir seri ekonomik kriz yaşandı. Gene başı Türkiye'ye çaktı, arkadan Meksika biliniyor, Asya krizi, 1997'de Tayvan Bahtı'nın devalüe edilmesiyle, arkadan Brezilya ve Rusya şeklinde zincirleme kriz etkileri oldu. Genel olarak bu dönemde finansal serbestlik sağlandığı zaman, o ülkeye fonların akmasıyla birlikte geçici bir refah oluyor. Toplumda likidite bollaşması oluyor ve kredi tabanı genişliyor, yatırımlar hızlanıyor ve hızlı bir büyüme gerçekleşebiliyor. Ama daha sonra risk algılamasının yükselmesiyle birlikte, portföy yatırımlarının ülkeyi terk etmesi, neredeyse ülkeyi bir likidite çölüne döndürüyor ve ilk başta yaşanan mutluluk döneminden, çok daha büyük bedeli olan bir kriz dönemi yaşanmış oluyor.

IMF, Dünya Bankası'nın devreye girişi, genellikle Türkiye'de çok iyi bir örnektir. Büyük ölçüde uluslararası sermayenin bu kriz sürecinden en az fatura ödemesini sağlamak amacıyla oluyor. Mesela, Türkiye bu açıdan çok iyi bir örnektir. 2000 yılı Kasımı'nda artık çok yüksek getirilerin sağlanamayacağı, riskin arttığı algısı yaygınlaştınca, uluslararası sermaye ülkeyi terk etme eğilimine girdi. Burada uluslararası sermaye için en tehlikeli sonuç bir devalüasyondur, çünkü yerel para cinsinden yatırımlarınızın, dolar cinsinden, euro cinsinden, yabancı para cinsinden karşılığı azalabilir. O bakımdan IMF devreye giriyor, bu devalüasyon sürecini geciktirmeye çalışıyor ve giren paranın tahliyesi için kapıları ardına kadar açıyor. Türkiye'nin 2001 Şubatı'na kadar yaşadığı dönem budur. Zaten bu dönemde Türkiye'nin kısa süreli borçları çok azalmıştır, port-



Hayri Kozanoğlu

föyler ülkeyi terk etmiştir. Bir anlamda emniyetli bir şekilde tahliye ettikten sonra, devalüasyona izin verilmiştir.

IMF'nin eskiden 1980'li yıllarda yeşil ışığından bahsedilirdi. Bu şu anlama gelir: IMF bir ülkeye yeşil ışık yakarsa, uluslararası sermaye açısından güvenli bir ortam var, gelebilirsiniz demektir. Ama IMF'nin sağladığı nakit desteği genellikle sembolik olarak kalır. 1990'lı yıllardaki krizlerin bir ayırt edici özelliği, çok ciddi fonların, daha büyük paralar girdiği için, uluslararası sermaye açısından risk daha büyük olduğu için, çok büyük fonların ülkelere girmesi ve bunun da sağ salım tahliyesini sağlamak için çok büyük destek fonlarına ihtiyaç duyulmasıydı. İlk olarak bu Meksika Krizi'nde, 1994'te Meksika'ya 40 milyar doları bulan bir destek sağlandı. Asya Krizi'nde Kore'ye 57 milyar dolar, Tayland'a 20 milyar dolar civarında destekler sağlandı. Daha sonra bilindiği gibi, Brezilya'ya, Türkiye'nin şu anki IMF'ye borçları 30 milyar dolara yaklaşıyor. Çok büyük paralarla ancak bu sorunların aşılması mümkün oldu. Daha sonra daha detaylı bir şekilde tartışabiliriz, ama "yeni finansal mimari" denilen, dünyadaki finans sisteminin düzenlenişi büyük ölçüde, ABD başta olmak üzere büyük devletlerin ve zaman zaman ulusal kimliği aşan sermayenin taleplerine uygun belirleniyor. Son istatistiklere göre, "emerging markets" denilen yükselen ülkelere akan paralarının yüzde 75'ini bu fonlar oluşturuyor. "Kurumsal yatırımcı" denilen, emeklilik fonları, yatırım fonları ve "hach found" denilen, adı, bir anlamda galatı meşhur olan, yani kendisi "hach", bilindiği gibi riski önlemek demek, ama doğrudan doğruya büyük spekülasyonlar ya-

Hayri Kozanoğlu

2000 yılı
Kasımı'nda
artık
çok
yüksek
getirilerin
sağlanamaya-
yacağı,
riskin
arttığı
algısı
yaygınlaştınca,
uluslararası
sermaye
ülkeyi
terk
etme
eğilimine
girdi

pan fonlar anlamına gelen bu üç kurumsal yatırımcı oluşturuyor.

Son olarak, iki cümleyle değinmem gerekirse; Fuat Ercan'ın söylediği bu finansal sermaye-reel sermaye ayrışması yapma çabalarının ben çok gerçekçi olmadığını düşünüyorum. Çünkü, bir taraftan doğrudur, finansal liberalleşmenin olduğu yerde finansal piyasalarda en kısa zamanda getiriye kovalama faaliyeti, o ülkelerde genel olarak büyümenin, istihdamın ve yatırımın gerilemesine neden oluyor. Bu tarafıyla doğru, ama reel sermaye, üretken sermayeden ayrı bir finansal sermayeden bahsetmek mümkün değil, hem dünyada böyle, hem Türkiye'de en açık olarak, işte ISO'nun 500 büyük şirket araştırmasında, faaliyet dışı gelirlerin, şirketlerin gelirinin büyük kısmını oluşturmamasından da bunu görüyoruz. Türkiye'nin de dahil olduğu, Latin Amerika ve Asya ülkelerinin başını çektiği, sermayenin ciddi ölçüde aktığı tüm ülkelerde büyük şirketler yatırım da yapıyor, yani otomobil üretiminin yapıldığı, bilgisayar üretiminin yapıldığı, köprülerin, yolların büyük şirketler, uluslararası şirketler tarafından inşa edildiği tüm ülkelerde, finansal sermaye de akın ediyor. Tek tek finansal sermayenin özellikle akın ettiği veya reel sermayenin akın ettiği bir ülke örneği neredeyse yok. Genel olarak sermaye için uygun ortamın, uygun düzenlemelerin ve uygun bir sınıfsal iktidarın olduğu bütün ülkelere akıyorlar.

• **Metin Sarfati** - İsterseniz, şimdi sorulara geçelim. Önce Mehmet Türkay soracak. Ondan sonra benim de küçük bir sorum olacak.

• **Mehmet Türkay** - Finansal serbestleşmenin bir de objektif sonuçları belki tartışılması gereken bir konu diye düşünüyorum. Anlaşılması açısından biraz da sembolize ettiğim bir tarzda soracağım. 1970'li yıllarda bir kriz çıkar ve bugüne kadar da gelir. Dolayısıyla, bugün yaşanan krizler, kriz bandı içindeki iniş çıkışlardır diye düşünüyorum. Dolayısıyla, sistem açısından 1970'li yılların krizi hâlâ çözülmüş değil. Sistemin genel işleyişine baktığımız zaman, yani bu krizin bu şey çerçevesinde iniş çıkışlarla beraber giderken, bir mekanizma da işliyor diye düşünüyorum. Bu da, farklı biçimlerde ifade edilebilir, ama nihayetinde "eşitsiz ve bileşik gelişme" denilen bir eğilim ya da yasadan bahsetmek, kapitalizmin işleyiş açısından, dünya genelinde ve tabii tek tek ülke düzeylerinde de geçerli olduğunu düşünüyorum. Bu çerçevede baktığımızda, bu tür, özellikle 1980'den sonraki kriz-

ler, daha çok tüm finansal ya da "sıcak paranın" tetiklediği krizler olarak yaşandı çevre ya da az gelişmiş ülkelerde. "Bunun objektif sonuçları ne oldu?" diye baktığımız zaman, biraz genel bir sermayenin değersizleşmesi açısından bir sigorta işlevini gören bu tür lokal krizler çok sıklaştı. 1980'den sonraki süreçte baktığımızda, yani Meksika, Türkiye'de var. Meksika'yla başladı devam etti, Kore ve saire, yeniden Türkiye ve Arjantin şeklinde gitti. Burada benim dikkatimi çeken şey de, bu tür sıcak paranın tetiklediği bu tür lokal krizlerin, sermayenin merkezileşmesine dair de sonuçları olur. Tek başına bu değil, ama bir yanılla da böyle bir şey. Diyelim, Kore'deki krizle beraber, Koreli şirketlerin büyük bir çoğunluğu el değiştirdi. Türkiye'de son yaşanan bu şeylerle beraber, daha çok bankacılık sektöründe görüyoruz. Buraya hızla yeni yabancı sermaye gibi ya da varolanlar bir şekilde satın alınıyor. Bu tür sıcak para hareketleri bir tetikleme işlevi görür, görmekte ve sistemle bütünsel ilişki içindedir. Sonuçta, "sermayenin el değiştirmesi" diye niteleyebileceğimiz ya da "merkezileşmesi" dediğimiz tekelleşmeyi dolayısıyla sağlayan bir sonuç çıkartıyor. Eğer, bu böyleyse şu anlamda önemli: "Finansal serbestlik" denilen, dolayısıyla rekabetin olduğu dönemlerde, rekabeti piyasa açısından atfedilen anlamları beraber düşündüğümüz zaman, tam tersi de sonuçlar çıkmaya başlıyor. Rekabet burada bir tür sermayenin merkezileşmesi gibi bir sonuç da doğuruyor. Bunu sonuçlar açısından siz nasıl değerlendirirsiniz?

• **Metin Sarfati** - Teşekkürler.

Benim de Oral Erdoğan ve bir de Hayri Kozanoğlu'na sorum olacak.

Oral Erdoğan'a hem bir soru, hem bir katkı. Tam kullandığınız kavramı bir daha söyley misiniz? "Risk değerlendirmesi" dediniz, "Türkiye tam öyle bir imkâna sahip değil" dediniz galiba değil mi?

• **Oral Erdoğan** - Kaliteli risk yönetiminin benimsenmesi gerektiğini söyledim. Benimsemmezse, sermaye transferinde ikinci plana düşüyor. Portföy yönetimler ve uluslararası kurumsal yatırımcılar, riski yönetemeyen ülkelere, tanımlamayan ülkelere çok birşey aktarmıyorlar.

• **Metin Sarfati** - Orada şöyle bir açılım getirmek istiyorum: Bu işi bizden çok daha iyi beceren, daha ileri kapitalist ülkelere dahi, zannediyorum bu iş çok fazla becerilemiyor.

Oral Erdoğan

**Portföy
yönetimler ve
uluslararası
kurumsal
yatırımcılar,
riski
yönetemeyen
ülkelere,
tanımlamayan
ülkelere
çok birşey
aktarmıyorlar**

ABD de dahil, işte yöneticiler dayanamadılar ve giderek kaldıraç oranını bozmaya başladılar. Ondan sonra da tabii o muhasebe skandalları patladı, ama bir işe yaramadı. Sonuçta ABD'deki firmalar birbiri ardına iflas etmeye başladılar. O kaliteli risk yönetimi ne olursa olsun, o süreç sonunda belli bir yere kadar işliyor ve sonuçta aşırı değerlenmenin getirdiği sorunlar patlıyor ve nitekim patladı. Dolayısıyla, kaliteli risk yönetiminin bu anlamda neye ne kadar yarayacağı konusunu...

• **Fuat Ercan** - "Kaliteli risk yönetimi" dediginiz anda, yeni düzenleme yapmanız gerekiyor. "Finansal liberalizasyon" derken, biz hep 1980'lerdeki kavramlarla düşünüyoruz.

• **Metin Sarfatı** - Hayri Kozanoğlu'na da şöyle bir soru yöneltmek istiyorum: Açıklamasından anladığım kadarıyla, finansal krizleri ülkedeki dengesizliklere bağladı. Değişik ülkelerden örnekler verdi. Yani tek etken olarak dengesizliklerde finansal liberalleşmenin etkin olduğunu savundu belli bir dönemde. Oraya tek bir açıklama getirebilir mi? Yani bu ülkelerin makro ekonomik dengeleri tümüyle sağlanmıştı da, gelen finansal akımlar mı bunu bozdu? Yoksa, makro ekonomi dengeleri zaten, bizimki gibi eften püftendi de, zaten öyle küçük bir fırtına mı bekliyordu. Sonuçta sormak istediğim şu: Makro ekonomik dengesizlikler mi diğerini körüklüyor, finansal liberalleşme mi makro ekonomik dengesizlikleri körüklüyor?

Fuat arkadaşımıza sözü veriyorum.

• **Fuat Ercan** - Aslında gerçekten şunu hissediyorum ki, Türkiye'de bu finansal liberalizasyon çok tartışılmamış. Hep böyle bildik kavramlarla konuşuyoruz. Oral arkadaşın ifade ettiği vurgu bence önemli. Finansal liberalizasyonun Türkiye'de ve dünyada iki dönemi var. Bir; finansal yapıları deregüle edici bir dönem, yani varolan düzenekleri ortadan kaldırarak; 1980'lerde faiz oranları üzerindeki baskıyı kaldırma, banka giriş çıkışlarını, banka kurma olanaklarını falan. Fakat, 1990'ların ikinci yarısında, özellikle finansal krizlerin, ünlü söz var ya; "güle güle finansal baskı, hoş geldin finansal kriz." Oral'ın ifade ettiği uluslararası düzeyde sermayeler arasındaki rekabet arttıkça, sermaye kendisini krizlere karşı koruyacak çok önemli kurumsal yapılar istiyor. Bu kurumsal yapılar, yeni kurumsalcı iktisadın da dilinde çok olan ve Oral arkadaşın ifade ettiği bir tonla da konuşup, ülkelerdeki hukuksal düzenekleri tepeden tırnağa değiştiren bir döneme geçiriyoruz. Aslında Mehmet'in söylediği şey çok doğru, 1970'lerde başlayan süreç,

varolan düzenekleri ortadan kaldıran deregüle edici bir süreçti, şimdi sistem yerli yerine oturmaya çalışıyor. Bu da, risk yönetimi, varlık yönetimi kuralları, mülkiyet hakları, bunların mülkiyet hakları ne olacak türü konuları gündeme taşıyor. Şunu söylemek istiyorum: süreç aslında dünya ölçeğinde sermayenin ortak bir dil oluşturmaya çalıştığı bir düzeneğe geçiş süreci. Bu süreci ben "liberalizmin orman yasalarından" kapitalizmin "küresel kurumsallaşma" sürecine geçişi olarak tanımlıyorum. Yani uluslararası sermaye Türkiye'de yatırım yaptığında, bunun olası krizler ya da başka olası dışsal müdahalelerden, yani risklerden korumak istiyor. Kemal Derviş bunu "ekonomiyi politikadan ayırt edelim" vurgusu ile ifade etti. Oral arkadaşın söylediği riski azaltıcı unsurlar artık önem kazandı, bu çabalar kurumsallaşılıyor. Yerel ölçekte var olan renkler ve dokuları yani farklılıkları en aza indirecek bir döneme giriyoruz. Renksiz, doksuz, sermayenin uluslararası dilini oluşturacak bir sürece girdik, bu yapılmaya çalışılıyor. Türkiye bu değişim sürecinin gereklerini yerine getirmede çok iyi.

Ama diğer yandan eğer kapitalizmde yaşıyorsanız, ne kadar kalite, risk yönetimi derse-niz deyin, aşırı sermaye birikiminin olduğu ortamda sürekli rekabet, bir şekilde yapıları deforme edecek. Bu gelişmeleri de şimdiden görüyoruz. 1990'ların ikinci yarısına baktığımızda, ardi ardına finansal krizler gerçekleşiyor. Ama finansal krizlerdeki farklılıkları belirlememiz gerekiyor. Özellikle büyüme açısından bu farklılıklar önemli, Dünya Bankası'nın 2000 verilerine göre Türkiye, dünyadaki en volatil olan ülkelerden biri. Büyümeyle finansal hareketler arasında gidip gidip gelen bir canlı ilişki var. Ulusal-makro dilde bunun anlamı sanki devlet kaybediyor gibi geliyor. Evet, devlet ulusal politikadan kaybediyor. Ama bu giriş çıkışları sorgulamak için, şimdiye kadar yapıların ötesinde kamu borçlanma gereği Türkiye'de, Brezilya'da niye arttı? Kötü yöneticiler yüzünden mi arttı? Yoksa finansal liberalizasyona ilişkin uygulamalar sınıfsal tercihlerin ürünü müydü? Türkiye'de sermaye girdiği zaman ne oluyor, giren sermaye ile hangi sınıfsal kesimler arasında ilişkiler kurabilir? Dışarıdan gelen sermaye ile devlet ve sınıflar arasındaki ilişki nasıl biçimleniyor? Türkiye'deki finansal derinliği arttıran en önemli unsur kamusal borçlanma. Peki kamu borçlanma gereği niye bu kadar arttı?.. Burada sermaye birikiminin yapısal bir zorunlu sonucu ile mi, yoksa sadece bir iktisat politikası ile mi karşı karşıya oldu-

Fuat Ercan

**Uluslararası
düzeyde
sermayeler
arasındaki
rekabet
arttıkça,
sermaye
kendisini
krizlere
karşı
koruyacak
çok önemli
kurumsal
yapılar
istiyor**

ğumuzun açıklanması ya da sorgulanması gerekiyor. Bu mekanizmaları aslında uluslararasılaşma zorunluluğu ya da isteği ile kesimlerin açığa çıkardığı bir kaynak aktarma mekanizması olarak düşünmemiz gerekiyor... Finansal liberalizasyon sürecinin artan para-sermaye ihtiyacı karşısında sınıflar arası kaynak aktarımı mekanizması olduğunu söyleyebiliriz. Bir anlamda finansal liberalizasyonun yeni sermaye birikim tarzının önemli bileşenlerden biri olduğunu söyleyebiliriz. Sermaye birikim amacına yönelik olduğu ölçüde finansal liberalizasyon ya da borç yönelimli birikim bir sosyal disipline dönüşüyor.

Ama bir şey daha var, o da şu: Güney Kore'deki finansal krizle, Türkiye -ya da Brezilya- arasında bir fark var. Fark G.Kore'deki kriz, üretken sermayenin aşırı birikimine ilişkin bir kriz iken, yani oraya akan sermaye üretken sermaye olarak değerlendirilirken, Türkiye, Brezilya gibi ülkelerdeki kriz daha çok üretken sermayenin yetersizlikleri dolayında para-sermayeye duyulan ihtiyaç ile bu ihtiyacın sermayenin toplam döngüsünde üretken sermaye ama dünya ölçeğinde işleyişle rekabet edecek bir güç-donanım içinde olmayan yapısal özelliklerin sonucunda açığa çıkan krizlerdir. Ama krizler sıfır toplamı oyunlar değil, hiç kuşkusuz.

Başka bir şey; Oral arkadaşın daha teknik bir dille ifade ettiği "risk yönetimini" sormamız gerekiyor. Ne oldu da, 1980-90'lardan sonra risk yönetimi bu kadar önem kazandı? Zaten "risk yönetimi" dediğimizde ekonomide yolunda gitmeyen bir şeylerin oluşunu düşünmemiz gerekiyor. Riskin arttığı dönemlerde her bir firma, olası dışsal müdahaleye karşı kendini ayakta tutabilmek için daha fazla kaynağı elinde tutmak zorunda. Bu ise ekonominin finansallaşmasının yoğunluk ve hızını artıran, ama aynı şekilde risk ve volatiliyi artıran bir dinamiktir.

Türkiye açısından baktığımızda, evet söylendiği gibi, Türkiye ulus-devlet olarak birçok alanda etkisini kaybetti. Burada finansal liberalizasyonun ülke ekonomisinde yarattığı olumsuz etkiler, bilinçsiz, sadece IMF'nin, Dünya Bankası'nın yarattığı şeyler değil, Türkiye'deki ve dünyadaki sermaye birikiminin artık ortak bir dile dönüşümünün ifade tarzıdır.

• **Metin Sarfati** - Oral arkadaşına sözü veriyorum; buyurun.

• **Oral Erdoğan** - İlk konuşmayı daha somut olarak makro ekonomiye bağlama gereği hissettim. Bu noktada özellikle finansal liberali-

zasyon hızlanmaktadır. Finansal liberalizasyonu, Türkiye örneğinde ele aldığımızda ise, Türkiye, 30 senedir vasat bir büyüme sergileyen, yüzde 3,5-4'ler civarında, ancak riskli büyüyen bir ülke konumundadır. Bunu göz ardı etmemek gerekiyor; büyüyoruz, ama riskli büyüyoruz. Riskli büyümek ne demek?.. Her an krizlere maruz kalabilirsiniz. Böyle bir durumun gerekçesini de, Maltepe Üniversitesi Dergisi'nde yayınlanan makalede vurguladım. Özellikle portföy yatırımlarının giriş çıkışları, doğru dan kriz yaşamamıza neden oluyor. Ama bunun arkasındaki gerekçeler, özellikle Fuat Bey, Hayri Bey tarafından da açıklandı. Tamamen nedeni portföy yatırımları olmamakla birlikte, en önemli dürtüleyen faktör, portföy yatırımlarının giriş çıkış zamanlamasıdır.

İkinci bir bağlantı konusu; hep firmaların sermaye yapısından bahsediyoruz. Biraz önce onu vurguladım, firmaların sermaye maliyeti, vade yapıları filan önem kazanıyor. Ekonomik birimlerin bir araya gelmesiyle makro ekonomiyi oluşturuyoruz. Makro ekonomide kendiliğinden bir şirket gibi davranan bir ülke yok. Çeşitli ekonomik birikimlerden oluşan bir model var ve bu model kötü işliyor. Bu modelin finans piyasaları sistemi, yani tasarrufları yatırımlara dönüştüren mekanizmasında, adı üstünde "hortum" sistemi var. Gelirlerle harcamalar dengesi, ekonomik büyümede doğru işlemediği için, birtakım kaçaklar olduğu için, ekonomideki büyüme sektelere uğramaktadır. Bunu da, yabancı büyük yatırımcılar kendi çıkarları uğruna rantlarını artırıcı şekilde dö-nemden döneme kullanmaktadır.

Diğer önemli bir nokta; Türkiye risk içermektedir, büyürken risk içeriyor. Bu riski içerirken de, yabancı sermayenin Türkiye'ye bakış açısı önem kazanıyor. Türkiye ülke reytingi ya da kredibilitesi açısından bakıldığında çok kötü bir durumdadır. Böyle bir durumda hatta Türkiye'nin, ülkenin çıkardığı tahvil ve bonoları dahi çok kısıtlı, ama en önemlisi, o ülkenin ekonomik birimlerinin, yani özel sektör tahvilleri yok; çok komik durum. Gelişmiş ekonomilerde, risksiz enstrümanı uluslararası yatırımcılara sunarsınız ki, daha sonra riskli enstrümanı tanıtırınız. Ama öyle bir ikinci piyasa oluşmuş ki, tahvil bono piyasasında yüzde 99'un üzerinde kamu payı var. Böyle bir durumda ekonomik birimlerin tamamı Hazine'nin kasası gibi davranıyor. Sanırım kırılğan yapıya o nedenle geçmişiz. Biraz önce Fuat Bey'in belirttiği gibi, artık üretkenlik yerine, devletin iç borçları ödeme mekanizmasını sağlayan bir-

Oral Erdoğan

Makro ekonomide kendiliğinden bir şirket gibi davranan bir ülke yok. Çeşitli ekonomik birikimlerden oluşan bir model var ve bu model kötü işliyor

takım kurumsal veya bireysel yatırımcılar haline dönüştürmüş Türkiye'de.

Genelde G. Kore, Meksika örneği verildiği için, şunu da bağlamak gerekiyor: G. Kore ve Meksika'daki büyüme gerçekten finansal liberalizasyonun sağladığı en iyi iki örnektir. Her şeye rağmen Kore, Chaebol'lerin başarısızlığına rağmen, ama daha sonra 1997-98'den sonra yeniden son 5 senelik verilere baktığımızda, dünyada hızlı büyüyen ve volatilitesi, oynaklığı düşük olan ülkelerden biri haline gelmiştir. Meksika ise, 1994'te yaşadığı suni bir pezo krizi dışında hızla büyümesini sürdürmeye başlamış bir ülke ki, yanında Arjantin, Brezilya ciddi krizler yaşarken.

Bu krizlerin nedenleri konuşulurken, genelde unutulmuş bir faktör var: Özellikle Çin'in 1990'larda yaptığı devalüasyon vardır. Bunun arkasından Asya'daki ülkelerin hızla değer kaybedişi ve krize sürüklenişi ve arkasından Rusya'nın 60 milyar dolar tutarında dünyaya olan borcunu ödeyememe durumunu ortaya getirmiştir. En önemli faktör nerededir?.. Citibank, Merrill Lynch gibi büyük finansal kurumlar, gelişmekte olan piyasalara endişeyle bakmaya başlıyor. Bunlardan en önemlisi de Latin Amerika ülkeleri ve Türkiye olmaktadır. Dolarıysa, bir ülkeye kaybedilen güven, diğer ülkelerde de fon akışını kısıtlamıştır ve Türkiye bunu yönetemeyen bir ülke konumunda kalmıştır. Özellikle verilere dayanarak söylüyorum, 1996-98 döneminde Türkiye'nin volatilitesi çok dalgalı bir şekilde artmıştır. Volatilité zaten risktir, ama volatilité dalgalanarak artıyor. 1996-98 arasında Türkiye iyi yönetilmemiştir. O yönetilememesi sonucunda, arkasından Asya Krizi dış faktör olarak ekonomik dengeleri tamamen altüst etti. Yeni gelen iktidar kim olursa olsun fark etmezdi. Mecburen IMF'in isteklerine boyun eğmiş bir duruma geldik.

Benim kendi konum da olduğu için, son bağlayıcı bir şeyi ifade edeceğim: Sermaye piyasalarındaki gelişim ile makro ekonomideki gelişim arasında ciddi bir ilişki var ve bu ilişki aynı zamanda, Fuat Bey'den esinlendiğim için vurguluyorum, gelir dağılımı dengesizliğini de artıran bir unsur olarak da karşımıza çıktı. Net olarak ben analiz yaptığım için söylüyorum. 1987'de ve 1994'te DİE'nin gelir dağılımı ölçümleri vardır. Aynı dönemde bir bakıyoursunuz, sermaye piyasamızda da bir borsa var, yatırımlar artmış, "94'e kadar da gelişmiş" deniliyor. Ama bir bakıyoursunuz, 87'den 94'e kadar gelir dağılımı da bozulmuş. "Sermaye piyasası büyüdü" deniliyor, ama gelir dağılımı

dengesizleşmiş. Demek ki, ekonomik büyümeyi ölçerken, işin sosyal boyutunu unutmamız lazım, bir gün sosyal maliyet olarak karşımıza çıkıyor. Onun için ben sermaye piyasasıyla ilişki kuruyorum. Bu ilişkiyi kurarken de, bizi okuyanlara öneri olarak da söylüyorum; sermaye piyasasında "derinlik" kavramı vardır. Derinlik, özellikle kapital değerinin, benim görüşüme göre milli gelire oranıyla ölçülmelidir. Bu milli gelir yaratan ülke, sermaye piyasasında ne kadar fon imkânı sunmaktadır?.. Ekonomide bu bir derinlik ölçüsüdür ve konuyu tahsis etkinliğiyle açabiliriz.

Diğer taraftan likidite unsuru vardır. Bu derinlikteki bir piyasa ne kadar işlevsel çalışıyor ya da aşırı likit mi çalışıyor?.. Onun için piyasalardaki genel işlem büyüklüğünün milli gelire oranına bakabiliriz. Bir ülkede her ikisi arasında bir tutarsızlık gözüküyor isek, ya çöküş yaşayacaksınız ya da hızlı büyüme yaşayacaksınız. Türkiye açısından net olarak söyleyeyim: Meksika ve Kore de aynı vakaları yaşamıştır. Derinliğine göre likiditeniz aşırı artıyorsa, o ülkede yükümlülükler karşılanamaz hâlâ gelecektir, bir süre sonra çöküş kaçınılmaz oluyor. Aksi bir örnek, İsrail'de likidite çok düşüktür, derinlik yüksektir. O zaman da uluslararası piyasalarda görünen sermaye hareketlerinde rolünüz yoktur ve ülke ekonomisinde görünen bir büyüme hissedilememektedir ya da takip edilmemektedir. O zaman Türkiye açısından neyi takip edeceğiz?.. Derinlik ve likidite kavramları sermaye piyasaları açısından milli gelirdeki büyümeyi yansıtan önemli faktörlerdir. Çünkü, aynı anda hem getiri imkânlarını, hem de yükümlülük, risk durumlarını da ortaya koymaktadır.

• **Fuat Ercan** - "Finansal liberalizasyon" diyoruz da, şimdiye kadar Türkiye'de yurtdışına yolladığımız insanların Mac Kinnon'un finansal deepening modelini test eden bir çalışma var mı? Yani "Türkiye'de finansal derinleşme şu yıllarda bu kadar arttı" diyen.

• **Oral Erdoğan** - Doktora tezim o konuda. Ayrıca yeni yayınlanan "Yabancı Portföy Yatırımlarının Türkiye Örneğinde Analizi" diye bir araştırmam var. Doğrudan sonucu vurgulayayım: Yabancı portföy girişleri açısından, özellikle Türkiye'deki aylık portföy yatırımı girişinin açıklayıcı faktörleri, bir önceki portföy yatırım girişi büyüklüğü, yani gecikmeli, autoregressif bir ilişki var.

İkinci önemli faktör, ay içerisindeki ortalama gecelik (over-night) faiz oranları.

Oral Erdoğan

**Derinliğine
göre
likiditeniz
aşırı
artıyorsa,
o ülkede
yükümlülükler
karşılanamaz
hâlâ
gelecektir,
bir süre
sonra
çöküş
kaçınılmaz
oluyor**

Üçüncü bir faktör de, hisse senetleri piyasasındaki ortalama getiri oranları. Hisse senetleri piyasasında getiri oranı yükselmiş ise, Türkiye'de yabancı bunu değerlendirmiş oluyor. Yerliden çok yabancı değerlendirmiş oluyor; burası çok önemli. Ay içerisinde değerlendirip, giriş çıkış yapıyor; bu bir kriz etkidir.

İkincisi, ay içindeki faiz oranlarının değişimi. Faiz oranlarını over-night olarak hızla değerlendiriyorsunuz ve hızla çıkış yapıyorsunuz. Finansal liberalizasyonun kaçış imkânlarını kolay, giriş imkânlarını zor yaparsanız krize her zaman gebesiniz.

Bir de sizin sorunuza kısaca tekrar vurgulayayım: "Risk yönetim kalitesi nasıl farklılaşabilir?" diye sordunuz sanırım.

• **Metin Sarfati** - Hayır, risk yönetimi, en kaliteli şekle ulaştığı ülkelerde bile sonuçta herhangi birşeye engel olamıyor. Fransa'da böyle.

• **Oral Erdoğan** - Ama ülkelerin refah düzeyi, özellikle kişi başına milli gelir açısından bu ülkelerde hep yüksek düzeylerdedir. Tabii ki, zamanla pareto optimalite koşulu var ise, ülkeler arasında bir paylaşım söz konusu olacaktır. Başarılı olan ülkeler daha ön plana çıkabilecektir. Ama kapitalin kullanma gücü ne kadar fazla ise, o ülkeler daha fazla başarılı olma imkânını kaybetmek istemiyor, böyle de bir alternatifi vardır. Ama benim vurgulamak istediğim, ekonomide "mükemmel işleyen piyasa koşulları" kavramı var. Mükemmel piyasa işleyişi var ise, ekonomide aşırı değerlendirme diye bir sorun olmaması gerekiyor. Ama daha da farklı bir tanımlama, tam piyasa koşulları. Tam piyasa var ise, siz zaten riski daha iyi yönetir haldesiniz demektir. Türkiye'de hâlâ riskinizi koruyacak en önemli unsurlar, türev ürünler aktif olarak yoktur. Aktif olarak yoktur, suni olarak vardır. Bu tip yapılanmalar Batılı ülkelerde var, onlar bize göre risk yönetimini daha kaliteli yapıyor. Daha kaliteli riskler yaşayabilir; o ayrı konu.

• **Metin Sarfati** - Çok teşekkürler. Sözü Hayri arkadaşımıza veriyorum.

• **Hayri Kozanoğlu** - Tabii onların kalitesi de ayrı bir tartışma konusu. Çünkü ING Baring's Krizi Marc Linson diye bir brokerin ciddi köşeyi dönme hülyalarının dünyada ciddi bir kriz yaşamasına, işte Orange County krizi oranın belediye mali işler yöneticisinin risk yönetimine ilişkin kavramları bilmeden bir dönem bir Shaws'ın yardımıyla bir star gibi görünme-

sine, sonra koskoca bir belediyeyi çökertmesine neden oluyor. Onun ne derecede kaliteli olduğu biraz tartışmaya açık.

Ben birkaç tane önemli bulduğum konuyu daha detaylandırarak bitireceğim. Birincisi; Fuat'ın söylediği, bu Türkiye'deki bütçe açıklarının çok büyük bir sorun olduğu. Bu herkesin şikâyet ettiği bir konu, ama gerçekten Fuat Erca'nın söylediği gibi burada sınıfsal bir tercih var. Türkiye'de 32 sayılı kararnamenin uygulanmaya başlandığı dönem, birincisi benim deminki konuşmamda bahsettiğim 1980'li yıllar Türkiye'de de sendikaların kapatıldığı, emeğin haklarının yasaklandığı bir dönem. 1980'lerin sonunda özellikle bahar eylemleriyle ciddi taleplerde bulunuyorlar, kamu çalışanları örgütlenmeye başlıyor, bunları susturmak kolay değil, işte sandıktan çıkmayı düşünen bir hükümet, o zaman ANAP için, işte yerel seçimler yaklaşıyor, nitekim büyük bir hezimetle sonuçlanmış ANAP için. O nedenle bütçede bazı tavizler vermek lazım. Bunu normal bütçe mekanizmaları içerisinde vergilerle karşıladığınız zaman ise, ANAP'ın sınıfsal tercihlerine uymuyor.

Dünyadaki dengeler itibarıyla da, Türkiye 1980'li yıllarda dış borçlarını ödeme gayreti içinde olduğu için kapitalizmin bazı kurallarını, kapitalist sistemin bazı düzenlemelerini bypass etmesine göz yumuluyor. Örneğin, Türkiye'de çok ciddi vergi iadeleri ve teşvikler uygulanıyor. Bu OECD düzenlemelerine aykırı, ama aynı ülkeler alacaklı oldukları için göz yumuyorlar. Türkiye biraz ayakları üzerine kalkınca, artık ANAP'ın uyguladığı ihracatçılara destekler vererek, sermaye birikimi sağlama sürecinin de sonuna geliniyor. OECD'nin Türkiye'den diğer bir talebi, sermaye akışlarının serbest bırakılması. İki sınıfsal tercih birbiriyle birleşince, Türkiye 32 sayılı Kararnamayı çıkartıyor ve dış borçlar, sermaye artışıyla büyük ölçüde bütçe açıkları finanse ediliyor. Böylelikle çalışan kesimlere belli tavizler verilmesi, sermaye kesiminden vergiler alınmadan oluyor ve böyle bir süreç bugüne geliyor. Bugüne kadar süreci değerlendirirken, analiz ederken, bunun üzerinde durmak lazım.

Buradan genel olarak dünyaya, sistemin nasıl işlediğine gelirsek, özellikle Türkiye gibi ülkeler sistemin temel aktörü değil; bir kere bunu bilmek gerekiyor. Amerika, dünyanın en fazla dış ticaret açığı veren, dünyada tasarruf oranları en düşük, buna karşılık hızlı büyüme hırslı en fazla olan bir ülkedir. Bu nedenle dış ticaretin serbest olması gerekiyor, sermaye

Hayri Kozanoğlu

Türkiye
1980'li
yıllarda
dış borçlarını
ödeme
gayreti
içinde
olduğu
için
kapitalizmin
bazı
kurallarını,
kapitalist
sistemin
bazı
düzenlemelerini
bypass
etmesine
göz
yumuluyor

akışlarının serbest olması gerekiyor. Türkiye gibi ülkeler, bu genel dünya sisteminin periferisinde yer alıyorlar ve sarsıntılardan da çok ciddi etkileniyorlar. Mesela, 1990 Meksika Krizi'nin nedenlerinden biri odur. ABD'de sıkı para politikaları uygulanıp, faizler yükselince, para akışları oraya doğru yönelmiştir. Türkiye gibi ülkeler, o dönemde Meksika bunun faturasını ödemiştir. Onun için küçük makro ekonomik politika değişiklikleri, ABD gibi dünya üretiminin yaklaşık yüzde 30'unu yapan, Türkiye ekonomisinin yaklaşık 50 katı olan bir ülkedeki hapsirme, Türkiye'de bırakın nezle olmayı, SARS hastalığına kadar neden olabiliyor. Dengesizlikler bizim gibi ülkelere çok şiddetle transfer ediliyor.

Bir de, söylediğim gibi, IMF'in bir hakem olarak devreye girmesiyle birlikte, çoğu zaman değerler sistematik bir transferi söz konusu oluyor. Çünkü, işler iyi giderken zaten yabancı sermaye çok ciddi getiriler sağlıyor. Bir riskle karşılaştığı zaman da, IMF müdahale ediyor. Aslında devlet müdahalesinin ötesinde, ulusal devleti aşan uluslararası bir otoritenin müdahalesi oluyor ve onların zarar görmesini engelliyor. Zaten Amerika'nın savaş sonrası hegemonyası tartışılırken, dünyada da bu çok tartışılacak konu, ama bunun en önemli tarafı şu: Amerika askeri, politik ve ekonomik

olarak dünyadaki tek süper güç, fakat ekonomideki üstünlüğü diğerleri kadar belirgin olmadığı için, bu gücüyle uluslararası finansal sisteme de müdahale edebiliyor ve yönlendirebiliyor. Mesela, Türkiye'nin çok tartıştığı bu döviz kuru sistemleri. Hangi döviz kuru sistemini uygularsanız uygulayın, üç büyük blok arasında, Euro bloğu, Yen'in başını çektiği Asya bloğu ve dolar arasında ciddi dengesizlikler olduğu takdirde, sabit kur, dalgalı kur, hangisini uygularsınız krizlerle karşılaşabiliyorsunuz. Veya deniliyor ki IMF politikaları, "iki köşeden birini seç, yani ya serbest bırak, ya dolarize et, tamamen sabitleştir." Oysa dünya örnekleri, bunların tam tersi bir kriz nedeni olduğunu gösteriyor. Arjantin-Brezilya ilişkisi; Brezilya döviz kurunu dalgalanmaya bırakıyor, Arjantin para kurulunda, para kurulunda olan bir ülkenin anlık çıkabilmesi söz konusu değil. Arjantin riskinden dolayı Brezilya parası değer yitiriyor, Arjantin-Brezilya dış ticaret ilişkilerinde Arjantin'i daha büyük sıkıntıya sokuyor. Kısacası, Türkiye tipi ülkelerin kendi başlarına düzenlemeler yapması, uluslararası bir düzenleme olmaksızın, finansal liberalleşme veya kontrol anlamında yapacağı adımlar çok etkili olmuyor.

• **Metin Sarfatı** - Herkese teşekkür ediyorum.

Hayri Kozanoğlu

**Euro
bloğu,
Yen'in
başını
çektiği
Asya
bloğu ve
dolar
arasında
ciddi
dengesizlikler
olduğu
takdirde,
sabit kur,
dalgalı kur,
hangisini
uygularsınız
krizlerle
karşılaşabili-
yorsunuz**

gelişmekte olan ülkelerin finansal entegrasyonu üzerine bir değerlendirme*

I. giriş

1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerin küreselleşme sürecine uyum bağlamında finansal sistemlerinde liberalizasyon çabaları, ardından yaşadıkları finansal krizler ve bu krizlerin etkilerinin tekil ülkelere aşarak uluslararası nitelik kazanması; ulusal ve uluslararası düzeyde finansal sistemlerin güçlendirilmesi ve istikrarına yönelik reform çalışmalarını artırmıştır.

Reform çalışmalarında önplana çıkan konuların başında, özellikle 1990'lı yıllarda miktar, hız ve değişkenliği artan uluslararası sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkileri gelmektedir. 1985-1995 Döneminde Gelişmekte Olan Ülkelere (Gelişen Piyasa Ekonomilerine) (GPE) yönelik uluslararası sermaye akımları 8-11 kat artmıştır (Knight, 1998). Çalışmada ilkin, 20. yüzyılda finansal akımlarla iktisat politikaları arasındaki ilişkinin gelişimi üzerinde durulacaktır.

Uluslararası finansal akımların olumsuz etkilerinden korunmak isteyen gelişmekte olan ülkeler, başta sermaye kontrolleri olmak üzere, finansal piyasaları ve makroekonomik temellerine yönelik bir dizi politika değişikliklerine gitmişlerdir. İkinci bölümde sermaye kontrollerinin gerekçeleri, çeşitleri ve ülke örnekleri üzerinde durularak, uygulamada ne ölçüde başarılı oldukları değerlendirilmeye çalışılacaktır.

Üçüncü bölümde, uluslararası finansal iktisat alanında *uluslararası finans mimarisi* (*international financial architecture*) adı altında geniş bir literatür oluşturan, uluslararası finansal sistemin güçlendirilmesine yönelik çeşitli öneriler ele alınacaktır.

Değerlendirme başlıklı son bölümde ise, finansal entegrasyonun gelişmekte olan ülkeler için fayda ve maliyetleri üzerinde durularak, varılan çıkarsamalar belirtilecektir: Gelişmekte olan ülkelerin birincil sorunu, yapısal sorunlarını çözmek, daha açıkçası, makroekonomik dengesizliklerini gidermek ve finansal sistemlerinde küresel finansal piyasaların gerektirdiği reformları yapmaktır. Bunları yapmadan ticaret ve özellikle sermaye hareketlerinin

liberalizasyonu finansal (ve reel) krizlere yol açmaktadır. Ancak yapısal sorunlarının üzerine gitmeden, geriye dönerek ülkeyi uluslararası sermaye hareketlerine kapamak ikinci en iyi (second best) sonuç üretecek, bir başka ifade ile toplumsal maliyet artacaktır. Sermaye kontrolleri ise geçici olarak düşünülmeli, gelişmekte olan ülkelerin finansal entegrasyonuna Kenneth S. Rogoff (2002)'un ifadesi ile "açık fikirli ve fakat kapalı-olmayan gözlerle" (a open mind but not a blind eye) yaklaşılmalıdır.

II. 20. yüzyılda sermaye piyasalarının küreselleşmesi ve uluslararası sermaye akımlarının gelişimine kısa bir bakış

Sermaye piyasalarının küreselleşmesi ya da sermaye akımlarının miktar, bileşim ve akışkanlığının 19.yy'ın son çeyreğinden günümüze kadarki gelişimi; giderek daha bütünleşen, daha genişleyen, daha iyi işleyen piyasalar ve düşen maliyetler şeklinde, doğrusal bir trend göstermemiştir. Özellikle II.Dünya Savaşı sonrasında ve 1990'larda peşpeşe gelen finansal kriz yıllarında, ulusal ya da uluslararası piyasalara, ama özellikle finansal piyasalara karşı yoğun bir tepki yaşanmıştır. Dolayısıyla sermaye hareketlerinin uluslararasılaşması süreci ile bu sürecin kurumsal çerçevesi [uluslararası para sistem(ler)i] arasındaki ilişkiye bakmakta yarar var (Obstfeld ve Taylor, 2002; Bordo, 2002).

II.1. uluslararası sermaye akımlarının gelişimi ve makroekonomik uçlem

20. yüzyıldaki uluslararası sermaye akışkanlığının gelişimini, uluslararası para sistemlerinden hareketle dört döneme ayırabiliriz:

(i) 1870'lerden I. Dünya Savaşı (1914)'na kadar süren, klasik altın standardı ve Londra merkezli global sermaye piyasası dönemi, çoğu ülke için istikrarlı ve güvenilir bir sabit döviz kuru sistemiydi ve ülke içi politikalarda politikacıları disipline etme, sorumlu davranma işlevi görüyordu. Böylece ülkeler arasında faiz farklılıkları azalırken, sermaye akımları giderek artmış ve 1900'lere gelindiğinde yalnızca Batı Avrupa ülkeleri değil, çev-

Turan
Yay

II. Dünya
Savaşı
sonrasında ve
1990'larda
peşpeşe
gelen
finansal
kriz
yıllarında,
ulusal
ya da
uluslararası
piyasalara,
ama
özellikle
finansal
piyasalara
karşı
yoğun bir
tepki
yaşanmıştır

re ülkelerin de dahil olduğu, sermaye, mal ve emek piyasalarını kucaklayan bir global ekonomi ortaya çıkmıştır.

(ii) **1914-1945 Döneminde** global ekonomi çökmüştür. İki dünya savaşı, Büyük Dünya Bunalımı, milliyetçiliğin yükselmesi, ülkelerin işbirliğinden vazgeçen politikaları ile birleşince, globalleşen ekonomiden otarşı dönemine geçilmiştir. I. Dünya Savaşı'nda altın standartının çökmesi ile para politikası; önce savaşın finansmanı, sonra da komşu ya da birbiri ile ticaret partneri olan ülkeler arasındaki devalüasyonların yönetimi başta olmak üzere, ülke içi iktisat politikaları amacını gerçekleştirme aracına dönüşmüştür. 1930'ların dünya depresyonunun temel nedeni olarak görülen uluslararası sermaye akımları minimum düzeye düşmüş, uluslararası fiyatlar ve faizler arasındaki uyum tamamen bozulmuştur. Bu dönemde para krizlerinden kaçınmak ve altın stoklarını korumak için ülkeler yaygın bir şekilde sermaye kontrollerine yönelmişlerdir.

(iii) **Bretton Woods (1945-1971) dönemi** olarak da adlandırılan üçüncü dönem, global ekonominin bir yeniden inşaa dönemidir. Bu dönemde ticaret akımları belirgin bir şekilde artarken, görülmemiş bir büyüme dalgası yakalanmıştır. Ancak global sermaye ile ilgili kuşku kolay kolay ortadan kalkmamıştır. IMF, ilkin sermaye kontrollerini para krizlerinden korunmak için kabul etmiş ve böylece hükümetlerin aktivist makro politikalar uygulayabilmelerini kolaylaştırmıştır.

(iv) İçinde bulunduğumuz Bretton Woods sonrası **dalgalı kur döneminde**, sabit döviz kuru rejimi gönülsüz olarak bırakılsa da ve bazı ülkeler bu rejimi sürdürse de 1970'lerden 1990'lı yılların sonuna kadar uzanan dönemi, "sermaye akışkanlığının arttığı" dönem olarak adlandırılabilir. Bu dönemde sabit döviz kuru ortadan kalktığından gelişmiş ülkelerin sermaye kontrollerine ihtiyaçları yoktu. Sermaye akımları giderek artmış ve işlem maliyetlerini düşüren iktisadi reformlar nedeniyle gelişmekte olan ülkelere de yayılmıştır. Bu dönemde, sabit döviz kuru rejiminde kırılmalar ve krizler yaşanması nedeniyle birlikte bazı gelişmekte olan ülkeler para kurulu ya da dolarizasyon ile para politikası otonomilerini kaldırırken, daha geniş bir grup ülke (Meksika, Şili ve Brezilya gibi) enflasyon hedeflemesi ile birlikte esnek döviz kurunu tercih etmiştir. Böylece 1990'lı yıllarda küreselleşme (globalleşme), giderek bütünleşen ve birbiriyle bağlantılı,

emek olmasa da, mal, hizmet ve sermaye akımlarının serbestisini ifade eden bir dünya ekonomisi olgusunu tanımlar hale gelmiştir (Obstfeld ve Taylor,2002).

Yukarıdaki gelişmeler çerçevesinde sermaye akışkanlığının yaklaşık 130 yıllık seyrinin, U harfi şeklinde bir trend gösterdiğini söyleyebiliriz: 1880'den 1914'e kadar bir yükselme, 1945'e kadar bir düşüş (1920'lerde altın standartının tekrar tesis edilmeye çalışıldığı geçici bir yükselmeyi saymazsak), 1945'den sonra yavaş bir artış ve 1970'lerin başında Bretton Woods'un çöküşü ile birlikte giderek hızlanan bir yükselme.

Söz konusu bu dönemde uluslararası sermaye akışkanlığının U harfi şeklinde gösterdiği gelişimin ardındaki teknolojik, sosyo-ekonomik ve politik etkenleri, şu şekilde sıralayabiliriz (Obstfeld ve Taylor,2002:9):

(i) piyasa rekabetini artıran teknolojik yenilikler,

(ii) devletler arasında "ülke çıkarları"nı dikate alan çıkar rekabeti,

(iii) parti ve çıkar grubu rekabetine dayanan ülke içi politika,

(iv) ideoloji ve iktisadi bilginin gelişimi.

Bu etkenlerle uluslararası sermaye akışkanlığının zaman içindeki etkileşimi, uluslararası para sistemlerindeki değişimleri belirlemektedir. Bir başka ifade ile, uluslararası para sistemlerindeki değişimlerde, dünya sermaye piyasalarına açıklığın hükümetlerin otonom politikalar izleme gücünü sınırlaması ve benimsenen döviz kuru sistemlerindeki tercih değişiklikleri önemli rol oynamaktadır.

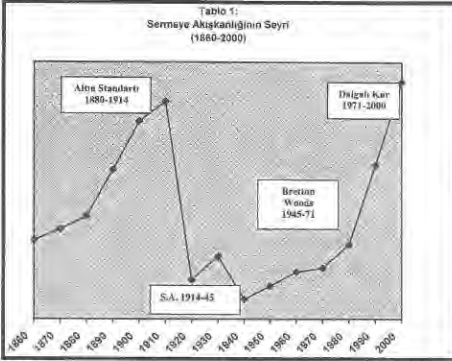
Obstfeld ve Taylor (2002)'ün **makroekonomik politika üçlemi (macroeconomic policy trilemma)** ya da **tutatsız üçlü (inconsistent trinity)** olarak adlandırdıkları bu teze göre, dışa-açık bir sermaye piyasası, hükümetlerin aynı anda hem döviz kuru hedeflemesini, hem de diğer iktisadi amaçlar için para politikasını kullanma güçlerini kısıtlamaktadır. Bir makroekonomik politikalar sistemi, üç amaçtan ancak ikisini yerine getirebilir: (i)Uluslararası sermaye hareketlerine tam açıklık; (ii)Sabit döviz kuru rejimi; (iii)Ülke içi iktisat politikası amaçlarına yönelik bağımsız para politikası.

Eğer ilk amaç kaldırılırsa, sabit döviz kuru rejimi dış faiz oranları ile bağlantıyı koparır ve bağımsız para politikası sürdürülür. Aynı şekilde sabit döviz kuru kaldırılırsa; sermaye hareketlerinin özgürlüğü, para politikasının etkinliği (bazı ülke içi fiyatlar sabit olmak koşuluyla) ile

Uluslararası
para
sistemlerindeki
değişimlerde,
dünya
sermaye
piyasalarına
açıklığın
hükümetlerin
otonom
politikalar
izleme
gücünü
sınırlaması ve
benimsenen
döviz kuru
sistemlerindeki
tercih
değişiklikleri
önemli
rol
oynamaktadır

uyuşur. Ancak döviz kuru sabitken, sermaye hareketleri de serbestse, para politikası ülke içi politika amaçlarını gerçekleştirmek için güçsüzdür.

Obstfeld ve Taylor (2002)'a göre, uluslararası sermaye hareketlerinin uzun dönemli gelişimini bu üçlemle açıklayabiliriz:



Sermaye akışkanlığı, döviz kuruna tabi parasal rejim (altın standardı) ya da döviz kuru istikrarsızlığı pahasına ülke içi iktisat politikalarına yönelik para rejiminde (dalgalı döviz kuru) sürdürülebilir. İkisinin arasında kalan üçüncü bir tercih ise, bir ülkenin hem döviz kuru hedefini tutturmayı hem de ülke içi politika amaçlarını yerine getirmeyi amaçlamasıdır ki bu durumda, ya döviz kuru kontrolleriyle ya da diğer kısıtlamalarla uluslararası işlemlerin kısıtlanması mecburiyeti söz konusudur.

Bu çerçevede ele aldığımız dönemde uluslararası sermaye hareketlerinin gösterdiği gelişimi, temel üçleme gösterilen tepkilerdeki değişimlerle açıklayabiliriz: 1914'den önce dünyanın belli başlı ülkeleri paralarını altına bağlamışlar ve diğer ülkelerin paralarına karşı gizli bir sabit döviz kuru uygulamışlardır. Mali çıkarlar klasik altın standardı dünyasını belirlemiş ve finansal ortodoksi, sağlam maliye politikasına bir alternatif görmemiştir. Böylece altın standardı sistemi, bazen ülke içi makro istikrarın bozulması pahasına, sabit döviz kuru ve sermaye akışkanlığını tercih ederek üçleme çözüm bulmuştur.

Ancak dünya ekonomisinin yaşadığı I. Dünya Savaşı, Büyük Dünya Bunalımı ve II. Dünya Savaşı gibi olağanüstü koşullar bir yanda, I. Dünya Savaşı ile birlikte sanayileşmiş ülkelerde kurumsal demokrasinin gelişmesi (organize olmuş işçi sınıfının bir politik güç olarak ön plana çıkması) şeklindeki politik güç dengesindeki değişim diğer yanda, 1970'lere kadar uzanan dönemde Keynesci iktisat politikalarının hakimiyet kazanmasında belirleyici olmuştur. 1920'lerin ortalarında altın standardı-

nın yeniden inşasına çalışılmışsa da Büyük Depresyon'la birlikte finansal piyasalar ve altın standardı sistemi krizlerin nedeni olarak görülmüştür.

I. Dünya Savaşı sırasındaki olağanüstü koşullara özgü kontrolleri saymazsak, barış zamanında geniş ve yoğun sermaye kontrollerinin uygulamasını başlatan olay, 1931 Uluslararası Finansal Krizi olmuş ve bu yıl bir çok Avrupa ve Latin Amerika ülkesi döviz kontrolü uygulamıştır. Öte yandan 1930'lu ve 1940'lı yıllarda yaşanan yoğun döviz ve sermaye kontrollerinin fikir babası ya da baş savunucusu (sermaye hareketlerinin ülke ekonomilerinde yarattığı gereksiz hasar ve otonom iktisat politikaları yürütebilmek gerekçeleriyle) (R. Harrod'a göre) Keynes'dir. Kıta Avrupası'nda sermaye hareketlerinin kontrolünde baş rol oynayan ülke ise Almanya olmuştur: Almanya'da 1931 Uluslararası Finansal Krizi ile birlikte geçici bir tedbir olarak uygulamaya konulan döviz kontrolleri, Nazi Almanyası'nın ekonomi yönetiminin temel politika araçlarından biri olmuş, Nazi sonrası dönemde de süreklilik kazanarak yaklaşık 30 yıl varlığını sürdürmüştür. Almanya ile ticari ilişkileri olan birçok Avrupa ülkesi de kendi ihracatlarını korumak için çeşitli sınırlamalara başvurmuşlardır (Cooper, 2001:378-379).

Kısaca, I. Dünya Savaşı, Büyük Dünya Bunalımı ve II. Dünya Savaşı gibi olağanüstü durumlarda uygulamaya konulan sermaye kontrolleri, son savaşın ardından gerek doğu bloku ülkelerinde gerek bir çok batı Avrupa ülkesinde merkezi iktisadi planlamanın popüler olması ile birlikte, iktisadi politikanın temel araçlarından biri olmuştur.

Savaş Sonrası uluslararası para sistemi 1944 Bretton Woods Sistemi ile oluşturulmuş ve Dünya Bankası uzun dönem sermaye hareketleri üzerinde yoğunlaşırken, IMF üye ülkeler arasında finansal işlemleri düzenleme görevi üstlenmiştir. 44 ülke dalgalı döviz kuru istikrarsızlık kaynağı olduğu ve uluslararası ticarete zarar vereceği düşüncesi ile sabit fakat ayarlanabilir döviz kuru sistemini benimsemiştir. Savaş sonrasında ticaretin liberalleştirilmesi konusunda ilk adım, Avrupa İktisadi İşbirliği Organizasyonu (OEEC) (sonraki adıyla Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü, OECD)'nin oluşturduğu Avrupa Ödemeler Birliği (1950-1958) (European Payments Union) (çok yanlı klining sistemi) ile atılmıştır. Batı Avrupa Ülkeleri IMF'nin kuruluşundan 15 yıl sonra (de facto 1959'da) 1961'de IMF'nin 8.

Barış
zamanında
geniş ve
yoğun
sermaye
kontrollerinin
uygulamasını
başlatan
olay,
1931
Uluslararası
Finansal
Krizi
olmuş ve
bu yıl
bir çok
Avrupa ve
Latin
Amerika
ülkesi
döviz
kontrolü
uygulamıştır

maddesine dayanarak cari işlemler hesabında konvertibilitiyi kabul etmiştir (Cooper, 2001:380).

ABD, Kanada, İsviçre savaş sonrasında sermaye kontrolleri uygulamasına hiç başvurmazken, Almanya 1960'lardan sonra, İngiltere 1979'da sermaye kontrollerini kaldırmıştır. Dolayısıyla, cari işlemler hesabında konvertibilite yaygın olarak benimsenirken (1998'de bile 38 ülke 14. maddeye dayanarak cari işlemlerde de kontrolleri sürdürmesine rağmen), sermaye kontrolleri yaygın biçimde uygulanmış, tek para ve tam konvertibilitiyi amaçlayan Avrupa Birliği ile Kıta Avrupası ülkeleri sermaye hesabında da konvertibilitiyeye geçmiştir. 1950'lerden itibaren Latin Amerika ülkeleri sermaye hareketlerinde liberalleşmeye gitmişlerse de ödeme sorunları ile karşılaştıkça sermaye kontrollerine başvurmuşlar, 1970'lerdeki Petrol Krizi ve 1980'lerdeki Borç Krizi bunun sürmesine neden olmuş ancak 1990'lardan itibaren liberalleşme dalgası ile birlikte sermaye kontrollerini gevşetmişlerdir (Cooper, 2001:381).

Tablo 2. Üçlem ve sermaye akışkanlığının temel aşamaları

Üçlemin Çözümü: Ülkelerin Fedekartlık Seçimi				
Dönem	Aktivist Politikalar	Sermaye Akışkanlığı	Sabit Döviz Kuru	Not
Altın Standartı S. 1890-1914	En çok	Çok az	Çok az	Yaygın fikir birliği
İki Dünya Savaşı Arası Dönem (Altın Standartı kalktıktan sonra) (1921-1938)	Çok az	Az sayıda	En fazla	Başta Kıta Avrupası ve Latin Amerika'da sermaye kontrolleri
Bretton Woods S. (1950-1973)	Çok az	En fazla	Çok az	Yaygın fikir birliği
Dalgalı Kur S. (1974-2000)	Çok az	Çok az	Çok sayıda	Para Kurulu ve Dolarizasyon dışında belirli ölçüde fikir birliği

Kaynak: Obstfeld ve Taylor (2002)

Bretton Woods sisteminin başarısı makro-ekonomik üçlemin tekrar baş göstermesi ile çökmüştür. Bir yanda yavaş büyüme korkusu olan ABD ile yüksek enflasyon korkusu olan Almanya'nın sabit döviz kurunun ülke içi politika sonuçlarını kabul etmek istememeleri, diğer yanda yaşanan spekülasyon atakları, geçici bir tedbir olarak başlatılan dalgalı döviz kuru sisteminin günümüze kadar sürmesine neden olmuştur. Dalgalı döviz kuru sistemi, uluslararası finansal piyasaların genişlemesine yol açarken, ülkeler, fiat money ve dalgalı döviz kuru sisteminde enflasyonu önlemeyi öğrenmişlerdir. Buna göre, eğer para politikasında öncelik ülke içi şartlara verilirse, sermaye

akışkanlığı ya da döviz kuru hedefinden vazgeçilmesi gerektiği, sabit döviz kuru ile global sermaye piyasasına entegre olmak birincil amaçsa, para politikasının bu amaçlara boyun eğmesi gerektiği yaşanarak öğrenilmiştir. Tablo 2, 1890'lardan günümüze kadar uzanan dönemde makroekonomik politika üçlemi-çatışması ile uluslararası sermaye akışkanlığı arasındaki bağlantıyı özetlemektedir (Obstfeld ve Taylor, 2002).

II.2. 1970-2000 döneminde gelişen piyasa ekonomilerine yönelik sermaye akımlarının gelişimi

1970-2000 döneminde dünya ekonomisinde yaşanan en önemli gelişmelerden biri, uluslararası finansal işlemlerde ve sermaye akımlarında görülen patlamadır. Aslında uluslararası sermaye akımlarının büyük bölümü sanayileşmiş ülkelerin kendi aralarında dönmektedir: 1973-78 döneminde sanayileşmiş ülkelere giren sermaye akımları, (18 milyar doğrudan, 25 milyar portföy yatırımı olmak üzere) 43 milyar \$ iken, 1993-96 döneminde (173 milyar doğrudan, 550 milyar portföy yatırımı) 723 milyar \$'a çıkmıştır. Bir başka ifade ile, sanayileşmiş ülkeler arasındaki finansal işlemler neredeyse 20 kat artış göstermiştir. Ancak uluslararası finansal sistem için asıl sorun, aynı dönemde gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının miktarının 5 kat artması ve bu ülkelere olan etkileridir. (Eichengreen ve Mussa, 1998:6):

1970'lerdeki petrol-fiyatları şoku ile birlikte birçok uluslararası ticari banka, petrol üretici ülkelerin petro-dolarlarının önemli bir kısmını sendikasyon kredileri şeklinde gelişen piyasa ekonomilerine yönelttiler. 1970'li yıllarda net özel sermaye akımları sürekli olarak arttı ve 1981 yılında zirve seviyesine (51.2 milyar \$'a) ulaştı (IMF, 2003). Bu dönemde, mal fiyatlarındaki ve ticaret hadlerindeki olumlu gelişmeler nedeniyle borçların ödenmesinde bir sorun yaşanmadı ve özel sermaye akımlarının önemli bir kısmı banka kredileri şeklinde Latin Amerika ülkelerine gitti.

Ancak 1980'lerin başında mal fiyatları düşerken, uluslararası faiz hadlerindeki önemli düşüşler, gelişen piyasa ekonomilerinin iktisadi faaliyetlerinde daralmalara ve mali güçlüklerle karşılaşmalarına yol açtı (Fane, 2000:6). Ağustos 1982'de Meksika ile başlayarak, birçok Latin Amerika ülkesi moratoryum ilan etti. 1984'de ise Net Özel Sermaye Akımları

1970-2000
döneminde
dünya
ekonomisinde
yaşanan
en önemli
gelişmelerden
biri,
uluslararası
finansal
işlemlerde ve
sermaye
akımlarında
görülen
patlamadır

negatife dönüştü (-10.9 milyar \$) (IMF,2003); IMF ve Kalkınma Bankaları'na ait resmi sermaye akımları önem kazandı. IMF ve diğer resmi kuruluşlar, GPE'nin borçlarının yeniden yapılandırılması ve yeni kredi bulunması konusunda epey çaba gösterdilerse de 1980'li yıllar GPE için uluslararası sermaye akımları açısından "kayıp yıllar" olarak adlandırılır. 1989'da Brady Planı ile, borç krizine düşen ülkelerin borçlarında indirimle gidilirken, borçlar daha düşük faiz haddi üzerinden yeniden yapılandırıldı. Bu operasyonla banka kredilerinin tahvile dönüştürülmesi, GPE'lerde borçların daha likit (ve dolayısıyla ticaret edilebilir) hale dönüşmesine ve bu ülkelerde tahvil piyasalarının gelişmesine yol açtı (Perrault, 2002:34).

Brady Planı ile birlikte 1990'ların başından itibaren GPE'ne olan finansal akımlar tekrar yükselmeye başladı ve 1996'da 235 milyar \$'lık zirveye ulaştı (IMF, 2003). Bu dönemde uluslararası finansal akımlarının gözdesi Asya GPE'si idi. Sermaye akımlarının bu bölgeye yönelme nedenlerini üç noktada toplayabiliriz (Perrault, 2002:34): "Asya Mucizesi" olarak adlandırılan eğitilmiş işgücü ve sağlam makroekonomik temellerin bu bölgedeki yatırım projelerinin beklenen getirilerini (diğer bölgelere göre) yükseltmesi; 1980'lerin sonunda Japon ekonomisindeki çöküş nedeniyle Japon finans kuruluşlarının daha iyi yatırım fırsatları aramaları ve GPE'deki yatırımların algılanan risklerini azaltan açık ya da gizli garantiler. Ancak bu sermaye akımlarının, bazı Asya ülkelerinde gayrimenkul sektörlerinde "balon"ların oluşmasına yol açarken, çoğu ülkede reel döviz kurunun aşırı değerlenmesine ve finansal-varlıkların fiyatlarında yükselmelere yol açarak, bir anlamda 1997 Asya Krizi'nin de tohumlarını attığını söyleyebiliriz.

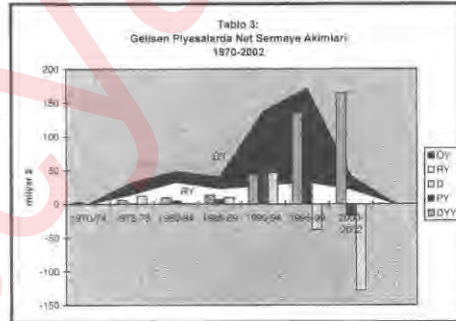
1990'lı yıllarda, yapılan ekonomik reformlar nedeniyle Latin Amerika ülkeleri ve ekonomilerini liberalize eden Merkezi ve Doğu Avrupa Geçiş Ekonomileri de önemli ölçüde sermaye akımı çeken diğer iki bölge olmuştur.

GPE'ne yönelik sermaye akımları; 1996 zirvesinin (235 milyar \$) ardından, peşpeşe gelen 1997 Asya, 1998 Rusya, 1999 Brezilya ve 2000-2001 Türkiye Krizleri nedeniyle giderek düştü ve Net Özel Sermaye Akımı 2000 yılında 8 milyar \$'a indi. 1970'lerde olduğu gibi, Özel Sermaye Akımları'nın düşüşü IMF ve Kalkınma Bankaları'nın kredileri ile karşılanmaya çalışıldı; Resmi Akımlar 1997 yılında 65 milyar \$'lık en yüksek seviyesine ulaştı (IMF, 2003).

II.2.1. sermaye akımlarının bileşimi

1980'lerde edindikleri tecrübeler, Brady Planı'nın bir sonucu olarak tahvil piyasalarının önplana çıkması ve Asya ve Geçiş Ekonomileri'ndeki gelişmeler sonucunda, Uluslararası Ticari Bankaları'nın GPE'nin kısa dönemli ödemeler bilançosu açıklarının finansmanından çekilmeleri, sermaye akımlarının bileşimini etkiledi (Perrault,2002:36). Tablo 3'den de görüldüğü gibi, banka kredileri (diğer net akımlar); 1990'lerin başında GPE'ne olan sermaye girişlerinin önemli bir kısmını oluştururken, 1997-98 Asya Krizi ile birlikte hızlı bir düşüş göstermiş, hatta bankalar arası güvensizliğin yaygınlaşması nedeniyle uluslararası bankaların GPE'ne yönelik kaynaklarını kısımasıyla (sermaye çıkışı şeklinde) yön değiştirmiştir.

1990'ların başında portföy (tahvil, hisse senedi) yatırımları GPE'nin temel finansman kaynağı idi. Tablo 3 ve Tablo 4'den de görüldüğü gibi gayri safi portföy yatırımlarının çoğu (%80-90) tahvillerden oluşuyordu. Hisse senedi yatırımları da (1.2 milyar \$'dan 23.2 milyar \$'a) 20 kat artmıştır.



Kaynak: IMF, 2003

Tablo 4. gayri safi portföy akımları (1990-1999) (milyar \$)

	1990	1995	1999
Tahvil	8.5	59.2	87.0
Hisse Senedi	1.2	10.0	23.2
Toplam	9.7	69.2	110.2
Toplamın %si olarak Tahvil	88.0	86.0	79.0
Toplamın %si olarak Hisse Senedi	12.0	14.0	21.0

Kaynak: Perrault (2002)

1990'lı yıllarda doğrudan yabancı yatırımlar ise, dönemin başında düşük bir oran olmakla birlikte, giderek GPE'nin temel finansman kaynağı olmuş ve Asya, Rusya ve Brezilya krizlerine rağmen önemli artış göstermiştir.

Hisse senedi yatırımlarının artışı ile birlikte doğrudan yabancı yatırımların artan önemi, GPE'ne olan net özel sermaye akımlarının

1990'lı
yıllarda,
yapılan
ekonomik
reformlar
nedeniyle
Latin
Amerika
ülkeleri ve
ekonomilerini
liberalize
eden
Merkezi ve
Doğu
Avrupa
Geçiş
Ekonomileri de
önemli
ölçüde
sermaye
akımı
çeken
diğer
iki bölge
olmuştur

borç-yaratmayan nitelik kazanması anlamına gelmektedir. Söz konusu bu nitelik, 1990'lı yılların, önceki dönemlerden önemli bir farklılığını ifade etmektedir: Bu anlamda, fonların giderek daha fazla uzun dönemli nitelik kazanmasında, gelişmiş ülkelerin konjonktürel şartları kadar, GPE'nin bu tür fonları kendilerine çekmek için uyguladıkları politikaların ya da gösterdikleri çabaların da rolü olduğunu söyleyebiliriz (Edwards, 1998,1999).

II.2.2. borçluların sektörel dağılımı

Genellikle GPE hükümetleri, uluslararası borç piyasasının en büyük borçluları konumundadırlar. *Bank for International Settlements (BIS)*'e göre, devlet-kamu kuruluşlarının payı 1993'den beri yüzde 10 artmıştır; söz konusu bu gelişme, finansal kurumların payı azalırken, finansal-olmayan sektörlerin payının artışıyla birlikte gerçekleşmiştir (Perrault, 2002:37).

Tablo 5 kaynakların sektörel dağılımında önemli farklılıklar olduğunu göstermektedir. Avrupa GPE'sinde portföy akımlarının çoğu kamu faaliyetlerine yönelmişken, Asya-Pasifik bölgesinde bu nitelikteki yatırımlar 1/3 oranından daha düşüktür. Latin Amerika'da kamu kesimi yatırımları, 1993-1999 arasında yüzde 25'lerden yüzde 50'lere çıkmıştır. Her üç bölgede de portföy akımlarının küçük bir payı finansal kuruluşlara gitmiştir. Finansal sektörün borçluluğu, Asya Krizi'nden sonra görece olarak sabit kalmıştır. Bununla birlikte bir çok GPE'de finansal kurumlar, doğrudan yabancı yatırımlar şeklinde önemli sermaye (girişi) sağlamışlardır. Ancak bu nitelikteki (ve banka kredileri şeklindeki) sermaye akımları BIS istatistiklerinde görülmemektedir. Ayrıca GPE'nin

Tablo 5. uluslararası borçluların sektörel dağılımı (%)

	1993	1996	1999	1993-99
GPE Toplamı				
Hükümet	41	44	51	45
Finansal Kurumlar	26	23	14	21
Finansal-Olmayan Kurumlar	33	33	34	34
Avrupa				
Hükümet	84	93	81	86
Finansal Kurumlar	15	6	8	10
Finansal-Olmayan Kurumlar	1	2	11	4
Asya ve Pasifik B.				
Hükümet	37	27	32	31
Finansal Kurumlar	23	29	20	25
Finansal-Olmayan Kurumlar	40	44	48	45
Latin Amerika				
Hükümet	23	46	54	41
Finansal Kurumlar	33	22	14	23
Finansal-Olmayan Kurumlar	44	32	32	36

Kaynak: Perrault(2002)

çoğunda, çok sayıda yabancı finansal kuruluşların iştirak ya da şubeleri bulunmakta ve merkezden buralara yapılan transferler borç istatistiklerine yansımamaktadır.

Tablo 5 bize aynı zamanda yakın dönem finansal krizlerin tarihini de göstermektedir. Asya Krizi'nin kökeninde, özel (finansal ve finansal-olmayan) kuruluşların borçluluğu yatkarken, Latin Amerika ve Rusya'da yüksek devlet borçluluğu yatmaktadır ki, bu tablodan açıkça görülmektedir.

II.2.3. özel sermaye akımlarının kökeni

Özel sermaye akımlarının kökenlerinin temel belirleyicileri olarak, coğrafi yakınlık, kültürel benzerlik ve kolay bilgi edinebilme etkenlerini sayabiliriz. Gerçekten de ABD kökenli *doğrudan yabancı yatırım* şeklindeki sermaye akımlarının önemli kısmı Latin Amerika ülkelerine, G7 Avrupa Birliği Ülkeleri'ninkiler Avrupa GPE'sine giderken, Asya GPE'sine giden sabit sermaye akımlarının büyük kısmının Japonya kökenli olması bunu kanıtlamaktadır (Tablo 6).

Tablo 6. gpe'ye olan yabancı doğrudan yatırımların kaynakları (milyar \$)

	1990	1994	1998	1990-98
GPE Toplamı	29.6	53.1	57.3	49.4
G7 Avrupa Üyeleri	5.4	10.5	19.1	13.1
ABD	13.3	26.9	24.9	22.7
Japonya	11.0	15.7	13.3	13.6
Avrupa	0.3	1.6	6.2	2.5
G7 Avrupa Üyeleri	0.3	0.8	5.3	1.8
ABD	0.0	0.9	0.9	0.7
Japonya	0.0	0.0	0.1	0.0
Asya ve Pasifik B.	11.3	24.5	11.1	19.4
G7 Avrupa Üyeleri	1.2	3.9	0.1	4.1
ABD	2.9	10.8	4.7	6.7
Japonya	7.2	9.8	6.4	8.7
Latin Amerika	16.6	23.4	29.6	22.7
G7 Avrupa Üyeleri	2.8	4.4	9.3	5.0
ABD	10.1	13.8	13.9	13.4
Japonya	3.6	5.2	6.3	4.3

Kaynak: Perrault (2002)

Avrupa GPE'sine yapılan Avrupa kökenli yabancı doğrudan yatırımlar yüzde 350 oranında artmıştır. Bu bir ölçüde, bir dizi geçiş ekonomilerinin AB'ye girmeleri, Avrupa ile bütünleşmeleri ve Avrupa şirketlerinin ucuz ve kalifiye emek avantajından yararlanmak için imalat yatırımlarını bu ülkelere kaydirmalarından kaynaklanmaktadır. Gelişmiş Avrupa ülkeleri aynı zamanda Latin Amerika ülkelerinde finans ve telekomünikasyon sektörlerine önemli yatırımlar yapmışlardır.

1990-98 döneminde GPE'ye kaynak sağlayan ülkelerin başında ABD gelmektedir.

GPE'ye olan banka kredileri şeklindeki sermaye akımlarının coğrafi kökenleri de,

Özel sermaye akımlarının kökenlerinin temel belirleyicileri olarak, coğrafi yakınlık, kültürel benzerlik ve kolay bilgi elde edinebilme etkenlerini sayabiliriz

doğrudan yatırımlara benzemektedir. Tablo 7'de toplam banka kredilerinin GPE'ye giden kısmı, oran olarak gösterilmektedir. 1990-99 döneminde GPE'ye giden akımlar büyük ölçüde Avrupa kaynaklıdır. Avrupa bankalarının kredileri büyük ölçüde, Avrupa, Afrika ve Orta Doğu'ya gitmiştir. İlginç olan Latin Amerika ülkeleri de önemli ölçüde Avrupa (özellikle İspanyol) kredilerinden pay almıştır. Aynı dönemde Asya GPE'sine açılan banka kredileri büyük ölçüde Japon kökenlidir. Ancak Asya Krizi'nin ardından bu krediler önemli ölçüde düşmüştür.

Tablo 7. gpe'ye olan banka kredilerinin kaynakları
(toplam banka kredilerinin %'si)

	1990	1995	1999	1990-99 (Ortalama)
Avrupa				
GPE'nin Tümü	42	49	59	50
Afrika ve Orta Doğu	49	60	57	56
Asya Pasifik	23	33	48	34
Avrupa	65	79	80	76
Latin Amerika	39	49	58	49
Kuzey Amerika				
GPE'nin Tümü	18	17	17	17
Afrika ve Orta Doğu	10	9	13	10
Asya Pasifik	13	11	11	12
Avrupa	5	6	7	6
Latin Amerika	32	35	28	32
Japonya				
GPE'nin Tümü	26	22	12	20
Afrika ve Orta Doğu	11	7	6	9
Asya Pasifik	52	43	27	42
Avrupa	20	7	3	9
Latin Amerika	19	7	4	

Kaynak: Perrault (2002)

II.2.4. GPE'ye olan sermaye akımlarının belirleyicileri

Bazı Asya ülkeleri hariç GPE'nin temel özelliği; yetersiz ülke-içi tasarruflara karşın, yabancı yatırımcıların beklentilerini karşılayacak yüksek getirili yatırım fırsatlarına sahip olmalarıdır. Uluslararası özel sermaye akımlarının GPE'ne yönelmesine yol açan etkenleri, **çekici faktörler** (pull factors) (GPE'deki makroekonomik politika ve diğer değişimler) ve **itici faktörler** (pushfactors) (küresel finansal piyasalarda ve kreditor/sanayileşmiş ülkelerdeki gelişmeler olarak ikiye ayırabiliriz (Perrault, 2002:40; Prasad ve Rogoff, 2003):

Yabancı yatırımcılar GPE'de bölgesel makroekonomik gelişmelerden yararlanmak ya da ihracat amaçlı düşük maliyet avantajından yararlanmak için imalat sektörüne doğrudan yatırım yaparlar. Büyüme oranı yüksek olan GPE'nde bölgesel yatırımların getirileri büyük olduğu ölçüde, yabancı sermaye için çekici bir rol oynayacaktır. Ayrıca GPE'nin fi-

nansal ve hukuksal çerçevelerinde yaptığı değişiklikler, işlem maliyetlerini düşürerek ve yatırımların riskini azaltarak özel sermaye yatırımlarının artmasına neden olmuştur. Bu bazı ülkelerde (özelleştirme ve yabancıların mülk edinmelerini kolaylaştırıcı) hukuksal yapıdaki değişiklik, bazı ülkelerde sermaye hesabı işlemlerinin liberalize edilmesi ve bazı ülkelerde de ülke içi finansal piyasaların liberalize edilmesi ve daha derin sermaye piyasalarının oluşması ve yabancı yatırımcılara riski belirlenmiş yatırım fırsatları yaratma şeklinde olmuştur (Prasad, Rogof vd., 2003:20). Ancak hükümet politikaları bazen istenmeyen ya da aşırı sermaye girişlerine de neden olmuştur: Yabancı yatırımcılar için açık ya da gizli (sabit döviz kuru gibi) garantiler, döviz piyasasına yapılan sterilasyon müdahaleleri de sermaye akımlarının artmasına neden olmuştur.

Son yıllardaki GPE'de finansal piyasalar ve hükümet politikaları hakkında zamanında ve güvenilir bilgi edinebilme olanaklarının artması ve iletişim konusundaki teknolojik gelişmelerin yaygınlaşması, yabancı yatırımları olumlu etkilemektedir.

Kreditor ülkeler açısından önemli olan temel faktör, uluslararası sermaye piyasalarındaki faiz haddinin düşüklüğünün yatırımları daha farklı ve karlı alan arayışlarına yöneltmesidir. Ayrıca regülatif kurallardaki değişimler de GPE'e sermaye akımını etkilemektedir. Kurumsal fonlardaki artışlar, bireysel yatırımcıların bilgi ve işlem maliyetlerini düşürerek ve risk yaymayı sağlayarak GPE'ne olan fonların artışına neden olurken, yine sanayileşmiş ülkelerde demografik yapıdaki değişimin (uzun ömürlü insanların tasarruflarına daha yüksek getiri aramaları ve gelişmiş ülkelerde getiriler düşük olduğu ölçüde) de gelecekte olumlu etkisi olacağı ileri sürülmektedir (Prasad, Rogof vd., 2003:22-23).

III. sermaye kontrolleri ve ülke örnekleri

III. 1. sermaye ve döviz kontrolleri

Yukarıda gördüğümüz gibi, uluslararası sermaye akımları, doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar olmak üzere üç grupta toplanmaktadır. Bir ülkenin (yabancı) doğrudan yatırımlarla ilgili yükümlülükleri; yerleşik-olmayanların, yönetim kontrollerine de sahip oldukları mahalli firmalara ilişkin hisse senetleri yatırımlarından oluşurken; doğrudan yabancı yatırım varlıkları, yerleşiklerin, kontrolleri büyük ölçüde kendile-

Gelişen
piyasa
ekonomilerinin
finansal ve
hukuksal
çerçevelerinde
yaptığı
değişiklikler,
işlem
maliyetlerini
düşürerek ve
yatırımların
riskini
azaltarak
özel
sermaye
yatırımlarının
artmasına
neden
olmuştur

rinde olan yabancı firmalara ilişkin hisselerden oluşur. Portföy yükümlülükleri (Portföy aktifleri), yerleşik-olmayanların (yerleşiklerin) önemli ölçüde kontrolünde olmayan yerli (yabancı) firmaların çıkardıkları pazarlanabilir tahvil ve hisse senetlerini ifade eder. Diğer yatırımlara ilişkin yükümlülüklerin başlıcaları ise, yerleşiklerin offshore bankalardan aldığı krediler, yerleşik-olmayanların yerli bankalardaki mevduatları ve yerleşiklere açtıkları ticari krediler ile leasing anlaşmaları ile verilen kredilerden oluşur. Varlıkları da benzer şekilde ifade edebiliriz. Her üç kategori için **net sermaye girişi**; yerleşik-olmayanlara ait yükümlülüklerdeki net artış eksi yerleşiklerin varlıklarındaki net artıştır (Fane, 2000:10).

Sermaye kontrolleri, yerleşik ve yerleşik olmayanların yukarıdaki aktif ya da yükümlülükleri alıp satmalarına ilişkin düzenleme ve vergileri ifade eder. **Sermaye hesabı konvertibilitesi** ise, yerleşik ya da yerleşik-olmayanların yukarıdaki alım satım işlemleri için gerekli döviz serbestçe alabilmelerini ve yabancılarla aktif satmak isteyen yerleşiklerin döviz kabul edebilmelerini ifade eder. Sermaye kontrollerinin temel özelliği, finansal varlıkların uluslararası ticaretini kısıtlayarak, tüm ya da belirli varlıkların getirilerini, dünyanın diğer ülkelerinde elde edilen getirilerden farklılaştırmaktır (Cooper, 2001:377-378; Fane, 2000).

Öte yandan **döviz kontrolleri**, ülke yerleşiklerinin döviz, yerleşik-olmayanların ise yerli para kullanabilmelerinin kısıtlanmasıdır. Hükümetler, döviz kuru serbest piyasa fiyatlarından farklılaştırarak, ülke yerleşikleri ile yerleşik-olmayanlar arasındaki işlemleri sübvansiyone eder ya da vergilendirirler. Dolayısıyla döviz kontrolleri, tarifeler, kotalar ve ihracat vergilerinin benzer etkilerini yaratmak için cari işlemlere uygulanabilir. Bu nedenle **para konvertibilitesi**, sermaye işlemleri üzerindeki kısıtlamaların/kontrollerin sürdürülmesini ortadan kaldırmaz. Nitekim 182 IMF'ye üye ülke arasında uluslararası finansal ilişkilerin "anayasası" olan IMF Anlaşma maddelerinin 8. maddesine göre, (IMF'nin ilk kurulduğu 1944, fiilen 1946'dan beri) (mal, hizmet, seyahat, faiz ve temettü ödemelerini ifade eden) cari işlemler için para konvertibilitesi, hem temel amaçlardan biri, hem de üye ülkenin durumunun iyi olduğuna dair bir gösterge olmuş; sermaye işlemleri için konvertibilite ise kabul edilmemiştir. Ancak Nisan 1997'de IMF'nin Komite toplantısında, Anlaşma maddelerinin temel amaçları arasına sermaye işlemleri için de pa-

ra konvertibilitesinin dahil edilmesi önerilmiştir (Cooper, 2001).

III.2. sermaye kontrollerinin gerekçeleri

Sermaye kontrollerine başvurulması ve sürdürülmesine ilişkin gerekçeleri, dört başlık altında toplayabiliriz (Johnston ve Tamirisa, 1998):

(i) ödemeler dengesi ve makroekonomik yönetim:

- Sermaye kontrollerinin klasik gerekçesi, zayıf ödemeler dengesine sahip ülkelerde sermaye çıkışlarını önlemektir (Kanıtlar göstermektedir ki gelişmekte olan ülkelerde, sermaye kontrollerinin, sermaye çıkışlarına karşı ödemeler dengesini koruma rolü zayıftır.) (Bkz. Eichengreen ve Mussa, 1998:10).

- Ödemeler dengesi gerekçesi, ülke içi kıt tasarrufların ülke içinde kullanılmasını sağlamak ya da bütçe açıklarını enflasyon vergisi ile finanse etmek şeklinde de karşımıza çıkmaktadır. Bütçe ve ödemeler bilançosu açıklarının finansmanı sorunu ile karşılaşan ülkelerde, sermaye kontrolleri ile, faiz hadlerini düşük tutarak ülke-içi borç servisinin maliyetini düşürme ve enflasyon seviyesini koruma amaçlanır. Bu nedenle bu tip sermaye kontrolleri **mali amaçlı kontroller** olarak adlandırılır (Fane, 2000:14). Ancak borçların finansmanında sermaye kontrollerinin rolü (ülke-içi faiz hadlerinin düşmesi ile ülke-içi varlıklara yatırım yapanların cezalandırılacağı ve ülke-içi tasarrufun caydırılacağı nedeniyle) sınırlıdır.

- Sermaye kontrollerine, para ve döviz kuru politikalarında otonomi sağlamak ya da sürdürmek amacıyla başvurulabilir. Böylece, faiz ve döviz kuru hedeflerinin eş-anlı olarak uyuşturulması amaçlanır.

- Sermaye kontrolleri asimetrik bilgi problemi ve sermaye piyasalarındaki sürü (herding) davranışından kaynaklanan makroekonomik sorunlar ve kısa dönemli sermaye hareketlerinin ve döviz kuru devingenliğini azaltma ihtiyacı nedeniyle de savunulur.

- Bir diğer amaç da, sabit döviz kuru rejimini korumaktır. Sabit döviz kuru sisteminde (pegged) sermayenin kısa dönemli serbest hareketi, uluslararası rezervlerde ve faiz hareketlerinde büyük dalgalanmalara ve hatta döviz kuru sisteminin çökmesine yol açabilir. Kriz anında kısa dönemli bir savunma aracı olarak önerildiği de görülmüştür.

Sermaye kontrollerinin temel özelliği, finansal varlıkların uluslararası ticaretini kısıtlayarak, tüm ya da belirli varlıkların getirilerini, dünyanın diğer ülkelerinde elde edilen getirilerden farklılaştırmaktır

(ii) piyasa ve kurumsal evrim:

Sermaye kontrollerinin ikinci temel gerekçesi, ülke içi finansal piyasaların ve kurumların yetersiz gelişme seviyesi ile ilgilidir.

• Sermaye girişlerinin kontrolü bazen bebek endüstrilerin korunması ve az gelişmiş finansal piyasalar nedeniyle savunulur. Ticaretle bağlantılı olarak bebek endüstrilerin tarife ile korunması, ölçek ekonomilerin doğmasına ve üretimin artmasına ya da *yaparak-öğrenme* (*learning by doing*) ile maliyetlerin düşmesine yol açabilir. Her iki durumda da tarifeler geçici olarak savunulur. Ancak maliyetlerin yüksekliği sermaye piyasalarının etkin çalışmamasından da kaynaklanabilir. Bu durumda ekonomideki bozukluğun (distortion), bebek endüstrisi probleminin; doğrudan sübvansiyonlar, sermaye piyasasının gelişimi ve kamusal kredilerle çözülmeye çalışılması, korumacı ticaretin tüketim ve diğer endüstriler üzerindeki olumsuz etkisini önler.

• Bebek endüstri tezinin finansal piyasalara uygulanması da benzer sorunlara işaret eder. Yeni finansal ürünlerin kısıtlanması ve ülke-içi finansal sistemde rekabetin kısıtlanması ile sermaye kontrolleri, finansal piyasa ve kurumları geliştirmekten çok, engeller.

(iii) ihtiyat gerekçeleri:

Sermaye kontrollerinin üçüncü gerekçesi, ihtiyat amacıyla kullanılmasıdır.

• Uluslararası finansal işlemler, ülke içi finansal işlemlere göre, transfer riski, ülke riski gibi farklı riskler taşırlar. Ülkeden ülkeye değişen denetim ve muhasebe standartları nedeniyle yabancı menkul kıymetlerin ticaretinde farklı koşullar savunulur.

• Sermaye kontrolleri, finansal piyasaların sistemik istikrarını korumak amacıyla da önerilebilir: Sermaye kontrolleri, ulusal kuruluşların aşırı yabancı para cinsinden hesaplarına kısıtlama getirerek ya da finansal kuruluşların yükümlülüklerinin vadesini uzatarak, finansal sistemin istikrarını koruyabilir.

• Ancak ihtiyat amaçlı sermaye kontrolleri, sınırlayıcı da olabilir: Portföy çeşitlenmesini engelleyerek yatırım riskini artırabilir; finansal piyasaların gelişimini yavaşlatarak, likiditeyi ve finansal aktiflerin kalitesini azaltabilir. Sermaye kontrolleri belirli finansal riskler için iyi-düzenlenmemiş olabilir ve bu kontrollerin atılması sonucunda sistemik kriz ortaya çıkabilir.

• Sermaye kontrolleri, finansal risklerden korunmak için kullanılabilirse de, finansal ku-

ruluşlar mikro ihtiyatı politikalarla (şeffaflık gibi) daha etkin bir şekilde denetlenebilir. Ancak finansal sistemlerinde ihtiyat amaçlı tedbirlerin, düzenlenme ve denetimlerin yeterince gelişmediği ülkelerde sermaye kontrollerine başvurulabilir.

(iv) diğer nedenler:

• **Ekonominin Büyüklük Derecesi:** Daha büyük ülkede yatırım çeşitlenmesi daha kolay olduğundan, küçük ekonomilerde görece sermaye hesaplarını dışa açmaları için daha az istek olabilir.

• **Ekonominin Dışa Açıklık Derecesi:** Finansal kriz şoklarına karşı döviz ve sermaye kontrolleri savunulursa da, ticaret serbestisinin devamı olarak görülen liberalizasyon nedeniyle kontrollerin atılması kolaylaşır.

• **Hükümetin Optimal Müdahale Derecesi** konusundaki görüşü, sermaye kontrollerinin derecesini belirler.

III.3. sermaye kontrollerinin türleri:

Sermaye kontrollerini iki ana gruba ayırabiliriz (Ariyoshi, A., K. Habermier, B. Laurens, 2000:7; Fane, 2000:10-12):

(i) **Doğrudan (idari) kontroller:** Açık yasaklamalar, miktar sınırlamaları ya da (kurallara bağlı ya da iradi olarak) onay süreci ile; sermaye işlemlerinin, ve/veya ilgili ödemelerin ve fon transferlerinin kısıtlanmasıdır (offshore para ticaretinin ya da türev araçlarının kullanımına sınır getirilmesi gibi). İdari kısıtlamalar, ilgili sınır-ötesi finansal işlemlerin hacmini etkilemeyi amaçlar. Bu kontrollerin genel özelliği, sermaye akımlarının kontrolü için bankacılık sistemine idari yükümlülükler getirmesidir.

(ii) **Dolaylı (piyasa-merkezli) kontroller:** Çift ya da çoklu döviz kuru sistemleri, sınır ötesi finansal akımların açık ya da gizli vergilenmesi (Tobin Vergisi, Stopaj Vergisi) ve diğer piyasa temelli tedbirlerle sermaye hareketlerinin daha maliyetli kılınarak kısıtlanmaya çalışılmasıdır. Bu kontroller, yalnızca fiyatı ya da hem fiyatı hem de işlemin hacmini etkileyebilir.

a) **İkili ya da çoklu döviz kuru sistemlerinde,** farklı işlemlere farklı döviz kurları uygulanır. Bu sistemde, genellikle yüksek kısa-dönemli faiz oranlarının ülke-içi yerleşikler için büyük yük oluşturduğu durumlarda para otoriteleri, finansal kuruluşların spekülataf amaçlı krediler vermesini yasaklayarak yerli para piyasasını bölümlere ayırır. Ticaret akımları, doğrudan yabancı yatırımlar ve hisse senedi

Uluslararası
finansal
işlemler,
ülke içi
finansal
işlemlere
göre,
transfer
riski,
ülke
riski
gibi
farklı
riskler
taşırlar

ile ilgili işlemler bu kısıtlama dışında tutulur. Özünde ikili piyasa, yerli para cinsinden short pozisyonda kalmak için yerli kredi ihtiyacı olan spekülâtörlerin maliyeti yükseltirken, spekülâtif-olmayan kredi talebinin normal piyasa oranlarından karşılanması girişimidir. İkili sistemle aynı zamanda aşırı sermaye girişi ile cari işlemler döviz kurunun olumsuz etkilenmemesi amaçlanır. Bu sistem hem sermaye işlemlerinin fiyatını hem de miktarını etkilemeyi amaçlar. İdari kurallarda olduğu gibi, bunlar da belirli kurallara uyulmayı zorlayarak, cari ve sermaye işlemlerini ayırmak için yerleşiklerin döviz kuru işlemleri ile yerleşik-olmayanların yerli para işlemlerinin idaresi anlamına gelmektedir.

b) Sınır-ötesi akımların açıkça vergilendirilmesi, finansal işlemlerin vergilendirilerek yerleşiklerin yabancı finansal aktif, yerleşik-olmayanların yerli finansal aktif tutmalarının çekiciliğini ve elde ettikleri getiriyi sınırlamayı ve böylece getiri oranlarının düşürülmesi ya da maliyetlerin artırılması ile bu yatırımların caydırılmasını ifade eder.

c) Sınır-ötesi akımların dolaylı vergilendirilmesi, faizsiz zorunlu rezerv/mevduat karşılığı ayrılması şekliyle en çok başvurulan piyasa-merkezli kontrollerden biridir. Bu uygulamada, banka ya da banka-dışı kurumların kendi hesaplarındaki sermaye girişlerinin ya da yabancı para net pozisyonlarının belirli bir oranını, yerli para ya da döviz cinsinden merkez bankasına faizsiz mevduat olarak yatırmaları gerekmektedir. Bu rezerv karşılıkları, sermaye akımlarını ülke içi faiz oranlarına daha duyarlı kılarak sermaye çıkışlarını sınırlamaya çalışır. Örneğin, yerli para üzerinde düşüş baskısı varsa, yüzde 100 sermaye karşılığı konması, yerli paradan yabancı paraya geçişle kaybedilen faiz gelirini iki katına çıkartacaktır. Mevduat karşılığı aynı zamanda efektif

getirisini düşürerek sermaye girişlerini sınırlamada kullanılabilir ve belirli tür işlemleri caydırmak için farklılaştırılabilir (Eichengreen, 1999; Ariyoshi vd., 2000).

d) Diğer dolaylı regülatif kontroller, para piyasası ve bankacılık sistemine ilişkin ihtiyatı, fiyat ve miktar-merkezli tedbirler olup, işlem ve yatırımcılar arasında farklılaştırmayı amaçlar. Bu kontroller; yerleşik ve yerleşik-olmayanların pozisyonlarını farklılaştırmak için ticari bankaların yabancı para pozisyonlarına ya da açık pozisyonlarına konulan limitleri, dışardan borçlanabilmek için kuruluşların belirli rating koşullarını sağlamalarını ifade eder.

Söz konusu bu doğrudan ya da dolaylı sermaye kontrollerinin (ya da tersinden söylersek, sermaye akımlarının liberalizasyonunun), çok sayıda ülkeyi kapsayacak şekilde tespiti ve etkinliğinin sayısal olarak ifadesi ve değerlendirilmesi oldukça zordur. Bu konuda kullanılan ölçütler büyük ölçüde nicel-olmayan (qualitative) ve kuralla-dayalı (rule-based) niteliktedir. Ancak sermaye kontrollerinin olup-olmamasının tesbitinin ötesinde, yoğunluğunu (az mı? çok mu?) ölçmeyi amaçlayan girişimler de bulunmaktadır (Bkz. Edison, Klein, Ricci ve Slok, 2002).

Sermaye kontrollerinin etkinliğinin analizinde başvurulan en eski ölçüt, sermaye akımlarının sınır-ötesi akışkanlığını yasaklayan ya da işlem yapanları yerleşik, yerleşik-olmayan şeklinde farklılaştıran kural ya da kısıtların olup-olmaması üzerine kurulmuş *yasal/kısıtlama ölçütü* (de jure/restriction measure) dır. IMF'nin *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER)* adlı çalışmasına dayanan kısıtlama ölçütü, 1967 yılından itibaren çeşitli ülkelerde varolan sermaye kontrollerini gösterir.² Tablo 8'de AREAER'e göre sermaye kontrol

ikili
piyasa,
yerli
para
cinsinden
short
pozisyonda
kalmak
için
yerli
kredi
ihtiyacı
olan
spekülâtörlerin
maliyeti
yükseltirken,
spekülâtif-
olmayan
kredi
talebinin
normal
piyasa
oranlarından
karşılanması
girişimidir

Tablo 8. sermaye kontrollerinin sayısal özeti *

Sermaye Kontrol Türü	Ortalama	Standart Sapma	Maksimum Kontrol Sayısının % ortalama
Toplam Sermaye Kontrolleri	17.96	11.68	42.9
Sermaye Çıkışlarının Kontrolü	7.24	5.14	51.4
Sermaye Girişlerinin Kontrolü	5.40	4.18	41.5
Sermaye, Para Piyasası, Tahvil ve Türev Piyasasına İlişkin Kontroller			
Sermaye Çıkışlarının Kontrolü	4.20	3.27	52.5
Sermaye Girişlerinin Kontrolü	3.02	2.97	37.5
Ticari ve Finansal Krediler ve Garantilerle İlgili Kontroller			
Sermaye Çıkışlarının Kontrolü	2.02	1.64	50.0
Sermaye Girişlerinin Kontrolü	1.27	1.23	43.3
Doğrudan Yatırım ve Gayrimenkul Alımına İlişkin Kontroller			
Sermaye Çıkışlarının Kontrolü	1.02	0.97	50.0
Sermaye Girişlerinin Kontrolü	1.11	0.78	55.0
Ticari Banka ve Diğer Finansal Kuruluşlarla İlgili İzinler**	1.87	1.58	31.7

* Kategorilere göre toplam kontrol sayısı

** Farklı rezerv ve likit aktif koşulları, faiz oranı ve kredi kontrolleri, yatırım düzenlemeleri, açık döviz pozisyon sınırları
Kaynak: Johnston ve Tamlisa (1998)

çeşitlerinin sayısal özeti yer almaktadır. Görüldüğü gibi sermaye çıkışlarının kontrolü, sermaye girişlerinin kontrolünden (yalnızca doğrudan yatırımlar hariç olmak üzere) tüm kategorilerde daha yüksektir.

Son yıllarda sermaye hesabı liberalizasyonunun *de facto* göstergesi olarak, sermaye hesabı ile ilgili aktif ve yükümlülüklerin stok değerlerinin GSMH içindeki payını ifade eden *açıklık ölçütü* (*openness measure*) de kullanılmaktadır. Tablo 9'da her iki ölçüte göre sermaye hesabına ilişkin kontrollerin 1970-1998 dönemindeki gelişimi yer almaktadır: Görüldüğü gibi her iki liberalizasyon ölçütü de benzer gelişimi izlemekte, ancak 1990'lı yıllarda açıklık ölçütü daha büyük gelişmeyi, bir başka ifade ile yasal sınırlamaların fiili sınırlamaları yeterince yansıtmadığını işaret etmektedir.

Tablo 9:
Sermaye Hesabı Açıklık Ölçütlerinin
Gelişimi



III.4. sermaye kontrollerine ilişkin çeşitli ülke örnekleri

Ariyoshi (2000)'den hareketle, 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde uygulanan sermaye kontrol çeşitlerini ve ülke deneyimlerinin temel niteliklerini aşağıdaki gibi sıralayabiliriz (Tablo10):

1. kısa dönemli sermaye girişlerini sınırlamaya yönelik sermaye kontrolleri:

Brezilya (1993-97), Şili (1991-98), Kolombiya (1993-98), Malezya (1994) ve Tayland

(1995-97)'da uygulanan bu sermaye kontrollerinin temel amacı, 1990'lı yıllardaki sermaye akımlarının hacim ve değişkenliğinin olumsuz makroekonomik sonuçlarını sınırlayabilmek ve otonom para politikası sürdürebilmektir. Uzun dönemli sermaye girişleri, (Şili, Kolombiya ve Malezya'daki) yapısal reformlarla ve dış işlemlerdeki liberalizasyonla ilişkili iken, kısa dönemli sermaye girişleri sabit ya da ayarlanabilir döviz kuru sistemlerinde (Brezilya, Kolombiya, Şili ve Malezya) ülke içi ve uluslararası faiz farklılıkları ile bağlantılıydı. Bu ülkelerde büyük sermaye girişlerine karşı ilk tepki olarak sterilazyona başvurulmuşsa da, bunun daha fazla sermaye girişini teşvik etmesi nedeniyle sermaye girişlerine kontrol uygulamasına geçilmiştir. Ayrıca sermaye kontrolleri, esnek döviz kuru (Kolombiya, Şili), finansal sistemdeki ihtiyati (prudential) tedbirlerin artırılması (Şili, Kolombiya, Malezya) ve sıkı maliye politikası ile (Şili, Malezya) desteklenmiştir.

Beş ülkede de doğrudan (Brezilya'da bazı döviz işlemleri ve dış borçlara giriş vergisi (entrance tax)) ya da dolaylı (Şili, Kolombiya, Malezya ve Tayland'da zorunlu rezerv koşulu) sermaye girişlerinin vergilendirilmesi yanında, açık pozisyonlara sınır getirme, bankaların sermaye işlemleri hakkında raporlama gibi tedbirler de uygulanmıştır.

Tablo 10. sermaye kontrollerine ilişkin ülke örnekleri

kısa vadeli sermaye girişleri için sermaye kontrolleri	finansal kriz esnasında sermaye çıkışları için sermaye kontrolleri	finansal kriz esnasında yoğun döviz kontrolleri	uzun süreli yoğun kontroller ve liberalizasyon	sermaye kontrollerinin hızlı liberalizasyonu
• Brezilya (1993-97)	• Malezya (98-02)	• Romanya (98-97)	• Çin	• Arjantin (1991)
• Şili (1991-98)	• İspanya (1992)	• Rusya (1998-)	• Hindistan	• Peru (90-91)
• Kolombiya (93-98)	• Tayland (97-98)	• Venezuela (94-96)		• Kenya (91-95)
• Malezya (1994)				• Türkiye (88-91)
• Tayland (95-97)				

Kısa Vadeli Sermaye Akımları'na yönelik kontrollerin uygulamada başarısı ülkeden ülkeye değişmektedir. Ancak aynı anda ülke içi ve uluslararası faiz haddi farklılıklarını korurken, döviz kuru üzerindeki baskıyı hafifletme çabası hiçbir ülkede başarılı olmamış, cari işlemler dengesi bozulması ve döviz kurunun değerlenmesi sonucunda, döviz kuru ayarlamaları gerekmiştir. Malezya ve Tayland sermaye kontrolleri ile sermaye girişlerinin miktar ve bileşimini etkilemeyi başarırken, Kolombiya ve Şili'de sadece bileşim değiştirilebilmiş; Bre-

Son
yıllarda
sermaye
hesabı
liberalizasyonunun
de facto
göstergesi
olarak,
sermaye
hesabı ile
ilgili
aktif ve
yükümlülüklerin
stok
değerlerinin
GSMH
içindeki
payını
ifade
eden
açıklık
ölçütü
kullanılmaktadır

zilya'da ise (finansal piyasaların çok gelişmiş olması ve türev araçların yaygın kullanılması ve dolayısıyla vergiden kaçınmanın kolaylaşması nedeniyle) başarısız olunmuştur.

2. finansal krizler esnasında sermaye çıkış kontrolleri:

Malezya (1998), İspanya (1992) ve Tayland (1997-98)'da uygulanan bu kontrollerle, döviz kurunun istikrarını sağlamak, döviz rezervlerini korumak ve reel ekonominin değişken uluslararası spekülasyon akımlardan olumsuz etkilenmemesi amaçlanır. Her üç ülkede de, sabit ya da yönetilen-dalgalı kur sistemi geçerli ve sermaye hesabı işlemleri liberalize edilmiş durumda iken, yaşanan krizle (İspanya'da Avrupa Para Krizi, diğerlerinde ise Asya Krizi esnasında) birlikte uygulamaya konmuştur. Uygulanan kontrol araçları ülkeden ülkeye değişmekle birlikte, özellikle yerleşik-olmayanların (spekülatörlerin) faaliyetleri hedef alınmış ve onların ülke içi parasal fonları elde etmeleri ve ülke parasına karşı spekülasyon pozisyon almaları önlenmeye çalışılmıştır. Bu kontrollerde, cari uluslararası işlemler, doğrudan yabancı yatırımlar ve bazı portföy yatırımları, kontrol-dışı tutulmuştur.

İspanya'da kontroller, yerli bankalara yüzde 100 faizsiz zorunlu mevduat karşılığı uygulanması şeklinde olmuş ve yerleşik-olmayanların istenmeyen finansal işlemlere girmesi önlenmeye çalışılmıştır. Bu mevduat karşılığı, ilkin bankaların uzun dönem yabancı para pozisyonlarına, *peseta* cinsinden mevduatlara ve yerleşik olmayanlara verilen kredilere uygulanmışsa da, daha sonra asıl spekülasyon aracı olarak görülen bankaların yabancılarla giriştikleri swap işlemleriyle sınırlandırılmıştır.

Tayland'da doğrudan ve piyasa-merkezli tedbirlerin karışımı ile onshore piyasaları offshore piyasalardan ayırmak için ikili para piyasası yaratılmıştır. Özellikle Tayland bankalarının yerleşik-olmayanlarla ilgili tüm işlemlerini genişletmesi ve (spot ve forward satışlarla ve swap'la kredi verme yolları ile) offshore piyasalardaki *baht* pozisyonlarını büyütme gerekiyordu. Öte yandan, *baht* cinsinden aktiflerin satışından elde edilen kazançların yurt dışına çıkarılması yasaklanıyor ve onshore döviz kuruna çevrilmesi gerekiyordu.

Malezya'da cari uluslararası işlemlerle doğrudan yabancı sermaye dışarıda kalmak üzere, sermaye ve döviz kontrolleri birlikte uy-

gulanmış ve offshore piyasanın ülke içi piyasa üzerindeki olumsuz etkilerine karşı doğrudan yasal önlemler alınmıştır. Malezya'da yerleşik-olmayanların *ringit*e yatırım yapmalarını sağlayacak tüm potansiyel kaynakların elimine edilmesi ile offshore *ringit* piyasası etkin bir şekilde ortadan kaldırılmıştır. Ayrıca yerleşik-olmayanların portföy sermayelerini dışarı çıkarmalarının ve yerleşiklerin ülke dışında yatırım yapmalarının sınırlandırılması, sermaye çıkışlarının önlenmesine katkıda bulunmuştur. Makroekonomik ve finansal politikaların yardımıyla, döviz kurunun istikrarı sağlanmış, kontrollere geçişten sonra döviz kuru üzerinde bir spekülasyon baskısı olmamıştır.

İspanya'da önceleri onshore-offshore faiz hadleri arasında büyük farkların doğması ve pesetanın ERM bandı içinde istikrarının sağlanması, kontrollerin spekülasyonların *peseta* fonlarına girmelerini engellediği ve dolayısıyla başarılı olduğu şeklinde yorumlanmışsa da, kontrollerin kaldırılması ile faiz hadleri farklılığı azalmış, döviz kuru üzerindeki baskı nedeniyle devalüasyona gidilmiştir.

Tayland'da başlangıçta onshore ve offshore piyasalarda faiz *haddi* farkları doğmuş, swap piyasalarda işlemler durmuş ve spekülasyon atak *durdurulmuştur*. Ancak kontrollerin başlangıcından iki ay sonra *baht* dalgalanmaya bırakılmış, 1998'de kontrollerin çoğu kaldırılırken, bazıları değiştirilmiş ve ikili piyasaya son verilmiştir.

Dolayısıyla bu kontrollerin kriz anında geçici etkisi olmuş, Malezya'da makroekonomik dengesizliklerin giderilmesi ve bankacılık reformları konusunda hükümete yardımcı olmuştur.

3. finansal kriz esnasında yoğun döviz kontrolleri:

Romanya (1996-97), Rusya (1998-günümüze), Venezuela (1994-96)'da kriz dönemlerinde yoğun cari işlemler ve sermaye işlemleri kontrollerine başvurulmuştur. Döviz kuruna aşırı devlet müdahalesi, döviz kuru üzerinde aşırı baskının doğmasına ve rezerv kayıplarına yol açmıştır.

Her üç ülkede de döviz piyasasında istikrar sağlamak için idari tedbirlere başvurulmuştur. Romanya ve Rusya'da kontrollere geçmeden önce sermaye hesabı işlemlerini kısıtlayıcı bir rejim söz konusu iken, Venezuela'da sermaye hesabı liberalize edilmişti (kontroller politikalarından bir geri dönüş demektir).

Yerleşik-olmayanların portföy sermayelerini dışarı çıkarmalarının ve yerleşiklerin ülke dışında yatırım yapmalarının sınırlandırılması, sermaye çıkışlarının önlenmesine katkıda bulunmuştur

Kontroller geçici olarak ödemeler dengesi üzerindeki baskıyı azaltmış, dengesizliklere ilişkin temel sorunların üzerine gidilmedikçe nihai bir koruma sağlamadığı görülmüştür. Kontroller yabancı sermaye girişini kısıtlamıştır.

4. uzun süreli yoğun kontroller ve liberalizasyon:

Uzun süreli dışa kapalı sermaye hesabı rejimi uygulayan iki ülke, Çin ve Hindistan'dır. Asya Krizi'nde bölgenin bir çok ülkesi ciddi resesyon ve bankacılık problemleri yaşarken, bu iki ülke, her iki açıdan da çok az etkilenmesi ile dikkat çekmiştir. Az etkilenmelerinde sermaye hesaplarının kapalı olması yanında, ekonomilerin büyük ve göreceli olarak dışa kapalı olması ve güçlü döviz rezervlerine sahip olmaları da rol oynamıştır. Ancak, Çin sabit döviz kuru uygularken, Hindistan esnek döviz kuru politikası uygulamıştır.

Finansal piyasalarının yeterince gelişmiş olması nedeniyle her iki ülke de finansal liberalizasyona yavaş ve kuşkuyla yaklaşmışlardır. Bunda, dışa-kapalı ve yoğun devlet kontrollerine dayanan geçmişteki iktisadi sistemleri etkili olmuştur. Her iki ülkede piyasamerkezli sermaye kontrollerinden çok, doğrudan ve zorunlu kontroller uygulanmış, 1990'lı yıllarda sermaye akımları, uzun dönemli doğrudan yatırımlara kanallize edilebilmiştir. Sermaye kontrolleri etkin olmakla birlikte, ödemeler dengesi hesaplarında net hata ve noksanlar rakamlarının büyük olması, ticari işlemlerinin yanlış fatura edilmesi gibi nedenlerle, kontrollerin atlatıldığı ve işlem maliyetlerinin bu nedenle arttığı ileri sürülmektedir.

5. sermaye kontrollerinin hızlı liberalizasyonu:

Arjantin (1991), Kenya (1991-95), Peru'da (1990-91), Macaristan (1996-1998) ve Türkiye (1988-1991)'de sermaye hesabının nispeten hızlı şekilde liberalizasyonu söz konusu iken, Güney Afrika, Kore ve Meksika'da aşamalı (gradual) bir süreç yaşanmıştır. Arjantin, Peru ve Türkiye'deki liberalizasyon "big bang" yaklaşımı olarak adlandırılmaktadır.

Sermaye hesabının liberalizasyonunda geleneksel yaklaşım, liberalizasyonun dikkatli, sıralı ve aşamalı olarak yapılması ve diğer politikalarla desteklenmesidir. Ancak ülke örnekleri göstermektedir ki, sermaye hesabı liberalizasyonunun sıralaması ve diğer politikalarla koordinasyonuna ilişkin tek doğru yaklaşım

yoktur. Ülkelerin iktisadi şartları belirleyici olmaktadır (Bkz. Eichengreen, 2000; IMF, 2001:168). "Büyük patlama" yaklaşımı, ekonomideki yapısal reformlar konusunda güçlü bir kararlılık olduğu anlamına gelmektedir.

Hızlı sermaye hesabı liberalizasyonu uygulayan ülkelerde önemli makroekonomik dengesizlikler vardı: Arjantin, hiperenflasyon, çökmüş bankacılık sistemi ve kredibilitesini kaybetmiş bir program sonrasında, Para Kurulu'na geçerken, tüm işlemler üzerindeki kontrolleri kaldırdı. Peru'da hiperenflasyon, üretim ve yatırım düşmeler; Kenya'da, bütçe ve ödemeler bilançosu açıkları, döviz rezervlerinin tükenmesi, yüksek enflasyon ve büyümede düşüş; Türkiye'de ise zayıf ekonomik temeller ve finansal sektör yanında bir dizi yapısal sorun söz konusuydu. İlk üç ülkede sermaye hesabının liberalizasyonu yanında, ülke içi finansal piyasaların deregülasyonu (faiz haddi ve kredi kontrolleri), ticaret liberalizasyonu ve özelleştirmeyi kapsayan bir reformlar paketi uygulanırken, Türkiye'de bu konularda pek bir şey yapılmaması, 1994 ve 2000-2001 krizlerine yol açtı. Öte yandan, liberalizasyon sonrasında, Arjantin ve Peru önemli ölçüde yabancı sermaye çekerken, Kenya bunda başarılı olamamıştır: Arjantin ve Peru, 1994-95 Meksika Krizinden çok etkilenmeden enflasyonda düşüş ve büyümede artış sağlayabildiler. Kenya'da tutarsız makro politikalar, reformların geciktirilmesi ve yetersiz itibari tedbirler nedeniyle, liberalizasyon sonrasında çöküş yaşandı. Aşamalı olarak sermaye hesabında liberalizasyona giden Güney Afrika ve Kore'de bir kriz yaşanmazken, Meksika makroekonomik dengesizlikler ve sabit döviz kuru politikası sonucunda krize girmiştir.

6. sermaye kontrolleri ile ilgili ülke deneyimlerinden çıkarsamalar:

1. Sermaye hesaplarının liberalizasyonunda, sağlam makroekonomik temeller, mali sistemin güçlendirilmesi ve belirli reformların yapılması ön şarttır.

2. Sermaye kontrollerinin amacı, sermaye akımları ile ilgili oluşabilecek riskleri yönetebilmektir. Sermaye kontrolleri ile, spesifik türdeki işlemler üzerinde yoğunlaşarak, bunların hacim ve bileşimini etkilemeye, riskleri azaltmaya ve yönetmeye çalışılır. Böylece daha bağımsız para ve döviz politikaları sürdürmek hedeflenir.

3. Sermaye akımlarının hacminden çok bu akımlarla ilgili risklerin yönetimi ve böylece

**Kontroller
geçici
olarak
ödemeler
dengesi
üzerindeki
baskıyı
azaltmış,
dengesizliklere
ilişkin
temel
sorunların
üzerine
gidilmedikçe
nihai
bir
koruma
sağlamadığı
görülmüştür**

ekonominin kırılganlığının azaltılmasında, ihtiyati (prudential) tedbirler önemlidir. İhtiyati tedbirler, finansal sistemdeki tekil finansal kuruluşların risk-yönetimini etkileyerek finansal sistemi güçlendirmeyi amaçlar. Uluslararası sermaye işlemlerinde finansal kuruluşlar; yabancı para cinsinden mevduat kabul etme, dışardan borçlanma, yabancılara kredi verme ya da dış ülkelere yatırım yapma gibi sermaye hesabı işlemlerinin gerçekleştirilmesinin en önemli unsurlarıdır. Bu nedenle, etkin izleme, bilgi açıklama, raporlama, ihtiyati rasyolar, borçların açıkça sınıflandırılması, güçlü içsel risk yönetim süreçleri, muhasebe ve kontrol sistemleri gibi araçlarla tekil finansal kuruluşlar etkin risk yönetimine sevk edilerek, krizlerin yayılması ve finansal sistemin güçlendirilmesine çalışılır.

4. Her zaman ve her ülke için uygulanabilir tek bir sermaye kontrol tedbiridir yoktur.

5. Sermaye kontrolleri mümkün olduğu kadar geniş kapsamlı olmalıdır. Bu sayede yeni gelişen finansal ürünler ve olanaklar sayesinde kontrollerin atlatılması önlenir. Kontrollerin sürekli olarak izlenmesi ve finansal ajanların bunlara tepkileri izlenerek gerekli tedbirlerin alınmasında hassasiyet gösterilmelidir.

6. Kontrollerin seçiminde ve etkinliğinde, ülkelerin finansal piyasalarının gelişmişlik düzeyi ve yönetebilme kapasitesi (administrative capacity) önemlidir. Bu çerçevede, gelişmiş ve liberalize olmuş sermaye piyasalarında daha çok piyasa-merkezli sermaye kontrolleri kullanılırken, sermaye piyasaları yeterince gelişmemiş ülkelerde idari/doğrudan kontrol tedbirleri uygulanır.

7. Ülke deneyimlerinden hareketle Şili tipi zorunlu mevduat/rezerv karşılığı uygulaması gelişmiş sermaye piyasası gerektirirken, Hindistan ve Çin'in idari kontrollerde gösterdiği başarı, idari kontrollerin piyasa-merkezli kontrollerden daha üstün olduğu anlamına gelmemektedir.

8. Kontrollerin etkinliği ile sermaye piyasalarının gelişimi ve etkinliği arasında bir değiş-tokuş ilişkisi (trade-off) söz konusudur. Geniş kapsamlı kontroller, kontrollerin etkinliğini artırır ve dışsal şokları ve baskıları önlerken, finansal piyasaların gelişimini ve liberalizasyonun getireceği etkinlik kayıplarına yol açar. Bu nedenle sermaye kontrollerinin fayda ve maliyetleri iyi yapılmalıdır.

9. Sermaye kontrolleri ile ihtiyati tedbirler ilişkisi, ikame edilebilirlikten çok tamamlayıcı

niteliktedir. İhtiyati tedbirler zaman gerektirdiğinden, sermaye kontrolleri, kısa dönemli sermaye hareketleri üzerinde ancak geçici olarak düzenleme denetleme işlevi görebilir.

10. Sermaye hesabının kontrolü ile diğer finansal reformların hangi sıra ya da süreçte uygulanacağı tartışmalıdır. Genelde finansal sektörün yeniden yapılanması sağlandıktan sonra tam liberalizasyona geçilmesi önerilirse de, bu konuda, piyasanın gelişmişlik düzeyi, yönetim, ihtiyati düzenleme ve denetim, parasal operasyonlar arasındaki karmaşık ilişkiler rol oynar. Bu nedenle doğru bir liberalizasyon sıralamasından söz edilememektedir.

IV. uluslararası finansal sistemin reformu

1990'lı yıllarda uluslararası sermaye akımlarının miktar ve devingenliğindeki hızlı artış ve ardından gelen ve etkileri bir çok ülkeye yayılan bir dizi finansal kriz; iki temel tartışma konusu yaratmıştır: İlki, dünya ekonomisini tehdit eden makroekonomik ve finansal krizlerin nasıl çözüleceği, diğeri ise, uluslararası finansal sistemin yapısının, kurumlarının ve politikaların nasıl reforma (uluslararası finans marlığı) tabi tutulacağıdır.

Çok sayıda ülkenin, kurumun ve konuyla ilgili kişilerin katıldığı uluslararası finansal sistemin reformuna ilişkin tartışmalara bakıldığında, tartışmanın bir sonuca ulaşmadığını, ortada birbirine tamamen zıt, çelişkili, gerçekçi olmayan ve yapılabirliği tartışmalı öneriler bulunduğu görülmektedir. Örneğin, uluslararası sermaye akımlarının liberalizasyonunun hızlandırılması ya da tamamen kontrollere başvurulması, döviz kurunun daha esnek olması ya da tamamen sabit döviz kuruna geri dönülmesi; IMF'nin kapatılması ya da IMF'nin daha güçlendirilmesi; krizler konusunda gelişmiş ülkelerin daha fazla yükümlülük almaları ya da sorunun piyasaya/kendi haline bırakılması, aynı anda savunulmaktadır (Eichengreen, 1999:1-2).

Uluslararası finansal sistemin reformu konusunda öne sürülen kurumsal nitelikli görüşleri şu başlıklar altında toplayabiliriz (Rogoff, 1999):

1. derin cepli uluslararası son başvuru mercii önerisi: Mishkin, Meltzer, Fisher gibi iktisatçıların bu önerisine göre, IMF, yeni bir olağanüstü (acil) durum kredi fonu oluşturmali ve bu fonla spekülasyon ataklarında son başvuru mercii (SBM) işlevi görmelidir.

Gelişmiş ve liberalize olmuş sermaye piyasalarında daha çok piyasa-merkezli sermaye kontrolleri kullanılırken, sermaye piyasaları yeterince gelişmemiş ülkelerde idari/doğrudan kontrol tedbirleri uygulanır

Bu öneri, IMF'nin borç verilebilir fonlarının 200 milyar \$ kadar olduğu, bu görev için 1 trilyon \$ gerekeceği; G7 ülkelerinin gelişmekte olan ülkelerin borç sorunu için bu kadar kaynak ayır(a)mayacağı; ulusal hükümetlerin kontrollerindeki regülatörlerin, ulusal banka çöküşlerinin yükünü, uluslararası sisteme aktarmak isteyeceği (moral hazard problemi) gerekçeleri ile eleştirilmiştir.

2. uluslararası finansal kriz-yöneticisi önerisi: Fisher ve Giannini'ye göre SBM kurumunun görevi, "derin ceplik" yapmak değil, "kriz yönetimi" olmalıdır. Bu nedenle borç krizi uluslararası düzeyde yönetilecek ve ödeyememe güçlüğüne düşen ülkelere değil, likidite sorunu olanlara yardım edecektir. Bu öneri de, ödeme güçlüğü-likidite güçlüğü ayrımının yapılamayacağı ve bu işlevi IMF ve G7 ülkelerinin fiilen zaten yaptığı şeklinde eleştirilmiştir.

3. uluslararası iflas mahkemesi: Bu önerinin amacı, ödeme güçlüğüne düşen ülkelere bir soluklanma fırsatı verme, ülkenin tasfiyesini ve yüksek getirili yatırım projelerinin yarım bırakılmasını önlemektir. Bu nedenle oluşturulacak kurum, ülkelere yeni işletme sermayesi nitelikli ticari krediler sağlayacak yeni kreditörler bulmak rolünü üstlenecektir. Burada SBM kurumunun ahlaki risk ihtimali önlenecektir. Ancak ulusal iflas mahkemelerinin aktiflere el koyma, yöneticileri değiştirmek gibi işlevlerinin uluslararası mahkemece yerine getirilmesi konusunda kuşklar bulunmaktadır.

4. uluslararası mevduat sigortası kurumu: George Soros'un bu görüşüne göre borç alan ülke, borç alma esnasında borcunu sigorta ettirmeli ve sigorta primi ödemeli; IMF, ülkelerin alabileceği borç limitini saptamalı ve G7 ülkeleri sigortalanmamış ödeyememe-güçlüğünü kabul etmemelidir.

Öneri, kriz anında sigortalanmamış borçlara karşı G7 ülkelerinin sözü geçen öneriyi uygulamasının zor olduğu, kredi limiti ve sigorta priminin hesaplanmasının sorun yaratacağı, belirsizlikleri çözmek için Basel Komitesi'nin II. Uzlaşısı'nın geliştirildiği şeklinde eleştirilmiştir.

5. dünya para otoritesi: Euro'ya öykünecek küresel para çıkaracak Dünya Merkez Bankası önerisi ise; etkinlik açısından tek bir otoriteye bu yetkinin verilmesinin doğru olmayacağı, olumsuz şartlar altında bazı ülkeler, dünyanın diğer ülkelerinden farklı politikalar uygulamak zorunda kaldıklarında, nispi fiyat ayarlanmasındansa döviz kuru ayarlamasının

daha uygun olacağı, kriz anında ulusal merkez bankalarının da bu işlevi görebileceği şeklinde eleştirilmiştir.

6. gelişmekte olan tekil ülkeler için öneriler: Uluslararası sermaye akımlarının olumsuz etkilerinden korunmak için tekil ülkelerin uygulayabileceği tedbirler olarak, Uluslararası sermaye piyasalarının "tekerleklerine kum atma"yı amaçlayan Tobin Vergisi önerisini (Tobin, 1978), Krugman'ın sermaye çıkışlarına vergi konulması önerisini, Eichengreen'in sermaye girişlerine (1992-1998 döneminde Şili'nin uyguladığı gibi) zorunlu mevduat karşılığı şeklinde vergi konulması önerisini sayabiliriz.

Piyanın rasyonelliği ve etkinliğine karşı çıkan (bir başka ifade ile döviz ticareti yapan kişilerin rasyonelliğinin makroekonomik temellerle uyumlayacağı ve sosyal olarak verimli olmayacağı ve bu nedenle sermaye hareketlerinin olumsuz etkilerini önleyebileceği gerekçesi ile) bir grup iktisatçının savunduğu tüm döviz işlemleri üzerine konulan Tobin Vergisi (Bkz. Tobin, 1978); genelde uygulama zorluğu ve kolay kaçınılabileceği ve tüm dünya ülkelerinin uygulaması gerektiği gibi nedenlerle eleştirilmektedir (Eichengreen, 1999:88-90). Bu verginin bir benzeri belirli döviz işlemleri ve dış borçlardan alınan giriş vergisi (entrance tax) Brezilya'da uygulanmıştır (Ariyoshi (vd), 2000:11).

Krugman'ın önerisi ise, yabancı sermayeye ihtiyacı olan gelişmekte olan ülkelerin sermaye çıkışına vergi koymasının, ülkenin ihtiyacı ile ters düşeceği, yolsuzluklara yol açacağı ve teknolojinin bugünkü aşamasında uygulamada başarılı olmayacağı şeklinde eleştirilmektedir (Rogoff, 1999:34-35).

Eichengreen'in bir yandan IMF sermaye piyasalarına ilişkin bilgi sağlama ve çeşitli uluslararası kuruluşlarla işbirliği yaparak gelişmekte olan ülkelerde muhasebe standartlarını ve finansal regülasyonu iyileştirirken, ülkelerin sermaye girişlerinin (zorunlu mevduat karşılığı şeklinde) vergilendirilmesi önerisi, başarısı bazı (Şili'deki gibi) özel koşullara bağlı olduğu şeklinde eleştirilmiştir: Edwards (1998;1999)'a göre, Şili spekülasyon atakları önlemekte başarılı olsa da, başarı yalnızca, (hisse-senedi şeklinde olmayan) sermaye akımlarına uygulanan yatırım değerinin yüzde 30'una faizsiz zorunlu mevduat uygulamasına atfedilemez. Başarıda, gelişmiş bankacılık sistemi regülasyon yapısının da önemli rolü olmuştur. Bu nedenle Şili, kısa dönemli borç faiz oranlarına çok ya-

Piyanın
rasyonelliği ve
etkinliğine
karşı
çıkan
bir grup
iktisatçının
savunduğu
tüm
döviz
işlemleri
üzerine
konulan
Tobin
Vergisi
genelde
uygulama
zorluğu ve
kolay
kaçınılabileceği
ve
tüm
dünya
ülkelerinin
uygulaması
gerektiği
gibi
nedenlerle
eleştirilmektedir

kın (nispeten düşük faizli) faiz oranları ile uzun vadeli borçlanabilmiştir. Oysa bir çok gelişmekte olan ülke için (uzun vadeli borçların risk primi çok daha yüksek olacağından) iki seçenek vardır: Ya kısa vadeli borçlanmak ya da dışarıdan hiç borç bulamamak. Yine birçok ülkede resmi yolsuzluk olacağı da ileri sürülmektedir.

Tartışmaların gelişimine bir bütün olarak bakıldığında, 1990'lı yıllarda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere dışa açıklığın (gayrisafi yabancı aktif ve yükümlülüklerin GSMH'ya oranı olarak ya da IMF'nin sermaye ve döviz kısıtları indeksine göre) arttığı (IMF, 2001:148-150), 1975'de gelişmiş olan ülkelerin yüzde 10'u esnek döviz kuru sistemi uygularken 1998'de bu oranın yüzde 50'lere çıktığı görülmektedir (Musa, Masson vd., 2000:14). Küreselleşme süreci devam ederken, varolan uluslararası sistemde köklü değişikliklerden çok, sistemin daha iyi işlemesi için gerekli iyileştirmelerin yapılması yönünde bir eğilim olduğu anlaşılmaktadır.

V. değerlendirme

Son otuz yılda uluslararası finansal entegrasyonun gelişmekte olan ülkelere etkilerini [konuya olumlu ve olumsuz yaklaşan uç-teorik görüşleri saymazsak [sırasıyla Lucas (1990) ve Rodrik (1998)], fayda-maliyet analizi yardımıyla değerlendirebiliriz. Bu bağlamda, gelişmekte olan ülkelerin sermaye hesaplarını liberalize etmelerinin ekonomileri üzerindeki potansiyel yararları ve risklerini aşağıdaki gibi sıralayabiliriz.

Potansiyel yararlardan ilki, uluslararası düzeyde kaynakların etkin dağılımıdır. Buna göre, uluslararası sermaye ya da tasarrufların, getirinin daha yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelere yönelmesi, bu ülkelerde tasarruf açığını kapayarak yatırımları ve büyümeyi artırırken ekonomideki konjonktürel dalgalanmaları azaltacaktır. Özellikle doğrudan yabancı yatırımlar, yeni teknolojilerin gelişmekte olan ülkelere transferini sağlayarak (via beşeri sermayenin iyileşmesi) büyümeyi olumlu etkileyecektir. Sermaye akımlarının liberalizasyonunun bir diğer yararı, finansal piyasaların gelişmesi, kullanılan finansal araç ve işlemlerdeki artış nedeniyle etkinlik ve derinliğinin artmasıdır. Finansal piyasaların gelişmesi bir yanda likidite kısıtı sorununu çözerek finansal istikrarı artırabileceği gibi, diğer yandan riskleri yayarak şokların etkilerini azaltır. Bunların yanında sermaye akımlarının liberali-

zasyonu, ülke içinde daha sağlam makroekonomik politikaları ve bankacılık kesiminde ihtiyari politikaları teşvik eder ki bu da yeni sermaye akımlarını uyarır.

Potansiyel riskler denilince akla son yıllarda yaşanan finansal krizler ve GSMH'nın oranı olarak önemli tutarlara ulaşan finansal ve reel sektör kayıpları akla gelmektedir. Liberalizasyon ve finansal krizler ilişkisini araştıran bir çalışmaya göre; finansal liberalizasyon sonrasında ele alınan 35 ülkeden 24'ünde kriz yaşandığı, bu ülkelerin 13'ünün kriz öncesi beş yıl içinde sermaye hesabını liberalize ettiği, yoğun kriz yaşayan 14 ülkeden 9'unda net özel sermaye girişinin eşik seviyesinin (GSMH'nın yüzde 3'ü) aşılmasını izleyen 2-4 yıl içinde kriz yaşandığı ve kriz sonrasında, önceki 2 yıl ortalamasının yüzde 35'i kadar sermaye çıkışı olduğu tespit edilmiştir (Ishii ve Habermier, 2002:8). Yabancı sermaye akımlarının, bozuk makro temellere, regülasyonu yetersiz ve zayıf bankacılık sistemine sahip gelişmekte olan ülkeleri nasıl etkilediği, geliştirilen birinci, ikinci ve üçüncü nesil modellerde açıkça ortaya konmaktadır (Bkz. Yay, Yay ve Yılmaz, 2001). Sermaye girişlerinde kısa vadeli akımların payı arttıkça, ülkelerin kırılganlığı artmaktadır.

Söz konusu bu teorik-potansiyel fayda ve risklerin ampirik geçerliliğine bakıldığında, gelişmekte olan ülkelere genellikle finansal entegrasyonla büyüme arasında pozitif ilişki olduğu ve fakat sonuçların ya istatistik olarak anlamlı olmadığı ya da nicelik olarak oldukça düşük bir ilişki olduğu sonucuna varılmaktadır (IMF, 2001; Prasad ve Rogoff, 2002). Ayrıca finansal entegrasyonun fayda ve riskleri konusunda, ülkelerin sermaye akımlarını emme kapasitesi (absorptive capacity) ve iyi-risk yönetim becerisine ilişkin bir "eşik etkisi" (threshold effect) olduğu ileri sürülmektedir. Bir ülkenin yabancı sermaye akımlarını emme kapasitesi, beşeri sermaye, finansal piyasanın derinliği ve makroekonomik politikalarla tanımlanırken; iyi yönetim becerisinin unsurları olarak da şeffaflık, yolsuzlukların kontrolü, hukukun üstünlüğü ve finansal sektörün gözetim ve denetimi sayılmaktadır (Prasad ve Rogoff, 2002).

Gelişmekte olan ülkeler küreselleşen dünyada giderek artan uluslararası sermaye akımlarının artan hacminden yararlanırken, hızlı hareketliliğin (ülkeye giriş ve çıkışlarının) olumsuz etkilerinden korunabilmek, oluşabilecek krizleri önlemek için her şeyden önce makroekonomik temellerini güçlendirmeleri ve

Finansal piyasaların gelişmesi bir yanda likidite kısıtı sorununu çözerek finansal istikrarı artırabileceği gibi, diğer yandan riskleri yayarak şokların etkilerini azaltır

finansal piyasalarını geliştirmeleri ve ihtiyati tedbirlerle düzenleme ve denetimini sağlamaları gerekmektedir. Sermaye kontrolleri ancak geçici olarak bu amaçları gerçekleştirmeye yönelik diğer politikaların tamamlayıcısı olarak düşünülebilir. Bu anlamda sermaye hesapları liberalize edilen ülkelerin tekrar sermaye kontrollerine dönerek sorunları çözmeye çalışmaktansa, doğrudan asıl sorunlarının üzerine gitmesi gerekir. Bu süreçte ancak geçici olarak Şili'de olduğu gibi yabancı sermaye üzerine zorunlu mevduat karşılığı uygulamasına başvurulabilir. Krizlerle birlikte IMF'nin Dünya Bankası ve Basel Komite (BIS) ile ortaklaşa yaptığı, ülkelerin makro ve finansal göstergelerine ilişkin standart bilgi sağlama ve yayma çalışmaları ve gelişmekte olan ülkelerin uygulayacağı istikrar programlarında sosyal maliyetlere daha fazla önem atfedilmesi olumlu

gelişmelerdir. Uluslararası finansal sisteminin (bankalar aracılığıyla) borç finansmanına dayalı yapısının, hisse senedi finansmanına ve doğrudan yatırımlara ağırlık veren bir yapıya kavuşturulması önerisi (Rogoff, 1999) bize anlamlı görünmektedir. Eğer böyle bir gelişme olursa, krizlerin ya da risklerin otomatik olarak paylaşılması söz konusu olacaktır. Dolayısıyla, bir ülkenin borcunu ödeyemediği durumlarda yerel hisse senedi piyasası çökecektir, ama ne likidite sorunu olacak, ne son başvuru merciine ne de kriz-yönetimine gerek olacaktır. Ayrıca hukuki sorunlar uluslararası mahkemelere gerek kalmadan yerel düzeyde çözülebilecek ve G7 ülkelerin borcunu ödeyemeyen ülkelere ilave borç verme sorunu da kalmayacaktır. Bu sayede risklerin paylaşımı yanında yatırımların daha etkin dağılımı ve daha yüksek büyüme sağlanabilecektir.

Dolayısıyla,
bir
ülkenin
borcunu
ödeyemediği
durumlarda
yerel
hisse
senedi
piyasası
çökecektir,
ama
ne likidite
sorunu
olacak,
ne son
başvuru
merciine
ne de
kriz-yönetimine
gerek
olacaktır

* Bu çalışmanın ilk versiyonu "Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Liberalizasyon, Uluslararası Sermaye Akımları ve Sermaye Kontrolleri Üzerine Bir Değerlendirme" adı ile ODTÜ 6. Uluslararası Ekonomi Kongresi'nde (11-14 Eylül 2002-Ankara) tebliğ olarak sunulmuştur.

dipnotlar:

- 1) Eichengreen ve Mussa (1998:5)'de bu etkenler, teknolojik değişim, gelişmiş ülkelerde özelleştirme ve finansal piyasaların deregülasyonu, emeklilik ve yatırım fonları gibi kurumsal yatırımcıların artışı ve gelişmekte olan ülkelerdeki makroekonomik reformlar olarak sıralanmaktadır.
- 2) Ancak 1996'dan itibaren bu çalışmanın sunuş biçimi değiştiğinden, önceki yıllarla bu yıl ve sonrası arasında gösterge açısından bir kopukluk bulunmaktadır. (IMF, 2001:147)

kaynakça:

- Aizenman, J. (1999): "Capital Controls and Financial Crises", NBER Working Paper, 7398
- Ariyoshi, A., K. Habermier, B. Laurens (vd)(2000): **Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization**, IMF Occasional Paper No.190
- Bordo, M.D. (2002): "Globalization in Historical Perspective", Business Economics, January, 20-29
- Cooper, R.N. (2001): "Should Capital Controls Be Banished?", B.N. Ghosh (ed.) **Global Financial Crises and Reforms**, Routledge:London &NY, 376-408
- Edison, H.J., M.Klein, L.Ricci ve T. Slok (2002): "Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis", IMF Working Paper, WP/02/120
- Edison, H. ve C.M. Reinhart (2001): "Stopping Hot Money", **Journal of Development Economics**, 66, 533-553
- Edwards, S. (1998): "Capital Inflows into Latin America: A Stop-Go Story?", NBER Working Paper, 6441
- Edwards, S. (1999): "How Effective Are Capital Controls?", **Journal of Economic Perspectives**, 13(4), Fall, 65-84
- Eichengreen, B., M. Mussa (v.d.) (1998): **Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical Aspects**, IMF, Occasional Papers 172
- Eichengreen, B. (1999): **Toward A New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda**, Institute for International Economics, Washington, DC
- Eichengreen, B. (2000): "Taming Capital Flows", **World Development**, 28(6), 1105-1116
- Fane, G. (2000): **Capital Mobility, Exchange Rates and Economic Crises**, Edward Elgar, Cheltenham:UK
- Gastanaga, V.M., J.B. Nugent, B. Pashamova (1998): "Host Country Reforms and FDI Inflows: How Much Difference Do They Make?" **World Development**, 26(7), 1299-1314
- Gregoria, J.D., S. Edwards ve R.O. Valdes (2000): "Controls on Capital Inflows: Do They Work?" **Journal of Development**, 63, 59-83
- IMF (2001): **World Economic Outlook: Information Technology Revolution**, October
- IMF (2003): **World Economic Outlook (WEO) Database** (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2003/01/data/index.htm>)
- Ishii, S. ve K. Habermier (2002): **Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability**, Occasional Paper 211

Johnston, R.B. ve N.T.Tamirisa (1998): "Why Do Countries Use Capital Controls?" **IMF Working Paper**, WP/98/181

Levine, R. ve S. Zernos (1998): "Capital Control Liberalization and Stock Market Development", **World Development**, 26(7), 1169-1183

Knight, M. (1998): "Developing Countries and Globalization of Financial Markets", **World Development**, 26(7), 1185-1200

Lipschits, L., T.Lane, ve A. Mormouras(2002): "Capital Flows to Transition Economies: Master or Servant?", **IMF Working Paper**, 11

Lucas, R. E. Jr. (1990) "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?", **American Economic Review, Papers and Proceedings**, 80(2), May, 92-96

Montial, P. ve C.M.Reinhart (1999): "Do Capital Controls and Macroeconomic Policies Influence the Volume and Compositions of Capital Flows? The Evidence from 1990s", **Journal of International Money and Finance**, 18, 619-635

Mussa, M., P. Masson vd.(2000): "Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy", **IMF Occasional Paper** 193

Perrault, J.F. (2002): "Private Capital Flows to Emerging-Market Economies", **Bank of Canada Review**, Spring, 33-43

Reinhart, C.M. ve R.D. Smith (2002): "Temporary Controls of Capital Inflows", **Journal of International Economics** 57, 327-351

Rodrik, D. (1998): "Who Needs Capital-Account Convertibility?" (<http://ksghome.harvard.edu/drodrik.academic.ksg/essay.PDF>)

Rogoff, K. (1999): "International Institutions for Reducing Global Financial Instability", **Journal of Economic Perspectives**, 13(4), 21-42

Rogoff, K. (2002): "Straight Talk: Rethinking Capital Controls: When Should We Keep an open mind?", **Finance & Development**, 39(4)

Tobin, J.(1978): "A Proposal for International Monetary Reform", **Eastern Economic Journal**, 4(3-4), 153-159

Yashiv, E. (1998): "Capital Controls Policy: An Inter-temporal Perspective", **Journal Of Economic Dynamic and Control**, 22, 219-245

Yay;T., G. Yay ve E.Yılmaz(2001): **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler**, İTO Yayını:İstanbul.

finansal yapıların liberalizasyonu: net etki hangi yönde?

Finansal liberalleşmeye önce teorik olarak yaklaşılabilir. Bir tanım: Tüm gelir yeniden dağılımları ulaşılabilir ise bir piyasa sistemi *tamdır*, ulaşılabilir değilse piyasalar *eksiktir*. Piyasaların tam olabilmesi için kıymetlerin (assets) sayısının belirsizlik durumlarının (states of nature) sayısına eşit olması gereklidir -fakat yeterli değildir. *Menkul kıymet piyasaları (asset markets) tam (complete) değilse, rekabetçi denge Pareto etkin olmaz*. Bu çok bilinen –ve burada toptancı bir şekilde tek cümleye sığdırılan- sonuç ve ilgili literatür menkul kıymet piyasalarını ne kadar tam yapabilirsek Pareto etkinliğe o kadar yaklaşılabileceğini önerir.

Daha açık söylenirse: Sermaye piyasaları tamsa veya, aynı anlamda, belirsizliğe şartlı mallarda (contingent commodities) tam bir piyasa kümesi varsa rekabetçi genel denge vardır (existence). Varlığın doğrulanabilmesi için toplam talebin fiyatların sürekli bir fonksiyonu olması şarttır; ayrıca bireysel tercihlerin doyuma ulaşmama özelliği göstermesi gerekir (non-satiation). Piyasaların tam olduğu varsayımı ile fiyatların malların toplam kıtlığını (scarcity) yansıttığı düşünülür. Sermaye piyasaları tam teşekküllü olmayınca fiyatlar menkul kıymetlerin getiri matrisinin uzantısını (span)¹ -elde edilebilecek getiriler kümesini- de belirler. Bireylerin bütçe tahditleri *zayıf bir eşitsizlik* olarak yazılmışsa ve piyasalar *eksikse rekabetçi denge var olmayabilir*. Ancak, *denge* varlığı için bütçe tahditlerinin bir eşitlik olarak yazılması yeterlidir. Veya doyuma ulaşmayı (satiation) engellemek için kıymet yapısını (asset structure) sınırlayabiliriz. Kıymetlerin getirileri çok sayıda mal cinsinden ifade edilmişse, ulaşılabilir gelir dağılımlarının fiyatlara bağımlı oluşu talep fonksiyonunda süreksizliklere yol açabilir: rekabetçi denge var olmayabilir. Başka türlü söylenirse, portföy seçiş uzayının *kompakt olmaması* ve bütçe çok-değerli fonksiyonunun (correspondence) *süreksizliği* denge varlığını engelleyen iki nedendir.

Demek ki, *saf neoklasik teori açısından*, finansal liberalizasyon menkul kıymet piyasalarının (finansal piyasaların) tamlığa ulaştırılma-

sı ve rekabetçi dengenin varlığı ve optimaliteyle ilgili kuramsal sorunların ortadan kaldırılması yönünde atılan bir adım olarak haklı gösterilebilir.

Fakat hem pratikte, hem teoride bu adımın başarılı olacağının garantisi yoktur. Teoride başarı garantisinin olmadığı mesajı “ikinci en iyi” (second-best) teoremi tarafından iletilmektedir (Malinvaud, Edmond, *Leçons de la théorie microéconomique*, Paris: Dunod, 1969, ch. IX, section 6; Laffont, Jean-Jacques, *Fundamentals of Public Economics*, Massachusetts: The MIT press, 1994[1988], ch. 7). Pratikteki başarı/başarısızlık ise çok önemli olmakla beraber ampirik bir konudan ibarettir.

Neoklasik açıdan yukarıda bahsedilen kuramsal temel yeterince genel olmakla beraber, *uygulamalı* neoklasik ekonomide bu kadar soyut bir argümanın ikna edici olması pek de olası değildir. Bu durumda finansal liberalizasyonun iktisadi etkinlik ve büyüme üzerinde pozitif etkileri olup olmadığı ve/veya ödemeler dengesi salınımlarını “yumuşatıp yumuşatmadığı” (smoothing) soruları sorulabilir. Elbette, finansal liberalizasyonun söz konusu konularda negatif etki yaptığı da söylenebilir ve gösterilmeye çalışılabilir. Nitekim “sıcak para” konusunda *neoklasik manada kuramsal* bir literatür de mevcuttur (Bir örnek: Kehoe, Patrick J. & Varadrajana V. Chari, “Hot Money”, Federal Reserve Bank of Minneapolis Staff Report 228, 2003, <http://netec.mcc.ac.uk/WoPEc/data/Papers/fipfedmsr228.html>).

Finansal liberalizasyon bir ülkenin cari açığını finanse edebilme şansını artıran bir faktör olarak görülebiliyorsa, aynı anda iç tasarruf açığını kapatmasını sağlayan bir faktör olduğu da otomatik olarak söylenebilir. Cari açığın tanımından gidelim. $NFA = \text{Net Dış Varlıklar} = \text{Dış Varlıklar} - \text{Dış Yükümlülükler}$. $NFA > 0$ ise ülke net borç veren konumundadır. $NFA < 0$ ise ülke net borç alan konumundadır. Burada $i = \text{dış varlıkların ortalama faiz oranı}$ dir. “Dış Varlıklar-Dış Yükümlülükler” üzerinden getiri oranı, yani $i \text{ NFA} = \text{Net dış alem faktör geliri} = \text{faiz oranı} \times \text{net dış varlıklar}$ olur. O zaman da, $GSMH = GSYH + i \text{ NFA} =$

Gündüz Fındıkçıoğlu*

Bireylerin
bütçe
tahditleri
zayıf bir
eşitsizlik
olarak
yazılmışsa ve
piyasalar
eksikse
rekabetçi
denge var
olmayabilir.
Ancak,
denge
varlığı için
bütçe
tahditlerinin
bir eşitlik
olarak
yazılması
yeterlidir

* Dr. TSKB
Baş İktisatçısı ve
Araştırma Bölümü
Yöneticisi

GSYH + Net dış alem faktör geliri ve $GSYH = C + I + G + NX$, $NX = \text{net ihracat}$. Net ihracat $X-M$ olduğuna göre, GSYH şöyle yazılabilir: $GSYH + M = C + I + G + X$ ve $GSMHt = GSYHt + \text{it NFAt} = Ct + It + Gt + (NXt + \text{it NFAt}) = Ct + It + Gt + CAT$. Yani, CAT (cari denge) = $NXt + \text{it NFAt}$. Bu durumda Cari denge = Ticaret dengesi + Net dış alem faktör geliri şeklinde yazılacaktır. Aynı şeye başka türlü bakarsak cari dengenin $GSMH$ ve harcamalar (absorption) arasındaki fark olduğunu görebiliriz: $CA = GSMH - (C + G + I)$. Demek ki, cari denge açığı ülkenin tümü açısından negatif net tasarruf anlamına gelmektedir. Büyüme arttıkça cari açık yükseliyorsa bu durum yüksek büyüme oranlarında tasarrufların yetersiz kaldığını göstermektedir.

Alternatif olarak, aynı olgu *sermayenin kit faktör* olduğunu ima etmektedir. Aynı şekilde, özel tasarruflar pozitif veya sıfırsa, cari açık kamu tasarruflarının negatif olduğunu söylemektedir. Sürekli yüksek kalan cari açığı dış dünyaya finanse ettiremiyorsanız, ya özel tasarrufları artıracak, ya da kamu açığını azaltacaksınız veya her ikisini beraber yapacaksınız. Cari açık cari harcamaların finansmanında kullanılıyorsa bu açığı sürekli dış dünyaya finanse ettiremeyeceğiniz aşikardır. Demek ki sürekli cari açık veren bir ülkenin önünde sadece faiz dışı bütçe fazlası hedefi değil, toplam kamu açığını azaltma hedefi de bulunabilir. Aslında, cari büyümenin ve gelecekteki büyümenin temelini atacak yatırımları artırmak amacıyla cari açık verilebilir ve bu amaçla verilen cari açığı –gelecekteki performans konusunda ikna edici olabilirsiniz- dışarıya finanse ettirmek mümkün olabilir.

Finans piyasalarını tamlıştırarak Pareto etkin bir dengeye götürme, ödemeler dengesinde kaynaklanan salınımların yoğunluğunu minimize etme, cari açığın ve/veya bütçe açığının finansmanı için kaynak yaratma: finansal liberalleşmenin bu tip yararları olabileceği söylenebilir. Bu yararların her biri farklı kaynaklardan büyümeyi hızlandıracak etki yapabilir. Ama asıl soru kanımca ampirik olmalıdır: gerçekler böyle midir? Dünya böyle bir dünya mı? Yoksa neoklasik iktisadın Asya, Meksika, Rusya krizleri sonrasında biraz daha rafine hale getirdiği kriz ve krizin yayılması literatürlerine, "sıcak para" üzerine kuramsal makalelere, IMF ve World Bank araştırmalarına mı bakmalıyız? Stiglitz'e kadar uzanmadan dahi finansal liberalizasyonun sakıncaları da olduğunu kabul etmek olasıdır.²

Finansal liberalizasyonun ampirik durumuna bakmaya çalışmadan önce, bu yazıdaki bakışımı özetleyen bir *dictum* vereyim: Büyüme mikro temellidir çünkü başka türlü sözden mümkün olamaz, anlamsızdır. Demek ki firmaların nasıl davrandıkları ve yatırım kararlarını ne şekilde alıp, yatırımlarının finansmanını nasıl ve nereden sağladıkları önemlidir. Öyleyse, *finansal liberalizasyonun şirketlerin finansman kaynaklarını genişletip genişletmediği, bu yolla sermayenin kit faktör olduğu ülkelerde büyümeye yardımcı olup olmadığını saptamak kilit nitelikte olabilir*. Elbette, belirsizlik karşısında seçim ve risk dağıtma açısından menkul kıymet piyasalarının genişlemesi ve derinleşmesi önemlidir. Teknolojik ilerleme, araştırma-geliştirme, yeni ürün bulma karar ve çabalarının nedenleri arasında kar motifi ve piyasanın genişliğinin önemli olduğu da açıktır (Örnek: Acemoğlu, Daron & Joshua Linn, "Market Size in Innovation: Theory and Evidence from the Pharmaceutical Industry", MIT Department of Economics, http://econ-www.mit.edu/faculty/index.htm?prof_id=acemoglu&type=paper, 2003). Prensip olarak finansal liberalizasyonun bu konularda yararı olabileceği düşünülebilir ve, gerçekte böyle olsa da olmasa da, bu düşüncüyü akıldan geçirmek ve araştırmak meşru sayılmalıdır.

Finansal liberalizasyonun bir potansiyel yararını daha düşünmek olasıdır ve bu noktada piyasa yapısı, piyasada rekabetin derecesi sorusunu sormak ve rekabetin derinleşmesini finansal liberalizasyonla ilişkilendirmek mümkün olabilir. Sadece tam rekabette kıymet piyasalarının eksikliğinin giderilmesi açısından değil –dolayısıyla firma ve bireylerin riske karşı kendilerini sigortalamalarının tam olarak mümkün olmasını sağlamak açısından değil– mal piyasalarında ve mali piyasalarda *eksik rekabetin* etkilerini hafifletmek açısından da finansal liberalizasyonun yararı olabilir. *Finansal liberalizasyon tekelimsi yapıları kırmakta mıdır, güçlendirmekte midir?*³

Ampirik çalışmalardan net bir etki elde etmek kolay değil. Bekaert, Harvey & Lundblad (2001) hisse senedi piyasalarının liberalizasyonunun ortalama olarak yılda yüzde 1'lik reel büyüme artışına neden olduğunu savunuyor (Bekaert, Geert, Campbell R. Harvey & Christian Lundblad, "Does Financial Liberalization Spur Growth?", NBER, 2001). Tabii, dış ticaret dengesi bozulabiliyor ama yatırımlar artıyor ve kısmen yabancı sermaye tarafın-

Büyüme
mikro
temellidir
çünkü
başka
türüsü
zaten
mümkün
olamaz,
anlamsızdır.
Demek ki
firmaların
nasıl
davrandıkları
ve yatırım
kararlarını
ne şekilde
alıp,
yatırımlarının
finansmanını
nasıl ve
nereden
sağladıkları
önemlidir

dan finanse ediliyor. Laeven (2001) küçük firmaların liberalizasyon sonrası daha az mali tahditte karşılaştığını, ama korumacılık döneminde imtiyazlı olan büyük firmalar için durumun tam tersi olabildiğini savunuyor (Laeven, Luc, "Does Financial Liberalization Reduce Financial Constraints?", World Bank). Kaminsky & Schmukler (2002) hisse senedi piyasalarının da liberalizasyon sonrası kısa vadede daha belirgin dalgalanmalar görüldüğünü, ama uzun vadede piyasaların daha kararlı (stable) hale geldiğini savunuyor (Kaminsky, Graciela Laura & Sergio L. Schmukler, "Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization", World Bank).

Mikro açıdan net etki elde edilememesinin bir nedeni firmaların liberalizasyondan eşitsiz biçimde etkilenebilir. Gerçekten de, bazı firmalar borç/özvarlık oranlarında artış ve borç vadelerinde kısalma yaşayabilirken (overborrowing), diğerleri tam tersi etkilerle karşılaşa-

biliyorlar. Liberalizasyon sonrası etki finansal piyasaların önceden de var olduğu ekonomilerde başka, finans piyasalarının oluşumunu liberalizasyonla eş zamanlı veya daha sonra gerçekleştiği ülkelerde başka olabilir. Borç vadelerinin kısalması krizlerde bilançolarda daha büyük hasar meydana geleceğini göstermesi açısından önemlidir. Maalesef finansal liberalleşmenin bilançolara etkisini araştıran çok az çalışma bulunuyor (Bir örnek: Schmukler, Sergio & Esteban Vesperoni, "Globalization and Firms' Financing Choices: Evidence from Emerging Economies", William Davidson Institute Working Paper 388, 2001). Bu konu netleşmeden neoklasik dünyanın liberalizasyon lehindeki önermelerinin ne doğrulanabileceğini, ne de yanlışlanabileceğini sanıyorum.

[Son dört kaynağa <http://papers.ssrn.com/sol3/DisplayAbstractSearch.cfm> adresinden ulaşılabilir]

dipnotlar:

- 1) Bir vektör uzayında S sayıda vektör olsun. S 'e dahil vektörlerin tüm olası lineer kombinasyonlarının kümesine (linear) span denir. $\text{span } S = \{x \mid x = \sum_{i=1}^S \alpha_i v_i, \alpha_i \in \mathbb{R}\}$
- 2) Joseph Stiglitz 20. yüzyılın ikinci yarısında yetmişmiş en yetenekli ve en verimli teorik iktisatçılardan biridir. Doktorasını 23 yaşında MIT'den almış olması zaten yeteneklerinin erken yaşta olgunlaşmış olduğunu da açıkça gösteriyor çünkü dolambaızlı yollardan giden parlak Amerikalıların bile doktora alma yaşı 26-27'dir. Stiglitz'in önemli yanlarından biri teorik ve matematiksel kabiliyeti ise, diğeri de hem "saf" teorisinin hem "uygulamalı teorisinin" çok sayıda alanında makale yayınlamış olmasıdır. Gerçekten de, iktisadın bu kadar çok sayıda alt alanında kaliteyi düşürmeden bu kadar çok araştırma yayınlayan bir teorisyen az bulunur. Aslında ilginç olan, Stiglitz'in görüşleri bilindiği halde Dünya Bankası baş iktisatçısı ve başkan yardımcısı olarak göreve çağırılmasıdır. Doğru: Dünya Bankası IMF'den farklıdır. Dünya Bankası daha büyük, daha fazla konuyla ilgilenen, bu arada gelir dağılımı problemine de kendisine göre değinen ve mühendislerden iktisatçılara, finansal analistlerden siyaset bilimcilerine geniş bir gamda personel istihdam eden bir kurumdur. İdeolojik olarak da daha heterojen olması beklenebilir. IMF ise sadece dış ticaret ve para konularında uzmanlaşmış iktisatçıları-finansçıları istihdam eden daha küçük ve her açıdan daha homojen bir kurumdur. Yine de Stiglitz'in görüşleri her iki kurumun da resmi pozisyonuna pek uyacak gibi değildi. Çok açık söylemek lazım: her ne kadar kendisi akademik hayatında pratik konulara da el atmış olduğunu söylese de Stiglitz esas itibarıyla bir teorisyendir ve, her ciddi teorisyenden beklenebileceği gibi, uzun çabalar sonucu üretirek oluşturduğu pozisyonunu pratik problemler karşısında çok da esnetmesi söz konusu olamaz.

Bu pozisyon nedir? Neoklasik bir dünyada yaşamadığını varsaydığım okura bu konuda ortamı anlatacak

şekilde enformasyon aktarmak istiyorum. Genel bir ifadeyle, Stiglitz neoklasik iktisat teorisinde yeterince zengin bir kavramlar ve aletler kataloğunun mevcut olduğunu, ama bu kavramların uygun bir eklemlenmeyle ve uygun dozda kullanılmadığını düşünüyor. Gerçekten de, desantralizasyon, rekabet, karar alma, enformasyon, teşvikler, mülkiyet hakları, refah iktisadının eleştirisi, teknolojik ilerleme, piyasa sosyalizminin eleştirisi, Avusturyacı düşünüşün eleştirisi vb temalar hem kapitalizmin (mikro) analizi, hem de sosyalist projenin iktisatçı gözüyle değerlendirilmesi için yeterli bir avadanlık sağlayabilir. En azından Stiglitz'in genel duruşu budur. Stiglitz teorisyen olarak bir neoklasiktir. Ancak, "farklı" bir neoklasik olduğu da açıktır.

Piyasaların tam rekabetçi, ideal modelde bile etkin olamayabileceğini matematiksel olarak ve neoklasik dünyada kalarak gösteren bir teorisyenin, üstelik kamu iktisadındaki çalışmalarından dolayı klasik "piyasa başarısızlıkları" (market failures) kavramına da aşina iken, zaman zaman piyasalara "piyasa fondamantalisti" olacak kadar aşırı güven duyan pozisyonlara ve onlardan türetilen iktisat politikası önerilerine yakınlık duyması mümkün müydü? Kanımca, hem Çin 1979 sonrası Deng reformlarının ilk adımlarını atarken, hem de SSCB'nin çöküşü sonrası -Rusya'da ve Doğu Avrupa'da "tedrici" (gradualist) pozisyonu savunularla "şok terapiyi" savunular arasında tartışma sürerken- kendisinin "tedrici" görüşü desteklemiş olması önemli olmuş olabilir. Böylece önemli bir konuda "pratik" politika önerisinde bulunurken aklı selimine güvenilebilecek bir ekonomist olduğunu ispatlamış sayılabilir. Bilindiği gibi, "şok terapi" yaklaşımı başarılı olmadı. ABD Başkanına danışmanlık yapan üç kişilik konseyde yer almış olması da önemli olabilir. Yine de, daha baştan itibaren Joseph Stiglitz ile "Washington konsensüsü" arasında kan uyuşmazlığı olabileceğini görmek fazla zor olmamalıydı diye düşünüyorum. Özetle, Stiglitz piyasaların işleyişi konusunda ciddi ve kuvvetli teorik görüşleri olan bir iktisatçıdır ve bu gö-

rüşler sıradan pozisyon alımları olmayıp, bizzat kendisinin de inşasına katkıda bulunduğu bir modeller manzumesinin, paradigmanın türevleridir. Dünya Bankası-IMF ile, önce büyük ekonomist (mütevveffa) Rudi Dornbusch'un, sonra Ken Rogoff'un şahıslarında karşı karşıya gelmiş olması, pratik politika demetlerinin ve ideolojilerin karşı karşıya gelmesinden çok, neoklasik dünyanın içindeki önemli ve zaman zaman birbirlerine alternatif teorik çerçevelerin karşı karşıya gelişini olarak yorumlanabilir.

3) Mikro bakış ne demek? Şöyle birşey olabilir; bazı ülkelerde kredi talepleri gereğince analiz edilmediği gibi, projelere değişik açılardan bakarak güvenilir bir değerlendirme yapılmıyor. Sürecin bütününe kısa dönemli ve dar açılı bir bakış, daha ileride kapanması güç olan yaralara neden olabiliyor. Şöyle bir vaka alalım; Diyelim ki rantabl olup olmadığına bakarak yapmaya veya desteklemeye karar verdiğimiz -veya vermeyeceğimize- yeni bir yatırım projesi ile karşı karşıyasınız. Teknik analiz aşamasında, projenin mühendislik yönleri teknik personel tarafından incelenerek, olası mali portre önünüzde konacak, dolayısıyla sizde yeni sabit varlıkların tahmini bedelleri ve bunların likiditesi hakkında net bir fikre sahip olarak yatırımın teknik verimlilik profilini çizilebilir hale geleceksiniz. Finansal analiz aşamasında, firmanın mali tablolarının anlaşılır olduğunu ve gerçeği düzgün bir biçimde yansıttığını ve bu tablolardan yola çıkarak, kendiniz veya mali analistiniz tarafından tüm finansal rasyoların da en gerçekçi ve kararınıza ışık tutacak nitelikte önünüzde koyabildiğinizi varsayalım. Peki bu noktadan ne yapacaksınız veya ne yapmalısınız? Sizi yönlendirecek ve karar oluşumunuzu sağlayacak sorulması gereken sorular nelerdir? Örneğin:

- 1- Gider ve gelirin kesin fonksiyonel formunu oluşturmak olanaksız mıdır?
- 2- İç ve dış piyasalarda söz konusu sektördeki arz ve talep elastikiyeti hakkında bir görüşünüz oluşmuş mudur?
- 3- En azından iç piyasada ilgili pazar eksik rekabetçi bir pazar mıdır? Oligopol mudur? Söz konusu pazarda lokomotif firmalar kimlerdir, kaç tanedir?
- 4- İncelemeye tabi tuttuğunuz firma ve ilgili pazar uluslararası fiyatları veriyor mu almaktadır (price-taking)?
- 5- Oligopolden konuşuyorsak, majör oyuncular nasıl davranmaktadır? Örneğin Cournot-Nash çözümü bu oligopistik oyun için doğru çözüm anlayışı mıdır?
- 6- Fiyatlar piyasalarda mı rekabet etmektedirler? Örneğin, Bertrand-Nash çözümü anlayışı bu oligopolistik oyun için uygun bir çözüm müdür?
- 7- Firmalar kendi aralarında anlaşarak mı piyasayı yönlendirmektedirler?
- 8- Ürünler homojen mi yoksa heterojen mi? Ürünler oligopolcu firmaların veya diğerlerinin reaksiyon eğrilerinin eğimini belirleyecek güçte stratejik ikame edici (diğer ürünlerin yerine geçebilecek) veya stratejik tamamlayıcı nitelikte ürünler midir?
- 9- İç veya dış pazarda "kalite rekabeti" olma olasılığı gerçekte var mıdır?
- 10- Pazarda fiyat ayrımcılığına işaret eden herhangi bir durum var mıdır?
- 11- Firmalar birbirlerinden bağımsız olarak kendi talep eğrilerinin inelastik kısmında çalışıyorlarsa, fiyat-maliyet marjı pazar payının artan fonksiyonu olurken, talebin fiyat elastikiyetinin azalan fonksiyonu olacaktır. Eğer öyleyse, örneğin-talep inelastik ise, stratejik hedef pazar payını korumak mıdır?

12- Yatırım rasyonel bir strateji midir? Diğer bir deyişle, bir oligopolde firmalar yapılacak yeni yatırım ile geçmişte kalacak cari fiyat rekabeti üzerinde oyun oynayacak olabilmirler mi? Veya firmalar vizyon eksikliği veya sürü psikolojisi ile, birçok sektör ekonomistinin de vurguladığı gibi, aslında kapasite fazlası yaratarak gereksiz bir yatırım yapmakta olabilmirler mi? Yatırımcılar bazen irrasyonel olabilmirler mi?

13- Fiyatın (mark up) maliyetin üzerinde kalabilmesi için talep elastikiyeti sabit midir? Marjinal gelir eğrisinin marjinal maliyet eğrisinin iki katı dık olabilmemesini sağlayacak lineer bir talep mevcut mudur? Bugüne değin, iç piyasa fiyatlarının ihracat fiyatlarının neredeyse iki katı olduğu durumlar görülmüş müdür? Talebin süresiz olma olasılığı yok mudur?

14- Pazardaki monopolistik eğilimin rekabetçi eğilime göre çok daha baskın olduğu bir n-poly içinde olduğumuzu varsayalım. Böyle bir durumda dahi arz artabilir ve dünyada buna örnek teşkil eden gerçek vakalara rastlanmıştır. Arz artabilir çünkü, mikroekonomi bize rekabetçi firma arzının marjinal maliyet eğrisinin yukarı eğiminde olduğunu ve bu kısmın ortalama değişken maliyet eğrisinin bir hayli üzerinde bulunduğunu söylemektedir. Monopol şartlarında dahi, marjinal maliyet eğrisinde marjinal maliyetin azaldığı her bir noktada arzı artırmak mümkündür. Arz eğrisindeki bu sıçramalar işgücü kısıtlaması sonucunda mı oluşmaktadır yoksa kapasite artırımları ve teknik modernizasyonların arz eğrisine daha fazla elastikiyet sağladığı düşünülebilir mi?

15- Eğer rekabetin gelişmesine yardımcı olarak ekonomik verimliliği artırmak ve pazar dengesi optimal noktaya yaklaştırmak istiyor isek büyüklük en önemli etken midir yoksa sonucu etkileyecek başka faktörlerde mevcut mudur? Büyüklük önemli etken ise, örneğin dengenin rekabetçi seviyeye ulaşabilmesi için firma sayısının artması gerekiyor ise, ilk bakışta akılcı ve yapılabilir görünmeyen yatırımları dahi bankalar desteklemeli midir? Aynı sebeplerle, banka sektörde varolan diğer firmalarda kapasite artışına ayrıca destek vermeli midir?

16- Pazara girişe engel var mıdır?

17- Pazar dengesinin Stackelberg dengesinde durmasına neden olan piyasa lideri bir firma var mıdır? Stackelberg çözümü asimetrik enformasyon oyununa yardımcı çözüm olduğu göre sektörde asimetrik enformasyon var mıdır? Kamu teşebbüsü var mıdır, varsa Stackelberg lideri bu teşebbüs müdür? Stackelberg lider kamu firması ise, firmanın özelleştirilmesini öngören söylemler ekonomik teorisi tarafından desteklenmekte midir?

18- Bunlar göz önüne alındığında projeksiyonlarda sapmalar olacak mıdır?

19- Tüm bunların bankaların risk dağılımı, teminat yapısı, dominansı, kredi ve aktif kalitesi gibi meseleleri ile bağlantısı var mıdır?

Yukarıda sunulan soruların yarısı pozitif cevaplanabiliyor ise neden çoğu hiçbir zaman proje değerlendirme sürecinde, teorik olasılıklar olarak dahi olsa, bu ülkede yaygın olan sıradan değerlendirme rutin normlarına sokulmamaktadır? Finansal liberalizasyon sonuna kadar götürülünce bu konulardaki net etkisi hangi yönde olabilir?

finansın liberalizasyonu

"Bedeli ödenmeyen özgürlük yoktur." kim?

Finansın iktisadi gelişim sürecinde çok önemli bir yeri olduğu yadsınmaz. Çağdaş iktisat tarihi, hızla gelişebilmiş ekonomilerin sağlam finansal sistemlere sahip olup, birikimlerini verimli yatırımlara yönltebilmiş ülkeler olduğunu öğretir. Örneğin "otuz muhteşem yılda" (1945-1975) göz kamaştırıcı bir büyüme hızı yakalayan Almanya, Fransa veya Japonya gibi ülkelerin başarılarında -kuşkusuz başka faktörlerin de yanında- sermaye birikimlerine imkan veren bir finans sisteminin varlığı yadsınmaz. Yine, finans ile endüstri arasında yoğun, sağlam ve nerede ise içiçe bir birliktelik oluşturan Güney Kore örneğini de bu bağlamda gözden uzak tutmamak gerekir. Belirtilen dönemde dünya ticaretinin hızla büyümesi de büyük ölçüde piyasalardaki sermaye birikiminin doğru ve isabetli bir şekilde bu yöne kanalize edilebilmesi ile mümkün olmuştur.

finansın küreselleşme süreci veya tasarrufların zaferi

Son otuz yıl içinde ise globalizasyon süreci ile birlikte finans da önemli değişimler yaşamıştır. Artık mekansal ve siyasal sınırların ötesinde büyük bir hızla hareket edebilen, ekonomik politik sonuçları itibarı ile de son derece etkili olan finans altmışlı-yetmişli yıllardaki niteliklerinden uzaklaşarak yeni bir aşamaya ulaşmıştır. Liberalize olmuş finansa geçişin temelinde zengin ülkelerin ve ABD yönetimlerinin bulunduğu öncelikle belirtmekle birlikte bu evriminin nedenlerini yetmişli yılların ortalarından itibaren küresel boyutta yaşanan çeşitli oluşumlarda aramak gerekir; 1930'lu yıllardaki krizler sonucunda alınan istikrar önlemleri ile bir yandan bankalar arası rekabet kısıtlanmış diğer bir yandan faiz oranlarının denetimi ile finansal sisteme istikrar getirilmeye çalışılmıştı. Fakat kapalı ve banka egemenliğine dayanan bu çerçeve 1970'li yıllarda, etkinlikten uzak olarak değerlendirilmeye başlandı.

Fordist birikim modelinin tıkanması, 1970'li yılların büyümesinin sonuna gelmiş olması, patlayan petrol krizi, üçüncü dünyanın borçlarının daha önce görülmemiş bir şekilde artması ve nihayet batılı ülkelerin büyümeyi

hızlandırmak için açık bütçe ve genişleyici para politikası uygulaması, devletlerin borçlanma ihtiyaçlarını büyüttü. Bu arayış uluslararası piyasalarda, euro-döviz piyasalarında veya dış pazarlara tahvil ihracı şeklinde gerçekleşti. Uluslararası tahvil piyasalarının genişlemesi sonucunda ihraç edilen fonların tutarı 1980'li yılların ortalarında, uluslararası bankaların açtıkları kredi miktarlarını aştı. 1980'li yıllar ABD'nin muazzam ticaret açığı dolayısı ile küresel tasarrufa veya özellikle Almanya'nın ve Japonya'nın ticaret fazlasına ihtiyaç duyduğu ve bunları ülkesine çektiği dönem oldu. Amerika bütçe açıklarının finansmanı için 18/07/1984 tarihli yasa ile yabancıların elde ettiği tahvil faiz gelirlerinin vergilendirilmesini öngören yasayı iptal etti. Bu gelişme diğer batılı ülkeleri de aynı doğrultuda davranmaya itti. Aynı dönem içinde çok ulusluların başını çektiği ticaretin uluslararasılaşması süreci, yeni iletişim teknolojileri ile buluştuğunda uluslararası ekonomik düzende ciddi değişimler yaşanmaya başlandı ve bu oluşum bir yandan siyaseti, bir yandan işletmelerle devlet arasındaki ilişkileri kökünden değişime uğrattı. Aynı dönemdeki diğer bir gelişme ise finansın serbestleşip globalleşmesi üzerinde etkili oldu. 1970'li yıllarda enflasyon yüzünden çok düşük ve kimi zaman negatif faiz elde edip, borç almanın lehine bir gelir transferine tanık olan tasarruflu, 1980'li yıllardan itibaren koşulları tersine çevirmek için sesini yükseltti. Bu bağlamda batı ülkelerinin tasarrufları artan faiz oranlarının da katkısıyla bankaların denetlediği ulusal piyasalara paralarını ödünç vermekten kaçındı. Bankaların ve ulusal sınırların kendi aleyhlerine işleyen koşulları gündeme getirildi. Artık tasarruflar bankalar yerine kurumsal yatırımcılara teslim edilmeye başlandı. Yatırımcı rekabetten uzak, içe kapalı çalışan ulusal bankalar yerine uluslararası piyasalarda ve rekabet koşullarında çalışan finans kurumlarını tercih etmeye başladı. Doğal olarak sistemin dışında kalmak üzere olduğunu hisseden ulusal bankalar bu kez finans piyasalarına bizzat girerek sadece aracılık rolü üstlenmeye yetinmemeye başladılar. Böylelikle klasik bankacılık devrinin sona ermesi ile birlikte bu kurumlar portföy yönetiminde ve ürün ihracında uzmanlaşarak finansal piyasanın gelişmesinin temel unsurlarından biri haline geldiler. Bir

Metin Sarfati*

Liberalize
olmuş
finansla
geçişin
temelinde
zengin
ülkelerin
ve
ABD
yönetimlerinin
bulunduğunu
öncelikle
belirtmekle
birlikte
bu evriminin
nedenlerini
yetmişli
yılların
ortalarından
itibaren
küresel
boyutta
yaşanan
çeşitli
oluşumlarda
aramak
gerekir

* Yrd. Doç. Dr.
Marmara Üni.

yanda devletlerin bütçe açıkları dolayısı ile git-tikçe artan finansman ihtiyaçları, bir yandan sosyolojik ve ekonomik nedenlerle diğer de-ğişen tasarrufların tutumu yeniden yapılan-maya çalışan şirketlerin davranışı ile birleşin-ce uluslararası finans piyasaları güçlenmeye başladı, türev piyasalarındaki gelişme de ina-nılmaz boyutlara yükseldi.

Uluslararası hisse senedi piyasası da 1980'li yıllarda temkinli bir gelişme göstermek-le beraber asıl patlamasını 1990'lı yıllarda ya-sadı, finansal piyasalarda işlemler 9 yıl içinde 10 misli arttı. Finans kurumları bu büyümede çok önemli rol oynayıp piyasaların gelişmesi-ne büyük katkıda bulundular. Güçlenen finan-sal sistemlere paralel olarak yapılan bankacılık da belirtilen dönemde gelişmesini sürdür-dü. Hızlanan uluslararası sermaye hareketleri ve piyasalar yeni finansal ürünlere bir labora-tuar olma işlevi gördüler. 1990'lı yıllar ulusla-rarası finansın temel yapılanmasını ve tüm verilerini değiştirdi. Küreselleşen mübadele ve uluslararası sermaye, tek ve muazzam bir pi-yasanın unsurları oldular. Finansın mantığı ekonominin mantığının yerine geçti. Kambyo kontrollerinin kaldırılması finansal entegras-yon sürecinin hızlanmasını sağladı. Ayrıca fi-nansal piyasaların dinamizmi, olağanüstü es-nekliği, ihtiyaçlara uyum sağlama yeteneği, aktörlerin alternatifleri çok çabuk değerlendiri-mesi, entegrasyonu ve uluslararasılaşmayı hızlandırdı. Bilgi iletişim teknolojisindeki büyük sıçrama belirtilen sürece büyük katkıda bulun-du. Finansın akışkanlığının ve etkinliğinin sağ-lanması amacı ile başlatılan deregülasyon sü-reci için rekabet itici güç oldu. Coğrafi sınırla-rın aşılması, bankaların özel alanlarının dışına çıkıp her türlü işleme katılabilir olması, finan-sal işlemlerden alınan komisyonda her türlü yönetsel müdahale ve sınırlamanın kaldırıl-ması, yeni finansal düzenin veya finansın glo-balizasyonunun temel unsurlarını oluşturdu. Yeni düzen kısa bir zamanda süratle yaygın-laştı. Örneğin ödünç alınan fonlar günümüzde dünya GSMH'nın dörtte birini kapsarken 1970'li yılların başında bu oran henüz yüzde 4'ler düzeyindeydi.

Finansın globalleşmesi ekonomik-siyasal düzeyde yeni sorunları da gündeme getirdi. Kırılgan ve istikrarsız bir niteliğe sahip olan bu piyasalar, bu fonlardan vazgeçemeyen ülke ekonomileri, hatta siyasetleri düzeyinde, ön-görülemez oluşumlara yol açtı. Devletlerin ekonomi üzerindeki iktidarı sorgulanmaya başladı.

küreselleşen finans ve ekonomi

Finansal küreselleşmenin nitelikleri ve so-nuçları iktisatçılar arasında yoğun biçimde tar-tışılmış fakat herhangi bir uzlaşmaya varmak mümkün olmamıştır. Yukarıda satırbaşlarını verdiğimiz sürecin ve oluşan istikrarsız siste-min ülke ekonomileri üzerindeki etkileri kimi iktisatçılar tarafından yıkıcı kimileri tarafından olumlu olarak değerlendirilmektedir. Tartışma-ların önemli öğelerinden biri de devletin bu ye-ni süreçteki konumu ve etkinliğidir. Finansal serbestleşmenin ve doğası gereği var olan istikrarsızlığın ülke ekonomileri üzerindeki etki-sini daha objektif değerlendirebilmek için önce temel düşünce okullarının bu konudaki görüş-lerini özetlemek yararlı olur:

***Liberal yaklaşım,** küreselleşme öncesi süreyi, stagflasyon, işsizlik ve üçüncü dünya ile gelişmiş ülkeler arasında küresel eşitsizli-ğin artması ile olumsuz bir biçimde değerlen-dirip, finansın globalleşmesini ekonomik açı-dan olumlu olarak görüyor. Şöyle ki; dolaşım özgürlüğüne sahip olan sermaye bollaşarak zaman içinde zenginliği transfer etmek imka-nını oluşturmuş, riskleri yüklenmek isteme-yenden alıp yüklenmek isteyeneye dağıtarak te-mel işlevlerinden birini yerine getirmiş ve ta-sarruflara -sermaye sahibine- pozitif gelir sağlamıştır.

Bu sürecin temelinde liberal dinamiği de oluşturan iki temel öğe vardır; Bunlar **spekü-lasyon** ve **rekabettir**. Liberal yaklaşımda spe-külasyon risk piyasasının dengeye getirici un-surudur. Spekülatör, girişimleri ile, gelecekteki dengesizlikleri ilk belirtileri ile birlikte yoğun-laşmadan ortadan kaldırır. **Finansal kriz** libe-ral perspektifle inkar edilmeyen fakat derinleş-mesinde ve uzamasında devletin sorumlu tu-tulduğu bir olgudur. Devletin ve IMF gibi kuru-luşların "kurtarma operasyonları"adı altında zararlı sosyalleştirme istemeleri finansal krizi ağırlaştırır. İstikrarsızlıkların daha çok yeni pi-yasalarda ortaya çıkması, merkezi ülkelerde nispeten dengelerin oturmuş olması, piyasa ekonomisinde istikrarın kurumların yerleşmesi ile orantılı olarak sağlanacağını gösterir.

***Keynesçi yaklaşımın** ise globalleşmiş fi-nansa çeşitli itirazları vardır. Öncelikle; liberal-leşmenin, kurama uygun bir şekilde ekonomi-de birden fazla denge olasılığını arttıracığını ileri sürer. Bu, Keynesçiliğin liberal yaklaşımın genel denge tezi ile temeldeki uzlaşmazlığını gösterir. Ayrıca küreselleşmiş finansın ekono-mide konjonktürel dönüşümleri hızlandıracağı-

Finansal
kriz
liberal
perspektifle
inkar
edilmeyen
fakat
derinleşmesinde
ve
uzamasında
devletin
sorumlu
tutulduğu
bir
olgudur

nı ve denetimsiz kalmış türev piyasalarında oluşacak küçük bir krizin bile ekonominin tümünü etkisi altına alabileceğini ileri sürer.

Bunun dışında piyasa aktörlerinin birbirini taklit edici davranışlarla (mimétisme) ekonomiyi dengesizliğe sürükleyebilmesi olasılığı finansın globalleşmesi ile güçlenmiştir ve piyasanın otomatik mekanizmaları böyle bir krizi çözebilecek güçlere sahip değildir. Keynesçi optik piyasanın etkinliğinin ancak devlet müdahalesi ile sağlanabileceğini, küreselleşmiş finansa karşı küresel çapta müdahale yollarının bulunması gerektiğini ileri sürer.

Finansal liberalizasyon sürecini herhangisi bir demokratik dayanağı olmaksızın, kimi finansal kurumların ve çokuluslu şirketlerin dünyanın yönetimine el koyması olarak niteleyen **marksist yaklaşım** ise finansın reel ekonomiden koparak, kısa vadeli karlılığı arttırmayı amaçladığını, büyümeye herhangi bir olumlu etkisi olmadığını ileri sürmektedir. Küresel finansın, örnekleri Güney Doğu Asya ülkelerinden Meksika'ya, Brezilya'dan Japonya'ya kadar görüldüğü gibi ülke ekonomilerine kriz, işsizlik ve ekonomik durgunluk getirdiği ileri sürülmektedir.

küreselleşen finans ve büyüme

Finansın küreselleşmesine değişik iktisadi okulların yaklaşımını satırbaşlarıyla gördük. Analizlerinin ve uzlaşmazlıklarının finans-büyüme-kriz-bölüşüm bağlamında yoğunlaştığını söyleyebiliriz. Globalleşmiş finansın büyümeye etkisine şimdi biraz daha yakından bakabiliriz; çağdaş kapitalizmde finans, risklerin ve ileriye dönük projelerin bir anlamda toplumsallaşmasını ve bu yolla bir yandan zenginliğin büyütülmesini, bir yandan da risklerin nisbi olarak daha eşit dağıtılmasını sağlar. Diğer bir deyişle, ödünç verilebilir fonların toplumsallaşması durumunda yatırım tutarı her yatırımcının ancak kendi öz sermayesini yatırıma dönüştürdüğü duruma göre daha büyük olur. Bu anlamda finans, optimal yatırım düzeyini gerçekleştirerek sermayenin etkin tahsisini sağlıyor diyebiliriz. Diğer bir deyişle, finans bir yandan zenginliği zaman içinde transfer ederken, bir yandan da çoğaltır.

1990'lı yıllarla birlikte oluşan yeni iktisadi büyüme sistemi de bir yanı ile teknolojik değişmeye, bir yanı ile finansal serbestleşmeye dayanır. Yine aynı dönemde firma düzeyinde yapısal bir değişiklikle firma denetimi yöneticiden hissedara geçmiştir. Yöneticinin kontro-

lündeki firmada asıl olan işletmenin iktisadi kârlılığı ve bankaların direkt denetimi iken, hissedarların söz sahibi olduğu mülkiyetten kaynaklanan egemenliğe dayalı yapıda (capitalisme patrimonial) hisse başına düşen kârlılık oranı en önemli kriterdir. Bu yapıda borçlanma gereği hem firma hem hissedar açısından daha büyüktür. Finansın serbestleşmesi olgusu ile bu yeni yapı birbirinin üzerinde son derece etkilidir. Bu doğrultuda davranan ve rekabetçi arayışlarını sürdüren firma teknolojik yenilikle birlikte daha etkin bir üretim organizasyon arayışına girecek ve büyümesini hızlandıracaktır.

küresel finans ve istikrarsızlık

Yukarıda anlatılan sürecin en önemli unsurlarından biri ise finansa özgü olan belirsizliğin ekonomiye taşıyıcı olmasıdır. Finansın içerdiği geleceğe dönük tasarımların doğaları itibarı ile belirsizlik içermesi kaçınılmaz olarak istikrarsızlığı getirir. Finansın globalleşmesi bu istikrarsızlığı kısa bir müddet içinde kriz haline getirip yaygınlaştırır. Özellikle uluslararası borç veren zengin ülkeler belirsizlik batağına bulaştıklarında krizler yerel olmaktan çıkıp süratle sistemik olmaya yüz tutarlar. Kuramsal olarak, sadece krizin patladığı anın öngörülebilmesinin işlemsel bir değeri vardır ama bu da imkansızdır. Küreselleşme ile doğru orantılı olarak kriz ihtimalinin artması gerçeğinin yanı sıra iyimser bir tespitte bulunulabilir; Krizlerin 1930'lu yıllardakine benzeyen genel bir iktisadi depresyona dönüşmesi ihtimali zayıftır. Yaşanan örnekler bu iyimserliğe izin vermektedir. Bununla birlikte finansal krizlere ilişkin şu tespitleri yapmak yararlı olacaktır; krizler tüketimin herhangi bir şekilde hane halkları tarafından kısılmasına sebep olup, ekonomide bir gerileme yaratır, ayrıca belli bir toplumsal kesimden bir diğerine gelir aktarımına neden olur. İflas eden firmaların yanı sıra, her kriz kendi yeni zenginlerini yaratır. Ücret ve kar arasındaki gelir bölüşümü genelde birincisinin aleyhine bozulur ve bu yeni durum sürekli bir hal alabilir. Gözden uzak tutulmaması gereken diğer bir sonuç da bu gelir aktarımına idari veya toplumsal direncin veya kararsızlığın krizin uzamasına ve derinleşmesine neden olduğudur.

sonuç

Şu tespiti tekrar yapmak gerekir; finansın globalleşmesi süreci ABD ve batılı ülkelerinin

Finansın
İçerdiği
geleceğe
dönük
tasarımların
doğaları
itibarı ile
belirsizlik
içermesi
kaçınılmaz
olarak
istikrarsızlığı
getirir

yönetimlerinin tercihleri doğrultusunda oluştu. Fakat bu yönelişin temelindeki unsurlardan biri bu ülke halklarının ekonomik ve sosyolojik nedenlerle tasarruflarını daha iyi bir şekilde değerlendirme isteği idi. 1980'li yıllarda özellikle ABD'nin kazançlı çıktığı bu gelişimin iktisadi büyüme üzerinde dikkate değer diğer bir etkisi oldu. Fakat hisse başına düşen karlılık oranlarının arttırılmasında kaldıraç etkisinin yoğun kullanımı, finansın doğasında var olan istikrarsızlığı büyütüp, kriz olasılıklarını arttırdı. Bu krizlerin öngörülemezliği, finansın büyümeye etkisinin önceden garanti edilememesi sonucunu doğurdu. Küreselleşen finans bir yandan kapitalizmin yapısında önemli transformasyonlara neden olurken, bir yandan da devletlerin iktisat politikalarında radikal değişiklikleri gündeme getirdi. Değişimlere uyum sağlama sancıları hissedildi. Krizlerin yol açtığı gelir transferlerine klasik araçlarla müdahale imkansızlığı veya müdahalenin krizi büyütmesi şaşkınlığa neden oldu.

Özetle Schumpeter'ci bir yenilik niteliği taşıyan küresel finans, teknik gelişimi ve büyümeyi uyuracak niteliklere sahip olmakla birlikte kaçınılmaz bir şekilde krizlere ve bu yolla genelde nisbi olarak daha güçlü kesimlere gelir transferine neden olmaktadır. İstikrarsızlık bu tür bir iktisadi büyümenin kendisini risklerle tehlikelerle dolu bir süreç haline getirmiştir. Öyle ise temel sorun krizlerin olumsuz etkilerinin ne tür bir müdahale ile asgariye indirilebileceğidir. Devletlerin alacakları kararlarla ekonomilerini yönlendirebilme olanakları herşeye rağmen yine de mevcuttur. Önemli olan finansal piyasalardaki aktörlerin süratli hareketleri karşısında aynı süratle net kararlar alabilmek fakat bunu ulus-devlet modelinin klasik anlayışı dışında aramak, kapitalizm niteliklerindeki dönüşümleri doğru kavramak ve küreselleşmiş finansa karşı küreselleşmiş politikaları sahneye koymaktır.

kaynakça:

- Giraud, P-N (2001) "Le commerce des promesses"
- Krugman, P (2000) "Pourquoi les crises reviennent toujours"
- Davanne, O (1998) Rapport sur l'instabilité du système financier international.
- Krugman, Paul (1998) "La mondialisation n'est pas coupable"

- Rosier, Bernard (2003) "Les théories des crises économiques"
- Giraud, P (1998) "Economie, le grand satan?"
- Orléan, A (1999) "Le pouvoir de la finance"
- Dans revue d'économie financière No:61, Aglietta, M. Systèmes financiers et régime de croissance.

HAKEMLİ DERGİ KURALLARI

Yayın Kuralları:

- İktisat Dergisi her ay yayınlanan hakemli bir dergidir.
- Dergide yayınlanan makalelerin bilim ve dil bakımından sorumluluğu yazarlarına aittir.
- Dergide yayınlanan makaleler kaynak gösterilmeden kullanılamaz.
- Dergi'de yayınlanmak üzere gönderilen her tür yazı, yayın kurulu tarafından bir ön incelemeye tabi tutulduktan sonra, uygun görüldüğü takdirde hakem tespiti yapılacak ve ilgili hakemlere gönderilecektir.
- Makale konuları başta iktisat olmak üzere sosyal bilimler alanlarıyla sınırlıdır.

Teknik Özellikler:

- Makale Microsoft Word programıyla yazılmalıdır. Bir disket ve dört adet A4 boyutunda çıktıyla teslim edilmelidir.
- Makaleyle birlikte yazarın (yazarların) adını, ünvanını, çalıştığı kurumu, açık adresini, kolay ulaşılabilecek iş ve cep telefonlarını, e-mail adreslerini belirten bir kapak yazısı yolanmalıdır.
- Makale sonlarında yazar soyadlarına göre sıralanmış bir kaynakça yer almalıdır.
- Makale ile birlikte 50-100 kelimelik İngilizce bir özet verilmelidir.

finansal liberalizasyonun etkileri

özet

Her ne kadar kapitalist sistemin küreselleşme hedefinin kökleri aslında klasik okula kadar gitse de, esas olarak yakın dönemde uygulanmaya başlayan neo-liberal politikalar ile güncel hale gelmiştir. Kapitalizm, özellikle 1929 dünya bunalımında, kayıtsız şartsız bir liberalizmle reel dünyadaki krizleri açıklamada zorlanınca, Keynezyen politikalar aracılığı ile müdahaleci kapitalizm olarak adlandırabileceğimiz versiyonunu denemeye başladı. Başından beri bu müdahaleden hoşnut olmayan ortodoks liberal yaklaşım, 70'li yıllarda özellikle durgunlukta enflasyonun (stagflesyon) ve artan bütçe açıklarının nedeninin ekonomiye dışarıdan yapılan müdahaleler olduğunu öne sürerek yeniden liberal politikaları gündeme getirdi. 1970'li yıllarla birlikte uygulanması için önerilen ve 1980'li yıllardan itibaren uygulama alanı bularak yaygınlık kazanan neo-liberal politikalar, Keynezyen politikaların alternatifi olarak sunuldu. Neo-liberalizm kuramcıları birbiri ardına nobel ödülleri ile mükafatlandırıldılar. Özellikle 1980 sonrasında Sovyet Rusya'da meydana gelen değişimlerin ve soğuk savaşın sona ermesinin de etkisi ile bu politikalar küreselleştirme adı altında, Dünya Ticaret Örgütü, IMF, Dünya Bankası gibi kurumların aracılığı ile ihraç edilmeye başlandı. Küreselleşme politikaları ve gelişmekte olan ülkeleri konu alan bu çalışmada, uygulanan serbestleşme politikalarının, özellikle periferideki gelişmekte olan ülkelere etkileri irdelenmeye çalışılmıştır. Gelişmekte olan ülkeler açısından küreselleşmenin daha çok üretken olmayan spekülâtif kısa süreli sermaye niteliğinde olduğu, bunun da yüksek reel faizlerle birlikte, sürdürülebilir istikrarlı büyümeyi, yatırımları, istihdamı, cari işlemler ile bütçe denkliliğini engellediği gözlemlenmektedir. Özellikle 1990 sonrasında para sermaye niteliğinde olan ve merkezden, çevredeki gelişmekte olan ülkelere doğru bir süreci izleyen küreselleşme ile Meksika, Arjantin, Doğu Asya ülkesi ve Türkiye gibi serbestleşme politikaları uygulayan gelişmekte olan ülkelerin yaşadıkları krizlerin aynı döneme denk gelmesi doğal olarak küreselleşmenin para sermaye yönü ile bu ülkelerde yaşanan krizler arasında bir korelasyonun olma ihtimalini güçlendirmiştir.

giriş

Teorik anlamda küreselleşme, meta, sermaye ve emek gücünün sınırları olmadan yer-küre içinde hareket edebildikleri bir tanım. Diğer bir anlatımla, üretim ve bölüşümü içeren bir yaklaşım. Bu anlamı ile küreselleşme, tüm üretim faktörlerini kapsayan ve alt tanımında refahın da küreselleşmesini oluşturabilecek, tersine çevrilemez bir süreç olarak tanımlanmaktadır. Uygulamada karşılaştığımız tablo ise biraz farklı. Emek faktör talebinin artık daha çok vasıflı emek üzerine olduğu, gelişmiş kapitalist ülkeler arasında bile emek faktörünün tam hareketli olmadığı, periferideki ülkelerin ise emek hareketliliğinin sifıra yakın olduğu görülmektedir. Meta üretiminde de piyasanın belirleyici rolünün kaybolduğu söylenebilir. Hangi mal? ne kadar?, kim için ve hangi fiyat-tan? satılacağına kararını teoride piyasaya bırakan liberal öğretinin, uygulamada bu kararları genelde çok uluslu şirketlere devrettiği görülmektedir. Çok uluslu şirket kararlarının üretimde belirleyici olduğu, uluslararası ticaretin klasik karşılaştırmalı üstünlükler teorisine göre mi yoksa mutlak üstünlükler teorisine göre mi yapıldığı tartışma konusu olmuştur. Birçok çalışmada merkez kapitalist ülkelerle periferideki kapitalistleşme sürecinde olan ülkeler arasındaki ticaret sonucunda ticaret hadlerinin hammadde ve emek yoğun mal ihraç eden gelişmekte olan ülkeler aleyhine, merkez kapitalist ülkeler lehine sonuçlandığı sonucuna varılmıştır. Örneğin Avrupa Birliği'nin az gelişmiş ülkelerle yaptığı sanayi mamul ithalat- ihracat ilişkisinde 1979-1994 arası dönemde ticaret hadleri yıllık bazda ortalama yüzde 2.2 oranında Avrupa Birliği lehine gelişmiştir (Yeldan 2003). Ayrıca çok uluslu şirketlerin yatırım için gelişmiş merkez kapitalist ülkeleri seçtiği görülmektedir. Dünya ölçeğinde toplam yatırımların dörtte üçünün Kuzey Amerika, Batı Avrupa ve Japonya'yı kapsadığı izlenmektedir. Bir diğer üretim faktörü olan sermayeyi incelersek, küreselleşmede belki de en başarılı olmuş üretim faktörü olduğunu söyleyebiliriz. Sermayenin bileşimine baktığımızda üretim alanında olan sermaye ile faiz kazancı elde etmeye yönelik finansal sermaye oranının giderek azaldığı, sermayenin daha çok spekülâtif niteliğinin ön plana çıktığını

Burak
Atamtürk*

Sermayenin
bileşimine
baktığımızda
üretim
alanında
olan
sermaye ile
faiz
kazancı
elde
etmeye
yönelik
finansal
sermaye
oranının
giderek
azaldığı,
sermayenin
daha
çok
spekülâtif
niteliğinin
ön plana
çıktığını
söyleyebiliriz

* Yrd. Doç. Dr.
İ.Ü. İktisat Fakültesi

söyleyebiliriz. Örneğin 1995 verilerine göre dünyada toplam mal ve hizmet ticaretinin 5 trilyon dolar olmasına karşın hisse senedi piyasasında işlem gören para 21 trilyon dolardır (Şişman, 2003). Diğer bir deyişle, finansal sermaye, reel sektörü besleyen yapısından giderek uzaklaşmaktadır. Para-Mal-Para zincirinde paranın değişim aracı olma niteliği azalarak, reel sermayeden kopmaktadır. I. para ile II. para arasında II.'nin lehine gelişmesi gereken fark, mal aracılığı ile değil, faiz aracılığı ile spekülâtif olarak gerçekleşmektedir. Türkiye bazında baktığımızda, daha önce (1991. III.-1995 IV.) dönemi için borsada faaliyet gösteren 81 şirket üzerine yapmış olduğumuz ekonometrik çalışmada da, dışlama (Crowding-Out) etkisinin varlığı belirlenmiştir (Atamtürk, 1997). Konu olan şirketlerin faaliyet dışı gelirleri, esas faaliyet gelirlerinden daha fazla oranda toplam kârlarını beslerken, bir dönem sonra gene faaliyet dışı gelirleri beslemektedir. Spekülâtif kârlar, t+1 döneminde yatırımları artırmak yerine tekrar faiz kazancına gidecek, süreci devam ettirmektedir. Yüksek reel faizler, ülke içindeki yatırım sermayesini faiz kazancına dayalı para sermayesine dönüştürmüştür. Uluslararası sermaye hareketlerini incelediğimizde, aynı durumu gözlemlemekteyiz. Sermaye girdiği ülkelerde doğrudan sermaye olarak değil, kısa süreli faiz kazançlı sıcak para niteliği ile bulunmaktadır. Dünyada döviz işlemlerinin, dünya ihracat düzeyinin 70 katı olduğu göz önüne alınırsa, küreselleşmenin üretimi artırmaya yönelik hülyasının giderek, merkezden periferiye doğru, sabit sermaye yatırımlarından, kısa süreli sıcak paraya dayalı bir "küreselleşme"ye doğru gittiğini söyleyebiliriz.

küreselleşmenin sermaye boyutuna ilişkin teorik yaklaşımlar

Sermayenin küreselleşmesi üzerine farklı teorik yaklaşımlar karşımıza çıkmaktadır. Bu konudaki tartışmaların odağı durumunda olan Neo klasik McKinnon-Shaw yaklaşımı, geleneksel Keynezyen teoriye karşıt sav olarak ortaya çıkmıştır. Düşük faiz politikaları ile ekonomik büyümenin oluşumunu irdelleyen Keynezyen teoriye karşı geliştirilen, 1970'li yıllardan itibaren finansal liberalizasyonla birlikte yükselen reel faizlerin tasarrufları, yatırımları ve büyümeyi artıracığını esas alan McKinnon-Shaw yaklaşımı literatürde radikal bir değişim yaratmıştır. Finansal liberalleşmenin ekonomide finansal araç çeşitliliğini ve ekono-

mik büyümeyi artıracığını savunan Neo-klasik McKinnon-Shaw yaklaşımında, Finansal derinlik (Financial deepening) ve Finansal baskı (Financial repression) kavramları ön plana çıkmaktadır. Piyasa denge faiz oranı altında bir tavan belirlenerek reel faizlerin yükselmesinin önlenmesi finansal baskı (Financial repression) olarak tanımlanmaktadır. Baskı sonucunda negatif veya çok düşük reel faizlerden ötürü tasarruf araçlarının çeşitlenmesi ve etkin kullanımını engellenecektir. Baskı altında negatif veya düşük seyreden reel faizler dış faiz - İç faiz farkını dış faizler lehine açarak sermaye kaçışına ve ülke içindeki tasarruf sahiplerinin kaynaklarını verimsiz alanlarda kullanmalarına yol açacaktır. Ayrıca finansal işlemlerin vergilendirilmesi ve karşılık oranlarının artırılması gibi sermaye akışkanlığını engelleyecek diğer baskı politikaları da uygulanabilmektedir. McKinnon-Shaw hipotezine göre çözüm finansal piyasaların liberalleşmesinde yatmaktadır. Finansal sistem üzerindeki bu baskı kalktığında reel faizler yükselecek, tasarruf sahipleri üretken olmayan aktiflerden üretken olan varlıklara yöneleceklerdir. Ayrıca yüksek reel faizler yurt dışındaki fonların ülkeye girmesine ve finansal derinliğin atmasına neden olacaktır. Shaw özellikle finansal derinliğin artmasında yurt dışı fonların, yurt içi fonlardan daha önemli olduğunu vurgulamaktadır (Shaw, 1973). Keynesyen ve Yapısalcı olarak adlandırılan yaklaşımlar tartışmanın diğer tarafını oluşturmaktadır. Keynezyen yaklaşım finansal serbestleşme politikalarının özellikle gelişmekte olan ülkelerde tasarruf ve yatırımları azaltarak büyüme oranını düşüreceği görüşünü savunmaktadır. Keza, yapısalcı olarak adlandırılan Buffie, Taylor ve Van Vijnbergen yaklaşımında da finansal derinliğin toplam reel kredi arzını azaltması nedeni ile ekonomik büyüme oranını düşürdüğü görüşü hakimdir (Thornton 1995). Çünkü işletmelerin sermayelerini kredi finansmanı ile oluşturdukları bir ortamda yükselen reel faizler kredi maliyetlerini artırarak fiyatları yukarı itecektir. Yükselen fiyatların reel ücretleri düşürmesi ile toplam talep ve üretim düşecektir. Ayrıca gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasalar, organize olmuş ve organize olmamış (Formal-Informal) piyasalar olarak ikili bir yapı içermektedir. Bankacılık sektörü (Formal) ve bunun dışında kalan finansal sektörün (informal) oluşturduğu bu yapı, finansal liberalizasyon uygulamasında farklı etkiler göstermektedir. Bu konu ile ilgili yapılan çalışmalar, organize olmuş banka-

Shaw özellikle finansal derinliğin artmasında yurt dışı fonların, yurt içi fonlardan daha önemli olduğunu vurgulamaktadır

cılık dışındaki piyasaların, yatırımların finansmanında önemli rol oynamadığını göstermiştir (Cole and Park, 1983; Ghate, 1988). Uygulanacak finansal liberalizasyon politikası sonucunda artan faizler, portföyün organize olmamış (informal) sektörden, organize olmuş (formal) sektöre kaymasına neden olacaktır. Organize olmamış (informal) piyasada zorunlu mevduat munzam karşılıklarının olmamasına karşın, organize olmuş (formal) bankacılık kesiminde bu karşılıkların bulunması, finansal liberalizasyon ile birlikte toplam reel kredi arzı ve büyüme oranını düşürecektir.

finansal liberalizasyon politikaları ve gelişmekte olan ülkeler

Neo-liberal politikalardan biri olan finansal serbestleşme özellikle 80'li yıllardan itibaren birçok gelişmekte olan ülkeye IMF politikalarıyla uygulamaya konuldu. Türkiye'de 24 Ocak kararları ile başlayan ve 1989 yılında 32 sayılı karar ile tamamlanan serbestleşme süreci Arjantin (1995-2000), Meksika (1995), ve Doğu Asya ülkelerindeki örnekleri gibi ağır finansal krizleri beraberinde getirdi. Türkiye'nin de aralarında olduğu gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal krizlerle, uygulamada önerilen neo liberal finansal liberalizasyon politikaları arasında korelasyonun varlığı yapılmış birçok çalışmada belirlenmiştir. (Voyvoda, Yeldan, 2002); (Boratav 2001); (Akyüz, Boratav 2002). Ayrıca reel faizlerin yükselmesi ile tasarruf ve yatırımların artacağını savunan McKinnon-Shaw hipotezi Türkiye ekonomisindeki verilerle tutarlılık içermemektedir. (Tablo I)

Tablo I.

	Yurt İçi Tasarruf/GSMH	Özel Sabit Sermaye Yatırımları/GSMH
1987	23.9	14.7
1988	27.2	17.3
1989	22.1	15
1990	22	15.7
1991	21.4	16.2
1992	21.6	16
1993	22.7	19.1
1994	23.1	19.6
1995	22.1	19.8
1996	19.8	20
1997	21.4	20.2
1998	22.7	18.1
1999	21.2	15.6
2000	18.1	15.6
Kaynak: DPT		

Tablodan da izlenebileceği gibi, Türkiye'de 1989 yılında başlayan finansal serbest-

leşme süreci, tasarruf ve yatırımlar üzerinde artırıcı bir etki yaratmamıştır. Yükselen reel faizler, kur-faiz arbitrajından yararlanmak isteyen kısa süreli para sermayesini ülkeye çekmiştir. Bu dönemde ülkeye giren sermaye, cari işlem açıklarından bağımsız duruma gelmiştir. 1995-1997 yılları arasında toplam net sermaye girişleri yaklaşık 9 milyar dolar iken, cari işlem açıkları 3 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir (Kazgan 2002); (Boratav 2003). Ayrıca 1989 yılından 2000 yılına kadarki dönemde toplam dış boğlar içerisinde kısa vadeli dış borçların oranı artmıştır (Tablo II).

Tablo II.

	Kısa vadeli dış borç/Toplam dış borç
1989	13.8
1990	19.4
1991	18.1
1992	22.8
1993	27.5
1994	17.2
1995	21.4
1996	21.6
1997	21
1998	21.6
1999	22.4
2000	23.9
Kaynak: MB, HM	

Bu açıdan bakıldığında, gelişmekte olan ülkelerin yapısal sorunları ile finansal liberalizasyon politikalarının uygulanmasının birçok noktada çalışmakta olduğu görülmektedir. Diğer bir anlatımla, gelişmekte olan ülkelere makro dengeler açısından baktığımızda, bütçe ve cari işlemler açıkları, kısa vadeli toplam borç/GSMH, enflasyon oranlarının yüksekliği, finansal derinlik (M2Y/GSMH), mali kırılganlık (Kısa vadeli dış borç/merkez bank uluslararası rezerv), ve finansal baskı (KSBG/M2Y) gibi oranlar merkez kapitalist ülkelerin oranlarından ciddi ölçülerde sapmalar göstermektedir.

Bu yapısal sorunlar ciddi istikrar politikaları uygulamayı gerektirmektedir. Küreselleşme politikaları ile bu yapısal sorunların çözümü ise birbirleri ile çalışmaktadır. Örnek olarak, enflasyonu indirmeyi hedefleyen ve nominal çipa aracılığı ile hayata geçirilen dezenflasyon politikası, aynı anda uygulanan finansal liberalizasyon politikası ile çalışmaktadır. Çünkü döviz kurunu sabitleyip faizleri yükselterek uygulanan bu politika, spekülasyon kısa süreli para sermayesi için geri çevrilmeyecek bir fırsattır. Düşük kur yüksek faiz arbitrajından yararlanmak isteyen sıcak para ülkeye girişinde reel gelir artışından bağımsız yapay bir şişkinlik ve

Gelişmekte
olan
ülkelerde
yaşanan
finansal
krizlerle,
uygulamada
önerilen
neo liberal
finansal
liberalizasyon
politikaları
arasında
korelasyonun
varlığı
yapılmış
birçok
çalışmada
belirlenmiştir

rehavet yaratmaktadır. Son 10 yıllık dönemde Türkiye'de bankacılıkta oluşan toplam aktiflerin artış hızı yüzde 13.5 iken, milli gelir yüzde 3.1 oranında atılmıştır. Ancak düşük kur politikasını, dış açığın büyümesi nederi ile uzun süre sürdürmek olanağı olmadığı için devalüasyon korkusu sermayenin çıkışına neden olmaktadır. Türkiye'de 2000 Kasım'ı ile 2001 yılları arasında yabancılarca 24 milyar dolar sermaye ülkeyi terk etmiştir (Yeldan 2002). Finansal derinliği zaten düşük olan bir ülkenin (Tablo III) kısa sürede, piyasasından reel faizi ile birlikte kaybettiği bu miktarı krizsiz atlatması olası değildir. Beklentilerin büyük ölçüde bozulması ile birlikte başlangıçta uygulamaya koyulan dezenflasyon politikası iflas etmektedir. Aynı zamanda düşük kur yüksek reel faiz politikasının mali kırılganlık oranını da yükselterek krize ortam hazırladığını da gözlemlemekteyiz (Tablo IV).

Tablo III.

ÜLKELER	FINANSAL DERİNLİK Para +Para benzeri/GSMH
Almanya	66
İngiltere	95
Fransa	60
Danimarka	59
İspanya	77
Yunanistan	56
İtalya	62
Portekiz	84
Türkiye	37
Kaynak: IMF Financial Statistics	

Tablo IV.

	Kısa Vadeli Dış Borç/ MB Uluslararası Rezerv (%)
1995	128.7
1996	104.2
1997	95.2
1998	105.4
1999	98.9
2000	127.6
Kaynak:DPT, MB	

SONUÇ

Özellikle 1970'li yıllardan itibaren IMF ve Dünya Bankası gibi kurumların gelişmekte

olan ülkelere önerdikleri programlarda finansal liberalizasyon politikalarının programın olmazsa olmaz koşullarından olduğunu gözlemlemekteyiz. Ama aynı zamanda finansal liberalizasyon programı uygulayan gelişmekte olan ülkelerin (Arjantin, Güney Kore, Tayland, Meksika ve Türkiye) ağır finansal krizler yaşadığı da bir gerçek olarak karşımıza çıkmaktadır. Önerilen bu politikalarla yaşanan krizler arasında korelasyonun varlığı birçok çalışma ile desteklenmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin makro dengelerinin bozukluğu disiplinli uygulanacak istikrar politikalarını kaçınılmaz kılmaktadır. Küreselleşmenin özellikle sermaye hareketleri üzerindeki serbestleşme politikalarını zaten makro dengeleri bozuk olan bu ülkelerin ekonomilerini ağır krizlere sokmuştur. Finansal liberalizasyonun kısa süreli portföy yatırımlarında meydana getirdiği dalgalanmalar, bir yandan finansal krizlere yol açarken, diğer yandan spekülasyon yatırımların üretken yatırımlara oranla daha fazla artması gelir dağılımı üzerinde bozucu etki yaratmaktadır. Faiz-kur makasından yararlanan kısa süreli spekülasyon sermaye, finansal derinliği (M2/GSMH) düşük ve mali kırılganlık oranları yüksek olan gelişmekte olan ülkelere kriz olasılığını yükseltmektedir.

Sonuç olarak, küreselleşmenin reel ekonomi politikteki bugünkü konumu üretim ve refahın küreselleşmesinden çok uzaktadır. Bu yılın başında gelişmiş ülkelerle gelişmekte olan ülkeler arasındaki gelir farkı 8 kat iken, günümüzde bu fark 40 kat düzeyindedir. Dünya nüfusunun yüzde 20'si toplam gelirin yüzde 85'ini almaktadır. Bu veriler bize küreselleşmenin içine aldığı kesimlerin refahını artırma tezi ni gerçekleştirmediğini göstermektedir. Küreselleşme, üretim, toplumsal refah, bilgi, teknoloji alanında gelişmediği, içine aldığı kesimlerin yararlandıkları ve kendi geleceklerinin belirlenmesinde oy hakları aşağıdan küreselleşme olmadığı, sadece kısa süreli finans kapitale dayandığı sürece, adına belki bölgeselleşmenin daha çok yakışacağı ve bu hali ile eşitsizlikleri besleyen bir sistemin parçası olmanın ötesine geçemeyecek gibi görünmektedir.

**Küreselleşmenin
reel
ekonomi
politikteki
bugünkü
konumu
üretim ve
refahın
küreselleşme-
sinden
çok
uzaktadır**

kaynakça:

Akyüz, Yılmaz ve Korkut Boratav (2002) "The Making of the Turkish Crisis" United Nations Conference on Trade and Development Discussion Papers, April, No: 158.

Atamürk, Burak (1997) "Türkiye'de Kamu Finansman Politikası ve Dışlama Etkisi Üzerine bir dene-

me(1991.III- 1995.IV)" Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt III, Sayı:1, Nisan:75-78.

Boratav, Korkut (2001) "2000-2001 Krizinde Sermaye Hareketleri" İktisat, İşletme ve Finans, No: 186: 10-19.

Cole, D.C. and Y.C. Park, Financial Development in Korea 1945-1978, Mass: Harvard University Press, 1983.

Ghate, P.B, "Informal Credit Markets in Asian Developing Countries", Asian Development Review, 6, 1, 1988:62-87.

Kazgan, Gülten (2002), Tanzimattan 21. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi" İstanbul,Bilgi Üniversitesi Yay: 167-168.

Levine, Rose (1997), "Financial Development and Economic Growth", Journal of Economic literature, Vol:35, issue 2, June:688.

Mc Kinnon, Ronald (1973), Money and capital in Economic Development, Washington D.C: The Brookings Inst :108.

Shaw, E. S (1973), Financial Deepening in Economic Development, Oxford University Press, New York, :117.

Somel, Cem (2001) "Küreselleşen Dünyada Kalkınma Stratejileri" Emek Politikaları Sempozyumunda sunulan tebliğ, (www.bagimsizsosyalbilimciler.org/iktisat.htm).

Şişman, Mehmet (2003), Mali Sermayenin Küreselleşmesi, İstanbul: Set yay:105.

Thornton, J (1995) "Financial deepening and Economic Growth in Developing Countries", Economia Internazionale vol:XLVIII, Num:3, Agosto : 423-424.

Voyvada, Ebru ve Erinc Yeldan (2002) "Beyond Crisis Adjustment": Investigation of Fiscal Policy Alternatives in an OLG Model Of Endogenous Growth for Turkey" VI Annual METU Conference on Economics.

Yeldan, Erinc (2002) " İstikrar Kim İçin? Kriz Üzerine Değerlendirmeler.", Birikim, Kasım.

spekülatif amaçlı hareketlere fırsat verilmemeli

İktisat Dergisi olarak İTO Yönetim Kurulu Başkanı Mehmet Yıldırım'a, SPK Başkanı Doğan Cansızlar'a ve Türkiye Bankalar Birliği Yönetim Kurulu Başkanı H. Ersin Özince'ye aşağıdaki soruları yönelttik. Verdikleri cevaplardan ötürü kendilerine teşekkür ederiz.

- 1) Ülkeler arasındaki sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasını nasıl değerlendiriyorsunuz?
- 2) Son 15 yılda Türkiye açısından durum; avantajlar dezavantajlar nelerdir?
- 3) Sonuçları itibarıyla bugün sermaye hareketlerine sınırlama getirilebilir mi?

1) Mal ve hizmet ticaretinde korumacılığın gerilemesi ticaret akımlarının dünya genelinde hızla gelişmesini teşvik etmektedir. Bugün uluslararası ticarete ulaşılan entegrasyon seviyesi talebin ve rekabet avantajlarının dünya genelinde dikkate alınmasını gerekli kılmaktadır.

Gelişmiş piyasalarda artık yeterli yatırım imkanı bulamayan parasal birikimlerin daha verimli yatırım arayışı içinde hareket edebilmesi, dünya ticaretinde yeni dinamikler kazanılması ve sürüp giden dengesizliklerin finansmanı için hayati öneme sahiptir.

Finansal hareketlerin ülkeler arasında tamamen serbest bırakılması kaynakların serbest piyasa koşullarında en düşük maliyetlerle, en verimli şekilde dağılımını kolaylaştırmakta, gerek yabancı sermaye kullanan, gerek yabancı sermaye ihraç eden ülkelerde refah seviyesinin yükselmesine destek sağlamaktadır.

2) Son 15 yılda TL'nin konvertible hale getiren, döviz kuru ve faizin yanı sıra yabancı sermaye hareketlerini de büyük ölçüde serbest bırakan Türkiye bu şekilde yabancı sermaye akımlarından daha fazla pay almak istemiştir. Sermaye yetersizliğinin ve cari işlemler açığı finansmanının ekonomik büyümeyi sınırlayan en önemli faktörler olduğu ülkemizde serbest piyasa koşulları oluşturarak yabancı sermaye girişinin teşvik edilmek istenmesi doğru ve ye-



Mehmet Yıldırım*

Mehmet Yıldırım

1990'lı yıllarda Türkiye'ye giren yabancı sermaye büyük ölçüde doğrudan veya dolaylı olarak Hazine kağıtlarına yatırılmıştır

rinde bir politikadır. Bu şekilde yurtdışına sermaye çıkışının azalması bakımından da olumlu bir ortam yaratılmıştır.

Ancak 1990'lı yıllarda Türkiye'ye giren yabancı sermaye büyük ölçüde doğrudan veya dolaylı olarak Hazine kağıtlarına yatırılmıştır.

Bir süre sonra getirisi ile beraber Türkiye'den çıkarılması sözkonusu olan kaynakların bu şekilde verimli ve döviz getirici yatırımlar yerine bütçe açıklarının finansmanında kullanılması bir taraftan kamu maliyesinde denge sağlanması yönündeki baskıyı azaltarak popülist politikaların sürdürülmesine imkan verirken, diğer taraftan sermaye çıkışlarının yeni sermaye girişleri ile finanse edilmesi zarureti getirmiştir. Bu şekilde oluşan saadet zincirinin sürdürülebilmesi için iç borçlanmada döviz kuru artışının çok üzerinde faiz ödenmiş, dış ticaret açığının hızla büyümesine karşın gerçekçi kur politikası uygulanamamıştır.

3) Kısa sürede büyük boyutlu sermaye çıkışları Kasım 2000 ve Şubat 2001'de yaşanan parasal krizlerin tetikleyicisi olmuştur. Ancak gerçekte sorunun birçok yabancı yatırımcının aynı anda çıkış eğilimine girmesine yol açan şartların oluşmasının önlenememiş olmasında aranması lazımdır.

* İTO Yön. Kur. Bşk.

Uluslararası sermaye olumlu beklentilerde zaman süreci içinde adım adım gelirken beklentilerin olumsuz dönmeleriyle beraber kısa süre içinde ve birlikte çıkış eğilimine girebilmektedir. Bilhassa vadesiz ve kısa vadeli hesaplarda önemli kaynak kaybına yol açabilen bu durum ilgili ülkeleri kısa sürede likidite sıkıntısına düşürebilmektedir. Bu nedenle belirli bir zaman biriminde doğrudan yatırıma veya ticari ödemelere konu olmayan, yurt dışına yönelik döviz transferleri için üst sınır getiril-

mesi şeklinde önlemler alınması, üzerinde durulabilecek bir konudur.

Ancak sermaye çıkışına kısıtlama getirilmesi bir anlamda sermaye girişine de kısıtlama getirmek demektir. Kanımızca bu gibi kısıtlayıcı önlemler yerine olumsuz beklentilerin, özellikle devalüasyon beklentilerinin birikip güçlenmesini önleyici ve spekülasyon amaçlı hareketlere fırsat vermeyici politikaların izlenmesi daha yerinde olur.

riskleri kontrol altında tutacak şekilde kaynaklar çoğaltılmalı

1) 1980'li yılların sonuna kadar, genel olarak gelişmiş ülkeler sermaye hareketleri konusunda daha serbest düzenlemelere sahip bulunmaktaydı. Söz konusu yıllardan itibaren gelişmekte olan ülkelerde yabancı sermaye hareketlerinin serbest bırakılması yönünde bir eğilim oluşmuştur. Bu eğilimin sonucunda bugün gelişmekte olan ülkelerin büyük kısmı liberal bir sermaye rejimine sahip olarak gelişmiş ülkelerle aralarında önemli bir fark kalmamıştır.

Serbest sermaye rejimine sahip ülkelerde farklı sermaye türlerinin ekonomiler üzerinde etkileri de farklı olmaktadır. Doğrudan yatırımlar, teknoloji ve istihdama yaptığı doğrudan katkılar nedeniyle, ekonomik büyümeyi genellikle uzun vadeli olarak artırmaktadır. Kısa vadeli portföy yatırımları, kısa sürelerde büyük miktarlarda hareket etse de, olumlu etkiler daha çok dolaylı olmaktadır. Ayrıca, gelişmekte olan piyasaların sığ yapısı buna karşın uluslararası kurumsal yatırımcıların yönettikleri fonların büyüklüğü istikrarsızlık açısından önemli bir risk unsuru teşkil etmekte olup, bu durum son yıllarda özellikle gelişmekte olan piyasaların "oyunaklılığının" artmasının önemli sebeplerinden birini teşkil etmiştir. Banka kredileri yoluyla gelen yabancı sermaye ise, genellikle yurtiçi bankalar aracılığıyla kullanılmakta ve reel sektörün hem kısa vadeli hem uzun vadeli kredi gereksinimine katkıda bulunmaktadır. Ancak, bu tür kredilerin özellikle



Doğan Cansızlar

Doğan Cansızlar*

Doğan Cansızlar

Türkiye
yabancı
sermaye
hareketlerinin
daha
uzun
vadeli ve
daha
kalıcı
katkıları
sağlayan
kısmından
yararlanamamıştır

kısa vadeli olanları, kur riskinin kontrol edilmediği ve ekonomik koşullardaki ani değişiklikler nedeniyle yenilenme imkanlarının önemli ölçüde azaldığı durumlarda yaygın iflaslara kadar gidebilen ciddi sorunlara neden olabilmektedir.

Yukarıdaki açıklamalardan, belirli yabancı sermaye türlerinin tamamen yasaklanması diğer bazı türlerin ise her ne koşulda olursa olsun desteklenmesi gerektiği sonucu çıkarılmamalıdır. Her bir tür belirli kesimlere yönelik farklı finansman ihtiyacını karşılamaya yöneliktir. Bu nedenle, her bir türe yönelik özel koşullardan kaynaklanabilecek sakıncaları en

* SPK Başkanı

aza indirecek, buna karşılık yararları ön plana çıkaracak ve farklı türlerin optimum bileşimini sağlayacak düzenlemeler üzerinde durulmalıdır.

2) Türkiye'de yabancı sermaye hareketlerinin gerçek anlamda serbest bırakılmasının, 1989 yılında portföy yatırımları ile ilgili kısıtlamaların büyük ölçüde kaldırılması ile gerçekleştirildiği söylenebilir. 1989 yılından önceki dönemde, doğrudan yatırımlar konusunda da ciddi bir kısıtlama olmamasına rağmen bugüne kadar Türkiye ekonomisinin büyüklüğüne kıyasla önemli sayılabilecek bir doğrudan yatırım girişi gerçekleşmemiştir. Bunda, her ne kadar prosedürden kaynaklanan bazı engeller varolmuş olsa da, asıl belirleyicinin siyasi ve makroekonomik istikrarsızlık olduğu söylenebilir. Sonuçta, Türkiye yabancı sermaye hareketlerinin daha uzun vadeli ve daha kalıcı katkılar sağlayan kısmından yararlanamamıştır.

Öte yandan 1990'lı yılların başından itibaren portföy yatırımları ile ilgili hareketler önemli ölçüde hissedilmeye başlanmıştır. Bu tür yatırımları, kamu borçlanma kağıtlarındaki yüksek reel faizler ile genel olarak geçerli olan öngörülebilir kur sistemi teşvik etmiştir. Bu tür fon girişlerinin yüksek olduğu dönemlerde ekonomik faaliyetler, dolayısıyla büyüme de olumlu etkilenmesine karşın, çeşitli olumsuzluklara verilen tepkilerle ani çıkış dönemlerinde ise tersi gelişmeler yaşanmıştır (1994 ekonomik krizi, 1997 Güneydoğu Asya Krizi, 1998 Rusya Krizi ve en son 2001 krizinde olduğu gibi). Bu süreç ekonomideki inişli çıkışlı dönemlerin şiddetini, dolayısıyla belirsizliği daha da artırıcı bir etki yaratmıştır.

Banka kredileri şeklinde gelen yabancı sermayeye gelince, bunlar, kamunun mali piyasalardaki fonların önemli bir kısmını yüksek reel faizlerden kullandığı bir ortamda, öngörülebilir kur sisteminin de etkisiyle reel sektöre göreceli olarak düşük maliyetlerle finansman sağlamıştır. Bu imkan birçok şirket ve banka tarafından kur riski kontrol edilmeden aşırı derecede kullanılmış ve kriz dönemlerinde kurda meydana gelen ani yükselmeler, sözkonusu şirket ve bankaları zor duruma düşür-

müş veya bunların iflas etmelerine neden olmuştur.

3) Yatırımlar belirli getiri potansiyellerinin değerlendirilmesi amacıyla yapılmaktadır. İlke olarak, nasıl yurtiçi yatırımlarla ilgili engellerin kaldırılması kaynakların etkin olarak tahsisini sağlayarak ekonomik büyüme ve refah düzeyi artışını en fazlaya çıkarıyorsa, uluslararası sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kaldırılması ile uluslararası düzeyde de aynı sonucun elde edilmesi beklenebilir. Ancak, bu sonucun elde edilmesinde finansal varlık yatırımlarının ve finansal piyasaların kendine has özelliklerinden kaynaklanan ciddi sakıncalar doğabilmektedir. Bu sakıncalar esas olarak, tarafların özellikleri ve sonraki davranışlarıyla ilgili bilgilendirmenin tam olmadığı bir ortamda, fonların gelecekte vad edilen bir getiri karşılığı el değiştirmesinden kaynaklanmaktadır. Böyle bir ortamda beklentiler önemli rol oynamakta, toplu davranış kalıpları oluşmakta ve belli bir noktada yükümlülüklerin yerine getirilememesi zincirleme reaksiyonlara neden olabilmektedir. Ayrıca, finansal piyasalar açısından da bilgiler her zaman rasyonel kullanılmamakta, yakın geçmişteki gelişmelere daha fazla ağırlık veren "miyopik" bakış açısı geçerli olabilmekte, fiyatlarda temel göstergelerden bağımsız olarak "balonlar" (bubbles) oluşabilmekte veya çok fazla düşüşler yaşanabilmekte ve ekonominin genişleme dönemlerinde aşırı borçlanma eğilimi oluşabilmektedir. Düzenleme ve kültür farklılığı, uzaklık ve kur riski uluslararası yatırımlarda bu etkilerin daha ağır olarak hissedilmesine neden olmaktadır.

Bütün bunlara rağmen, yabancı portföy yatırımları ve yabancı kredilerin, doğabilecek sakıncalar nedeniyle kısıtlanması yerine, riskleri kontrol altında tutacak, belli tür yabancı yatırımların aşırı ağırlıklı olarak kullanılması yerine ekonominin ihtiyaçlarına göre dengeli bir dağılımı yönlendirecek ve böylece olumsuzlukları en aza indirecek bir düzenleme sürecine gidilmesinin, kaynakların etkin tahsisine ve ülke refahının artırılması açısından daha iyi sonuçlar vereceği söylenebilir.

uluslararası entegrasyonun önünde durmak kolay değil

1) Yakın dönemde, dünya ekonomisinde çok çarpıcı gelişmeler ve değişimler yaşanmıştır. Siyasi, ekonomik ve teknolojik alanda birbirini etkileyen pek çok olay 20'inci yüzyılı şekillendirmiştir. Birinci ve İkinci Dünya Savaşı, özellikle süper güçler arasında askeri alandaki yarış, hiperenflasyon, büyük depresyon, savaş sonrası ekonomik alanda yaşanan şiddetli dalgalanmalar, iki büyük petrol şoku dünya ekonomisini önemli ölçüde etkilemiştir.

Öte yandan, tüm bu olumsuzlukların yaşandığı bir süreçte üretimin ve ticaretin büyümesine katkıda bulunacak olumlu adımlar da atılmıştır. Nitekim, geçtiğimiz yüzyılın ikinci yarısından itibaren, savaşların olumsuzluklarından ders alan, insanlığın barış içinde yaşam arzusu, siyasi ve ekonomik alanda ülkeler arasındaki işbirliğinin artırılması yönünde çabalara ivme kazandırmıştır. Mal ve hizmet ticaretinin serbest bırakılması anlaşmasına çok sayıda ülke katılmıştır. Böylece, ekonomik alanda ülkeler arasında güçlü bir işbirliği ortamı yaratılmıştır. Bu arada, elektronik teknolojisi içinde yaşanan hızlı gelişmelerin ulaştırma sektörüne yansması ekonomik işbirliğine pozitif yönde katkı sağlamıştır. Başlangıçta ikili ilişkilerden bölgesel ilişkilere doğru yönelen ekonomik faaliyet kısa bir sürede küresel bir nitelik kazanmıştır. Farklı bir ülkenin, başka bir ülke girişimcisine ait otelinde, farklı bir ülkenin insanının sunduğu hizmetle, Hindistan'dan gelen ekmek, Hollanda'dan gelen peynir, Türkiye'den gelen meyve, Arjantin'den gelen mantar ile kahvaltı yapmak doğal olarak kabul ettiğimiz bir durum haline gelmiştir.

Öngörülerin üzerinde büyüyen dünya ticaretindeki bu gelişme, üreticilerin ve girişimcilerin yaratıcılıkları ile ülke liderlerinin liberal yaklaşımlarının etkileşiminin de bir sonucudur. Gerçekten, çok sayıda ülke pazarda daha fazla pay alabilmek amacıyla ekonomi politikalarında sürece uygun çok önemli değişiklikler yapmışlardır; rekabeti artıran, pazar ekonomisinin güçlenmesi ve gelişmesine yönelik uygulamalar hayata geçirilmiştir. Ticareti sınırlandırılan düzenlemelerden ve uygulamalardan vazgeçilmiştir. Hızla artan rekabete hazırlıklı



H. Ersin Özince*

H. Ersin Özince

Hızla
artan
rekabete
hazırlıklı
olmak,
hatta
dayanabilmek
için
siyasi
sınırlar
kalkmaya
başlamış,
ülkeler
arasında
entegrasyonlar
oluşturmuştur

olmak, hatta dayanabilmek için siyasi sınırlar kalkmaya başlamış, ülkeler arasında entegrasyonlar oluşmuştur.

Mal ve hizmet alanında yaşanan bütünleşme, kısa sürede sermaye hareketlerine yansımıştır. Gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere kısa sürede yüksek miktarda sermaye hareketi başlamıştır. Bu gelişme, büyüme, kalkınma ve gelişme arzusunda olan birçok ülkeye olumlu katkılar sağlamıştır. Doğrudan yatırımlar yanında portföy yatırımları da önemli ölçüde büyümüştür. Kamudan kamuya başlayan sermaye hareketleri finansal piyasalar arasında ve özel kurumlar arasında artmaya başlamıştır. Bu süreçte finansal piyasalar büyük önem kazanmıştır. Uluslararası ekonomik işbirliğine katılan ülkeler arasında, çok kısa sürelerde, para piyasaları ve sermaye piyasalarında çok büyük hacimli işlemlere ulaşılmıştır. Uluslararası döviz piyasalarında günlük işlem hacmi 1 trilyon doları aşmıştır. Gelişmekte olan ülkelere net sermaye girişi 200 milyar dolara yaklaşmıştır.

Ne var ki, mal, hizmet ve sermaye hareketlerinde yaşanan bu baş döndürücü entegrasyon önemli sıkıntıların yaşanmasına da neden olmuştur. Ülkeler arasındaki gelişmişlik farkı, gelişmekte olan bir çok ülkedeki enflasyon, işsizlik, düşük verimlilik, yetişmiş işgücü eksikliği, yüksek kamu kesimi açıkları, kamu-

* Türkiye Bankalar Birliği Yön. Kur. Bşk. ve İş Bankası Genel Müdürü

nun ekonomide ağırlıklı rolü, temel piyasa kurumlarının eksikliği, adalet sisteminin etkin çalışmasının önündeki engeller gibi kronik faktörler, birçok ülkede krizlere yol açmıştır. Bir ülkede yaşanan kriz diğer ülkelere de bulaşmış, kısa sürede uluslararası ekonomik işbirliğine katılan tüm ülkeleri etkilemeye başlamıştır. Nitekim, 1990'lı yıllarda Latin Amerika ülkelerinde başlayan kriz zaman içinde neredeyse tüm ülkeleri etkilemiştir. Bunda, sermayenin çok hızlı hareket etmesinin de önemli rolü vardır. Bu nedendir ki, gelişmiş ülkelerin önderliğinde, yaşanan krizlerin nedenleri ve krizlerin yaşanmaması için yapılması gerekenler konusunda çok kapsamlı çalışmalar başlatılmıştır. Bu çalışmaların temelinde, uluslararası ekonomik işbirliğinin sınırlandırılması yoktur, tersine yaşanan sorunlardan ders çıkartılarak, istikrarlı bir işbirliği ortamının yaratılması vardır.

Bu çalışmaların başarılı olması, uluslararası işbirliğine katılan taraflara fayda sağlaması için gelişmiş ülkelere de, gelişmekte olan ülkelere de ciddi görev ve sorumluluklar düşüğüne inanıyorum. Hatta, ekonomik işbirliği sürecine az gelişmiş ülkelerin de bir an önce alınması konusunda ciddi çaba gösterilmesi gerektiğini düşünüyorum.

Uluslararası çalışmalar yakın dönemde yaşanan krizlerin ana nedenleri olarak, ekonomi politikalarının çelişkilerini, finans sektörünün zayıflığını, kamu kesimi dengesizliklerini, muhasebe, raporlama ve denetim gibi temel düzenlemelerin eksikliğini, ekonomi politikasını yürüten kurumların işlevlerindeki zafiyetleri belirlemiştir. Krizlere neden olan bu sorunlara çözüm bulmak için çalışılmaktadır.

Ekonomik ilişkiler yasaklar ve sınırlamalar konularak geliştirilemez. Doğru kurallara ve denetim mekanizmalarına ihtiyacımız var. Ekonomik ilişkilerin doğru kurulması, geliştirilmesi ve rekabetin güçlendirilmesinin öncelikle etkin çalışan bir hukuk sisteminin varlığı ile mümkün olabileceği gözden uzak tutulmamalıdır. Ekonomide makro dengelerin sağlam kurulması gerekir. Yatırımların öncelikle iç tasarruflara dayanmasına, sürekli verimlilik ilkesini benimsemesine ve rekabetçi olmasına özen gösterilmelidir. Girişimciliğin önündeki en temel engeller olan belirsizliğin ve yüksek risklerin azaltılması, rekabeti bozan kuralların yok edilmesi gerekmektedir. Ekonominin tüm sektörlerinin kayıtlı, ulusal standartlara ve mümkünse uluslararası standartlar ile kurallara tabi olması sağlanmalıdır. Ekonomi politikasının fi-

yat istikrarını amaçlayan, istikrar içinde sürekli bir büyümeyi hedeflemesi yanında sosyal dengeleri de gözetken bir içerikte olması son derece önemlidir. Çok yakın dönemdeki tecrübeler göstermiştir ki, sağlıklı olmayan ekonomi politikaları sadece ekonomik açıdan değil, siyasi açıdan da dünyayı tehdit eden sonuçlar getirmektedir.

2) Türkiye, dünyadaki gelişmelere ve rekabet içinde olduğu ülkelere benzer şekilde, 1980'li yıllarda piyasa mekanizması rejimini tercih etmiştir. Ekonomi politikasını bu rejime göre uygulamaya çalışmaktadır. Nitekim, son 20 yıllık dönemde, gerek kurallar gerek kurumlar bu yönde oluşturulmaya çalışılmıştır. Uluslararası ekonomik işbirliğine yönelik olarak çok ciddi mesafeler alınmıştır. Bu süreçte çok ciddi sıkıntılar da yaşanmıştır. Ancak, Türkiye'nin bir çok açıdan çok daha gelişmiş ve rekabet gücü yüksek bir ülke konumuna geldiği de ortadadır.

Türkiye'de Cari İşlemler Dengesi ve Sermaye Hareketleri
(Milyon dolar)

	1980-89 Ort.	1990-00 Ort.
Cari işlemler dengesi	-1.007	-1.647
Sermaye hareketleri	723	2.733
O/uzun v. sermaye	1.017	2.279
Doğrudan yatırım	167	722
Portföy yatırımı	299	420
Diğer o/uzun v. sermaye	320	1.137
K.v. sermaye hareketi	-64	454
Net hata ve noksan	291	-731
Ödemeler dengesi finansmanı	489	0
Karşılık kalemleri	75	89
Genel denge	572	431
Rezerv hareketleri	-572	-1.663
IMF hesapları	-63	24
IMF kredileri		1.936
Resmi rezervler	-506	-2.038

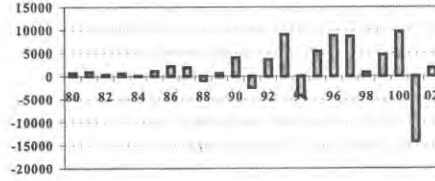
Türkiye 1989 yılında kambiyo rejiminde yapılan değişiklikle sermaye hareketlerini serbest bırakmıştır. Bu aşamada tartışmak istediğim önemli bir nokta var. Bana göre Türkiye'nin o günkü ekonomik yapısı ve özellikleriyle sermaye hareketlerini serbest bırakması için ortam müsait değildi. Ancak, madem ki bu karar alındı, ondan sonra uygulanan politikalarda çok daha dikkatli olunmalıydı. Çünkü bir kere bu tercih yapıldı mı, artık kuralların ve uygulamaların bu doğrultuda, yeni baştan tasarlanması gereklidir. Sermaye hareketlerinin serbest bırakılması için bazı koşullar henüz tam olarak sağlanamamıştı; işleyen bir piyasa sis-

**Türkiye
1989
yılında
kambiyo
rejiminde
yapılan
değişiklikle
sermaye
hareketlerini
serbest
bırakmıştır.
Bu
aşamada
tartışmak
istediğim
önemli
bir nokta
var.
Bana
göre
Türkiye'nin
o günkü
ekonomik
yapısı ve
özellikleriyle
sermaye
hareketlerini
serbest
bırakması
için
ortam
müsait
değildi**

temi henüz oluşmamıştı, enflasyon, kamu kesimi açığı yüksekti, mali disiplini sağlayacak kurallar yoktu, ekonomiye kamu kesiminden müdahaleler sürmekteydi, özel sektörün inisiyatifindeki rekabetçi kurumların sayısı sınırlıydı, finans sektörü küçük ve sığ bir yapıdaydı. Sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasından sonra, maalesef enflasyonist uygulamalar sürdürüldü, kamunun ekonomideki payı arttı, kamu kesimi açığı hızla büyüdü. Kamunun iç kaynaklar üzerinde artan baskısı dışarıdan sağlanan çok kısa vadeli ve son derece pahalı kaynaklar ile hafifletilmeye çalışıldı. Finans sektörünün kaynakların toplanmasında ve kullanılmasındaki rolü zayıfladı. Kısa vadeli sermaye girişi aslında sorunların çözülmesine değil ertelenmesine neden oldu, tabii ki sorunların daha da büyümesi pahasına...

Yeni dönemde, Türkiye ekonomisi yeni bir yapılanma çabasıdadır. Enflasyonla mücadele önceliklerin başına geçmiştir. Piyasa mekanizmasının işleminin ve rekabetin korunmasının yolu da budur. Öte yandan, gündemin hassas konusu kayıt dışılığın azaltılmasıdır. Kamu kesiminde dengelerin sağlıklı olarak kurulması buna bağlıdır. Finansal tasarrufların artırılması yoluyla finans sektörünün güçlendirilmesi gerekmektedir. Yeniden yapılanma sürecinde ekonomik ilişkileri düzenleyen kuralların ve bu kuralların uyulmasından sorumlu kurumların yeniden gözden geçirilmesi gerekmektedir. Bunu yaparken, uluslararası alandaki gelişmelerin yakından izlenmesi ve değerlendirilmesinde büyük yarar vardır.

Türkiye'de Sermaye Hareketleri
(milyon dolar)



En yetkili kişi ve kurumların da ifade ettiği gibi Türkiye yakın bir dönemde Avrupa Birliği'ne tam üye olmak istemektedir. Bu isteğin bir gereği olarak her alanda tutarlı politikalar uygulamak zorundayız. İşleyen bir piyasa ekonomisi ve bu ekonomide rekabetçi kurumların varlığının sağlanması siyasi kriterlere uyum kadar önem arz etmektedir. Sermaye hareketlerinin ekonomiye olumsuz etkilerini en aza indirmenin yolu sermayenin uzun vadeli yatırım yapmasını sağlayacak bir ekonomik, hukuk ve sosyal yapının oluşmasını sağlamaktır. Bu yönde çok önemli adımlar atılmıştır, bu çaba sürdürülmelidir.

3) Daha önce de bahsettiğim gibi, sermayenin ani hareketinin ekonomiler üzerindeki olumsuz etkilerini giderecek tedbirlerin alınması gerektiğini düşünüyorum. Ancak bu tedbirlerin sınırlandırıcı veya yasaklayıcı olmasından çok, ani hareketlere neden olmayacak sağlam bir ekonomik zeminin yaratılmasından yanayım. Geldiğimiz noktada, uluslararası entegrasyonu sınırlandırmanın veya önünde durmanın kolay olmadığını düşünüyorum.

Sermaye hareketlerinin ekonomiye olumsuz etkilerini en aza indirmenin yolu sermayenin uzun vadeli yatırım yapmasını sağlayacak bir ekonomik, hukuk ve sosyal yapının oluşmasını sağlamaktır

malî düzenlemenin olanaklılık ve/veya gereklilik boyutunun tekno-siyasal açıdan çözümlenmesi

giriş

Bu çalışmanın odak noktasını, dergi yönetiminin kapak konusunun işbölüşümünde bu yazı kapsamına dâhil "düzenlemenin olanaklı olup olmadığı sorunsalı" oluşturacaktır. Bu bağlamda, düzenlemenin daha açık bir deyişle malî düzenlemenin olanaklılık ve gereklilik boyutları dergideki diğer alt temalarla temas oluşturacak biçimde ele alınmaya çalışılacaktır. Elbetteki tüm alt temaların ele alınış biçimleri ayrımlar gösterebilecektir. Çünkü malî serbestleşme (financial liberalization) konusu, bu çalışmanın başlığında da vurgulandığı üzere salt teknik bir sorun olmayıp, aynı zamanda da siyasal daha doğrusu ekonomi-politik bir sorundur. Sözgelimi, yeni-Keynesgil K.Dutt'ın altını çizdiği üzere finansal serbestleşme uygulamaları gelir dağılımını bozmaktadır. Uzun sözün kısası, malî serbestleşme konusu tekno-ekonomi politik bir sorunsal (problematic) niteliğindedir. Aslında teknik boyut, ekonomipolitik uygulamanın bir alt bileşeni olup, ekonomipolitik düzeydeki yaklaşımın, yaşamın içinde somutlaşırken görüldüğü, büründüğü biçimsel izdüşümüdür. Dolayısıyla konunun salt teknik boyutta tartışılması olanaksızdır. Böyle yaptığını düşünen "prof"lar (eşdeyişle profesyoneller ve profesörler) bir sanılgı (=sanmak + yanlış) burgaç içine düşmektedirler. Hatta ülkemizde şu tuhaflıklar da mevcuttur :

a. Ekonomi politik deyimini liberal düşünceli "prof"lar pek kullanmazlar ve bu deyim neredeyse sol bir söylem sözcüğü olarak kabul edilir. Öte yandan "finans-politik" deyimini de neredeyse hiç kullanmaz (Bülent Uygun'un aynı isimli kitabını da bu arada anarak geçelim).

b. Para siyasası konulu dersler ve bunun için okutulan kitaplar ya neoklasik ekonomi okulunun kaotik yaşamı açıkla(ya)mayan garip çizimleriyle ya da usulen Yeni-Keynesgil okula da yer veren açıklamalarıyla doludur (Fuat Ercan'ın Para ve Kapitalizm adlı kitabını

ayrıksı bir örnek olarak anmadan geçemeyiz).

c. Yaşamın içinde para ve sermaye piyasasında çalışan profesyoneller, bu piyasalardaki "spekülasyon" ve dahi "manipülasyon" nitelikli işlemleri görünce, yukarıda andığımız kitapları yazan ve dersleri veren profesörlerin ilgilendiği kuramların başka, yaşamın gerçeğinin başka olduğu biçiminde bir tekerlemeyi dil pelesenki haline getirirler. Bu "tekerleme" kısa zamanda liberal "prof"larca çok sevilen bir "şekerleme"ye dönüşmektedir. Giderek Pazar günü ekonomi dergisinde yazılı açıklamayı, Pazartesi günü bir kısım medyadaki televele iktisat programında 180 derece değiştiren ve "eren" değil de "deren" oldukları için "derenlerin sağı solu belli olmaz" yenilenmiş özdeyişini doğrulayan kimi "prof"lar türemiştir. Sonuçta kimi zaman prof(esyoneller) ve prof(esörler) karşı karşıya düşmekte, kimi zaman örtüşmektedirler. Bu duruma tıbbi finans açısından "malî şizofreni" denilebilir (Malî şizofreni hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. Finansal Forum Gazetesi'nin Finans Kulüp Eki'nin 16.11.2001 tarihli nüshasındaki yazımız).

1. açmalık

Malî mühendislik, mühendisliğin temel ilkelere soyutlanarak yapılmaz. Mühendislikte ister imalat, ister inşaat yapın, önce parametreler konulur (örneğin zemin etüdü yapılarak), sonra dizge (sistem) kurulur (örneğin betonarme planı ile). Benzer biçimde biz de bu çalışmada aynı planı izleyeceğiz.

a) birinci parametre: yasal düzenlemelerin siyasallığı

Her yasal düzenlemenin hazırlanmasından uygulanmasına, uygulanmasından yaptırım düzeneğine dek bir tekniği mevcuttur. Ancak her hukuksal yapı belli bir siyasal tezi olan

Melih Baş*

Malî serbestleşme konusu, bu çalışmanın başlığında da vurgulandığı üzere salt teknik bir sorun olmayıp, aynı zamanda da siyasal daha doğrusu ekonomi-politik bir sorundur

* Doç. Dr. Kadir Has Üniv. (İşletme) ve Mimar Sinan Üniv. (İstatistik)

ve bunu savunan bir toplumsal katmanın egemenliğini düzenler. Roma Hukuku'nun kölecî toplumdaki efendilerin egemenliğini düzenlemesi gibi, AB'nin sermayenin serbest dolaşımını düzenleyen yasal düzenlemeleri de AB'nin siyasal kimliğinin uygulamadaki izdüşümüdür.

Güney Kore'de özellikle 1993 yılından sonra malî serbestleşmenin, Uluslararası Para Fonu (UPF), Dünya Bankası, OECD gibi kuruluşların baskılarının yanısıra, dev aile şirketleri Chaebol'lerin yurt dışından rahatça borçlanabilme istemleri nedeniyle olduğu bilinmektedir. Aşırı borçlanmanın sonucunda oluşan aşırı üretim sığıası (capacity), düşen dış-satım ederleri ve kazanç oranı G.Kore'de bunalımın zeminini hazırlamış ve 1997'de yedi büyük holding borç ödeyemez hale gelmiş ve bankacılık dizgesini zora sokmuştur. Son perdede UPF'nun yardımı istenmiştir (Aynen denize düşenin sarıldığı gibi!).

Türkiye'de de 1983'de yürürlüğe giren 28 (sonra giderek 30..32) sayılı Karar'la malî serbestleşme uygulaması 24 Ocak kararları olarak anılan siyasal yaklaşımın izdüşümüdür. Siyasal olarak yeğlediğiniz akımın ne olduğu ve yasal düzenlemelerin siyasa-dışı, teknik düzenlemeler olduğu sanılışı başka şeylerdir. Andığımız sanılışıya düşülerek yapılacak malî serbestleşme ve ilgili yasal düzenlemeler konulu tartışmalar bomboş bir boş zaman etkinliği olarak özdoymusal bir nitelikten öte bir anlam geometrisi taşımayacaktır.

b) ikinci parametre: malî piyasaların sınıf, tecimsel ve malî olmayan hizmet piyasalarından kopması

Malî piyasalardaki işlem oylumlarının (volume) boyutu, diğer piyasalardaki işlem oylumlarından kopmuş, almış başını gitmiştir. Küresel döviz piyasalarında günde 1,5 trilyon ABD doları el değiştirmektedir. Yıllık küresel mal ve hizmetinin toplam tutarı 3-5 günlük döviz piyasası işlem oylumuna eşittir. Bu işlem oylumunun yüzde 95'i kısa erimli vurgunsal (speculation) işlemler olarak görünmektedir. Erinc Yeldan da "dünya kapitalizminin 1970'lerden bu yana dört ana dinamiğinden biri olarak malî dizgenin serbestleştirilmesi sonucunda yükselen malî sermaye ve vurgunsal birikim yeğleyiminin sınıf yatırımların önüne geçtiğini" belirtmektedir. Bu durumu anlamak için üçüncü ve dördüncü parametrelere bakmak gerekir. Dolayısıyla malî sermaye, sınıf sermaye, tecimsel sermaye döngülerinin ara-

larındaki ilişkiler (ayrıntılı bilgi için bkz. F.Ercan, 1997) eskisi denli kolayca modellenip anlaşılabilir.

c) üçüncü parametre: buzdağının altı olan kayıtdışı malî ekonominin öncelikle izlenmesindeki ve dahi yasal düzenlemeye sahne olabilmesindeki güçlük

Kayıtdışı ekonomi, ülkemizde (bir-iki ayırsız örneği dışta bırakırsak) genelde "prof /esyonel /esör/ler" in ilgi alanına gir(e)miyor. Çünkü elini suya sabuna değdirmemek ya da işinden olmamak kaygısının yanısıra "narkodolar" gibi uyuşturucu piyasasında dönen, aklanan, kirlenen parasal devinimlerin hesaplanması çeşitli nedenlerle güç ve hatta belki "riskli"dir. Çünkü kimi ülkelerde (!) siyasal seçkinler ile narko-seçkinler içiçe geçmiştir. Prof. L. Allen'in aktardığı yeraltı ekonomisinin büyüklüğü 9-10 trilyon ABD dolarıdır. Yeri gelmişken A. Akar'ın "Derin Dünya Devleti" adlı yapıtından Derin Dünyanın Politbüro'su Dış İlişkiler Konseyi'nin (CFR) savsözünü alalım: Önce parayı kontrol et. Şimdi burada bir soru gündeme geliyor: paranın denetimi mutlaka yasal malî düzenlemelerle mi oluyor?

d) dördüncü parametre: yasal düzenlemelerde varsayılan düzçizgisel malî devingenliğin yanlışlığı

Gerek Yeni Klasik gerek Yeni-Keynesgil iktisat akımları tümüyle Newton fiziğinin gerekirci düzçizgisellik (deterministic linearity) kalıbına uygun malî devinimler ya da malî devinimlilik varsayımına dayalıdır. Ne yazık ki, bu kuram, liberal küresel malî devinimlerdeki hercümerç (kaotik) nitelikli uygulamayı açıklama olanağı sağlamamaktadır. Kuantum fiziği ve kaos kuramıyla ilgilenme olanağı bulamamış veya bunları "sosyetik ve anabilimdışı ya da meslek dışı ilgiler" kabul ederek disiplinlerarası yaklaşıma uzak kaldığı için kasıtlı olarak bulamamış olan "prof"lar için yasal düzenlemelerin tekniğini gerçekçi biçimde algılamak olanaksızdır (Bu arada "The Bank /Banka : Kelebek Etkisi" adlı -yönetmen Robert Connolly'nin hem de ilk filmi olan- filmi kaotik modellemeyi ana tema aldığı için salık vermiş olalım. Filmde Centa Bank'taki matematikçi Jim DoYLES, sermaye piyasasında öngörü için parçasal -fraktal kuramsal bir model geliştiriyor). O zaman ya klasik şekerleme pardon tekerleme (= teori başka, pratik başka tekerlemesi) gündeme gelir; ya da önce düzenleme (regulation), sonra serbestleşme (deregulation), sonra da yeni-

Gerek
Yeni Klasik
gerek
Yeni-Keynesgil
iktisat
akımları
tümüyle
Newton
fiziğinin
gerekirci
düzçizgisellik
kalıbına
uygun
malî
devinimler
ya da
malî
devinimlilik
varsayımına
dayalıdır

den düzenleme (reregulation) gündeme gelir ve savunulur. Korkulur ki, bu devridaim makinesinin öbür durağı "dereregulation" olacaktır. Amerikanca'da böyle bir sözcük yoksa da biz eklemiş olalım. Kimileri belki bilmeyebilir, malî kontrol işgörenleri için "controller" yerine bir dizgi yanlış sonucu bir sözlükte ortaya çıkmış bir sözcük olan "comptroller" Amerikanca'da yerleşmiş ve kalmıştır, yoksa "comptrol" diye bir edim sözcüğü kökü yoktur. Hatta bu deyim küçük Amerika olma sevdası sırasında Türk malî idaresine de "komptrolör" olarak yerleşmiştir.

e) beşinci parametre: türev piyasalar malî piyasaların önemli bir kısmını oluşturmuş olup, düzenlenme güclüğü taşımaktadır.

Malî riskin ortadan kaldırılması düşüncesi-ne dayalı olarak ortaya çıkan türevsel malî ürünler (caymalı piyasa, gelende piyasa vb.) bir süre sonra ikinci dereceden türev ürünlere sahne olmaktadır. Örneğin caymalı takas sözleşmesi (swaption) gibi yapay ya da melez türevsel ürünler ortaya çıkmakta ve malî yenilik ürünleri mitoz bölünmeye uğrar gibi çoğalmaktadır. Bu arada değer yatırımı biçimini savunan malî uzmanların yakından bildiği Warren Buffett, türev ürünleri yazınsal açıdan hoş ve fakat işi türev ürünler uzmanlığı olanlar için nahoş bir biçimde adlandırıyor : malî kitle imha silâhları. ABD'de Enron şirketinin batış olgusu sadece bu şirketin ve denetçisi Arthur Andersen'in sonu olmayıp, türev piyasalar için de bir deprem tetikleyicisi oldu. Türev piyasaların büyüklüğünü anımsamak için şu rakamı verelim : 2000 yılı sonu itibarıyla ABD borsasında türev sözleşmelerinin değeri 95,2 trilyon ABD dolarıydı.

f) altıncı parametre: uluslararası ve uluslararası yasal düzenlemelerin (hukukun) yaptırım gücünün işleyişi orman yasalarına göre olmaktadır.

Uluslararası ve uluslararası yasal düzenlemeleri çıkaran kurumların siyasal kimliği, malî yasal düzenlemelerin siyasal niteliğini zaten belirlemektedir. Ancak uygulamada da kimi zaman orman yasalarının geçerli olduğunu gözlemek – BM'e karşı ABD'nin Irak saldırısı örneğinde yaşadığımız gibi- olanaklıdır. Örneğin Dünya Bankası'nın Türkiye temsilcisinin Mart 2003 içinde basında yer alan "kayıtdışı ekonomi"nin kayıt altına alınması istemi acaba, Türkiye'nin dış borçlarının mevcut ve gele-

cekteki olası alacaklılarının sıcak para oyunlarının (manipulation) –pastanın kayıtdışı dilimine göz dikmiş görüntülü- çifte dikişi midir? Uluslararası tahkim düzenlemeleri gerçekten rekabeti mi korur, yoksa birilerinin çıkarlarını mı? Doğrudan yatırımlar veya malî yatırımlar aracılığıyla Türkiye'deki şirketlerin teker teker yabancı şirketlerin eline geçmesini AT'nin 4064/89 sayılı Konsey tüzüğü engelleyebiliyor mu? Hayır! Yeri gelmişken kimi finansal düzenlemelerle dünyayı etkileyen FED'den biraz söz etmekte yarar olabilir (ayrıntılı bilgi için bkz. D.B. Sicilia'nın dilimize de çevrilen Greenspan Etkisi adlı yayınına salık verelim).

Federal Reserve kısaca FED adlı banka uzman olmayan çoğu kimse (!) tarafından ABD Merkez Bankası olarak bilinir. Oysa bu bankanın sahipleri Londra ve Berlin'deki Rothchild aileleri, Paris'teki Lazard kardeşler, İtalya'daki Israel Seiff, Almanya'daki Kuhn-Loeb şirketi, Amsterdam'daki Warburgs, Hamburg'taki Warburhs, New York'taki Lehman kardeşler, Goldman-Sachs ve ABD'li Rockefeller ailesidir.

Kimi kaynaklarda "sermayesinin savaşlar ve kan olduğu" belirtilen ve servetinin bugün 3 trilyon dolar olduğu kestirilen Rothschild hanedanlığının finansal kurumlarıyla (JP Morgan gibi) dünya finansal sisteminde önemli bir rol oynama gücüne sahip olduğu bilinen bir durumdur. Bu hanedanlığın dünyanın en büyük ilk 10 bankasının üçüne "sahip" olduğu biliniyor. Hatta George Soros'un da bu ailenin denetiminde olduğu söylenmektedir. 1800'lü yıllardan bu yana tüm savaşlarda aktif bir rol oynadığı belirtilmektedir (ayrıntılı bilgi için bkz. 5. Hafta Dergisi, sayı: Mart 2003, ss.12-16).

g) yedinci parametre: ulusal yasal düzenlemelerde uluslararası etkiler söz konusu etkiler olabilmekte ve bu durumda serbestleşme nedeniyle düzensizliğe neden olabilmektedir.

Bu parametreyi de 2001 Mart'ında ayrıldığı görevi itibarıyla Dünya Bankası'nda başekonomist olarak görev yapan ve Bill Clinton'un ekonomi danışmanları konseyinin başkanı ve kabine üyesi kimlikleri de olmuş, 2001 Nobel ekonomi ödülünü paylaşmış olan Prof. Joseph Stiglitz'in sözleriyle açıklayalım.

Stiglitz, özellikle gelişmekte olan ülkelere dayatılan dört aşamalı UPF yeniden yapılanma anlaşmasını şöyle açıklıyor :

Mali
riskin
ortadan
kaldırılması
düşüncesine
dayalı
olarak
ortaya
çıkan
türevsel
malî
ürünler
bir süre
sonra
ikinci
dereceden
türev
ürünlere
sahne
olmaktadır

i) İlk aşama özelleştirme,

ii) İkinci aşama, para ve sermayenin serbest dolaşımı. Stiglitz bunu sıcak para döngüsü olarak adlandırıyor. Spekülatif para, dövize ve gayrimenkule yöneliyor, ardından çıkan ilk sorunda kaçıp gidiyor. Böylece ulusal döviz varlığı azalıyor. UPF, vurgunsal paranın geri dönmesi için kimi serbestleşme önlemleri öneriyor. Sonuç, malî piyasaların uluslararası seçkinlerin eline geçmesi ve etkiel olarak da doğrudan ya da dolaylı olarak sanayiinin ya bancıların eline geçmesi,

iii) Üçüncü aşama, su ve elektrik gibi temel mal ve hizmetlerin uluslararası piyasa merkezlerinin piyasa fiyatına çıkarılması,

iv) Dördüncü ve son vuruş aşaması olarak yeni kapitülasyonlar.

Sanırsanız, yedinci parametreyi de ikinci aşama olarak Stiglitz'in ağzından açıklığa kavuşturmuş olduk. Başka bir örnek de, Japonya'da 1970-80'lerde başlayan finansal serbestleşmenin ABD'nin istemiyle yapılmasıdır.

2. yaymalık

Malî serbestleşmenin tarihçesine "düzenlemenin olanaklı/sızlığı (I)" açısından bakıldığında görünen manzaraya özü açısından bakılabilir (uzun ve teknik tarihçeye kaynakçadaki çalışmalardan bakılabilir).

Genel olarak malî düzenleme, düzenleyici yetkenin malî piyasalarda aracılardan karar ve devinimlerine, kendi amaç işlevini ençoklamak için getirdiği kurallar ve kısıtlamalardır. Bu düzenlemeler ya sonuçlara ya da işlemin nasıl yapılması/olması gerektiğine ilişkin olmaktadır. Bunlar önleyici veya koruyucu kurallar olarak ikiye ayrılabilir ve koruyucu kurallar da isteğe bağlı ya da kurumsallaşmış olarak iki alt öbekte toparlanabilmektedir. Liberal iktisat mantığında, iktisat siyasalarının para piyasası alt başlığında piyasa başarısızlıklarını ortadan kaldırmak (yanısıra parasal denetim, siyasal düzenleme gibi başka amaçlar) için malî düzenlemeler yapılmaktadır. Sözgelimi, bankaların malî risk ve sermaye yeterliliğini düzenleyen Basle kuralları gibi.

Teknik olarak bakıldığında, Yeni Klasiklerle Yeni-Keynesgiller açısından malî düzenleme konusunda ayrım olduğu gibi, herhangi bir önleyici ya da sağaltıcı düzenlemenin uygulanabilirliği konusunda yandaş veya karşıt görüşler aynı iktisat akımının içinde bile yandaşlar bulabilmektedir (sözgelimi mali serbestleşmenin getiri oynaklığına etkisi vb. örnekler için

bkz. Berksoy ve Saltoğlu 1998). Ayrıca bir düzenleme başka risklere neden olabilmekte, bu nedenle başka düzenlemelere gereksinim doğabilmektedir. Bu denli soyut sözün ardından somuta kaymak gerekirse, J.J. Merrick ve A.Saunders, mevduat sigortalarını savunurken, bunun aktörel (ethical) riske neden olduğunu savlayarak, bu nedenle kısmi mevduat sigortası uygulamayı önermektedirler. Ancak yanlış (ters) seçim riski ortada kalmakta, bunun için de birşeyler yapılması gerekmektedir. Ülkemizde fona devredilen bankaların azınlık paydaşları bu riskin kurbanlarıdır.

Genel olarak bakıldığında, tüm malî piyasaları etkileyen dizgesel risk unsurları ve şirket düzeyindeki dizgesel olmayan risk unsurlarının düzenlenebilmesi konuları yoğun olarak 1970'lerde gündeme gelirken; 1980'lerde tam tersine malî serbestleşme (örneğin, 1986 Ekim'inde Londra'da Big Bang denilen banka ve sermaye piyasası işlemlerinin birleşik biçimde yapılmasını özğürleştirilmesi gibi) yoğunluk kazandı. 1990'ların sonlarında ortaya çıkan küresel malî bunalımlarla, yeniden düzenleme konuları hem kuramsal düzlemde hem de uygulama düzleminde tekrar gündeme geldi. Bu bağlamda düzenlemenin mantığı, uygun düzey ve içeriğinin ne olacağı yine tartışılır olmaya başladı. Kısa erimli sıcak sermaye devinimlerine, belli bir oranda vergi konulmasını öneren J.Tobin'in önerisi eşdeyişle Tobin vergisi (hatta Şili'de 1991-1993 arasında uygulamaya da konarak) konuşulur oldu. Geçici Tobin vergisinin vurgunsal devinimlerde bulunan kişi ve kuruluşların daha yüksek getiri beklentisinden başka bir işe yarayıp, yarayamayacağı ayrı bir konu olarak hâlâ süregelen bir tartışmadır. Diğer yandan bankaların "açık konumlanımı (short position)"nın da sıcak sermaye olup olmadığı gündeme getirilebilir.

3. Toparlamalık

İlk iki bölümde ele alınanları toparlarsak, malî piyasaların düzenlenmesi ya da serbestleştirilmesi iki ucu pis değnek gibi iççelişkil bir sorunsal niteliğini taşımakta olup, odak noktası liberal söylemle "piyasa başarısızlığı"nın ortadan kaldırılabilmesidir. İktisadi tarihte 1970'lerden bu yana önce düzenleme, sonra serbestleşme sonra yeniden düzenleme konuları yoğunluk kazanmıştır.

Malî düzenleme/serbestleşme konusu salt teknik bir sorun olmayıp, tekno-ekonomipolitik bir sorunsaldır. Samir Amin'e göre uluslararası güçler olan üçlünün (ABD, AB, Japonya)

Bir
düzenleme
başka
risklere
neden
olabilmekte,
bu nedenle
başka
düzenlemelere
gereksinim
doğabilmektedir

beş tekelden biri dünya ölçeğinde finansal akımların denetimini yapan tekellerdir. S.Amin'in kesinlikle katıldığımız bu saptamasını belki Japonya'yı çıkararak düzeltebiliriz. Bu bağlamda olanaklılık-olanaksızlık ya da gereklilik-gereksizlik, gerekli ve olanaklıysa uygun düzeyi ve işleyişi de teknik olarak ele alınıp, çözümlenebilecek bir konu değildir.

Malî mühendislik mantığıyla bakıldığında, daha başka ana ya da alt parametreler eklenbilmesi olanağını yadsımaksızın kanımızca olayın yedi parametresi vardır ve bunlar ikinci bölümde sayılarak, kısaca açıklanmışlardır.

Şimdi, çalışmanın başındaki soruyu tekrar soralım: Düzenleme olanaklı mı ve gerekli midir? Bu durumu sorularla adım adım incelemeye başlayalım ve bir yöneylem araştırması tekniği olan karar ağacı yaklaşımıyla konuya bakalım.

Soru 1: Malî piyasaların diğer piyasalardan kopuş süreci kabul edilmekte midir?
Yanıtınız "evet" ise malî düzenleme (MD) gereklidir.

Soru 2: Malî piyasaların diğer piyasalara etkisi kabul edilmekte midir?
Yanıtınız "evet" ise MD gereklidir.

Soru 3: İktisadî dizge yeğleyişiniz liberal dizge olup, piyasa başarısızlığı sorunu na inanmakta ve bunu düzeltmek istemekte misiniz? Yeğleyiminiz karma ekonomi ya da toplumcu ekonomidir?
Yanıtınızdan herhangi birisi "evet" ise MD gereklidir.

Soru 4: MD ya da malî serbestleşme (MS) kararlarını uluslararası güç odaklarına bağımlı olarak mı almaktayız?
Yanıtınız "evet" ise, o zaman bu güç odaklarının (diyelim ünlü ikizler -UPF, DB) isteklerine göre davranacak, kimi zaman malî serbestleştirme, kimi zaman bu güç odaklarının çıkarlarına yönelik malî düzenlemeler yapmak sözkonusu olacaktır.

Ayrıca MD kurallarının işleyişini de uluslararası -hangi siyasal kimliğe sahip olduğu bilinen mevcut Basle Komitesi, Uluslararası Sermaye Piyasası Kurumları (IOSCO) vb veya olası bu amaçla oluşturulacak- yetkelere bırakmak gerekecektir.

Soru 5: Ülkesel çıkarları ülküsel (idealistçe) savunma mantığıyla malî piyasalar

uluslararası malî sermayeye karşı korunacak mıdır?

Yanıtınız "evet" ise o zaman Malezya'nın, Çin'in izlediği siyasalar benzeri siyasal içerikli MD gereklidir. Buna ilişkin düşünce üretimine yardımcı olacak bir istatistik verelim: İstatistiklere bakıldığında yabancı yatırımcılar 1997-2001 döneminde İMKB'de 40.848 milyon USD alış, 43.168 milyon USD satış yapmışlar görünüyor!

Soru 6: Malî düzenlemelere konu olan malî riskler, teknik olarak farklı sınıflara ayrılmakta olup, bunlar ayrı ayrı ele alınarak mı düzenlenmelidir?

Yanıt teknik olarak önce evet gibi gözüküyorsa da, karşılıklı etkileşim nedeniyle hem de topluca ele almak gereklidir. Örneğe, açık piyasa işlemleri yoluyla bankacılık dizgesinin genil (macro) akışkanlık riskinin artırılması, sermaye yeterliliği oranlarının izlenmesiyle biril (micro) malî kaldıraç riskinin artırılması gibi.

Soru 7: Zaman ve maliyet boyutu açısından önleyici düzenleme ve koruyucu düzenleme araçları arasında bir çelişki var mıdır?

Yanıt teknik olarak, hem evet hem hayır olarak verilebilir.

Evet, Çünkü önleyici düzenleme araçlarının (kredi karşılıkları gibi) maliyetleri ile koruyucu düzenleme araçlarının (mevduat sigortası gibi) maliyetleri karşılaştırıldığında ikinciler daha maliyetlidir.

Hayır. Çünkü bunlar birbirlerinin etkinlik alanlarını hem olumsuz hem olumlu anlamda etkiler. Örneğin koruyucu düzenlemelerin yarattığı güven ortamı, aktörel risk ve yanlış seçim riski olasılığını artırabilir. Bu nedenle önleyici düzenleme araçları kullanılarak bu risk azaltılmalı ve bu karşılıklı ilişki böylece sürüp gitmektedir.

Sonuç olarak iki çatışan amacın, çok amaçlı izlenilemeyle enuygunlaştırılması teknik ve ekonomi-politik değişkenler gözönüne alınarak çözülmesi usa gelmektedir. Bunun kayıtdışını da içine alan bir kaotik modellemeyle yapılabilirliği (hele uzun erim için) ayrıca uzun bir tartışma konusudur.

Koruyucu düzenlemelerin yarattığı güven ortamı, aktörel risk ve yanlış seçim riski olasılığını artırabilir

Soru 8: Bilgi çağı diye nitelenen evrede MD'nin önünde "bakışsız bilgi" sorununu bir engel midir ?

Yanıt teknik olarak hem evet hem hayırdır.

Evet. Çünkü malî piyasalarda tam etkinlik eşdeğiyle bilgilerin herkese, zamanında, yeterli ayrıntıda ve anlaşılır biçimde ulaş(tırıl)mamaktadır.

Hayır. Çünkü malî raporlama, bunların denetimi, kamuya açıklanması düzenlenip, işletilebilir.

Evet. Çünkü tuzun kokması gibi, denetim şirketlerinin olumlu rapor verdikleri fona devredilen bankaları anımsarsak, ABD'deki Enron olayında işi biten Arthur Andersen denetim şirketini anımsarsak "hayır" yanıtı tartışılabilir hale gelmektedir. Yanıtın kaotik olmasının nedeni piyasa ekonomisinin kaotik olmasıdır.

4. Sonsöz : Vargılık

- Birinci vargı : Malî düzenlemeler gereklidir.
- İkinci vargı : Malî düzenlemeler olanaklıdır.
- Üçüncü vargı : Malî düzenlemeler, uluslararası sermaye güç odaklarından yana ya da ülkesel çıkarılardan yana hazırlanabilir. Bu anlamda düzenlemeler, tekno-ekonomi-politiktir.

Önerilen kaynakça:

- AKAR A.: **Derin Dünya Devleti**, İstanbul, Timaş Yayınları, 2003.
- AKGÜÇ Ö. vd. : **Cumhuriyet ve Küreselleşme**, Ankara, Kültür Bakanlığı Yayınları, 2002.
- AKTAN C.C. vd. : **Nasıl Bir Para Sistemi**, İstanbul, İMKB yayını, 1998.
- AKYÜZ Y. : **Financial Liberalization in Developing Countries : A Neo Keynesian Approach**, UNCTAD No.36, 1991.
- ALLEN L. : **Küresel Finans Sisteminin Öyküsü : 1750-2000**, Çev. M.Tekçe, İstanbul, Kitap Yayınevi, 2003.
- ALP A. : **Finansın Uluslararasılaşması**, İstanbul, Yapı Kredi Yayınları, 2000.
- ALP A. : **Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye**, İstanbul, İMKB Yayını, 2002.
- AMİN S. : **Değişim Halindeki Dünya Sistemi**, Ankara, Özgür Üniv. Yayını, 2000.
- ASLAN N. : **Uluslararası Özel Sermaye Akımları**, İstanbul, Evrim Yayınevi, 1995.
- BAŞKAYA F. : "Sermayenin Küreselleşmesi veya Neoliberalizmin Vahşeti," **Özgür Üniversite Forumu Dergisi Küreselleşme sayısı**, Nisan 1997, ss. 5-24.

d) Dördüncü vargı : Malî düzenlemeler geniş anlamda serbestleşmeyi düzenleme olarak eksenin eksi imli boyutunda da olabilir. Başka bir deyişle ülkenin malî piyasalarının sıcak paradan serbestleşmesi yabancı sıcak paradan serbestleştirilmesi yoluyla düzenlenmelidir. Eğer bu yapılmazsa, senyoraaj geliriyle soyulmakla koşmanın sonu tam dolarlaşma (dolarization) ya da avrozasyon (eurozation) durağıdır.

e) Beşinci vargı : Malî düzenlemelerin ele alınması, Newtongil fiziğin izdüşümü olan yeniklasik ekonominin gerekirci düzçizgisel mantığıyla değil, kuantum fiziği ve kaos kuramının düzçizgisel olmayan mantığıyla, çok boyutlu ve çatışan amaçların enuygunlaştırılmasıyla ele alınabilir. Bu bağlamda malî sermaye döngüsü, sınai sermaye ve ticari sermaye döngüleriyle birlikte bütüncül (holistic) olarak ele alınmalıdır.

f) Altıncı vargı: Yazının taşıyıcı dalgası olan savsözümüzle bitirelim. Gerçekçi olup, olanaksız gibi görüneni istemeliyiz (Bu sözün modasının geçtiğini düşünüyorsanız, yazıdaki ileti anlatılamamış demektir; önünüzde iki seçenek var, ya yazının başına döneceksiniz, ya da bir sonraki yazıya atlayacaksınız. Hangisini yeğlerseniz yeğleyin, size iyi okumalar).

Ülkenin
malî
piyasalarının
sıcak
paradan
serbestleşmesi
yabancı
sıcak
paradan
serbestleştirilmesi
yoluyla
düzenlenmelidir.
Eğer
bu
yapılmazsa,
senyoraaj
geliriyle
soyulmakla
koşmanın
sonu
tam
dolarlaşma
(dolarization) ya
da avrozasyon
(eurozation)
durağıdır

BERKSOY T. Ve SALTOLarak 197Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri, İstanbul, İTO yayını, No: 1998-58.

BORATAV K. : **Yeni Dünya Düzeni Nereye**, Ankara, İmge Yayınevi, 2000.

ELLWOOD W. : **Küreselleşmeyi Anlama Kılavuzu**, İstanbul, Metis yayını, 2002.

ERCAN F. : **Para ve Kapitalizm**, İstanbul, Ceylan Yayıncılık, 1997.

ERDEM H.E. : **Türk ve AT Rekabet Hukukunda Birleşme ve Devralmalar**, İstanbul, Beta Yayınları, 2003.

ESEN O., YENTÜRK N., ŞAHİNKAYA S. : "Finansal Liberalleşme ve Türkiye Ekonomisi Dosyası," **Türk-İş Yılı 1997**, Cilt 2, ss.229-272.

HILFERDING R. : **Finans Kapital**, Cilt 1, Çev. Yılmaz Öner, İstanbul, Belge Yayınları, 1995.

KARABIYIK L.E. : **Türkiye'de Finans Tarihi**, Bursa, VİPAŞ Yayınları, 2001.

KARLUK R. : **Avrupa Birliği ve Türkiye**, 7.B., İstanbul, Beta Yayınları.

KIVILCIMLI H. : **Finans Kapital ve Türkiye**, İstanbul, Diyalektik Yayınları, 1996.

KÜRKÇÜĞİL M. : **Bizim İçin Ağlama IMF**, İstanbul, Everest Yayınları, 2002.

MANDEL E. : **İktidar ve Para**, Çev. B. Tanatar, İstanbul, Yazın yayıncılık, 1992.

MONTHLY REVIEW YAYIN KURULU, "Yavaşlayan Gelişme, Ölçsüz Sermaye ve Kapitalizmin Yeni Yüzü," Çev. Arzu Yazıcıoğlu, **CosmoPolitik Dergisi**, sayı: kış 2003, s.38-44.

ÖZBİLEN Ş. : **Ekonomi Politikasının Temelleri**, Ankara, Atıla Kitabevi, 1999.

ROBERTS R. : **Inside International Finance**, London, Orion Business Books, 1998.

SARILBRAHİMOĞLU Y.S. : **Ülkelerinin Kaderine IMF'i Ortak Edenler**, Ankara, Plair yayınları, 2002.

SAVAŞ V.: **Satılmışların Ekonomisi**, Ankara, Bilgi yayınevi, 2002.

SICILIA D. VE J.L. CRUIKSHANK : **Greenspan Et-kisi**, İstanbul, Literatür Kitabevi, 2000.

STIGLITZ J.E. : **Küreselleşme Büyük Hayal Kırıklığı**, İstanbul, Plan B yayını, 2002.

TAŞ S. Ve Örnek İ. : "Türkiye'de Finansal Serbestleşme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisi," **Banka ve Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Sayı : Mart 2003, ss.82-96.

WILLIAMSON J. ve MAHAR M. : **Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme**, Çev. G.Delice, Ankara, Liberte yayınları, 2002.

YAY T. vd. : **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler**, İTO yayını No. 2001-47, 2001.

YÜLEK M.A. : **Financial Liberalization and the Real Economy**, Ankara, SPK yayını, 1998.

finansal liberalizasyon ve ekonomik gelişme: literatüre eleştirel bir bakış**

Teorik bakış açısıyla, finansal liberalizasyon kavramı 70'li yılların başlarında R.I. Mc-Kinnon (1973) ve E. Shaw'ın (1973) makalelerinde görülmektedir. Bu iki yazar, gelişmekte olan ülkelerin ekonomik büyümesine ivme kazandırmak bakımından, finans sektörünün serbestleşmesini etkili ve basit bir araç olarak tanımlamaktadır¹. Bu teori, gerek büyük uluslararası organizmalarda, gerek gelişmekte olan ülkelerde çok hızlı bir şekilde olumlu yankı yaptı. Uygulamadaki basitliği çekiciliğini arttırdı. 70'li yılların sonlarından itibaren, bir dizi Latin Amerika ülkesi (Arjantin, Şili, Uruguay) finansal serbestleşme politikasını izlediler. Güneydoğu Asya ülkeleri (Güney Kore, Tayvan) 80'li yılların başında bu gidişata ayak uydurdu.

Bununla birlikte, aynı dönemde, L. Taylor (1983) ve S. Van Winbergen (1983) finansal liberalizasyonun geçerliliğini tartışmaya başladılar. Bu iki ekonomist, daha çok yapısalci ekonomik yaklaşıma dayanarak, bu tür bir politikanın ekonomik büyümenin ivmesinde bir yavaşlamaya yol açacağını gösterme arayışındaydılar.

Bu polemik hangi temeller üzerinde şekillenmektedir? Finansal liberalizasyon yandaşları hangi tezleri ileri sürmektedir? Tersinden, yeni yapısalcılar, finansal liberalizasyonun ekonomik büyümede bir yavaşlamaya yol açacağını söylerken, neye dayanmaktadır? Finans sektörünü serbestleştiren GOÜ'lerin ekonomik durumlarında bir iyileşme oldu mu? Ya da tam tersine durum kötüye mi gitmektedir? Nihayetinde, hangi ampirik sonuçlar, finansal liberalizasyon kavramının tekrar sorgulanmasına yol açabilir?

İlk kısımda, iki rakip teorinin eleştirel bir analizini yapacağız. Bu iki teorinin bir takım ortak noktalara sahip olup olmadığını tespit etmeye çalışacağız. İkinci kısımda, finansal liberalizasyonun uygulandığı farklı ülkelerde, bu politikaların sonuçlarını mercek altına alacağız. Bu uygulama sonuçlarının, finansal liberalizasyon kavramının içeriğini ne yönde değiştirdiğini göreceğiz.

1. finansal liberalizasyonla ilgili teorik yaklaşımlar

1.1. mac-kinnon/shaw yaklaşımı

Gelişmekte olan pek çok ülkede, özel sektöre ya da kamuya ait aktiflerin işlem gördüğü finans piyasaları ya yoktur ya da oldukça sınırlıdır. Bankacılık sektörü kaynakların toplanması sürecinde önemli bir rol oynamaktadır. Bu bağlamda, hükümetler bankacılık sektörünü genellikle stratejik bir sektör olarak hesaba katarlar. Dolayısıyla da dolaylı veya dolaysız bir şekilde bu sektörü denetim altına alma arayışındadırlar. Bu kontroller farklı şekillerde sağlanmaktadır: sektörün ulusallaştırılmasından, (öncelikli görülen sektörlerde) faiz oranlarının piyasa dengesinin altında bir düzeyde sabitlenmesine ya da devlete bütçe açığını düşük bir maliyetle finanse etme olanağını sunacak zorunlu rezervlerin oluşturulmasına kadar geniş bir yelpaze mevcuttur. Bu "finansal baskı", Mac-Kinnon, Shaw ve takipçilerine göre, ekonomik büyümede bir yavaşlamaya yol açmaktadır.

1-1-1 neden formel bankacılık sektörünün baskılardan kurtarmak gerekir?

"Finansal baskı" ekolü, R.I. Mac-Kinnon ve E. Shaw'ın çalışmaları etrafında şekillendi.

Mac-Kinnon, soruna öncelikle "parçalanmış"² ekonomi çerçevesinden bakmaktadır. Buna göre, "organize finans piyasalarının mevcut olmadığı" göz önüne alındığında, yatırımcılar (firmalar) ve tasarruf sahipleri (yöneticiler) arasında bir ayrım olmaksızın, bütün ekonomik birimler otofinansman yoluyla ayakta durmak zorundadır. Bu firma ve yöneticiler birbirinden borç almamakta ya da birbirlerine borç vermemekteler³. Dolayısıyla, bölünemez olduğu varsayılan yatırım tümüyle otofinansman yoluyla karşılanmakta ve bir ön birikim gerektirmektedir. Bu iki ayrı görünüm arz edebilir: (öngörülen enflasyon oranını hesaba katan) reel üretkenliği olmayan aktif biçiminde bir tasarruf ya da reel nakit para (banka mevduatları). Banka mevduatları biçimindeki tasarrufların, yani finansal tasarrufların, reel karlılıkların, yani mevduatlara uygulanan faiz

Baptiste Venet*

Çeviri:
Canan
Özatalay

Hükümetler
bankacılık
sektörünü
genellikle
stratejik
bir sektör
olarak
hesaba
katarlar.
Dolayısıyla da
dolaylı
veya
dolaysız
bir şekilde
bu sektörü
denetim
altına
alma
arayışındadırlar

* Crefed-Ceprem
Paris IX Dauphine
Üniversitesi

oranlarının artan bir fonksiyonu olduğu var sayılmaktadır: bu oran yüksek olduğu ölçüde, yatırımlara teşvik artmaktadır. Gerçekten, reel mevduatlar sermayenin şekillenmesinde "sürükleyici" bir rol oynamaktadır: para ve sermaye, birbirini ikame etmekten ziyade birbirini tamamlayacaktır⁴. Mac-Kinnon'un teorisinin temel katkısı, bu para talebinin yeniden formüle edilmesinde görülmektedir. Oysa, Mac-Kinnon kısmen parasallaşmış bir ekonomi tasvir etmektedir. (Nominal faiz oranlarını arttırmak ya da enflasyonu azaltmak yoluyla) Reel faiz oranını arttırmak, bir tasarruf piyasası yaratma yoluyla ekonominin parasallaşması sürecini tetikleyecektir. Geleneksel mantık tersine dönmektedir: artık fiyatı belirleyen piyasa değildir, piyasayı yaratan fiyattır! Bununla birlikte, bu modelde finansal araçların konumunu ve rolünü sorgulamak yerinde olacaktır. Gerçekten, Mac-Kinnon'un "bankaları", otofinansman hipotezi göz önüne alındığında, kredilendirme işlevini yerine getirmemektedir: tasarrufları toplamak, karşılıklarını sağlamak ve sahiplerine teslim etmek ile yetinmektedirler. Bankalar borç vermediklerine göre, mevduat karşılıklarını nasıl sağlayacaklar? Hangi kaynaklardan karşılayacaklar? Mac-Kinnon bu soruya cevap vermemektedir. Borç verme sisteminin, tanım gereği, mevcut olmadığı bir "bankacılık" sektörünü varsaymaktadır. Borç vermenin imkansız olduğu bir bankacılık sisteminde, para dışıdır. Çalışmanın devamında (7. bölümden itibaren), finansal araçlar işlevlerine yeniden kavuşmaktadır: mevduatın toplanması, borç verme işleminin ifası. Mac-Kinnon, otofinansman sisteminden, aracılı finansman sistemine nasıl geçildiğini maalesef okuyucuya açıklamamaktadır.

"Borcun aracılendirilmesi" modelinde, Shaw, mevduatlara uygulanan faiz oranlarındaki artışın, işlemcilerin mevduat talebini teşvik ederek, bankacılık sektörünün kredi kapasitesini artırdığını göstermektedir. Bu, dışsal bir şekilde finanse edilen yatırımları uyarmaktadır. İki yaklaşım arasında pek az farklılık vardır: Mac-Kinnon, faiz oranlarındaki artışın etkilerini, "ilkel" bir ekonomiyi parasallaştırmanın bir aracı olarak tanımlamaktadır, Shaw ise bankaların potansiyel finansal aracı olarak konumlandığı bir parasallaşmış ekonomi çerçevesinde fikir yürütmektedir. Mac-Kinnon'un finansal gelişmenin henüz başlangıç aşamasında (dışsal para) olduğu bir ekonomi tasviri karşısında, Shaw'ın ekonomik modeli finansal gelişmenin ikinci aşamasına (içsel para) ulaş-

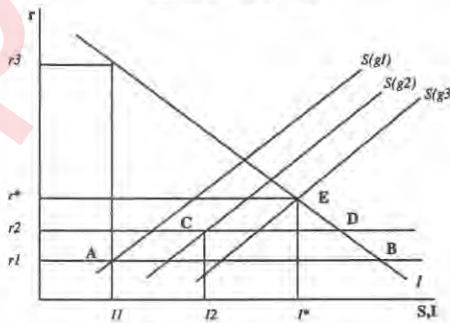
mış durumdadır. Mac-Kinnon'da ekonominin parasallaşması aşamasında ortaya çıkan finansal araçların varlığı ile ilgili ayrım, "Mac-Kinnon/Shaw yaklaşımını" genellikle Shaw modeline indirgemektedir.

Para içsel olduğunda, finansal baskıların etkileri özetlenebilir. Devlet keyfi olarak (bankalar tarafından talep edilen ya/ ya da uygulanan nominal faiz oranlarını sabitleme yoluyla) reel faiz oranlarını piyasa dengesinin altındaki bir düzeyde sabitlerse, ekonomik büyümede yavaşlamaya yol açan aşağıdaki sonuçlar ortaya çıkacaktır:

- Banka, mevduatlarındaki azalma karşısında yatırımlar için kullanılmaya hazır fon miktarını azaltacaktır.
- Finansal araçların tutumlarındaki değişme sonucunda yatırımların kalitesi etkilenecektir. Shaw'ın altını çizdiği gibi, "reel kredilendirme oranlarındaki düşüşün fiili olarak tavana vurması, araçların likidite tercihlerini ve riskten kaçınma tutumlarını yaygınlaştırmaktadır. Bankalar, -alacaklarının kesin olduğu- (borçlulara) uzun bir zamandır istikrarlı bir gidiş sergileyen ticari firmalara, portföylerinde imtiyazlı bir yer vermektedir. Daha riskli yeni borç olanaklarının araştırılması yönündeki teşvik oldukça sınırlanmaktadır.⁵"

Faiz oranlarının piyasa düzeyinin altında sabitlenmesinin etkileri aşağıdaki grafikte açık bir şekilde görülebilir:

finansal baskının yatırım ve tasarruflar üzerindeki etkisi



Yatırımın (I) reel faiz oranının azalan bir fonksiyonu olduğu, tasarrufun (S) milli gelir (g) ve reel faiz oranı (r) nin artış oranının artan bir fonksiyonu olduğu varsayılmaktadır. Her bir tasarruf fonksiyonu, ekonomik büyümenin (g) belirli bir düzeyine bağlı olarak tanımlanmıştır. Burada, $g1 < g2 < g3$ olarak varsayılmıştır. Faiz oranları $r1$ ve $r2$, düşmekte olan faiz oranları-

Mac-Kinnon'da ekonominin parasallaşması aşamasında ortaya çıkan finansal araçların varlığı ile ilgili ayrım, "Mac-Kinnon/Shaw yaklaşımını" genellikle Shaw modeline indirgemektedir

nın yönetiminde iki ayrı duruma tekabül etmektedir:

$$r1 < r2 < r^*$$

r^* : $1^* = S^*$ olduğunda denge reel faiz oranı

Başlangıçta, ekonominin büyüme oranının $g1$ olduğu varsayılmaktadır. $r1$ (banka mevduatlarına uygulanan faiz oranı)'de, tasarruflar 11 'e eşittir. Bankalar kredi oranlarını istenen düzeyde sabitleyebilirler, bu durumda faizler (11 yatırımları için) $r3$ 'te sabitlenecektir ve düzenlenmiş fakat rekabetçi bankacılık sektörü tarafından el konulan ($r3-r1$) arasındaki marj, fiyat-dışı rekabet işlemlerini finanse etmekte kullanılabilir (reklam, yeni hizmetler, vs.).

Bununla birlikte, oranlardaki düşüşün yönetime, hem kamu mevduatları hem bankalar tarafından verilen borçlar eklenmektedir (hükümet açısından, bazı öncelikli sektörlerde borcun maliyetini kısararak, yatırımcıyı teşvik etmek söz konusudur). $r1$ oranı, hem mevduat oranına, hem bankalardaki kamu borçlarının oranına eşittir. Bu oranda, tasarruflar 11 'de sabitlenmekte ve 11 düzeyinde bir yatırıma olanak vermektedir. Yatırım talebinin bir kısmı karşılanmamaktadır (AB doğru parçası). Diğer bir anlamda, kredi sınırlandırılmıştır ve girişimcilerin bir kısmı karlı olabilecek yatırımlarını finanse edememektedir. Ayrıca, finanse edilmiş projelerin, reel faiz oranı $r1$ 'den daha fazla bir verimlilik oranına sahip olacağı varsayılabilir. Gerçekten, kredilerin sınırlandırılması bankaları, etkin bir ihtiyatlı tutum takınmaya, yani daha az riskli, dolayısıyla daha az karlı projeleri finanse etme tercihinə yöneltebilir. Bu tutum, bankacılık sektörünün, daha riskli projelerin finansmanı için gerekli olan risk primini karşılamadaki yetersizliğiyle açıklanabilir. Ayrıca, karşılanmamış yatırım talebinin bu bölümünde (AB), verimliliği yüksek fakat daha riskli bir dizi proje bulunabilir. Bu projeler, finansman zorluğundan ötürü, gerçekleştirilememektedir.

$r1$ 'den $r2$ 'ye geçiş, bankacılık sektörü üzerindeki devlet baskısının gevşediğini göstermektedir. $r2$, oranların kontrol altında tutulduğu bir duruma tekabül etmekle birlikte, oranı daha yüksek bir noktada sabitleyerek, karşılanmamış talep (CD) < (AB) halini almaktadır.

r 'nin r^* 'a eşit olduğu noktada, karşılanmamış yatırım talebi ortadan kalkmaktadır. Ekonominin büyüme oranı bu durumda $g3$ 'e gelmektedir.

Mac-Kinnon/Shaw'ın analizi, finansal açıdan baskı altına alınan bir ekonomi çerçeve-

sinde, faiz oranlarının denge oranının altında sabitlenmesinin:

- tasarrufları tüketici lehine azalttığını (banka mevduatlarının azalması);
- yatırımları, optimal düzeyinin altında sabitlediğini;
- bankalar devlet tarafından düşük verimli projeleri (tarım üretimi,...) finanse etmeye zorlandığı ölçüde, gerçekleşmiş yatırımların kalitesini düşürdüğünü göstermektedir.

Bu durumda, finans sektörünü serbestleştirmek, yani (nominal oranları arttırmak ya da enflasyonu düşürmek yoluyla) mevduatlar üzerinde uygulanan reel faiz oranlarının düzeyini arttırmak, parasal nakit birikimini (yani tasarrufları) teşvik edecek ve dolayısıyla yatırımların artmasına olanak sağlayacaktır. Bu, basamak ekonomilerinin gerçekleştirilmesi sayesinde borç veren ile alan arasındaki aracılık giderlerinin kısılmasından ötürü, riski dağıtarak, borç alanların fonlardan daha kolay istifa etmesini sağlayarak, vs. aynı zamanda bankalara aracılık faaliyetlerini artırma imkanı sunacaktır.

Mac-Kinnon ve Shaw'ın temel modelleri, birçok yazar tarafından tekrar ele alınıp, zenginleştirilmiştir.

Kapur (1976), modeli, dinamik bir hale getirerek, analizi geliştiren yazarların başında gelmektedir. Mevduatlara uygulanan nominal oranları arttırmanın, toplam paranın artış hızını kısmaya oranla daha tercih edilir olduğu sonucuna varmaktadır. Gerçekten, ilk çözüm eş zamanlı olarak iki hedefe ulaşmayı olanaklı kılmaktadır: (para talebini kısararak) enflasyonu düşürmek ve tasarrufların doğrudan teşvik edilmesi.

Galbis (1977) iki sektörü bir model oluşturmaktadır: sermaye verimliliğinin düşük ve sabit olduğu "geleneksel" bir sektör ve sermaye verimliliğinin yine sabit fakat daha yüksek düzeyde olduğu "modern" bir sektör. Birinci sektör, (banka kredisine başvurmayarak) yatırımlarını kendi kaynaklarından finanse etmektedir, ikincisi ise banka borçları ve tasarruflarla finanse etme yoluna gitmektedir. Modelde, tasarruflar geleneksel sektörden modern sektöre doğru kaydığı ölçüde, finansal liberalizasyon (mevduatlara uygulanan reel oranlarda artış) yatırımların ortalama verimliliğinde bir artışa yol açmaktadır.

Vogel ve Buser (1976), risk/verimlilik terimlerinin dahil edildiği bir model oluşturarak, Mac-Kinnon'un para/sermaye bütünlüğü hipotezini

Finans
sektörünü
serbestleş-
tirmek,
yani
mevduatlar
üzerinde
uygulanan
reel
faiz
oranlarının
düzeyini
arttırmak,
parasal
nakit
birikimini
teşvik
edecek ve
dolayısıyla
yatırımların
artmasına
olanak
sağlayacaktır

tekrardan gündeme getirir. Enflasyona karşı korunma-değerleri olarak kabul gören mamul ya da yarı mamul stokları biçimindeki üçüncü bir aktifi analize dahil ediyorlar. Mac-Kinnon/Shaw, finansal baskıyı, paranın reel verimliliğinin (mevduatlar üzerindeki nominal oranlar ile enflasyon arasındaki fark) baskı altına alınmış olması olarak kabul ederken, Vogel ve Buser bu aynı verimliliğe bağlı artan risk, yani mevduat üzerindeki nominal oranların ya da enflasyon oranının artışıdaki değişiklik olarak tanımlamaktadır. Bu nedenle, finansal liberalizasyon iki farklı sonuca yol açabilir:

- paranın reel verimliliğinde bir artış (Güney Kore);
- reel verimlilik düzeyinde bir istikrar, yani paranın elde tutulmasına bağlı riskin azalması (Brezilya).

Mathieson (1979), serbest bir ekonomide finansal liberalizasyon modeli oluşturmaktadır. Temel fikir, finansal liberalizasyonun yol açacağı reel değişim (kambiyo) oranlarındaki olası değişimleri hesaba katma zorunluluğudur. Gerçekten, finansal baskının ortadan kalkması sonucu reel faiz oranlarındaki artış, sermaye girişini önemli oranda teşvik edebilir. Bu, daha çok ülke içindeki firmaların tutumundan kaynaklanmaktadır. Gerçekten, kredilerin maliyetini ciddi anlamda pahalılaştıran finansal liberalizasyon, firmaları ülke dışından borç bulmaya yöneltebilir. Dolayısıyla, enflasyonist baskıları besleyecek (60'lı yıllarda Güney Kore'de ya da 70'li yıllarda Şili'de olduğu gibi) sermaye girişlerini teşvik edilebilir. Sabit kurların uygulandığı bir sistemde, ve sermaye girişleri sonucunda (global) toplam ödeme dengesi fazla verdiği ölçüde, enflasyonu tetikleyecek şekilde para arzında otomatik bir artış gündeme gelmektedir⁶. Fiyatlardaki bu yükseliş, reel faiz oranlarını düşürmektedir, bu düşüş ise nominal oranlarda yeni bir artışı kışkırtabilir. Bu problemin önüne geçmek için, Mathieson, finansal liberalizasyon politikasının uygulanması esnasında parada önemli bir devalüasyon yapılmasını önermektedir. Bu devalüasyon sermaye girişlerini ve dolayısıyla faiz oranlarındaki istenmeyen artışı kısacaktır.

Nihayetinde, son modeller Mac-Kinnon/Shaw'ın başlangıçtaki yaklaşımlarını zenginleştirmiştir. Özellikle, N. Roubini ve X. Sala-i-Martin'in çalışmalarında gözlemlenen durum budur.

Bunların modelleri, exogen uyumsuzlukların finans piyasaları üzerindeki uzun vadeli

büyüme bakımından sonuçlarını incelemeyi hedeflemekteydi. Bu model aşağıdaki hipotezlere dayanmaktadır:

- finansal gelişme, yatırımların uzun vadedeki verimliliğini artırarak, ekonominin uzun vadedeki büyümesini iyileştirmektedir;
- yönetim, finansal baskı sayesinde ucuz kaynaklara ulaşmanın bir yolunu bulabilir. Enflasyon vergisinin tahsili güçleştiği ölçüde, finans sektörünün gelişmesinin önüne geçmek, yönetimin çıkarına olacaktır.

Finansal baskı, finansal gelişmeyi engelleyerek, farklı ülkeler arasındaki gelişmişlik farklarını açıklayacaktır.

Dolayısıyla Mac-Kinnon/Shaw yaklaşımı, finansal baskının finansal gelişmeyi yasaklamasından ötürü ekonomiye zarar verdiğinin altını çizmektedir. Zorunlu rezervlerle ilgili kontrollü nominal oranların uygulamaya konulması ve enflasyonu tetikleyen oldukça cömert para politikalarının sürdürülmesi ekonomik büyümeyi olumsuz etkileyecektir. Tersinden, finansal liberalizasyon, finansal gelişmeye izin vereceği için, ekonomik büyümeye ivme kazandıracaktır. Bununla birlikte, bu yaklaşım, belki de işlevsel (evrensel) ve basit karakterinden ötürü, bir dizi problemi beraberinde getirmektedir.

1-1-2 mac-kinnon/shaw yaklaşımında finansal liberalizasyonun neden olduğu problemler

Dornbush ve Reynoso (1989)'nun altını çizdiği gibi, finansal baskı okulunun yaklaşımı büyük ölçüde bir "paradigmadan" yola çıkmaktadır. Finansal açıdan baskı altına alınmış bir ekonomide "tasarruf kanalları genellikle az gelişmiştir ve/veya tasarruf verimliliği negatif ve istikrarsızdır; tasarrufçular arasında bağlantı kuran finansal araçlar rekabetçi araçlar sayesinde optimal bir karşılık sağlayamamaktadır; kötü finans politikaları verimliliği düşürdüğü ya da istikrarsız hale getirdiği için firmalar yatırım kararı almakta zorlanmaktadır⁷." O halde, finans piyasalarını serbestleştirmek, yatırımların artmasına olanak vermek ve büyümeyi teşvik etmektir. Bununla birlikte, her iki yazarın da altını çizdiği gibi, "finansal baskı paradigması bir parça gerçeklik gibi görünmektedir...fakat aynı zamanda büyük bir mübalağa da söz konusudur⁸." Mac-Kinnon/Shaw yaklaşımını temellendiren bir dizi

Finansal baskı, finansal gelişmeyi engelleyerek, farklı ülkeler arasındaki gelişmişlik farklarını açıklayacaktır

anahtar-ilişkiyi tekrardan incelemek yerinde olacaktır.

İlk olarak, finansal liberalizasyon teorisinin bütün, reel faizler ile tasarruflar arasında artan bir ilişki olduğunu varsaymaktadır. Burada, karşılıkları (faizler) arttığında, tasarrufların da arttığı bir ikame etkisi göz önüne alınmaktadır. Bununla birlikte, öncekinin tersine tasarruflar ile reel faiz oranları arasında azalan bir ilişkiyi varsayan bir gelir etkisinin buna eklenmesi gerekir. Mac-Kinnon'daki gibi, gelişmekte olan ülkelerde tasarrufların başlangıçta çok sınırlı olduğu ve bu tasarrufların karşılıklarının artırılmasının pozitif bir etki yaratacağı kabulü dışında, toplamda, etkinin karakteri belirsizdir.

İkinci olarak, Mac-Kinnon/Shaw yaklaşımı piyasanın kusursuz olduğu varsayımından yola çıkarak şekillenmiştir. Stiglitz ve Weiss (1981), rekabetçi kredi piyasalarında bile bir kredi sınırlamasının mümkün olabileceğini göstermişti. Kredi piyasasının kusurlulukları göz önüne alındığında, bu, finansal serbestleşmenin özü itibarıyla verimsiz olabileceği anlamına gelir. Eşit malların değil, fakat gelecekte verimli olacağı umulan fonların değiş-tokuşu söz konusu olduğu ölçüde, kredi piyasaları yapısal olarak sıradan piyasalar değildir. Dolayısıyla, bir borçtan diğerine geçişecek bir kusurluluk riski mevcuttur. Bu kusurluluk risklerinin değişkenliği borç veren açısından bilgi toplama problemini gündeme getirmektedir. Eğer borç veren borç alana bağlı riskleri kesin bir şekilde belirleyemezse ya da bu risklerin bilincinde olarak uygun tutumu alamazsa, o halde bilgi eksiklikleri "anti-selection" (yanlış seçim) süreçlerine yol açabilir. Bilgi kusurlu olursa, mesela banka kredi oranlarını yükseltme yönünde bir tercihte bulunabilir. Bir başka deyişle, banka, her birinin yol açabileceği riskleri kesin olarak belirleyemediğinden, tüm borç alanları cezalandırmış olacaktır. Bu tutumun iki büyük sonucu olabilir:

- Firmalar, yüksek faiz oranlarını göz önünde tutarak, daha riskli projelere öncelik vereceklerdir;
- Banka, yüksek faiz oranlarını göz önünde tutarak, kredi borçları karşısında görece duyarsız kötü alacaklıları kendisine çekecektir.

Cho (1986) da, kredi piyasalarında bilgiyle ilgili problemlerin önemine işaret etmektedir: "[...] bilgi eksikliği söz konusu olduğunda, serbest kazanç rejimleri sermayeye optimal ödeneği sağlamak noktasında yeterli de-

ğildir. Bankalar, yeni üretken alacaklı grupları finanse etmekten kaçınacaktır, çünkü bunlar çok riskli görünecektir ve bankalar tarafsız olsalar bile ya da faiz oranlarının kontrolü söz konusu olmasa bile durum değişmeyecektir". Diğer bir deyişle, piyasa üzerinde yıkıcı bir etkiye sahip olmaktan uzak kredi ödemeleri ya da devlet yatırım bankalarının mevcudiyeti, piyasanın kusurluluklarına bir cevap olabilir.

Üçüncü olarak, finansal serbestleşmenin yol açtığı yüksek faiz oranlarıyla ilgili bir dizi problem ortaya çıkmaktadır. Bu problemler iki yönlüdür:

- Bir yandan, bankacılık sektörü açısından ve yönetimin yeni faiz oranlarına düzeyine adapte olacağı süre açısından geçici bir problem ortaya çıkabilir. Bankalarla ilgili olarak, bankalar vade değişimli faaliyetlere bağlı önemli kayıplara maruz kalabilir. Gerçekten, bankalar, topladıkları mevduatlar söz konusu olduğunda, orta vadeli bir borcu yapısal olarak daha uzun bir vadeye döndürebilmekteler. Bu borçlar sabit bir orana endeksleniyor ve mevduatlara uygulanan faizler finansal serbestleşme sonucu artıyorsa, bankaların kaynaklarındaki maliyet artışını hemen yansıtmaya imkanına sahip olmamasına bağlı olarak bankacılık marjında görece bir küçülme söz konusu olacaktır. Bu durum, bankacılık sektörünü geçici bir kırılganlık sürecine sürükleyecektir. Aynı şekilde, faiz oranlarındaki artışın bütçe açıkları üzerinde de etkisi olacaktır. Kamu borç servisinin ağırlığı artarken, kamu açıkları da artacaktır. Finansal liberalizasyon bankacılık sektöründen gelen gelirleri ya da bankaların aktiflerinde Hazine bonolarının payını azalttığı ölçüde, bu olgu daha da derinleşebilir. V.R. Ben-civenga ve B.D.Smith (1990), oluşturdukları modelde, yönetimi bütçe açığını paraya çevirmeye zorlayacak dolaysız finans piyasalarının yokluğu göz önüne alındığında, finansal baskının optimal derecesinin sağlandığını gösteriyorlar. Her iki yazar da, büyük kamu açıkları olan ekonomilerin, finansal liberalizasyon sürecinden bir çıkarları olmayacağını belirtiyorlar.

- Diğer yandan, nominal faiz oranları, enflasyon oranının üstünde artabilir. Becker-man'a (1998) göre, bu durum "ek bir fi-

Eğer
borç
veren
borç
alana
bağlı
riskleri
kesin
bir şekilde
belirleyemezse
ya da
bu risklerin
bilincinde
olarak
uygun
tutumu
alamazsa,
o halde
bilgi
eksiklikleri
"anti-selection"
süreçlerine
yol
açabilir

nansal baskıya" yol açabilir. Onun açısından, reel denge faiz oranları negatif olabilir¹⁰. Bu noktada, reel faiz oranlarını pozitif yapmaya çalışmak, ekonomide önemli dengesizliklere kapıyı açmak ve ekonomik gelişmeyi engellemek anlamına gelir.

Son olarak, Mac-Kinnon/Shaw yaklaşımı, gelişmekte olan ekonomilere özgü yapısal görünümünden birini ihmal etmektedir: enformel bir finans sektörünün varlığını. Finansal liberalizasyonu destekleyenler açısından, bu finansal ikicilik, finansal baskının ve ekonomideki bölünmenin sadece bir değişimidir. Dünya Bankası (1989), "enformel piyasaların varlığı genellikle finansal baskının bir işaretidir" şeklinde görüş belirterek, bu bakış açısına tamamiyle katılmaktadır¹¹. Sonuçta, enformel finans sektörü finansal serbestleşme ile birlikte önemini kaybedecektir; Shaw'un altını çizdiği gibi, "(dolaylı finansal aktiflere kusurlu bir ikame oluşturan¹²) enformel sektör, daha fazla serbestleşmiş organize bir finans sektörünün artan rekabetine karşı durmak zorunda kalacaktır¹³."¹⁴ O halde, formal sektör ve enformel sektör birbirinin rakibi (ikamesi) olacaktır ve birinin büyümesi, diğerinin kaybolmasına yol açacaktır.

Bununla birlikte, Jensen'in (1989) altını çizdiği gibi, "enformel bir finans pazarının varlığı finansal baskının kanıtı değil, daha ziyade üretim ve pazarlama örgütlenmesinin dile getirilmesidir¹⁵."

Finansal baskı ile enformel bir finans sektörünün varlığı arasındaki ilişkinin tekrar söz konusu edilmesi, Mac-Kinnon/Shaw'ın tezleri karşısında yeni-yapısalcıların yaptıkları eleştiriler etrafında şekillenmektedir.

yeni-yapısalcı ekol

Yeni Yapısalcı ekol Taylor'un (1983) öncülüğünde, Mac-Kinnon/Shaw'ın öne sürdüğü tezlere tepki olarak ortaya çıkar. Bu ekol, enformel finans piyasalarının varlığını spesifik olarak ele alır ve kaynakların karşılanması anlamında bu piyasalara büyük bir etkinlik atfeder. Enformel sektör, ekonomik büyümeyi engellemeyecek, tersine büyümenin bir faktörü olacaktır.

I-2-1 yeni yapısalcı modellerin hipotezleri

Fry'a (1988) göre, "yapısalcı modeller, Mac-Kinnon modelinden kökten farklı beş iddia üzerinden şekillenmektedir:

- 1) ücretler, sınıf savaşlarından bağımsız, dışsal (ya da yapısal) bir şekilde belirlenmektedir;
- 2) enflasyon, (ekonominin durumundan bizat etkilenen) çalışanların ve sermayedarların göreceli ağırlığına göre belirlenmektedir;
- 3) tasarrufun kaynağı ücretler değil, kârdir;
- 4) fiyatlar genel düzeyi, çalışma maliyetleri, ithalat ve üretken sermayenin finansmanı üzerindeki sabit oranlara göre belirlenmektedir;
- 5) gelişmekte olan ülkeler birincil madde, dayanım malları ve ara mal ithalatlarına önemli oranda bağımlıdır.¹⁶

Yeni yapısalcı modellerin düzeltme mekanizmaları Keynesyen'dir: enformel sektörün faiz oranları, kredi ve para arz ve talebini eşitleyecek şekilde hizaya gelmektedir. Mal piyasasında, arz ve talep dengesi fiyat üzerinden değil, miktar üzerinden sağlanmaktadır.

Diğer yandan, enflasyonu belirleyen maliyetlerdir. Buna göre, "Mac-Kinnon" modellerinin mantığını uygulamak, ancak ülkenin ekonomik durumunu zarara uğratar. Gerçekten, (sıkı para politikasına ek olarak) nominal faiz oranlarını yükseltmek sadece enflasyonu artırır. Aynı şekilde, devalüasyon yapmak ithalatın maliyetini arttıracak ve dolayısıyla büyümeyi yavaşlatacaktır. Yeni yapısalcılara göre, finansal serbestleşme stagfasyona yol açacaktır.

Enformel finans piyasaları yeni yapısalcı analizin merkezinde yer almaktadır. Daha önceden belirtildiği gibi, para ve kredi arz-talep eşitliğini sağlayan nominal faiz oranlarını belirleyen bu piyasalardır. Parası olanlar bu piyasalarda parasını bankaya verir, yani bunlar, tasarruf sahipleri ile yatırımcılar arasında finansal aracı rolü oynamaktadır. Taylor'a göre, bu piyasalar "rekabetçi ve dinamik-tir."¹⁷

Enformel sektörün faiz oranları, borcun marjinal maliyetini temsil ettiği ve nakit talebini belirleyen bir parametre olduğu ölçüde belirleyici bir rol oynar.

Gerçekten, (Tobin'in analizine uygun olarak) yeni yapısalcı modellerde üç tip finansal aktif tanımlanmaktadır:

- altın ya da para;
- banka mevduatları;
- enformel piyasalardaki borçlar.

Yeni
yapısalcı
ekol
enformel
finans
piyasalarının
varlığını
spesifik
olarak ele
alır ve
kaynakların
karşılanması
anlamında
bu piyasalara
büyük
bir
etkinlik
atfeder

Enformel piyasalardaki borçlar, iki sektör arasında serbestçe hareket eden sermayeden ziyade, banka mevduatının bir alternatifi gibi görünmektedir. Problem, formel sektörün mü yoksa enformel sektörün mü ekonomik büyümeyi teşvik ettiğini belirlemektir. Yeni yapısalcılara göre, formel sektör, doğası gereği enformel sektöre göre daha etkindir. Enformel sektör, mevduatların belirli bir bölümünü temsil eden zorunlu rezervleri oluşturmaktadır. Yeni yapısalcılara göre, bu temel hipotez Mac-Kinnon/Shaw modellerinin ileri sürdüğü finansal serbestleşmenin zararlı olduğu sonucunu çıkarmamıza olanak verir.

II-2-2 finansal serbestleşme istenmeyen bir şey midir?

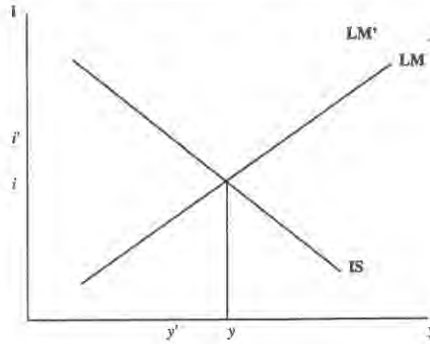
Yeni yapısalcı modellerde, bankaların oluşturduğu zorunlu rezervler finansal aracılık önünde bir engeldir. Gerçekten, firmalar açısından toplam reel borç arzını sınırlandırmaktadır. Mac-Kinnon'un finansal serbestleşmenin mevduatlara uygulanan reel faiz oranlarını arttıracığı varsayımını kabul edersek, o halde yeni yapısalcı modellerde finansal serbestleşme ekonomik büyüme üzerinde ancak olumsuz bir etki yaratabilir. Reel faiz oranlarındaki artışın iki büyük sonucu olacaktır:

- bir yandan, üretken sermayenin maliyetini arttıracaktır, bu da fiyatlar genel düzeyinde bir artışa ve ekonomik büyüme oranını düşürecek olan yatırımlarda bir azalmaya yol açacaktır.
- Faiz oranlarındaki artış nakit para talebini kısabilir, bu da enformel finans piyasalarındaki nominal faiz oranlarında bir artışı tetikleyerek, borç arzının kısılmasına yol açacaktır.

Bu sonuçlar Van Wijnbergen (1983) ve Taylor (1983) modellerinde görülmektedir.

Van Wijnbergen, portföy tercihi anlamında Tobin'in analizinden esinlenerek modelini oluşturmaktadır. Enformel piyasalarda, ajanların (W) reel zenginliğinin; para (CC), vadeli banka mevduatları (TD) ve üretken sektörün doğrudan borçları (LH) arasında dağıldığını varsaymaktadır. Bu üç aktifin de birbiriyle ikame edilebilir olduğu ve aynı değişkenlere bağlı olduğu ileri sürülmektedir. Bu değişkenler: enflasyon oranı (π), enformel sektörün nominal denge faiz oranı (i), vadeli mevduatlara uygulanan reel faiz oranı (r td) ve gelir (y). Mevduatlara uygulanan reel faiz oranlarındaki bir artışın etkileri aşağıdaki grafikte gösterilmeye çalışılmıştır:

Vadeli mevduatlara uygulanan reel faiz oranlarındaki artışın etkileri



Mal piyasasını etkilemeyen, mevduatlara uygulanan reel faiz oranlarındaki (r td) bir artış sonucunda –sadece enformel sektörün reel faiz oranlarına ve gelire (y) bağımlı- IS değişmez. Buna karşılık, para piyasalarında iki çelişkili etkisi olacaktır. Bir yandan, r td'deki artış nakit para talebini arttıracak ve LM'nin yukarı doğru kaymasına (LM') yol açacaktır. Diğer yandan, para ve vadeli mevduatlar arasında bir ikame etkisi yapacaktır: ajanlar, nakit para tutmak yerine, vadeli mevduatlara yöneleceklerdir. Bu durum, para arzında bir artışa yol açacaktır (para/mevduat oranı azaldığında, parasal taban çarpanı büyümektedir).

LM üzerindeki etki, zorunlu rezervler ve enformel sektörün aktif ve para talebinin göreceli esnekliklerinin, vadeli mevduatlara uygulanan oranlara payına göre değişmektedir:

- ajanlar portföylerinde vadeli mevduatları enformel sektörün aktifleriyle ikame ederlerse, üretken sektör açısından kullanılabilir fonların toplam arzı azalmaktadır, çünkü vadeli mevduatlardaki artışın bir kısmı zorunlu rezervleri besleyecektir, bu da borç verilebilir fon arzını sınırlandıracaktır. Bu durumda, LM yukarı doğru (LM') kayacaktır ve vadeli mevduatlara uygulanan faiz oranlarındaki artış enformel piyasadaki nominal faiz oranlarındaki bir artışla ve gelirde bir azalmayla (y' den y 'e) kendisini gösterecektir. Sıkı para politikasının da benzer olumsuz sonuçlara yol açacağı söylenebilir.
- Tersinden, ajanlar nakit para tutmak yerine vadeli mevduatlara yönelirlerse, (enformel piyasalarda borç verilebilir fon arzı pek az etkileneyeceği için) üretici sektör açısından toplam kullanılabilir fon arzı artacaktır. LM eğrisi aşağıya doğru kayacaktır ve bu da enformel sektörün

Mac-Kinnon'un finansal serbestleşmenin mevduatlara uygulanan reel faiz oranlarını arttıracığı varsayımını kabul edersek, o halde yeni yapısalcı modellerde finansal serbestleşme ekonomik büyüme üzerinde ancak olumsuz bir etki yaratabilir

nominal faiz oranlarında bir düşüşe ve gerilimde bir artışa yol açacaktır.

Yeni yapısalıcılar için, birincil önem taşıyan ikame etkisidir. Mac-Kinnon /Shaw tarafından ileri sürülen ve (nominal oranlarda bir artış ya da enflasyon oranında bir azalma, yani sıkı para politikası yoluyla) banka mevduatlarına uygulanan reel karşılıkları arttırmayı hedefleyen finansal serbestleşme sadece olumsuz sonuçlara yol açacaktır.

Yeni yapısalıcı yaklaşımında da bir takım problemler vardır. Modelin sonuçları pek tatmin edici olmayan iki temel hipoteze dayanmaktadır: kaynakların karşılanması enformel sektörün etkinliği ve bankacılık sistemi tarafından zorunlu rezervlerin sistematik olarak oluşturulması.

Enformel sektörün ekonomide optimal bir şekilde kaynakları kiralama kapasitesi ile ilgili olarak, ad hoc bir hipotezin söz konusu olduğu kabul edilmektedir. Kimi ülkelerde (mesela, Burkina-Faso'da GSYİH'nin yaklaşık yüzde 40'ı) enformel sektörün ulusal gelir artışına kesin bir katkısı olsa bile, homojen bir enformel sektör söz konusu değildir. Kendi aralarında pek az ilişki bulunan ve farklı tarzda şekillenen (tontin, kişisel borç verenler,...) bir dizi coğrafi mikro-piyasa söz konusudur. Bu koşullarda, enformel sektörde tek bir denge faiz oranından bahsetmek güçtür. Diğer yandan, G. Christensen (1993) enformel sektörün tam bir finansal aracı görevini yerine getirmediğini göstermeye çalışmıştır. Gerçekten, bankanın aracılık faaliyeti iki işlev görmektedir: tasarrufların hareketliliği (mobilisation) ve kısa vadeli kaynakların uzun dönemli kaynaklara çevrilmesi sayesinde faaliyetin finansmanı (borçlar ve yatırımlar). Enformel finans piyasası unsurlarının büyük bir kısmı aynı anda bu üç işlevi yerine getirememektedir: yüksek ticaret maliyetlerini içeren borçların ömrü oldukça kısadır ve toplamı küçüktür. Diğer yandan, faaliyette görece bir uzmanlaşma görülmektedir: tasarrufların toplanması ya da borç faaliyetleri. Bütün bu tespitler, kaynakların karşılanması konusunda enformel sektöre büyük bir etkinlik atfedilen yeni yapısalıcı "postulat"ı tekrardan gündeme getirmektedir.

Formel sektör tarafından zorunlu rezervlerin oluşturulması konusunda, Kapur (1992), formel bankacılık sektörünün elinde bulunan rezervlerin kısa vadeli bir likit teminatı olduğunu ve dolayısıyla sistemin güvenliğini artırdığını belirterek, yeni yapısalıcı sonuçları savunmaktadır. Formal sektörün avantajı, bu likit

kaynağıdır. Enformel sektör benzer bir güvenliğe sahip olmak istiyorsa, o da rezervler oluşturmak zorundadır. Bu rezervler olmadan, ajanlar, enformel piyasalardaki yüksek faiz oranları düzeyini açıklayan önemli bir likit riskiyle karşı karşıya kalmaktadır. Kapur, formel finans sektörünün baskılarından kurtulduğu bir ekonomide, ajanların aynı anda hem formel sektörün aktiflerini, hem banka mevduatlarını aynı anda ellerinde tutma olanağına kavuşacaklarını söylemektedir.

Kapur'un vardığı bu sonuç, iki sektör arasında belirli bir tamamlayıcılık ilişkisi olduğunu kabul etmesinden ötürü ilgi çekicidir. Diğer yandan, enformel sektörün üç temel avantajının altı çizilmelidir: resmi bankacılık sektörünün maliyetlerden ötürü tutunmasının zor olduğu bölgelerde (coğrafi olarak) iyi bir şekilde tutunması; borçlar bilgi akışının çok hızlı olduğu topluluk (il, bölge, vs.) üyesi bireylere bağlandığı ölçüde borç alan ile veren arasındaki bilgi asimetresinin ortadan kalkması; nihayetinde, borcunu ödemeyen borçlu topluluktan kesin bir şekilde dışlanacağından, ahlaki olasılıklara bağlı risklerin zayıflığı.

Bu ilk kısımda, ekonomik büyümeye ivme kazandıran bir faktör olarak finansal serbestleşmenin geçerliliği konusunda finansal baskı ekolü ile bu ekole karşı ortaya çıkan yeni yapısalıcı ekol arasındaki karşıtlığı ele aldık. Her iki teori de, kaynak kullanımı anlamında birinci veya ikinci sektörün etkinliği ile ilgili geçerliliği sınırlı hipotezler ileri süren teoriler olarak görülmektedir. Bu noktada, gerçekten teorik bir polemikten bahsedilebilir mi? Cho (1990) öyle düşünmüyor. Ona göre, "bu iki yaklaşım finansal serbestleşmeyi değil, fakat sadece ona nasıl yaklaşılması gerektiğini tartışıyor." Gerçekten de, iki ekol sadece gelişimi teşvik edilmesi gereken finans sektörünü tartışıyor. Bu iki finans sektöründen birincisine veya ikincisine atfedilen etkinlik göz önüne alındığında, "Mac-Kinnoncular" bankacılık sektörünün geliştirilmesine, yeni yapısalıcılar ise enformel sektörün geliştirilmesine öncelik veriyorlar.

Teorik karşıtlığın ötesinde, finansal serbestleşmenin "operasyonel" karakteri dikkate alındığında, bu politikayı hayata geçiren ülkelerde ekonomik büyümenin ivme kazanıp kazanmadığının tespit edilmesi yerinde olacaktır.

II- olguların ışığında finansal serbestleşme

Giriş bölümünde belirtildiği gibi, Mac-Kinnon ve Shaw'ın yaklaşımı çok hızlı bir şekilde

Kimi
ülkelerde
enformel
sektörün
ulusal
gelir
artışına
kesin
bir katkısı
olsa bile,
homojen
bir enformel
sektör
söz
konusu
değildir

olumlu yansımalarını buldu. Pek çok ekonomi, bu yaklaşımda az gelişmişlikten kurtulmanın etkin ve basit bir yolunu gördü. 70'li yılların ortalarından itibaren, Arjantin finansal serbestleşme sürecine girdi. Arjantin'i Şili takip etti. 80'li yıllarda, Tayvan ve Güney Kore'nin finans yetkilileri finans sektörüne uyguladıkları düzenleyici kontrolü kısmi olarak kaldırdılar. Latin Amerika ve Güneydoğu Asya'da uygulanan politikalar oldukça farklıydı. Dolayısıyla çok da farklı sonuçlara ulaştılar. Özellikle Latin Amerika'daki deneyimlerin ışığında finansal serbestleşme kavramının içeriği zenginleşti. İkinci partide, gösterilmek istenen, bu kavramın içeriğindeki farklılaşmadır.

II-1 teoriden pratiğe

Teorik bakış açısıyla, finansal serbestleşme kavramı görece basit ve evrensel bir kavramdır. Benzer nedenler –bankacılık sektörü üzerindeki düzenleyici kuralların kaldırılması– benzer sonuçlar –ekonomik büyüme– verecektir. Bununla birlikte, daha dikkatli bakıldığında, finansal serbestleşme, çeşitli ülkelerde farklı “yoğunluklarda” uygulamaya sokuldu. Latin Amerika ülkelerinde Şili’de olduğu gibi tam bir serbestleşme söz konusuyken, Güneydoğu Asya ülkelerinde Güney Kore ya da Tayvan’da olduğu gibi uygulama oldukça “temkinliydi.” Latin Amerika’da, finansal serbestleşme gözle görülür bir başarısızlıkla sonuçlandı. Güneydoğu Asya’da ise, tasarruflar da zayıf bir artışla ve finans sektörünün derinleşmesiyle kendisini gösteren finansal serbestleşme sektörün iflasını tetiklemedi.

II-2-1 tam finansal serbestleşme: şili örneği

Diaz-Ajendro'nun “Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash (1985)” başlıklı makalesi, Şili’de uygulanan finansal serbestleşme sürecinin sonuçlarını nükteli bir şekilde özetlemektedir.

Şili’de 70’li yılların ortalarında başlayan finansal serbestleşme, sadece sabit faiz oranlarının serbestleştirilmesiyle sınırlı değildi. Finans sektörünün bütününde bir piyasa mantığını yaymayı hedefliyordu. Faiz oranlarının serbestleştirilmesine kamu bankalarının özelleştirilmesi, sektöre girişte sınırlayıcı tüm önlemlerin (asgari sosyal sermayenin kaldırılması) ve para otoritelerinin bankacılık faaliyetleri üzerindeki her tür gözetimin ortadan kaldırılması eşlik etti. Sermayenin giriş ve çıkışı önündeki tüm engeller kaldırıldı.

Sonuçlar felaketti. İlk aylardan itibaren, banka iflasları yönetimi tekrardan yeni bir asgari sosyal sermaye oluşturmaya yöneltti. Fakat, Merkez Bankası’nın hiçbir şekilde kamu mevduatlarına garanti vermeyeceği ve bir bankanın gizli iflası durumunda yetkililerden yardım alamayacağı açıklandı. Yani Şili Merkez Bankası’nın bir kurtarıcı olarak borç verici rolü oynaması yasaklanmış oldu. Bununla birlikte, 1977’de ülkenin en tanınmış bankalarından biri olan Banco Orsono’nun karşılaştığı büyük güçlüklerin ardından, siyasi yönetim yaptığı açıklamalarda, böylesi bir öneme sahip bir bankanın iflasının finans sektöründeki güven ortamını yıkacağı kaygısıyla, bu bankanın kurtarılması için müdahale edeceğini açıkladı. 1981 yılında sistemin sürekliliğini sağlama görevi, yeni bir bankacılık düzenlemesi oluşturan bankacılık “üst kuruluna” devredildi.

İflaslar ne yazık ki sadece bankacılık sektörüyle sınırlı kalmadı. Villanueva ve Mirakhor (1990), 1974 ile 1982 arasında firma iflaslarının sayısının katlanarak arttığını belirttiler. Diğer yandan, özelleştirme bankacılık sektöründe rekabetin ortaya çıkmasına olanak vermedi. 1982’de, iki büyük Şili firması belli başlı sigorta şirketlerini, fon sandıklarını ve ülkenin iki büyük ticari bankasını kontrolü altında tutmaktaydı.

Finansal serbestleşmenin tasarruf, yatırım ve ekonomik büyüme üzerindeki yararlı etkileri neler oldu? Burkett ve Dutt (1991), yaptıkları çalışmada, Şili’deki finansal serbestleşme sürecinin ne yatırımların artmasına, ne de ekonomik büyümeye yol açmadığına işaret ettiler. Finansal derinleşmenin artmasına bağlı olarak tasarruflar üzerinde olumlu bir etkisi olduysa da (Aranello’ya göre bu tartışılır), bu tasarruflar genelde üretken olmayan faaliyetlere yöneldi: “Gayrimenkuller ve tahvil piyasalarında spekülasyon, firmaların banka holdingleri tarafından satın alınması veya lüks tüketim malları ithalatı.”¹⁹ İç sermaye piyasasının yabancı sermayelere açılması, Mac-Kinnon’da (1989) olduğu gibi, finansal serbestleşme politikasının yol açtığı birkaç olumlu etkiyi ortadan kaldıracak şekilde değişim (kambiyo) oranlarında bir değerlenmeyle kendisini gösterecektir.

Şili’de gözlemlenen sonuçlar finansal serbestleşmeye karşıt anlamda bir seyir izlemiştir. 80’li yılların başında, Güney Kore ve Tayvan da finansal serbestleşme sürecine girdi. Bununla birlikte bu serbestleşme kısmi olmuştur. Finansal serbestleşme, faiz oranlarında bir serbestleşmeyle kendini gösterse bile, devlet, finans sektörünün düzenleyicisi olarak

Latin
Amerika
ülkelerinde
Şili’de
olduğu
gibi
tam bir
finansal
serbestleşme
söz
konuyken,
Güneydoğu
Asya
ülkelerinde
Güney
Kore
ya da
Tayvan’da
olduğu
gibi
uygulama
oldukça
“temkinliydi.”

rol almaktadır ve iç sermaye piyasasını yabancı sermayeye açmamıştır.

II-2-2 kısmi finansal serbestleşme ve devletin rolü: tayvan ve güney kore örneği

Park (1993) 1980'lerde finansal serbestleşmeyi geç uygulamaya sokan bu iki ülke ile ilgili kapsamlı bir çalışma yapmıştır.

80'li yılların başına kadar, komşuları Japonya'dan etkilenen Güney Kore ve Tayvan, dünya sermaye piyasalarından görece izole olmuş, bankacılık sektörünün büyük oranda devlet tarafından düzenlendiği bir finans sistemi oluşturmuştur. 70'li yılların başından itibaren, sektörü modernleştirme yönünde bir çabaya girildi ve bankaları tamamlayacak ve rekabete açacak şekilde, belirli bir sayıda bankacılık dışı finansal aracı gündeme geldi. 80'li yılların başında, finansal serbestleşme süreci, bankacılık sektörünün düzenlemeden kurtarılmasıyla açıklanmaktaydı. Serbestleşme, sabit oranların kısmen serbest bırakılmasıyla, bazı büyük ticari bankaların özelleştirilmesiyle ve yeni finansal araçların oluşturulmasıyla kendisini gösterdi. Bununla birlikte, yurtiçi sermaye ve para piyasaları yabancı yatırımcılara kapalı kaldı.

Baskı altına alınmış bir finans sistemine rağmen, her iki ülke istisnai bir şekilde ekonomik büyüme yaşadı. Park'ın altını çizdiği gibi, "en azından makro ekonomik düzeyde, finansal baskı ve finansal izolasyon, finansal aktiflerin GSMH'ya (ya da zenginlik) oranıyla, GSMH'nın büyümesiyle ya da endüstrileşme oranıyla ölçülen finansal yayılma ile iç içe geçmiş görünmüyor."²⁰ Serbestleşmenin üzerinden 10 yıl geçmesine rağmen, yönetim hala finans piyasalarını ve özellikle de faiz oranlarını kontrol yetisini elinde tutmaktadır. Bununla birlikte, her iki ülkenin finansal serbestleşmesi, Dünya Bankası gibi örgütlenmelerde örnek olarak gösterilmektedir. Finansal serbestleşmenin, finans sektörünün çok hızlı büyümesiyle kendisini gösterdiği bir gerçekliktir. Finansal serbestleşme sürecinin başından itibaren, ajanların portföyünde (Mac-Kinnon'un üretken olmayan diye nitelediği) reel aktiflerin payı giderek büyümektedir. Diğer yandan, sermayenin üretkenliği olumlu bir şekilde etkilenmiş benzemiyor. Park, bu durumu, finansal serbestleşmenin kaynakları karşılama etkinliğini arttırmamasıyla açıklamaktadır çünkü serbestleşme pazarın dengesizliklerini gidermeye olanak vermemektedir. Üstelik, devlet

müdahalesinin yol açtığı ek dengesizlikleri azaltacaktır. Bir paradoks olarak, her iki ülke de, baskı altına alınmış bir finans sektörüne rağmen, bir ekonomik büyüme yaşamışlardır.

Finansal serbestleşmenin neden Şili'deki gibi gerçek bir finansal kaosa dönüşmediğini anlamak gerekiyor. Bu, kuşkusuz iki faktörden kaynaklanmaktadır. Birincisi, istikrarlı bir (iç) ekonomik ortamda, serbestleşme oldukça geç yaşandı. Oysa, söz konusu olan reel ekonomiye gelişmişlik düzeyine uygun bir finans sektörü vermekten ziyade, finans sektörünün "ex nihilo" gelişimi sayesinde ekonomik büyümeye olanak vermektir. Diğer yandan, bu iki ülke kısmi bir serbestleşmeyi seçtiler: finans sektörü üzerindeki baskıların kaldırılmasının yol açacağı olumlu etkileri ortadan kaldırılabilecek yabancı sermaye girişlerini yasaklayarak, içerde finansal serbestleşme yoluna gittiler.

Genel olarak, finansal serbestleşme politikalarının sonuçları finansal serbestleşme lehine değildir. Fakat bu kavram ortadan kalkmak yerine, kendisine yöneltilen eleştirilerle zenginleşti. Bununla beraber, büyük beğeni toplayan ve çok sayıda ülkeyi finansal serbestleşme iddiasına sürükleyen nosyon evrensel "işlevsellik" yanını kaybetti.

III- sonuç: finansal serbestleşmeden geriye ne kaldı?

Finansal serbestleşme beklenen sonuçları vermediği için, kavramın içeriği değişti. Bu gelişme iki temel eksen üzerinden meydana geldi: ekonomik durumun göz önünde tutulması ve bu son 20 yılda ortaya çıkan yeni teorilerin içerişmesi.

İlk zamanlarda, bu politikaların başarısızlığının nedeni, başarıları için gerekli ön şartların oluşmamış olmasına bağlandı. Bu ön şartlar temelde iki taneydi: istikrarlı bir makro-ekonomik çevre ve bankacılık sektörünün tam denetimi.

İstikrarlı bir makro-ekonomik çevre, makul düzeydeki yurtiçi ve yurtdışı açıklar ile zayıf bir enflasyon oranını varsaymaktadır. Bankacılık sisteminin denetimine gelince, bankaların daha az düzenlenmiş bir sistemde, çok riskli bir yönetim anlayışına meyletmelerini önlemeyi hedeflemektedir.

Finansal serbestleşmenin yeni yaklaşımı finans piyasalarına egemen olan kusurlulukları (bilgi asimetrisi, ters seçim,...) artık hesaba katmaktadır. Mac-Kinnon (1988) makro-ekonomik istikrarsızlığın ve ahlaki rastlantıların

Finansal serbestleşme politikalarının sonuçları finansal serbestleşme lehine değildir. Fakat bu kavram ortadan kalkmak yerine, kendisine yöneltilen eleştirilerle zenginleşti

çok yüksek bir faiz oranına ve bankacılık sektörü tarafından alınan risklerin artmasına yol açacağı bir model oluşturmıştı. Böylesi bir çevrede, "yönetim, borçlar (ve mevduatlar) üzerindeki faiz oranlarına müdahale etmeli ve şüpheli alacaklarda olduğu gibi bir dizi ihtiyati tedbir almalıdır."²¹ Ve şöyle devam etmektedir: "başarılı bir gelişme yaşayan ekonomiler, fiyatlar genel düzeyindeki bir istikrar ile -düzenlenmiş olsalar bile- mevduatlar ve kredilere uygulanan büyük nominal faiz oranlarını yanyana getirmektedir."²² Arestis ve Demetriades'in (1993) altını çizdiği gibi, Mac-Kinnon "oranların kontrolünün ancak belirli koşullarda mümkün olduğunu ve oranlar düzenlemeye tabi tutulsa bile ekonomik büyümenin mümkün olduğunu kabul etmektedir."²³ Nihayetinde, King ve Levin (1992, 1993) yakın zamanlarda yayınladıkları iki makalede, finansal aracılıkla ilgili Schumpeteryen²⁴ bir dışsal büyüme modelinden yola çıkarak, finans faktörünün ekonomik büyümedeki önemine işaret etmektedir²⁵. Devlet tarafından toplanan vergi-

leri temsil eden bir parametreyi (δ) modellerine dahil etmekte. İki yazarın belirttiği gibi, "bu vergiler pratikte birçok biçime bürünebilir: açık finansal vergiler ve zımnî vergiler ya da finansal araçlara uygulanan (karşılığı olmayan zorunlu rezervleri ve yönetimi ya da kamu kuruluşlarını borç ve mevduatlara uygulanan faiz oranlarını yönetmeye zorlayan borçları kapsayan) vergi-benzeri ödemeler."²⁶ Mac-Kinnon'un dışsal büyüme modelinde finansal baskı zımnî olmakla birlikte çarpıcı bir görünüm arz etmektedir.

O halde, finansal serbestleşmeden geriye ne kalmaktadır? İddialar şöyle: Finansal gelişme ancak belirli temel koşulların bir araya gelmesiyle ekonomik gelişmeye olanak verir. Yine, geleneksel yaklaşımların aksine²⁷, kısmen parasallaşmış bir ekonomide para ve sermaye birbirinin ikamesi olmaktan ziyade tamamlayıcısı olacaktır. Nihayetinde, ajanların refahının artmasına yol açacak olan finans sektörünün gelişimi, devletin senyorağını azaltmanın bir aracı haline gelebilir.

*** Asya Krizi'nden önce kaleme alınan bu yazıda, kimi sonuçlar öngörülemediği birlikte, finansal liberalizasyonun arka planına dair iyi bir çerçeve sunduğundan ötürü, bu yazıyı yayınlamamızın faydalı olacağını düşündük.*

dipnotlar:

- 1) Finansal gelişme ile reel gelişme arasında pozitif bir korelasyon olduğu doğrulansa da, ilişkinin nedenselliğinin anlamı henüz kesin olarak belirlenememiştir.
- 2) Parçalanma şu olgularla açıklanmaktadır: "firmalar ve yöneticiler (ménages) birbirinden yalıtılmıştır, firmalar ve yöneticiler yer, sermaye ve mala göre farklılık gösteren efektif fiyatlara karşı durmak zorundadır, firma ve yöneticiler aynı teknolojiyi kullanmamaktadır." (1973, sf. 5)
- 3) 1973, sf. 56
- 4) İkame halinde, para, üretici ve tüketicilerin portföylerindeki diğer aktiflerle (sermaye) rekabet içinde olan bir zenginlik olarak kabul edilmektedir.
- 5) 1973, sf. 86.
- 6) Mac-Kinnon'un 1973'den itibaren bu tip bir problemin varlığına işaret ettiğinin altını çizmek yerinde olacaktır. Güney Kore ile ilgili çalışma yaparken, finansal serbestleşmenin yol açtığı enflasyon problemini elimine edecek şekilde oynak sermaye hareketlerine istikrar kazandırılmasını önermekteydi.
- 7) 1989, sf. 204.
- 8) age, sf. 205.
- 9) 1986, sf. 196-197.
- 10) Beckerman bu yaklaşımı üç açıdan doğrulamaktadır: 1) yatırım talebi çok düşük olabilir, 2) negatif reel faiz

oranlarına rağmen tasarruflar pozitif olabilir, 3) ekonomide finansal olmayan uyumsuzlukların varlığı.

- 11) 1989, sf. 67.
- 12) age, sf. 85.
- 13) Organize pazarlarda derinleşme.
- 14) age, sf. 137.
- 15) 1989, sf. 63.
- 16) 1988, sf. 87.
- 17) 1983, sf. 92.
- 18) 1990, sf. 477.
- 19) 1991, sf. 145.
- 20) 1993, sf. 122.
- 21) 1988, sf. 408.
- 22) İbid, sf. 409.
- 23) 1993, sf. 298.
- 24) Yenilikler geçici tekellerin kar arayışının bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır ve finansal kuruluşlar, girişimcilerin yenilik faaliyetlerini ve piyasaya yeni ürünler çıkarmalarını finanse ettikleri ölçüde önem kazanmaktadır.
- 25) Bu modellerde daha fazla bir kesinliğe ulaşmak için, V. Seltz'in deyişine başvurulmaktadır: "gelişmekte olan finans sisteminin rolü"
- 26) 1994, sf. 526.
- 27) Örneğin, Patinkin'de olduğu gibi.

uluslararası para fonu (imf)

imf'nin kuruluşunun temel nedenleri

1 929 Dünya Ekonomik Bunalımı kapitalist sistemin karşılaştığı en büyük bunalımdır. Milyonlarca insan işini kaybetmiş, ülkelerin milli gelirleri gerilemiş, ekonomiler küçülmüş, karşılıklı ticaret büyük ölçüde sekteye uğramıştır. Pek çok ülke altın ve döviz rezervlerini koruyabilmek için ithalat kısıtlamalarına ve paralarını devalüe etmeye yönelmişlerdir. Bazı ülkeler yabancı parayla işlem yapılmasını yasaklamaya başlamışlardır. Sonuçta uluslararası ticaret hızla daralmış, istihdam ve yaşam standartları düşmeye başlamıştır.

Dünya ekonomisinin bu büyük bunalımdan çıkışı büyük ölçüde İngiliz iktisatçı John Maynard Keynes'in formüle ettiği devlet müdahaleleri yoluyla olmuştur. Keynes 1936 yılında yayımladığı "İstihdam, Faiz ve Para Genel Teorisi" adlı kitabında, sonradan Keynesyen ekonomi ya da karma ekonomi adıyla anılacak olan devlet müdahalelerinin formülünü ortaya koymuştur. Deflasyonist bir gelişmeden depresyona geçen kapitalist dünya ülkeleri ekonomiyi devlet müdahalesi yapmak suretiyle ekonomilerini canlandırmıştır.

Canlanmanın ilk sonuçlarının alınmaya başlandığı sıralarda II. Dünya Savaşı çıkmıştır. Savaşın çıkışı büyük ölçüde Almanya'nın ekonomik bunalımdan gördüğü zararın nedenlerine dayalıdır. Savaşın sonlarına doğru dünya kapitalizminin karşılaştığı bu tür bunalımları daha kolay atlatabilmek için uluslararası bir işbirliğine gitmenin ve bunu kurumsallaştırmanın gerekli olduğu anlaşılmıştır. Bu çerçevede üç uluslararası kurum tasarlanmıştır. İlki bir para fonu, ikincisi Avrupa'nın savaş sonrasında yeniden imarını gerçekleştirecek bir banka ve üçüncüsü de dünya ticaretinin bu gibi durumlarda daralmasını önleyecek bir ticari işbirliğini sağlayacak olan dünya ticaret örgütü. Her üç kurumun tasarlanmasının temel dayanağı dünya ticaretinin geliştirilmesidir. Kapitalizmin temel önermelerinden birisi uluslararası ticaretin uluslararası refahı artıracağı önermesidir.

Para fonu, geçici ödemeler dengesi sıkıntıları çeken ülkelerin bu sıkıntılar nedeniyle ithalat kısıtlamalarına gitmemelerinin sağlan-

ması için destek vermek üzere tasarlanmıştır. Dış denge kriziyle karşılaşan ülkelerin ilk başvurdukları yol ya miktar kısıtlamaları ya da tarifeler (gümrük vergileri ve benzerleri) yoluyla ithalat kısıtlamasına gitmektir. Bu yolla dış ticaret açıklarını ve dolayısıyla cari denge sorunlarını çözmeye çalışırlar. Oysa bir ya da birkaç ülkenin bu şekilde ithalat kısıtlamasına gitmesi diğer ülkelerde de benzeri uygulamaların zincirleme olarak yürürlüğe sokulmasına yol açarak, dünya ticaret hacminin daralmasına neden olur. Bu gelişme ise uluslararası refahı düşürür. O halde bu tür ödemeler dengesi sıkıntısına giren ülkelere kurulacak bir para fonu aracılığıyla destek sağlanırsa, dünya ticaretinde daralma oluşmasının ve dolayısıyla uluslararası refahın gerilemesinin önüne geçilmiş olur.

II. Dünya Savaşı, Avrupa ülkelerinde büyük yıkıntılara yol açmıştır. O nedenle tasarlanan Dünya Bankası ilk aşamada Avrupa'nın yeniden imarı için kredi vermek üzere düşünülmüştür. O nedenle de adı Uluslararası Yeniden Yapılanma ve Kalkınma Bankası (International Bank of Reconstruction and Development - IBRD) olarak konulmuştur. Avrupa'nın yeniden yapılanması sağlanmadığı takdirde kapitalizmin canlanması ve uluslararası ticaretin yeniden düzene girmesi beklenemezdi. O nedenle de ABD savaş sonrasında Avrupa ülkelerine Marshall Yardımı adı altında önemli miktarda yardımda bulunmuştur.

Tasarlanan üçüncü kurum Dünya Ticaret Örgütü'dür. Ya da o zaman İngiltere ve onun temsilcisi Keynes tarafından önerilen adıyla Uluslararası Ticaret Örgütü (International Trade Organisation - ITO).

imf'nin kuruluşu

IMF, Bretton Woods Konferansı'nda kabul edilen esaslar üzerine 45 ülke (Avustralya, Belçika, Bolivya, Brezilya, Kanada, Şili, Çin, Kolombiya, Kosta Rika, Küba, Çekoslovakya, Danimarka, Dominik Cumhuriyeti, Ekvator, El Salvador, Mısır, Habeşistan, Fransa, Yunanistan, Guatemala, Haiti, Honduras, İzlanda, Hindistan, İran, Irak, Liberya, Lüksemburg, Meksika, Hollanda, Yeni Zelanda, Nikaragua, Norveç, Panama, Paraguay, Peru, Filipinler, Po-

Mahfi Eğilmez*

Kapitalizmin temel önermelerinden birisi uluslararası ticaretin uluslararası refahı artıracığı önermesidir

* Dr.

lonya, Güney Afrika, SSCB, İngiltere, ABD, Uruguay, Venezuela, Yugoslavya) arasında 29'u sözleşmeyi imzaladıkları 27 Aralık 1945'de kurulmuş ve 1 Mart 1947'de finansal operasyonlarına başlamıştır.

Keynes, IMF'nin merkezinin New York'da olmasını önermişti. Bundan amacı IMF'nin Washington'da kurulması halinde ABD yönetiminin ve Hazinesi'nin etkisi altında kalacağı endişesiydi. Bu öneriye ve uyarıya karşın Amerikalılar IMF'nin Washington'da kurulmasında ısrarlı oldular.

Yıllar sonra, Sovyetler Birliği dağılıp da ABD tek süper güç olarak kalınca IMF üzerindeki baskısını giderek artırdı ve IMF, ABD Hazinesi'nin dediklerini yapan bir kurum haline geldi. 1990'ların ikinci yarısından itibaren ABD Hazinesi'nin IMF yönetimi üzerindeki baskısı en üst düzeye çıktı. Amerikan Kongresi'nin, her kota artırımındaki baskısıyla Amerikan Hazinesi IMF'de ipleri iyiden iyiye eline aldı ve IMF giderek Amerikan Yönetimi'nin bir departmanı haline geldi. Yani Keynes'in yıllar önce yaptığı uyarıların tamamı doğru çıktı.

IMF'nin kuruluş amaçları ve gelişmeler

IMF'nin kuruluş amacı Anasözleşmede şöyle belirlenmektedir: "Uluslararası parasal işbirliğinin geliştirilmesini sağlamak; uluslararası ticaretin dengeli bir şekilde gelişmesine yardımcı olmak; çok taraflı ödemeler sisteminin kurulmasına destek olmak; ödemeler dengesi sıkıntısı çeken üye ülkelere gerekli geri dönüş önlemlerini almak kaydıyla yeteri kadar maddi destekte bulunmak; üye ülkelerin ödemeler dengesi sorunlarının derecesini ve süresini düşürmek."

Anasözleşmedeki düzenlemeye bakılınca tanımlanan amaçların Bretton Woods Konferansı'nın amaçlarının bir yansıması olduğu açıkça ortaya çıkmaktadır. Altın para standardının dünyaya egemen olduğu dönemlerde ve sonrasında altına dönüştürülebilir dolar sisteminin yürürlükte kaldığı 1970'lere kadar ki dönemde IMF'nin amacı pek bir değişim göstermeden kalmıştır. Yani üye ülkelerin karşılaştığı ödemeler dengesi sorunlarının çözümü için üye ülkelere kotaları oranında katkı sağlamak. 1970'lerin başında doların altınla ilişkisi kesildikten sonra IMF'nin amaçlarında yavaş yavaş bir değişim süreci içine girildi.

IMF Anasözleşmesi zaman içinde bazı değişikliklere uğradı. Bunlar: 1969; 1978 ve 1992'de yapılan değişikliklerdir.

Üyelik

Her ülke IMF'ye üye olabilir. Bunun için IMF Anasözleşmesini kendi parlamentosunda onaylayarak uluslararası anlaşma haline getirmesi ve kendisine düşen kotayı IMF'ye ödemesi (ya da ödenecek bölümünü ödeyip kalanını taahhüt etmesi gereklidir).

İlk kuruluşunda 45 üyesi bulunan IMF'nin zaman içinde üye sayısı artmaya başladı. Özellikle Sovyetler Birliği'nin dağılışından sonra üye sayısında büyük artış oldu. 2002 itibarıyla üye sayısı 183 ülkedir.

Ülkeler IMF'ye iki türden birinde üye olurlar. Eğer sermaye hareketlerinde bir kısıtlama söz konusuysa, IMF Anasözleşmesinin 4. maddesi statüsünde üye konumundadırlar. Eğer sermaye hareketlerini serbest bırakmışlarsa o zaman IMF Anasözleşmesinin 8. maddesi statüsünde üye konumundadırlar. IMF'nin temel hedeflerinden birisi üyelerinin 8. madde statüsünde buluşmalarını, yani sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir konumda olmalarını sağlamaktır..

Kotalar

Kota, IMF açısından bir çeşit sermayedir. Yani eğer IMF bir anonim şirket olsaydı sermayesi olacak ve bu sermaye hissedarlara hisseleri oranında bölünmüş olacaktı. Dolayısıyla her ülkenin IMF'deki kotası o ülkenin IMF'deki ortaklık payını temsil eder.

2002 yılı itibarıyla IMF'nin kotaları toplamı 212.4 milyar SDR, yani yaklaşık 290 milyar dolardır. Yüzde 45 oranında kota artışına olanak sağlayan 11. genel kota artışı öncesinde (22 Ocak 1999'a kadar) genel kota toplamı 146 milyar SDR, yani yaklaşık 200 milyar dolardı.

Bir ülkenin IMF'de ne kadar kotası olacağı o ülkenin geçmiş beş yıldaki ekonomik performansını ölçen bir formülle hesaplanır. Bu formülde üye ülkenin geçmiş beş yıldaki ekonomik büyüme performansı, dış ticaret hacmindeki gelişmeler gibi göstergeler hesaba katılır.

Kotalar bir ülkenin IMF'deki oygücünü belirlemekten öteye, o ülkenin ihtiyaç halinde IMF desteklerinden yararlanma limitlerini de belirler. Türkiye'nin IMF'deki kotası 964 milyon SDR'dir.

Sovyetler
Birliği
dağılıp da
ABD
tek
süper
güç
olarak
kalınca
IMF
üzerindeki
baskısını
giderek
artırdı
ve IMF,
ABD
Hazinesi'nin
dediklerini
yapan
bir
kurum
haline
geldi

Bazı ülkelerin kotaları

Ülke	Kotası (Milyon SDR)	Oygücü (%)
ABD	37,149	17,1
Rusya	5,945	2,76
Suudi Arabistan	6,985	3,24
İspanya	3,049	1,42
Portekiz	867	0,41
Yunanistan	823	0,39
Bulgaristan	640	0,31
İran	1,497	0,70
Türkiye	964	0,46
IMF Toplamı	212,415	100,0

kota – oygücü ilişkisi

IMF üyesi her ülkenin IMF'deki kotasının her 100.000 SDR'lık bölümü o ülkeye bir adet oy sağlar. Buna kolaylık sağlamak için "değişken oy sayısı" adını verelim. X ülkesinin IMF'de 1 milyar SDR tutarında kotası varsa bu ülkenin değişken oy sayısı $(1,000,000,000 / 100,000 =)$ 10 bin adet olarak hesaplanır. Buna ek olarak IMF üyesi her ülkenin 250 adet sabit oyu vardır (IMF dilinde buna basic votes adı veriliyor.) O halde X ülkesinin oy sayısını şöylece hesaplayabiliriz:

Değişken oy sayısı:	10,000
Sabit oy sayısı:	250
Toplam oy sayısı:	10,250

Şimdi de IMF'deki toplam oy sayısını hesaplayalım. IMF'de 183 üye bulunduğuna göre üye ülkelerin toplam sabit oy sayısı $(183 \times 250 =)$ 45,750 adet olarak bulunabilir. IMF'de kotalar toplamı 212 milyar dolar olduğuna göre de toplam değişken oy sayısı $(212,000,000,000 / 100,000 =)$ 2,120,000 olarak bulunabilir. Buna göre IMF'deki toplam oy sayısı şöyle bulunabilir:

Toplam değişken oy sayısı:	2,120,000
Toplam sabit oy sayısı:	45,750
Toplam oy sayısı:	2,165,750

X ülkesinin IMF'deki oy gücünü hesaplamak için X ülkesinin toplam oy sayısını IMF toplam oy sayısına bölmek ve 100 ile çarpmak gerekir:

$(X \text{ ülkesinin toplam oy sayısı} / \text{IMF'deki toplam oy sayısı}) \times 100 = X \text{ ülkesinin IMF'deki oygücü} (\%)$

$(10,250 / 2,165,750) \times 100 = \% 0.47$. Yani X Ülkesinin IMF'deki oygücü binde 47'dir.

imf'nin organizasyon şekli

Anonim şirketlerdeki pay sahipleri genel kurulunun görevini yapan bir Guvernörler Kurulu, yine anonim şirketlerdeki yönetim kurulu-

nun görevlerini yapan bir İcra Direktörleri Kurulu. Ayrıca uluslararası parasal ve ekonomik konuların tartışılıp görüşüldüğü bir Parasal ve Finansal İşler Kurulu. İcra Direktörleri Kurulu kararlarını uygulamaktan sorumlu bir Başkan (managing director) ve IMF personeli.

Guvernörler Kurulu: Her üye ülkenin ekonomi ve/veya maliye bakanı ya da üst düzey bir bürokratı (çoğunlukla Merkez Bankası başkanı) bu kurulda guvernör olarak görev yapar ve ülkesi adına oy kullanır. IMF'nin 183 üyesi bulunduğuna göre 183 adet Guvernörü vardır. Guvernörlerin oy hakkı ülkelerinin oygücüyle sınırlıdır.

İcra Direktörü Sayısı: 5 adedi atanmış (ABD, Almanya, Japonya, Fransa, İngiltere) ve 19'u da seçilmiş olmak üzere toplam 24 kişi. Atanmış üyeler yalnızca kendi ülkelerini temsil ederler. Seçilmiş üyeler ise bir grubu (constituency) temsil ederler. Yalnızca kendi ülkesini temsil eden üç seçilmiş üye vardır: Suudi Arabistan, Rusya ve Çin.

24 kişilik İcra Direktörleri Kurulu'ndaki 5 adet atanmış ve 3 adet yalnızca bir ülkeden seçilmiş 8 icra direktörü bir kenara bırakılırsa, kalan 16 icra direktörünün temsil ettiği ülkeler 16 grupta toplanmış demektir.

hesap birimi - SDR

SDR (special drawing rights – özel çekme hakkı) hem IMF'nin hesap birimi hem de bir çeşit ek rezervdir. Rezerv olarak niteliğini tanımlamak için buna "kağıt altın" adı verilmektedir.

ABD Doları, Euro, İngiliz Pound'u ve Japon Yeni'nin belirli ağırlıklarla bir araya getirildiği bir sepet olan SDR'nin hesap birimi olarak 2002 başı itibarıyla değeri 1 SDR = 1.26 Dolar'dır.

üye ülkelerde gözetim ve konsültasyon

IMF, her üye ülkede ekonomik durum izlemesi ve konsültasyonları yapar. Bunlar, Ana-sözleşmesinin 4. maddesi gereğince yılda bir kez yapılan **konsültasyon**; Dünya Ekonomik Görünümü raporu (World Economic Outlook) için yılda iki kez yapılan **WEO çalışması**; fon kaynaklarını kullanmaksızın IMF yakın gözetiminde olmayı kabul eden üye ülkeler için yılda birkaç kez yapılan **uyarıcı düzenlemeler, genişletilmiş gözetim ve program gözetimi**. Bunların tümü genel olarak IMF'nin gözetimi (surveillance) adını alır.

IMF'nin üye ülkelerde yılda bir kez gözetim yapmasının temel nedeni ortaya çıkabile-

Kotalar
bir ülkenin
IMF'deki
oygücünü
belirlemekten
öteye,
o ülkenin
ihtiyaç
halinde
IMF
desteklerinden
yararlanma
limitlerini de
belirler

cek riskleri önceden saptamak ve ona göre önlemler alınıp alınmadığını yakından incelemektir. Eğer bu tür risk belirtileri saptanmışsa o zaman üye ülke ile birlikte bunların nasıl aşılacağı üzerinde ortak çalışmalar yapılır.

IMF yılda iki kez Dünya Ekonomik Görünümü Raporu yayınlar. Bunların ilki ara toplantı dönemi olan Nisan ayında; ikincisi de IMF Yıllık Genel Kurul Toplantısının hemen öncesinde yayınlanır. Bu raporda üye ülkelere ve dünya ekonomisine ilişkin ayrıntılı istatistikler ve değerlendirmeler yer alır. IMF, bu istatistiklerin büyük bölümünü üye ülkelerin kendisine düzenli olarak gönderdiği istatistiklerden derler. Bunun yanı sıra üye ülkelere doğrudan giderek verilerin derlenmesi ve sağlığının denetimini yaptığı da olur. Bazı ülkelerin bu verileri zamanında ve sağlıklı olarak derlemesi söz konusu olamadığı için oralarda derlemeyi bazen doğrudan IMF uzmanları yaparlar. Ülkelerin yolladığı verilerle yetinilmesi durumunda bile IMF uzmanları bir kaç yılda bir o ülkelere giderek verilerin sağlığını denetlerler.

Konsültasyonlar, IMF'den stand by ya da başka bir düzenleme altında destek gören ülkelerde yapılır. Yılda iki kez ya da gereğine göre daha çok sayıda olmak üzere IMF uzmanları ilgili ülkeye giderek bütün verileri ve ekonominin gidişini denetlerler. Destek 3 ayda bir taksitler halinde ödendiği için genellikle yılda 4 kez ziyaret yapılır. Konsültasyonlarda IMF uzmanları üye ülkenin destek alırken girdiği stand-by ya da diğer düzenlemede ve onun ekini oluşturan niyet mektubunda yer alan performans kriterlerine uyup uymadığını, programın hedeflendiği biçimde gelişip gelişmediğini denetlerler. Eğer sonuçlar beklendiği gibi çıkmış ve performans kriterlerine uyulmuşsa, bir sonraki taksitin serbest bırakılmasını IMF İcra Direktörleri Kurulu'na bir raporla önerirler. Bu rapor iki bölümdür. Metin bölümünde (4. madde Konsültasyon Raporu – Article 4 Consultation Report - adını taşır) ülkenin uyguladığı program, hedefler, hedeflere ve dolayısıyla performans kriterlerine uygunluk, sapmalar ve öneriler yer alır. Raporun istatistiklerden oluşan bölümünde (Yakın Geçmişe İlişkin Gelişmeler – Recent Economic Developments- adını taşır) istatistik veriler ve geleceğe ilişkin tahminler yer alır.

İMF'nin finansal politikaları ve imkanları

İMF'nin üye ülkelere yönelik olarak izlediği finansal politikalar 4 grupta toplanır: (1) Re-

zerv dilimi politikaları; (2) Kredi dilimi politikaları; (3) Acil durum destek politikaları; (4) Borç ve borç servisi düşürme politikaları.

1. Ödemeler dengesi sorunlarıyla karşılaşan üye ülkeler, IMF'deki kotalarının konvertibl paralarla ödenmiş kısmını derhal ve hiç bir koşula bağlı olmaksızın kullanabilirler. Buna **rezerv dilimi politikaları çerçevesinde kullanım** adı verilmektedir.

2. IMF'nin üye ülkelerin karşılaştığı daha uzun süreli sıkıntıları gidermekte kullandığı kredi dilimi politikalarındaki imkanları şunlardır:

(a) **stand-by düzenlemesi (SBA)**: Üye ülkedeki kısa süreli ödemeler dengesi sorunlarının çözümü için öngörülen bir destektir. 1 - 2 yıl arasında ve genellikle 3 ayda bir taksitler halinde verilerek kullanılır. Her bir taksit serbest bırakılmadan önce düzenlemede öngörülen performans kriterlerinin yerine getirilip getirilmediği incelenir. Geri ödemeler en çok 5 yıl içinde yapılır. SBA'nın maksimum limiti üye ülke kotasının yüzde 100'üdür. Bununla birlikte olağanüstü hallerde bu limit aşılabilmektedir. Bu desteğin faizi IMF'nin sürekli revize edilen basit faiz oranı ve kullanım miktarının kotasının belli bir yüzdesini aşması halinde bunun üzerine uygulanan ek faizdir. Ek faiz, kotasının yüzde 200'ünü aşan kısım için 200 bp¹ ve kotasının yüzde 300'ünü aşan kısım için 300 bp'dir.

(b) **genişletilmiş fon kolaylığı (EFF)**: Makroekonomik ya da yapısal sorunlardan kaynaklanan ve daha uzun süreli ödemeler dengesi sorunlarının çözümü için hazırlanan orta vadeli programları desteklemek için biçimlendirilmiş üç yıllık bir imkandır. Stand-by düzenlemesinde olduğu gibi bunda da performans kriterlerine bağlı taksitlendirme söz konusudur. Geri ödemeler 4,5 - 7 yıl içinde yapılır. Bu kolaylığın geri ödemesinin 10 yıla kadar uzatılması söz konusu olabilir. EFF'in maksimum miktarı üye ülke kotasının yüzde 300'üdür. Bununla birlikte SBA'da olduğu gibi EFF'de de olağanüstü koşullar için istisnai oranlar uygulanabilmektedir. Bu desteğe uygulanan faiz SBA ile aynıdır.

(c) **ek rezerv imkanı (SRF)**: Piyasalarda ortaya çıkan ani bir güven kaybının yarattığı geniş kapsamlı ve kısa dönemli dış finansman sorunlarının neden olabileceği ödemeler dengesi sorunlarını önlemekte kullanılan bir imkandır. Bu imkan Asya Krizi'nden sonra yaratılmıştır. Maksimum geri ödeme süresi 2,5 yıl-

İMF'nin
üye
ülkelerde
yılda
bir kez
gözetim
yapmasının
temel
nedeni
ortaya
çıkabilecek
riskleri
önceden
saptamak ve
ona göre
önlemler
alınıp
alınmadığını
yakından
incelemektir

dır. Bu destek türü yüzde 3 - 5 arasında bir ek faiz yükü taşır. SRF'in faizi, IMF'nin basit faiz oranı üzerine ilk yıl için 300 bp, yıl sonunda geri ödenmemişse 12. aydan başlanarak her altı ay için eklenen 50 bp'den oluşur. Bu biçimde eklemeler sonucunda uygulanacak ek faiz tutarı 500 bp'yi geçemez.

(d) kredi hattı (CCL): SRF, krize maruz kalmış üye ülkeler için kullanılabilecek bir imkandır. CCL ise krize henüz maruz kalmadığı halde piyasalardaki güven bunalımı nedeniyle her an krize maruz kalabilecek üye ülkeler için geliştirilmiştir. CCL'nin maksimum tutarı üye ülke kotasının yüzde 300 - 500'ü arasındadır. SRF gibi ek bir faiz yükü taşımakla birlikte, bu yük 150 bp'den başlayarak SRF'deki gibi artışlarla en çok 350 bp'ye ulaşır.

(e) telafi edici finansman kolaylığı (CFF): Dünya piyasalarında ortaya çıkan fiyat değişimleri nedeniyle ihracat gelirlerinde ani düşüşler yaşayan ya da ithal maliyetleri aniden yükselen ülkelere destek olmak için uygulanan bir kolaylıktır. CFF'in maksimum limiti, bir ihracat ürünü söz konusuysa yüzde 45, birden fazla ihracat ürünü söz konusuysa yüzde 55'tir. Bu kolaylık için IMF basit faizi uygulanır, ek faiz söz konusu değildir.

3. IMF'nin, üye ülkelerin karşılaştığı acil durumlarda acil durum destek politikaları çerçevesinde kullandığı imkan Acil Yardım (Emergency Assistance) dir. Doğal afetlere maruz kalmış ülkelere yapılan bir destektir. Üye ülke kotasının yüzde 25'iyle sınırlı olmakla birlikte istisnai olarak bu tutar kotanın yüzde 50'sine çıkarılabilir. Bu kolaylığa IMF basit faiz oranı uygulanır, ek faiz uygulanmaz. 5 yıl içinde geri ödenmesi gerekir.

4. IMF'nin fakir ve yüksek borçlu üye ülkelere borç ve borç servisi düşürme politikaları çerçevesinde kullandığı imkan Fakirliği Azaltma ve Büyüme Kolaylığı (PRGF) dir. Düşük gelirli üye ülkeler için uygulanan PRGF imtiyazlı bir destektir. 5.5 - 10 yılda geri ödenmesi gereken bu kolaylığa binde 5 faiz uygulanır.

imf imkanlarının maliyeti

IMF, üye ülkelere sağladığı destekler için basit faiz uygular. Bu faiz, IMF kaynaklarının maliyet yapısına göre sürekli değişime uğramaktadır. 2002 yılı başında bu oran yüzde 2.78 idi. Buna ek olarak bazı imkanlara duruma göre 150 bp ile 500 bp arasında değişen bir ek faiz uygulanmaktadır. Ayrıca kullanılan

imkanın tamamı üzerinden binde 5 servis bedeli ve taahhüt edilen tutar üzerinden alınan taahhüt bedeli vardır. Taahhüt bedeli üye ülke kotasının yüzde 100'üne kadarki tutarlar için 25 bp, bunun üzerindeki taahhütlerde kotanın yüzde 100'ünü aşan bölüm için 10 bp dir.

imf imkanlarının işleyiş biçimi

IMF imkanları genel olarak bir borçlanma değildir. Ödemeler dengesi sıkıntısına giren bir üye ülke kendi parasını verip karşılığında parası güçlü bir başka üye ülkenin parasını almakta ve zamanı gelince bu tutar tekrar değiş tokuşa tabi tutulmaktadır. O nedenle IMF'den imkan kullanan bir ülkenin bir başka ülkenin parasını kullanımına "purchase" geri ödemesine de "repurchase" adı verilmektedir. Bununla birlikte son yıllarda doğrudan borç biçiminde destekler de sağlanabilmektedir.

imf imkanlarının kullanım limitleri

Rezerv dilimleri politikası çerçevesinde yapılacak kullanım miktarı üye ülkenin rezerv pozisyonuyla ilgilidir.

Kredi dilimi politikası çerçevesinde yapılacak: (a) Stand by düzenlemelerinde kullanım limiti üye ülke kotasının yüzde 100'üdür. (b) Genişletilmiş fon kolaylığı düzenlemesinde maksimum kullanım limiti üye ülke kotasının yüzde 300'üdür. (c) Telafi edici finansman kolaylığında, maruz kalınan sıkıntının çeşidine göre, kullanım limiti üye ülke kotasının maksimum yüzde 45'i ya da 55'idir. (c) Kredi hattı düzenlemesinde maksimum kullanım miktarı, duruma göre değişmek üzere, üye ülke kotasının yüzde 300'ü ile 500'ü arasında değişmektedir. (d) Ek rezerv kolaylığı için bir üst limit bulunmamaktadır. Bu kolaylığın miktarını belirlemeye İcra Direktörleri Kurulu yetkilidir.

Acil durum destek politikaları çerçevesinde sağlanacak imkanlar için maksimum limit üye ülke kotasının yüzde 25'i olmakla birlikte İcra Direktörleri Kurulu bu oranı yüzde 50'ye kadar çıkarmakta yetkilidir.

Fakirliği azaltma ve büyüme kolaylığında bir maksimum limit konulmamıştır.

1994 yılındaki Meksika Krizi ve özellikle de 1997 - 98 Asya ve Rusya Krizleri'yle birlikte IMF, stand-by ve süresi uzatılmış fon kolaylığı düzenlemelerinde öngörülen maksimum limitleri aşmaya başlamıştır. Bu limitleri birer gösterge olarak almak daha uygun olacaktır. Krizin büyüklüğü ve bulaşıcılığına göre İcra Direktörleri Kurulu bu limitleri aşabilmektedir.

IMF'den
imkan
kullanan
bir ülkenin
bir başka
ülkenin
parasını
kullanımına
"purchase"
geri
ödemesine de
"repurchase"
adı
verilmektedir

İMF imkanlarının kullanım koşulları

Rezerv dilimi politikası çerçevesinde sağlanan imkanlar dışında IMF imkanlarının kullanımı öncelikle ilgili üye ülke hükümetinin IMF'ye vereceği niyet mektubu ve bunun üzerine yapılacak düzenlemeye bağlıdır. Eğer programın başlangıcında bir takım ön koşullar ve kriterler söz konusuysa ilk taksidin verilmesi için bunların yerine getirilip getirilmediğine bakılır. İmkanların kullanımında ilk taksitten sonraki taksitler için de programda belli dönemler itibariyle öngörülen performans kriterlerinin yerine getirilip getirilmediği gözetilir. IMF misyonlarının yapacağı gözetimler, bu koşulların yerine getirilip getirilmediğinin saptanması biçiminde yapılır. Eğer koşullar yerine getirilmişse misyon yazacağı raporda bu durumu belirtir ve İcra Direktörleri Kurulu söz konusu taksitin de serbest bırakılmasını kararlaştırır. Koşullar yerine getirilmemişse, o zaman misyonun raporunda bu durum yer alır ve IMF Başkanı koşullar yerine getirilinceye kadar o ülke hakkındaki İcra Direktörleri toplantısını askıya alır. Koşulların yerine getirilmesi mümkün görülüyorsa, IMF Başkanı, İcra Direktörleri Kurulu'ndan kalan taksitlerin askıya alınmasını isteyebilir.

dünya bankası (IBRD) kuruluş

IMF ile birlikte ve aynı tarihte kurulmuştur. O nedenle bu iki kuruma "Bretton Woods ikizleri" ya da "Bretton Woods kurumları" adı da verilmektedir. Gelişmiş ülkelerin mali olanaklarını gelişme yolundaki ülkelere kanallize ederek, dünya genelinde yaşam kalitesini artırmak ve fakirliği azaltmak amacıyla, gelişme yolundaki ülkelere proje ve program kredileri vermek. 2002 itibariyle 183 ülke IBRD'ye üyedir.

toplam sermaye miktarı

186.4 milyar dolar. Bu toplam tutarın 11.3 milyar doları ödenmiş; 175.1 milyar doları tahhüt edilmiş durumdadır (1998).

organizasyon şekli

Anonim şirketlerdeki pay sahipleri genel kurulunun görevini yapan bir guvernörler kurulu ile yine anonim şirketlerdeki yönetim kurulunun görevlerini yapan bir icra direktörleri kurulu vardır. Ayrıca uluslararası kalkınma konularının tartışılıp görüşüldüğü bir kalkınma komitesi görev yapmaktadır. Başkan (President) İcra Direktörleri Kurulu kararlarını uygulamaktan sorumludur.

guvernörler kurulu

Her üye ülkenin ekonomi ve/veya maliye bakanı ya da üst düzey bir bürokratı (çoğunlukla Hazine ya da Maliye Müsteşarı) bu kurulda guvernör olarak görev yapar ve ülkesi adına oy kullanır.

icra direktörleri kurulu

5 adedi atanmış (ABD, Almanya, Japonya, Fransa, İngiltere) ve 19'u da seçilmiş olmak üzere toplam 24 kişiden oluşur. Atanmış üyeler yalnızca kendi ülkelerini temsil ederler. Seçilmiş üyeler ise bir grubu (constituency) temsil ederler. Yalnızca kendi ülkesini temsil eden üç seçilmiş üye vardır: Suudi Arabistan, Rusya ve Çin.

dünya bankası imkanları:

Dünya Bankası olanaklarını kullanabilmenin limiti 2002 yılı itibariyle 5 bin 225 dolarlık kişi başına milli gelirdir. Bu miktarın üzerine çıkan **ülkeler** Dünya Bankası olanaklarını kullanamazlar. Olanaklar şöylece özetlenebilir:

Krediler: Dünya Bankası kredileri belirli bir kamusal projeyi finanse etmeye yönelik yatırım kredileri, belirli bir sektörü iyileştirmeye ya da yapısal değişimi gerçekleştirmeye yönelik uyum kredileri ve bu ikisinin karışımından oluşan karma krediler olarak üçe ayrılır.

Diğer imkanlar: Dünya Bankası'nın doğrudan kredi sağlamanın yanı sıra verdiği imkanlar şunlardır: Proje hazırlama imkanı, Dünya Bankası'nca yönetilen fonlardan sağlanan destek ve hibeler, diğer kuruluşlarla birlikte yapılan ortak finansman.

Garanti: Gelişme yolundaki ülkelerin altyapı yatırımlarının finansmanı için gerekli projelerin karşı karşıya kalabileceği siyasal riskleri kapsamak üzere geliştirilmiştir. Bu yolla Dünya Bankası, yabancı sermayenin gelişme yolundaki ülkelere akmasını kolaylaştırmayı amaçlamaktadır. Üç tür garanti söz konusudur: (1) Kısmi kredi garantisiyle belirli bir kredi ya da tahvilin olası borç servisi sorunları üstlenilir. (2) Kısmi risk garantisiyle bir projede devletin üstüne düşen görevleri yapamamasının yaratacağı sıkıntılar üstlenilir. (3) Politika bazı garantiyle de dış borçlanma sağlayıcı kurumların verecekleri borçların bir bölümünün kaplanması hedeflenir.

dipnotlar:

1) bp, basis point. Her 100 puan yaklaşık olarak 1 puanlık ek faiz demektir.

Dünya Bankası olanaklarını kullanabilmenin limiti
2002 yılı itibariyle
5 bin 225 dolarlık kişi başına milli gelirdir

finansal liberalizasyon iktisadi kriz ilişkisi

Finansal krizler 1980'lere kadar tüm ülkeleri tehdit eden bir olguyken; bu tarihten sonra, daha çok gelişmekte olan ülkelerin sorunu haline gelmiştir. Gelişmiş ülkeler çeşitli zamanlarda resesyonlar yaşasa bile bu durum nadiren bir finansal krize dönüşmektedir. Bu sürecin finansal liberalizasyon olgusu ile bağlantılı olduğunu düşündüren birçok gösterge mevcuttur.

1973'de E. Shaw ve R.I. McKinnon finansal liberalizasyonun teorik temelini oluşturan çalışmalarında^{1a-b} "Finansal Baskılama" ve "Finansal Derinleşme" gibi terimleri, iktisat literatürüne kazandırmıştır. Yazarların tanımına göre, fiyat kontrolleri vb. yöntemlerle, bir ülkede finansal piyasaların etkin bir şekilde çalışmasına izin verilmiyorsa, o ülkenin finansal sistemi baskılanmış demektir.

Finansal baskılamanın temel nedeni, fon talebinde önemli bir paya sahip olan kamu kesiminin, negatif faiz oranları sayesinde ucuz finansman sağlamaya çalışmasıdır. Ayrıca kamu bankalarının, bankacılık sisteminde önemli bir paya sahip olması ile birleşen bu durum politikacılara da kaynakları istedikleri bir biçimde dağıtma imkanı veriyordu.

Finansal baskılama düşük faizler nedeniyle tasarrufun önünde de önemli bir engel oluşturuyordu. Ayrıca kaynakların etkin bir şekilde değil, politik tercihlere göre dağılması da bu durumun yarattığı bir diğer problemdir.

McKinnon ve Shaw'a göre bu sorunların çözümü, deregülasyon, yani finansal baskılama olgusuna neden olan unsurların kaldırılmasıydı. Böylece finansal derinlik artacak ve artan tasarruflar, verimli yatırımlara yönlenecektir.

Finansal liberalizasyonun iki farklı aşamasından söz edilebilir. İç ve dış finansal liberalizasyon. İç liberalizasyon, iç finansal piyasalardaki, faiz tavanları, giriş kısıtları, likidite zorunlulukları gibi regülasyonların kaldırılmasıdır. Dış liberalizasyon ise sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kaldırılması, yerli paranın konvertibilitesi şeklinde tanımlanabilir.²

Dış finansal liberalizasyon sonucunda, kısa vadeli sermaye akımları ve doğrudan yabancı yatırımların artacağı, böylece iç finansal liberalizasyonla önü açılan yatırımların, dış liberalizasyonla da fonlanabileceği varsayılmaktadır. Bu teoride ilginç olan bir diğer unsur ise, finansal liberalizasyon sonucunda, kaynaklar etkin yatırımlara yönleneceğinden, sistemin daha istikrarlı hale geleceği öngörü-südür.

Literatürde bu tartışmalar devam ederken 1980'lerin başlarında birçok ülkede yoğun bir finansal liberalizasyon süreci başladı. ABD, 1980'de mevduat kurumları deregülasyon ve parasal kontrol yasası (Depository Institutions Deregulation And Monetary Control Act) ve 1982'de Garn-St German Mevduat Kurumları Yasası (Garn-St German Depository Institutions Act) ile finansal deregülasyon sürecini başlattı.³

ABD, finansal liberalizasyonu sadece kendi ülkesinde gerçekleştirmekle yetinmeyip, süreci diğer önemli finansal piyasalara da empoze etmiştir. Örneğin 1984'de Japonya ile bu yönde bir anlaşma gerçekleştirmiştir. Bu anlaşmaya göre Japonya ile mali ilişkilerinin devamını, bu ülkenin finansal liberalizasyonu gerçekleştirmesine bağlamıştır. Bu anlaşmanın ardından Japonya 1984-1987 arası dönemde finansal deregülasyonu hızla gerçekleştirmiştir. İngiltere 1986'da finansal liberalizasyon amacıyla birçok yasa çıkarmıştır. Türkiye de finansal liberalizasyon sürecine 1980'lerde başlamıştır. 1980'de gerçekleştirilmeye başlanan iç liberalizasyonu 1988'de dış liberalizasyon izlemiştir. Ayrıca ABD, IMF ve Dünya Bankası kanalıyla finansal liberalizasyonun dünyaya yayılması için yoğun çaba sarf etmiştir. Finansal liberalizasyonla birlikte dünya genelinde spekülasyon hızla artmıştır. Döviz kurlarının volatilitesinin artması, kur garantileme (hedge) amaçlı olarak vadeli işlemler piyasalarının gelişmesi sonucunu doğurmuştur. Fakat günümüzde bu piyasalar bile spekülasyon amacıyla yoğun bir biçimde kullanılmaktadır. Tablo 1., 1993-1999 yılları arasında, vadeli işlemlerin, dünya genelindeki hızlı artışını yansıtmaktadır.

**Gökhan
Karabulut***

**ABD,
finansal
liberalizasyonu
sadece
kendi
ülkesinde
gerçekleştir-
mekle
yetinmeyip,
süreci
diğer
önemli
finansal
piyasalara da
empoze
etmiştir**

* Dr.
İÜ İktisat Fakültesi

Tablo 1: uluslararası piyasalarda işlem gören finansal araçların miktarları (1993-1998) (milyar \$)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Faiz Oranı	4960	5807	5876	5978	7580	8019	7913
Future'leri							
Faiz Oranı	2362	2623	2714	3277	3639	4623	3755
Options'ları							
Döviz Future'leri	34	40	33	37	42	31	36
Döviz Options'ları	75	55	120	133	118	49	22
Menkul Kıymetler	110	127	172	195	211	290	334
Index Future'leri							
Menkul Kıymet	232	242	338	394	810	916	1458
Index Options'ları							
Toplam	7775	8897	9282	10118	12407	13931	13521

Kaynak: Muhammet AKDİŞ, "Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve Türkiye:Finansal Krizler-Beklentiler", Dış Ticaret Müsteşarlığı, Dış Ticaret Dergisi, Yıl:7, Sayı:26, (Ekim-2002).

Finansal Derinleşme Teorisi gibi finansal liberalizasyona temel sağlayan kuramların ikinci plana itilen ve göz ardı edilen bazı varsayımları vardır. Bu teorilere göre, finansal liberalizasyonun beklenen faydalarının gerçekleşmesi için bilgiye ulaşmada bir engelin var olmaması, mal piyasasının etkin bir biçimde çalışması gereklidir.

Birçok çalışma göstermiştir ki finansal liberalizasyon sonrasında finansal piyasalar daha kırılgan hale gelmiştir. Örneğin Hyman Minsky'ye göre finansal liberalizasyon sonrası oluşan ek kaynak, üretken yatırımlar yerine spekülasyon amaçları kullanılmıştır.⁴ Finansal liberalizasyonu gerçekleştiren ülkelerde, faiz oranlarının yükselmesiyle yurtiçi tasarruflarda bir artış gerçekleşmiş ve yurtdışından gelen kaynaklarda da bir artma olmuştur. Fakat sermaye akımlarının yöneldiği ülkelerde, yerli paranın aşırı değerlenmesi sorunu ortaya çıkmıştır. Bu durumun yarattığı ilk problem dış ticaret dengesinde kötüleşmedir. Böylece bir taraftan finansal piyasalar genişlerken diğer taraftan ekonomi yavaşlamaya başlar. Finansal ve reel sektör arasındaki uyumsuzluğun büyümesi ve spekülasyon yatırımlarının devam etmesi finansal kriz riskini artırır.

Böyle bir ortamda yoğun sermaye çıkışlarını engellemek için hükümetler aşırı değerlenmiş kuru korumak zorundadır. Bu döviz rezervlerinin azalması demektir. Rezervlerin kuru korumaya yetmediği noktada, ekonomik kriz kaçınılmaz olur. Krizin başlamasıyla birlikte bankacılık sistemi birçok sorunla karşı karşıya kalır. Bunlardan ilki döviz kuru riskidir. Krize açık pozisyonla yakalanan bankaların ödeyebilirliğini yitirme ihtimali ortaya çıkar.

İkinci önemli risk, kredi riskidir. Çünkü bu aşamada geri ödenmeyen krediler (non-performing loans-NPL) hızla artar. Bu koşullarda merkez bankası son durak borç mercii işlevini yerine getirmemezse, banka iflasları kaçınılmaz hale gelir. Banka iflasları gerçekleşmeye başladığında para arzı daralır ve kriz daha da derinleşir. Finansal liberalizasyonun banka iflasları üzerindeki etkisi -ABD örneği için- Tablo 2'de görülmektedir. Tablodan da izlenebileceği gibi, ABD'de finansal liberalizasyona yönelik yasaların çıkması ile banka iflasları hızla artmıştır. Bu iflasların herhangi bir banka tahaccümüne dönüşmemesinin nedeni ise mevduat sigortasının varlığıdır.

Tablo 2: finansal liberalizasyon öncesi ve sonrası banka iflasları (abd)

Yıl	İflas Eden Banka Sayısı	İflas Eden Bankaların Toplam Varlıkları (000) (\$)
1977	6	232.612
1978	7	994.035
1979	10	132.988
1980	10	236.164
1981	10	4.859.060
1982	42	11.632.415
1983	48	7.026.923
1984	79	3.276.411
1985	120	8.741.268
1986	138	6.991.600
1987	184	6.850.700

Kaynak: K. Cooper, D. R. Fraser, "Banking Deregulation and the New Competition in Financial Services" Ballinger Publishing Company, Cambridge, 1988 s.148

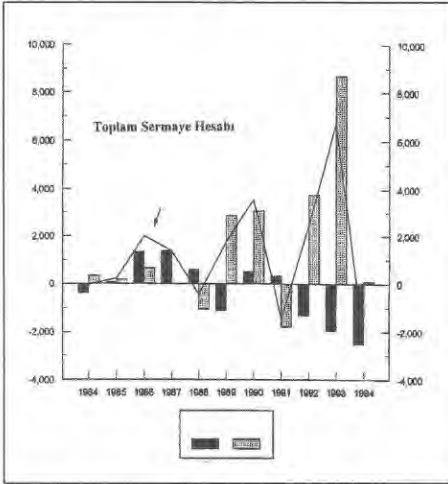
Yukarıda bahsedilen süreçte bankaların karşılaştığı bir diğer risk ise faiz oranı riskidir. Döviz yönelen fonların miktarını azaltmak üzere iç borçlanma faizlerinin yükseltilmesi, portföylerinde önemli miktarda kamu kağıdı tutan bankaların ellerindeki kağıtların değerini hızla düşürecektir. Bu da aktif-pasif dengesini daha da bozar.

İktisadi kriz, finansal liberalizasyon ilişkisini açıklamakta en başarılı olan teori üçüncü nesil döviz krizi modelleridir. Üçüncü nesil modellerde aşırı borçlanma olgusu ön plana çıkmaktadır. Mevduat sigortasının varlığı altında, bankalar artan kredi talebini karşılamak için yoğun sendikasyon kredisi alımına gitmektedir. Bu durum kredi faizlerindeki artışla ahlaki riski artırır ve finansal piyasalar daha kırılgan hale gelir. Yüksek faiz oranları ve konjonktürün yükseliş fazında olması nedeniyle sermaye akımlarının hızlanması, kriz riskini daha da artırır. Tablo 3'de Türkiye'de dış liberalizasyonun artması ile sermaye akımlarının artan volatilitesi, Tablo 4'de ise Meksika'da deregulas-

Teorilere göre, finansal liberalizasyonun beklenen faydalarının gerçekleşmesi için bilgiye ulaşmada bir engelin var olmaması, mal piyasasının etkin bir biçimde çalışması gereklidir

yon sürecinden, 1994 krizine kadar iç piyasada, özel sektöre verilen kredilerin hızlı artışı görülmektedir.

Tablo 3: dış liberalizasyon ve sermaye akımları (türkiye)



Kaynak: R.R. Agenor, C.S. McDermott, E.M. Üçer, "Fiscal Imbalances, Capital Inflows and The Real Exchange Rate The Case of Turkey", IMF Working Papers, January, 1997, WP/97/1, s.5.

Tablo 4: finansal liberalizasyon ve ekonomik kriz (meksika)



Kaynak: M. Alparslan "1995 Yılındaki Kriz Sonrasında Meksika Bankacılık Sistemi" TBB 2002, s. 4

Krizle karşı kısa vadede alınabilecek önlemlerin en önemlisi merkez bankasının son durak borç mercii işlevini yerine getirmesidir. Bankacılık sistemini rahatlatacak bir diğer husus, mevduat sigortasının varlığıdır. Burada dikkat edilmesi gereken bir diğer unsur, mevduat sigortasının limitli olmasıdır. Çünkü limitsiz mevduat sigortası, bankacılık sisteminin kırılma eğiliminin artmasına neden olmaktadır.⁵

Uzun vadede alınabilecek önlemler iktisat literatüründe hala tartışılmaktadır. Tartışılan önlemlerin başında Tobin Vergisi gelmektedir. James Tobin, sınır ötesi para akımlarında yüzde 10 ile yüzde 25 arasında bir vergi alınmasını önermektedir. Tobin, bu verginin, spekülasyon döviz ticaretini yüzde 90 oranında

azalttığını iddia etmektedir. Fakat Tobin uygulamanın uluslararası işbirliği ile başarılı olacağını önemle vurgulamaktadır. Ayrıca bu tarz bir vergi politikasının dünya genelinde hükümetlere yıllık 100 milyar ile 300 milyar dolar arası bir gelir getireceği tahmin edilmektedir.⁶

Tobin vergisi önemli sivil toplum kuruluşlarından da yoğun destek görmektedir. Bu kuruluşlar 1997'de kurulan ATTAC (Association for the Taxation of Financial Transactions and Help to the Citizens) çerçevesinde, organize hareket etmeye başlamıştır.⁷ Finansal liberalizasyonun yarattığı kaos ortamından kurtulma yönünde bugüne kadar atılmış en önemli adım olan ATTAC'ın finansal liberalizasyonun lehine yapılan lobi faaliyetlerinin yanında zayıf kaldığı açık bir gerçektir. Tablo 5 finansal liberalizasyon sürecine giren ülkelerin yaşadıkları bankacılık krizlerini göstermektedir ve bu krizler gelişmekte olan ülkelerin, istikrarlı bir büyüme patikasıyla uzaklaştığının önemli bir göstergesidir. Dolayısıyla gelişmekte olan ülkelerde hızla artan krizler, yeni bir regülasyon sürecinin er ya da geç yaşanmasını zorunlu kılmaktadır.

Tablo 5: finansal liberalizasyon ve bankacılık krizleri

Ülke	Finansal Liberalizasyon	Bankacılık Krizi
Arjantin	1977	03/1980-05/1989-12/1994-12/2001
Bolivya	1985	10/1987
Brezilya	1975	11/1985-07/1994
Şili	1980	09/1981
Kolombiya	1980	07/1982
Meksika	1989	09/1982-09/1992-09/1994
Paraguay	1990	1995
Uruguay	1976	03/1981
Venezüella	1989	10/1993
Endonezya	1983	1992
Güney Kore	1991	09/1997
Malezya	1980	07/1985-09/1997
Tayland	1989	03/1979-10/1993-09/1997
Filipinler	1981	01/1981
İsrail	1990	1985
Ürdün	1988	08/1989
Kenya	1991	1993
Tanzanya	1993	1988
Türkiye	1987	03/1994-02/2001
Mısır	1991	-----
Zambiya	1992	01/1995
Guatemala	1989	-----
Honduras	1990	-----
El Salvador	1991	1989
Peru	1980	04/1989

Kaynak: C.Wyplosz, "How Risky is Financial Liberalization in the Developing Countries?" G-24 Discussion Paper Series-UN, No. 14, 2001. s. 26

Gelişmekte olan ülkelerde hızla artan krizler, yeni bir regülasyon sürecinin er ya da geç yaşanmasını zorunlu kılmaktadır

kaynakça:

Agenor R.R, C.S. McDermott, E.M. Üçer, "Fiscal Imbalances, Capital Inflows and The Real Exchange Rate The Case of Turkey", **IMF Working Papers**, January, 1997 ,WP/97/1.

Alparslan M. "1995 Yılındaki Kriz Sonrasında Meksika Bankacılık Sistemi" **TBB** 2002.

Cooper K., D. R. Fraser; **"Banking Deregulation and the New Competition in Financial Services"** Ballinger Publishing Company, Cambridge, 1988.

Karabulut G., "The Impact Of Unlimited Deposit Insurance On Non-Performing Loans : Evidence From Turkey" **SAM International Conference** ,Washington DC, April 2003.

Mckinnon, R.I.: **"Money and Capital in Economic Development"**, The Brooking Institution, Washington, 1973.

Shaw, E.: **"Financial Deepening in Economic Development"**, Oxford University Press, London, 1973.

Weller C. E., "Financial Crises After Financial Liberalization: Exceptional Circumstances Or Structural Weakness?" **ZEI Working Papers**, No 15.,1999.

Wylosz C., "How Risky is Financial Liberalization in the Developing Countries?" **G-24 Discussion Paper Series-UN**, No. 14, 2001.

www.ceedweb.org/iirp/factsheet.htm

www.bits.bris.ac.uk/arthur/sounds/attac.html

dipnotlar:

1) a) Mckinnon, R.I.: **"Money and Capital in Economic Development"**, The Brooking Institution, Washington, 1973.

b) Shaw, E.: **"Financial Deepening in Economic Development"**, Oxford University Press, London, 1973.

2) C.Wylosz, "How Risky is Financial Liberalization in the Developing Countries?" **G-24 Discussion Paper Series-UN**, No. 14, 2001. s. 5

3) K. Cooper, D. R. Fraser; **"Banking Deregulation and the New Competition in Financial Services"** Ballinger Publishing Company, Cambridge, 1988 s.20

4) C. E. Weller, "Financial Crises After Financial Liberalization: Exceptional Circumstances Or Structural Weakness?" **ZEI Working Papers**, No 15.,1999, s.1.

5) G. Karabulut, "The Impact Of Unlimited Deposit Insurance On Non-Performing Loans : Evidence From Turkey" **SAM International Conference** ,Washington DC, April 2003.

6) www.ceedweb.org/iirp/factsheet.htm

7) www.bits.bris.ac.uk/arthur/sounds/attac.html

sermayenin çetin denizi

The Economist Dergisi'nin 3-9 Mayıs 2003 tarihli sayısında yayımlanan yazılardan özetlenmiştir.

Küreselleşmenin demokrasiyi bastır-
dığını, yoksulları aldattığını ve çev-
reyi kirlettiğini düşünenler bugün
uluslararası sermayeye açık piyasalarını şer
olarak görürler. Bununla beraber bu, sınırlan-
dırılmamış sermaye akımının iyi bir şey oldu-
ğunu göstermez. Sermaye piyasası, bazı çok
maliyetli olmuş ekonomik çöküntülerden so-
rumludur. Ticaret yararlıdır; ama ekonomik en-
tegrasyonun en hevesli savunucusu bile sınır-
landırılmamış sermaye akımının bu derece ni-
met olup olmadığını sorgulamaya başlayabilir.

Ticaret engelleri kaldırıldığında her iki ta-
raf da kapalı ekonomide bulunmayan fırsatlara
sahip olur. Üretmedikleri malları tüketmeye
ve tüketmek istemedikleri malları üretip sat-
maya karar verebilirler.

Aynı mantık, uluslararası finans için de
geçerlidir. Nasıl kapalı bir ekonomi sadece
ürettiğini tüketebiliyorsa, sadece tasarruf ettiği
kadarını yatırıma dönüştürebilir –ne daha azı-
nı ne daha fazlasını. Sermaye ticareti, ülkele-
rin tasarruf ve yatırım seçimlerini ayırma ola-
nağı sağlar. Ülkeler yurtdışından borçlanarak
birikimlerinden daha fazla yatırım yapabilir ya
da tasarruf fazlasını dışarıya borç vererek bi-
rikimlerinden daha az yatırım yapabilirler. Mal-
ların fiyatlarındaki değişiklikler, ihracat ve itha-
latları dengeye getirdiği gibi sermaye fiyatın-
daki değişiklikler de küresel arz ve talebin
eşitleneceğini garanti eder.

Uluslararası sermaye uluslararası ticarete
olduğu gibi seçenekleri genişletir. Öyleyse da-
ha önce sahip olmadığınız seçenekler size
sunulduğunda, üstelik onları uygulamaya zor-
lanmıyorken, nasıl olur da daha kötü duruma
gelebilirsiniz? Cevap şu: pişman olacağınız
seçimler yapabilirsiniz. Deneyimler gösteriyor
ki, tek bir ülkenin sınırları içinde bile sermaye
ticareti, hataya mal ve hizmet ticaretinden da-
ha yatkındır.

Finansı hataya bu kadar yatkın yapan ne-
dir? Finans piyasaları varlık piyasalarıdır. Bir
varlık satın aldığınızda geleceğe kumar oyn-
narsınız. Gelecekle ilgili beklentilerdeki ufak
bir değişiklik, söz konusu varlığın değeri üze-

rinde büyük bir etki yaratır. Diğer bir deyişle,
varlık fiyatları uzak ve belirsiz bir gelecek üze-
rine tahmin olduğundan, doğal olarak çok gü-
venilir değildir. Sermaye piyasaları sayesinde,
yatırımcılar ödünç verilmiş parayı kullanarak
bu uzak ve belirsiz gelecek üzerine bahislerini
oyunlar. Borç olmaksızın kaybedeceğiniz şey
sahip olduğunuz her şeydir. Ödünç alabilirse-
niz, kaybedebileceğiniz miktarın limiti yoktur;
çünkü manivela gücü, diğer insanların parası
üzerine sizin kendi paranız gibi kumar oyna-
manıza olanak sağlar.

Mal ve hizmet ticaretinde devletin yapma-
sı gereken, ticaret engellerini kaldırmaktır. Fi-
nans konusunda ise durum farklıdır. Burada
sermaye akışına sınır getirmemek doğru bir
politika değildir. Hem yurtiçinde hem de ulus-
lararası alanda finansal sermaye akılcıca dü-
zenlenmeli ve sınırlandırılmalıdır. Kısacası,
sermaye hareketliliğinin çeşitlerinin yararları
ve maliyetleri tartılıp buna göre politikalar be-
lirlenmelidir. Zira, sermaye hareketliliğinden
gelecek faydanın göz ardı edilmesi, sağlıksız
bir liberalizasyon sürecine girmekten daha bü-
yük bir hatadır.

**neden yoksul ülkelere sermaye akışı bu
kadar az?**

Ekonomideki azalan marjinal getiriler ya-
sasına göre, sermayenin bol olduğu zengin ül-
kelerde sermayenin marjinal getirisi düşüken
sermaye stokunun yetersiz olduğu fakir ülke-
lerde bu getiri daha yüksek olacağından, ser-
mayenin uluslararası dolaşımı küresel ekono-
mi için de daha olumlu sonuçlar doğurur. Ama
veriler sermaye akışının bu yönde gerçekleş-
mediğini gösteriyor. Gelişmekte olan ülkenin
kalkınmasına hız katan ve zengin ülkenin de
kar elde etmesini sağlayan sermaye akışı ne-
den bu yönde gerçekleşmiyor?

Bunun bir nedeni gelişmekte olan ülkeler-
de tek eksik sermaye olmamasıdır. Bu ülke-
lerde işgücü fazla olabilir ama eğitilmiş, kalifiye
işgücü oranı azdır. Ayrıca birçok ülkede mülki-
yet hakları güvence altında değildir ve yargı
sistemi çok iyi işlemez. Politik riskler sorun ya-
ratabilir. Bu ve buna benzer nedenler serma-
yenin bu ülkelere akışının beklenilenden daha
az getiri sağlamasına neden olur.

Çeviri:
**Nurtaç
Yıldırım***

**Dilek
Örnek***

**Mal ve
hizmet
ticaretinde
devletin
yapması
gereken,
ticaret
engellerini
kaldırmaktır.
Finans
konusunda ise
durum
farklıdır.
Burada
sermaye
akışına
sınır
getirmemek
doğru
bir politika
değildir**

* İ.Ö.
İktisat Fakültesi

İkinci bir neden ise çoğu gelişmekte olan ülkenin yabancı sermayenin özgürce giriş çıkış yapmasına izin vermemesidir. Çeşitli resmi ve resmi olmayan engeller hala yabancı yatırımcıların yoluna çıkıyor.

Tarihte, en azından Birinci Dünya Savaşı'na kadar olan süreçte, yabancı sermayenin fakir ülkelere akışı her iki taraf için de çok faydalı görülürken, neden günümüzde sermaye kontrollerine gerek duyulduğu tartışılmaktadır. Bu anlamda sermaye girişinin gelişmekte olan ülkelere olan yararlarının yanı sıra maliyeti de ölçülmeye çalışılıyor. Ancak net etkiyi açığa çıkartmak da oldukça güç. Bunun en önemli nedeni de sermaye akışının çeşidine göre -kısa ve uzun vadeli banka borçları, kamu ya da özel tahvillere yatırım, hisse senedine yatırım ve üretime doğrudan yatırım- sonuçlarının farklılık göstermesidir.

Bu konuda yapılan analizler gösteriyor ki finansal entegrasyon, ancak belli kriterleri yerine getirebilen ülkeler için yararlıdır. Bu kriterlere sahip olmadan entegrasyona gidenler zararlı çıkar. Ancak ekonomi politikalarını belirlerken, finansal entegrasyon konusunda ya hep ya hiç yargısına varmaya da gerek yoktur. Seçim sınırsız sermaye akışı ile finansal izolasyon arasında olmamalıdır. Şartlara göre bir orta yol bulmak en iyisidir. Amaç, finansal entegrasyonun maliyetlerini en aza indirirken yararlarını artırmaktır. Maalesef gelişmekte olan ülkeler bu doğru dengeyi tutturmakta çok zorluk çekmektedirler. Bu ülkelere yabancı sermaye girişi yarardan çok zarar getirmiştir. Bu durumda devlete çok iş düşmektedir.

sıcak para ve doğrudan yabancı yatırımlar

Bazı sermaye akımı çeşitleri diğerlerinden daha iyidir. Örneğin, bankadan borçlanmak görece olarak daha risklidir. Dalgali faiz oranından ya da yabancı döviz üzerinden alınan bir banka borcu, borçluya kendi kontrolü dışında riskler yükler.

Doğrudan yabancı yatırım ise daha güvenlidir. Yabancı yatırımcı yatırım yapılan ülkenin riskini paylaşır. Eğer karlar düşerse, yabancı yatırımcının yatırımından sağlayacağı gelir de düşer. Risk paylaşımı açısından banka borçları ile doğrudan yabancı yatırım arasında tahviller ve hisse senetleri gibi portföy yatırımları yer alır.

Bu sermaye akımı çeşitlerinin seçiminde anahtar unsur maliyettir: Uluslararası finansa

hiçbir şey kesin değildir. Doğrudan yabancı yatırım, banka borcundan daha güvenli bir sermaye kaynağı olabilir, ama uzun dönemde daha maliyetlidir. Bunun nedeni basittir: ekstra riski yüklenmenin karşılığında yatırımcılar daha büyük bir gelir beklerler. Sonunda, doğrudan yabancı yatırımın kendilerine sağladığı kar payının eşdeğer banka borcuna ödenen faiz ödemelerinden daha fazla olması beklenir.

Doğrudan yabancı yatırımın başka açmazları da vardır. Doğrudan yabancı yatırımın düzenlenmesi daha zordur. Yatırımcılar ve borçlular birbirleri hakkında hiçbir şey bilmese bile bankalar, onları bir araya getirerek aralarında köprü kurar. Doğrudan yabancı yatırım, aracının görevini tavsiye niteliğine indirir. Doğrudan yatırım, yatırımcı ve yatırım yapılan şirket arasında yakın bir uzun dönemli ilişki gerektirir. Bu, bir bakıma avantajdır. Doğrudan yabancı yatırım, yatırımı kabul eden ülkeye paranın yanında teknik ve yönetsel bilgi getirir ve dünya piyasasında önemli bağlantılar sağlar.

Rakamlar öyle gösteriyor ki, doğrudan yabancı yatırım, portföy akışına ve bu ikisi de banka borcu akışına tercih ediliyor.

Son yıllarda gelişmekte olan piyasalara sermaye akışının bileşiminde önemli değişme görüldü. Bankadan borçlanma oldukça düştü. Portföy yatırımı (tahviller ve hisse senetleri) arttı. Ve doğrudan yabancı yatırım, birçok ülkenin istediği kadar çabuk olmasa da, arttı.

Gelişmekte olan ülkeler daha elverişli hale geldikçe, finansal ve yasal sistemleri daha oturmuş hale gelecektir. Doğrudan yabancı yatırım fırsatları daha kolay bulunup kullanılacak ve yerli finansal piyasalar zengin Batının derinlik ve organizasyon standartlarına yaklaşacaktır. Yerli bankacılık sistemleri olgunlaştıkça, şimdiye kadar sınıır ötesi banka borçlanmasıyla sağlanan finansal ihtiyaçların çoğunu karşılayabilecekler. Ekonomik büyüme ve küreselleşmenin güçlenmesiyle, her çeşit finansal akım genişlemeye devam edebilir.

Devletler bununla tatmin olmalı mı yoksa bu son trendi hızlandırmaya çalışmalı mı? Bu sorunun cevabı, hızlandırmaları gerektiğidir. Bunu nasıl yapacakları konusunda bazı teklifler var. Ama bu çeşit müdahale çok dikkatlice yapılmalı. Küresel sermayeden sağlanacak yararların artırılması sermaye akışı çeşitlerinin değiştirilmesiyle mümkün olabilir. Politika,

Finansal entegrasyon ancak belli kriterleri yerine getirebilen ülkeler için yararlıdır. Bu kriterlere sahip olmadan entegrasyona gidenler zararlı çıkar

sınır ötesi banka akımlarını azaltmayı ve doğrudan yabancı yatırımı arttırmayı amaç edinmelidir.

bankalar

Bankacılıktaki bunalımlar birçok finansal krizin nedeni olarak biliniyor ve bir kere başladığında finansal krizin bir yerden diğer bir yere yayılmasında, amacına aykırı olarak, etkin bir rol oynar. Ama bankaların hala yararlı kuruluşlar olduğu gerçeği göz ardı edilemez. Nedenini görmek için herhangi bir finansal sistemin yapmak zorunda olduğu işi düşünmek gerekir. Bankalar, borç vermeye istekli ve borç almaya istekli kişileri bir araya getirir. Bu durumda iki çeşit problem ortaya çıkar. Birincisi, borç veren, borçlunun iyi bir risk olup olmadığını bilmek ister. Borçlu ne kadar istekli ise ve ne kadar yüksek faiz oranı ödemeye razı ise, o kadar kötü bir risktir. Buna 'Ters Seçim' (adverse selection) denir. Ters seçim ihtimali yararlı olabilecek borç alıp vermeyi engeller.

Finansal sistemin bilgiyi işlerken karşılaştığı diğer problem de 'Ahlaki Risk'tir (moral hazard). Borçlu bir kere borç aldığı anda, hile yapmaya çalışabilir. Parayı yatırırken, en fazla kaybedebileceği meblağ borcu kadardır. Ama, para ile gireceği risk ne kadar büyük olursa başarılı olma şansı da o kadar yüksek olur, şeklinde hesap yapabilir.

Burada bankalar devreye girer. Bankalar ters seçim ve ahlaki riskle baş etmede uzmanlaşmışlardır. Bu da onların finansal sistemdeki rollerini çok önemli kılar. Borç almak isteyenlere hangi soruların sorulması gerektiği konusunda uzmandırlar. Bu şekilde kötü risklerin bir çoğunu eleme imkanı bulurlar. Bankalar müşterilerinin ne yapmakta olduklarını izleyebilir, paranın kullanımına sınırlamalar getirebilirler.

krizlerin nitelikleri

Şimdiye kadarki bir çok finansal kriz nedeniyle artık sermaye hareketliliği ile finansal gerilim birbirinden ayrılmaz izlenimi vermektedir. Eğer bir ülke gelişmeyi istiyorsa finansal istikrarsızlığı göze almalıdır. Bunda biraz doğruluk payı vardır. Daha fazla sermayeye ulaşmak daha fazla riski beraberinde getirir.

Bu, aynı hatalar tekrar tekrar yapıldığı için mi oluyor, yoksa her kriz kendine özgü mü? Cevap her ikisine de evet. Her kriz kendine özgü ve aynı hatalar tekrar tekrar yapılıyor. Bununla birlikte, her durumda farklı şartlar ol-

makla beraber son yıllarda karşılaşılan krizlerin çoğu ortak özellikler sergilemektedir. Bu sonuç, araştırmalar için teşvik edicidir. Sorunu anlamak ve onunla mücadele etmek, küresel finansal sistemin güvenliğini, gelişmekte olan ülkeleri ihtiyacı olan sermayeden yoksun bırakmadan sağlayabilir.

Bankalar, bir finansal kriz ortaya çıktığında suçlu kurumlar olarak görülür. 1990'lar boyunca keskin bir düşüş yaşayan uluslararası banka akışları hala bir ülkeyi ciddi anlamda zarara sokabilir; çünkü banka sermaye akışları diğerlerinden farklı olarak çok daha hassastır, ülkeden çok çabuk çıkabilir ve mutlak anlamda küçük görünen değerler çok büyük etki bırakabilirler.

standartlarda düşme

1990'ların sonunda yaşanan Doğu Asya kriziyle ilgili her çalışmada bu ülkelerdeki gevşek borç verme standartlarına dikkat çekilir. Kriz öncesinde tüm bu ülkelerde para, üretici yatırımlardan çok riskli hisse senetlerine gitti. Borç verenler böylelikle belli çeşitte risklerle karşı karşıya kaldı. Daha yüksek faiz oranları, örneğin, onların borç verdiklerine karşı varlıkların değerini düşürüyordu.

Devlet, bankaların belli sektör ve firmalara borç vermesini yönlendirirken, güvenilirliği büyük oranda göz ardı etti. Kriz geçene kadar da sabır gösterip borç vermeye devam etmek, bir kural olarak kabul edildi adeta. Borçlular borçlarını yeni borçlarla ödediler. Neredeyse tüm krizdeki ülkeler resmi verilerin gösterdiğinden çok daha fazla hacimde işlerliği olmayan borçlara sahip olmuştu. Güney Kore'de 1996'da resmi veriler işlerliği olmayan borçların oranını yüzde 1 olarak verirken, gerçek miktarın yüzde 10'u ile yüzde 20'si arasında bir oranı yansıtıyordu.

Tüm bunlar 1960'larda ve öncesinde karşılaşılan finansal çalkantılardan dolayı tanındı. En alışık olmadık taraf, Doğu Asya ülkelerinin, ekonomi politikalarının birçok yönden başarılı sonuçlar elde etmesiydi. Bu, aynı zamanda krizin ciddiyetinin ve dünya çapında neden olduğu şokun da sebebidir.

Aslında Doğu Asya, sıra dışı bir başarı hikayesine sahipti. Yatırımcıların kendilerini güvende hissetmeleri için her koşul uygundu, çoğu gelişmekte olan ülkenin aksine, mali politika kontrol altındaydı. Ancak bu iyimser ortam, ilginç bir şekilde finansal tehlikeye yol açtı. Yatırımcılar, bankaların ya da diğer finan-

Devlet,
bankaların
belli
sektör ve
firmalara
borç
vermesini
yönlendirirken,
güvenilirliği
büyük
oranda
göz ardı
etti.
Kriz
geçene
kadar da
sabır
gösterip
borç
vermeye
devam
etmek,
bir
kural
olarak
kabul
edildi
adeta

sal kuruluşların iflası halinde devletin bu parayı ödeyeceğini tahmin ediyorlardı.

Bu ülkelerin başarısı tehlikeye başka bir şekilde daha sebep oldu: Yabancı sermaye zaten fazlasıyla ülkeye girmişti. Daha fazlasını denetlemek ve idare etmek zorlaşıyordu. İyimserlik havası iyice yayılmış ve bu da standartları iyice gevşetmişti. Ayrıca döviz kuru da yeni ve potansiyel bir dengesizleştirme sebebi olarak sahnede idi artık. Yabancı sermaye girişi yerel paranın değerini artırarak her şeyin iyi yürüdüğü havasını daha da yaydı. Devletler paralarını dolara karşı sabitleyeceklerini söylediklerinde herkes onların ne yaptıklarını bildiklerini sanıyordu.

aşırı borçlanma sendromu

Bu döngünün nasıl kontrolden çıktığını görmek kolay ama, ilk hangisi ortaya çıktı?

Aşırı borçlanmanın risk olmaya başlaması 1965'lerde Güney Kore'de yaşananları hatırlatıyor. Finansal liberalizasyon başlamış ve bu, büyümeyi tetiklemişti, ama kısa vadede sermaye girişi aşırı fazlaydı ve ülke bu yüzden 1980'lere kadar enflasyonla boğuştu.

Büyümenin başlaması ve ilerlemesinden sonra neden balon patlar? Her şey algıların tam tersi yönde gelişmesiyle olur. Algılar burada da zamanla değişti. Aşırı borçlanmadan birkaç yıl sonra bütçe dengesi bozuldu. Firmalar artık borçlanmayı normale çekmek için senet satmaya başladılar. Varlıkların fiyatları düştü. Sermaye akışı yavaşladı, para baskı altına alındı. Merkez bankaları paranın değerini korumak için faiz oranlarını artırmak istedi; ama birdenbire bankaların ne kadar zayıf olduğu ortaya çıktı. Panik ve zorlama satışlar mal ve senet fiyatlarının düşüşünü hızlandırdı.

Balonun şişmesi sırasında ahlaki risk (moral hazard) durumu vardı. Yerli borç veren kuruluşlar, düzenleyiciler ya da piyasa tarafından denetlenmiyordu. Bu ülkelere borç verenler hem kendi ülkeleri, hem borçlanan ülke, hem de IMF tarafından korunuyordu. Bu ahlaki riski daha da artırdı; çünkü başka türlü çok riskli bulunacak alanlara halkın yönelmesi için güven verildi.

bulaşıcılık etkisi

Birçok ekonomist, krizlerin bulaşıcı olduğunu öne sürerken, bazı ekonomistler bu görüşe karşı direniyorlar. Her ülkenin, finansal zayıflık ve kırılganlığa giden yolu kendisinin açtığını öne sürüyorlar. Bulaşıcılık terimine

karşılar, çünkü bu, onlara göre ülkelerin ve hükümetlerin kendi suçlarını örtmek için kullandıkları bir kavram. Oysa ki; problemin kaynağı ulusal nitelik taşır. Borçlanan ve borç veren ülkedeki hatalar krizlere sebep olur.

Diğer taraftan başka bir gerçek, bir ekonominin kötü idare edilmesi, aşırı iyimserlik ve aşırı borçlanma durumunda bile eğer şanslıysa tehlikeli dönemi zarar almadan atlatabildiği; ama eğer şanssızsa çevredeki kötü haberlerden etkilenip bunu bulaşıcılık olarak adlandıracağıdır. Çevreden gelen kötü haberler yeniden düşünmeye zorlar. Genellikle sınırlar arası finansal akış, doğrudan ve güçlü etkilerini kullanarak sahnede yerlerini alır. Bu durum daha çok "ortak bankacılık" etkisine işaret eder. Aynı kaynaktan borçlanan iki ülkeden biri sıkıntıya girdiği zaman diğeri, içinde bulunduğu ekonomik koşullar ne olursa olsun bundan etkilenir.

Kısacası, yabancı sermayeye bağlı olarak bulaşıcılık olasılığı, riski doğal olarak artırır. Yabancı sermaye arayan ülkeler için faydalı olan sermaye, şartlar değiştiğinde doğrudan yabancı sermaye gibi yavaşça hareket eder. Sermayenin en hareketli ve kırılgan çeşidi kısa dönemli banka borçlarıdır.

Finansal krizlerin modern tarihi, bankaların önemini, onların fütursuzca borç vermeye olan eğilimlerini ve ahlaki risk (moral hazard) yaratmada mevduat sigortasının rolünün önemini vurguluyor. Devletler mevduat sigortası için ikinci bir düşünceye sahipler mi? Hayır. Birçoğu mevduat sigortasını kaçınılmaz görüyor ve finansal düzenleyicileri ahlaki risk konusunda oldukça rahatlar. Zengin ülkeler, gelişmekte olan ülkelere mevduat sigortasının olgun ve oturmuş bir finansal sistemin önemli bir parçası olduğu fikrini yaymaya devam ediyor.

1980'lerden başlayarak, zengin ülkeler banka düzenlemeleri ile ilgili çalışmalarda daha yakın bir işbirliğinde oldular. Sınırlar arası borç vermenin gelişmesiyle birlikte işbirliğinin gerekli olduğu öne sürüldü; aksi takdirde daha katı düzenlemeye tabi tutulan bankaların yurt dışındaki daha gevşek bir sistemde olan bankalar karşısında rekabet gücü olumsuz etkilenirdi. 1975'te zengin G10 ülkeleri (ve Lüksemburg) tarafından kurulan Basel Komitesi, farklı ulusal sistemlerin sermaye yeterlilik düzenlemeleri arasında yakınlık sağlamaya daha büyük önem verdi.

1998'de bir uyuma ulaşıldı. Risk ölçümleri metoduyla borç verilen değerler ve diğer

Finansal krizlerin modern tarihi, bankaların önemini, onların fütursuzca borç vermeye olan eğilimlerini ve ahlaki risk yaratmada mevduat sigortasının rolünün önemini vurguluyor

varlıklar sermayeye karşı daha anlamlı bir şekilde ölçülebildi. 1996'da piyasa riski - bankaların sahip olduğu senetlerin ya da diğer yatırımların fiyatlarının düşme riski- de hesaba katıldı.

Bankaların, piyasa riskini ölçerken, kendi iç modellerini kullanmalarına izin verildi. Uyum zamanla bozuldu ve Basel Komitesi ikinci kez, bu yılın sonunda tamamlanacak ve 2006'da uygulamaya geçecek yeni bir uyum programı için bir araya geldi.

Ancak, Basel 2'de de sorunlar var. Bankalar, varlıklarını belli risk kategorilerine göre düzenleyecek. Ekonomideki oyuncular ayrıca bir ahlaki risk problemiyle karşılaşacaklar. Bankaları çekmek için itibarlarını dahi düşürmeye kalkışabilirler.

Finansal düzenlemelerin dünyasında affedicilik erdem değildir. Tüm ülkelerde, güvenildiği temin etmek için daha katı bir bankacılık düzenlemesiyle Basel komitesinin hedeflerine doğru büyük bir adım atılmış olur.

doğru sermayeyi çekmek için devlete düşen görev

Doğru yabancı sermayeyi çekmek için gelişmekte olan ülkelerin devletlerine hala çok iş düşmekte.

İyi bir bankacılık düzenlemesi zengin ülke hükümetleri için de bir zorunluluktur, ama gelişmekte olan ülkeler, ayrıca daha birçok finansal reform ve gelişmeyi kendi başlarına gerçekleştirmek durumundadırlar. Sadece birkaçı ithal sermayeyi güvenlice işletme kapasitesine sahiptir.

Yolsuzlukları azaltmak, ekonomik etkinliği artırmak için ilk yapılması gerekenler arasındadır. Verilere baktığımızda şeffaflığı sağlamış ülkelerin küresel hisse senedi yatırımlarının yüzde 48'ini alırken (küresel kapitalizasyon paylarından daha fazla) şeffaf olmayan ülkeler sadece yüzde 25'ine sahip olabilmişlerdir (küresel kapitalizasyon paylarından daha düşük).

En güvenli ve verimli sermaye girişi olan doğrudan yabancı yatırımların ülkeye akışı için, yolsuzluk sorunu ortadan kaldırılmalıdır. Birçok gelişmekte olan ülke, doğrudan yabancı yatırımı çekmek için tüzel vergileri kesip destek uygulamaktadır. Bu genelde işe yarar;

ama maliyeti çok yüksektir. Fakir ülkelerin çoğunda devletler, genellikle, dar vergi tabanına dayanmak zorundadır. Borçlanmalarını kontrol altında tutarken, sosyal harcamalar ve ekonomik altyapı için ödeme yapmakta zorlanırlar. Doğrudan yabancı yatırım için özel olarak bazı vergilerin azaltılması istikrarı tehlikeye atarak, doğrudan yabancı yatırımın faydasız projelere sapmasıyla daha ciddi risklerin önünü açar.

döviz kurları

Son zamanlarda döviz kurunun yarattığı tehlike, eskisinden daha az; ama bunun sebebi para birimlerinin daha istikrarlı hale gelmesi değil, istikrarlı gibi gözüken sistemlerin kırılma eğiliminin artık görece iyi anlaşılmasıdır. Sabit ama ayarlanabilir döviz kuru ile sağlanan döviz kuru istikrarının teminatı; yanlış sermaye çeşidinin ülkelere girmesine yol açmış, bu da Doğu Asya ülkelerinde 1990'larda yaşanan ekonomik sıkıntının artmasına neden olmuştur. Ama artık neredeyse tüm gelişmekte olan ülkelerde sabit ama ayarlanabilir döviz kurunun yerini dalgalı rejim almıştır.

sermaye kontrolü

Finansal liberalizasyonun belirlediği standartlara göre, döviz kontrolü kabul edilemez bir politika olmuştur. 1997-98 ekonomik krizinde Malezya'nın uyguladığı, devletin birdenbire döviz giriş çıkışlarını sıkı kontrol altına alma politikası, liberal ekonomistler için çok tedirgin ediciydi. Ama Malezya deneyiminin sonucu, birçok ekonomist tarafından bu tarz bir politikanın kriz tehlikesi yaşayan gelişmekte olan ülkeler için adeta bir reçete olabileceği şeklinde algılandı. Bu tartışmalar, politika belirlemede yeni bir bakış açısını gündeme getirdi: zamanlama. Diğer bir deyişle, gelişmekte olan ülkeler önce para ve maliye politikalarının standartlarını yükseltmeli, yerel finans piyasalarını derinleştirmeli ve finansal denetim standartlarını geliştirmelidirler. Bu belirtilenleri zengin ülkelerdeki gibi sağladıktan sonra, gelir eşitsizliğini kapatmadan önce yabancı sermayeye ulaşımı liberalleştirebilirler. Bu sırada, olabildiğince doğrudan yabancı sermaye teşvik edilmeli ama bu, hükümet desteği ile değil yolsuzlukların engellenmesiyle sağlanmalıdır.

İyi bir bankacılık düzenlemesi zengin ülke hükümetleri için de bir zorunluluktur ama gelişmekte olan ülkeler, ayrıca daha birçok finansal reform ve gelişmeyi kendi başlarına gerçekleştirmek durumundadırlar

tobin ve vergisi

"Alternatiflerini gördükçe bir Keynesci olmaktan gurur duyuyorum" diyen ve Paul Krugman'ın sofistike bir Keynesçi olarak nitelediği Tobin 5 Mart 1918'de Illinois'te doğdu. Daha 18 yaşında iken 1936'da öğretmeninin önerisi üzerine okuduğu Keynes'te hem iktisat kuramı hem politikaları ile ilgilenen, sorunlara çare arayan bir iktisatçı kimliği bulur ve yaşamı boyunca Keynesci kalır. Sosyal meselelerle ve belki de iktisat ile ilgisinin kökeninde ailesinin 29 krizinin etkisinde fazlası ile kalmış olması, büyükbabasının iflasının getirdiği sıkıntılar, bunların nedenlerini ve çözümlerini bulma isteği yatar. Annesinin o yıllarda yoksullarla ilgilenen bir kurumda çalışıyor olmasının da onun yaşamı boyunca fakirlik sorununu her boyutuyla ele almasında kuşkusuz payı olmuştur. Askerlik görevinden dolayı kesintiye uğrayan öğreniminin sonunda Harvard'dan doktorasını alır ve 1950-1988 yılları arasında Yale'de ders verir.

Tutku ile bağlı olduğu akademik kariyerine iki kez ara verir. Bunlardan biri 1961-1962 yılları arasında Kennedy'den aldığı danışmanlık teklifi üzerine gerçekleşir. Gerçi teklifi önce "ben kendi fildişi kulesinde çalışan bir bilim adamıyım" diyerek reddeder. Fakat daha sonra her anlamı ile bir liberal olarak - batılı anlamda korumacılığa ve devletçiliğe karşı, Amerikan anlamında ise ılımlı sol ve reformcu - Kennedy'nin danışmanlığını yürütür ve o dönemde Heller, Gordon, Solow ve Okun ile yazdıkları raporu profesyonel iktisatçı yaşamının en çok onur duyduğu yapıtlarından biri sayar. 20 yıl sonra 1981'de bu kez Reagan'ın danışmanlarının yazdığı rapor ABD'nin iktisat politikasında ciddi bir dönüşümle hem Tobinin önerilerinin hem Keynesci müdahaleciliğin sonunu ve monetarist tezlerle arz ekonomisinin zaferini ilan edecektir.

1970'li yılların sonunda önlenemeyen stagflasyonun artık Keynesçiliğin sonunu getirdiği ileri sürülürken, inançlı Tobin 1981'de Nobel ödülünü alır ve bu teze karşı durur. Enflasyonun bir savaş enflasyonu olduğunu ileri sürer; soğuk savaş ve Vietnam stagflasyonunun nedenleri arasında gösterir. Kendisine

göre Reagan'ın işsizliğe karşı açık bütçe ve vergi indirimi yolu ile kazandığı savaşta uyguladığı politikalar zaten örtük bir Keynesçiliktir. Bununla birlikte Reagan'ın iktisat politikalarını ve yeni klasik makro ekonomiyi şiddetle eleştirir.

"Sofistike Keynesci", hocasını da tenkit edip, eksik bulduğu yönlerini tamamlamaktan geri kalmaz. Genel Teorideki kimi yetersizlik ve uyumsuzluklara dikkati çeker. Tüketici fonksiyonu üzerinde durur ve zenginleşmenin etkisi altında tüketimle uzun dönemli gelir arasındaki ilişkiye dikkati çeker. Keynesci kuramdaki parasal ücretlerin belirlenmesi analizini eleştirir.

"Likidite tercihi analizine" önemli katkılarda bulunur; Keynes kötümser beklentinin kısa vadede ve enflasyonun dikkate alınmadığı bir ortamda aktörleri likit kalmaya iteceğini, paranın dışındaki hisse senedi tahvil veya gayrimenkul gibi tüm yatırımların bu ortamda değer kaybedeceğini ileri sürer. Bu şartlarda en az riskli davranış paranın elde tutulmasıdır. Aktörleri bu davranıştan vazgeçirecek tek unsur faiz oranının artmasıdır. Halbuki beklentinin bir kez belirlendiği faiz oranı muhtemelen efektif olarak aynı düzeyde kalacaktır.

Tobin burada ustasına müdahalede bulunur ve aktörlerin portföy tercihi analizini geliştirerek, finans teorisinin temellerini geliştirir. Öncelikle, geleceğe ilişkin beklentinin kesinlik içermeyeceğini, bu nedenle de aktörlerin bugünkü faiz düzeyinin gelecekte de süreceğine kesin bir gözle bakamayacaklarını ileri sürer. Ardından, piyasa aktörleri için Keynesci modelin aksine sadece para ve tahvil arasında değil, çok sayıda finansal araç arasında tercih imkanı bulunduğunu ileri sürer. Önerdiği teorem ile portföy bileşiminin Keynes'in risksiz para ve riskli diğer yatırım araçları kriteri dışında da oluşabileceğini ileri sürer. Tobin bu analizi ile hem Keynesçiler, hem de tasarrufların plasman konusundaki davranışlarını rasyonelleştirdiği için finansçılar arasında prestiji artar.

1971 yılında Nixon \$'in altına bağlanması esasını iptal eder ve parasal kriz derinleşir.

Metin Sarfatı*

* Yrd. Doç. Dr. Marmara Üni.

Belli bir referans noktasından mahrum kalan piyasaların, bu karardan nasıl etkileneyeceği Tobin için önemli bir sorundur; sermayenin serbest dolaşımı ve döviz kurunun fleksibilitesi kamu otoritelerinin faiz oranlarını belirlemede zorluk çekmesine yol açacaktır ve ülkenin iktisat politikasına hakim olabilmek zorlaşacaktır. Devlet ekonomik etkinliğini yitirecek sermaye hareketleri belirleyici olacaktır. Anarşik olarak nitelendirdiği bu oluşum, piyasa aktörlerinin rasyonel davranışlarını bozabilecektir. Piyasaların her zaman otomatik mekanizmalarıyla dengeye gelme olasılığı zayıf olduğundan, bu durumda Tobin, piyasaya müdahale etmenin bizzat finansal piyasaların çıkarına olduğunu ileri sürmektedir. Üstelik her aktörün, finansal piyasalarda azami kar sağlama dürtüsü ile hareket etmesi toplam sonucun etkinliğini garanti edemeyecektir. Tobin bu aşamada, finansçıların herşeyi mikro ekonomi düzeyine indirgemesini de eleştirir ve sermaye hareketlerine düşük oranlı bir vergi tatbik edilmesini önerir.

değerlendirme

Sabit kurların geçerliliğini kaybettiği bir dönemde, Tobin tarafından önerilen düşük oranlı verginin temel amaçları, döviz kurlarının ekonomideki temel dengeleri yansıtabilmesi, spekülasyon dalgalarının önlenmesi ve yukarıda işaret edildiği gibi "piyasaların diktatörlüğünün" önlenip, ulusal iktisat politikalarının etkin kılınması idi.

Hiç tatbik olanağı bulamayan bu vergi, daha sonraları özellikle Fransa'da başka amaçlarla da gündeme getirildi; bir yandan gelişmekte olan ülkelere, kriz yaratma olasılığı yüksek olan kısa süreli sermaye giriş çıkışlarının bu araçla önlenmesi önerildi. Diğer yandan özellikle bu vergi ile sağlanacak fonların, yoksul ülkeler yararına kullanılabileceği düşünüldü. Önce Mitterand Kopenhag'da böyle bir öneriyi gündeme taşıdı. Ardından Jospin ve nihayet sağ kanattan Séguin 1998'de benzer amaçlarla Tobin vergisini tartışma konusu yaptılar. Fakat Attac'ın "yeni bir dünya, yeni bir iktisadi düzen" projesinde Tobin vergisi önemli bir iktisadi araç olarak sunulunca, ekonomik ve siyaset gündeminin önemli tartışma konularından birisi haline geldi. Her ne kadar bir **liberal, şiddet karşıtı ve küreselleşme yandaşı** olan Tobin vergisini sahiplenenlere olumsuz yaklaşım, isminin bile zikredilmesine karşı çıktıysa da, bu aracı kullanarak küreselleştirme sürecini iyileştirme, bu doğrultuda

devletlerin özgür politikalar oluşturma amacı güden liberal küreselleşme karşıtları ile aynı noktada buluşabiliyordu.

Bununla birlikte, kamuoyunda böylesine yankı yapan Tobin vergisinin, profesyonel iktisatçılar tarafından değişik nedenlerle de olsa genel olarak çok olumlu karşılandığını söyleyemiyoruz. Getirilen eleştirileri ve soruları kısaca şöyle sıralayabiliriz: Bu vergi, finans piyasalarını düzenleyebilecek ve yeterli bir verim sağlayabilecek midir? Uygulanabilirliği nedir? Bu araç, yoksul ülkelere kaynak aktarımının en kestirme ve kolay yolu mudur?

Bu sorulara getirilen yanıtların çok somut ve objektif olmaması iktisatçıların kuşkularını artırmaktadır; verginin getirisi üzerine yapılan hesaplamalar çok güvenli görünmemektedir. Elektronik ortamdaki alım-satımların genelleşmesi ile birlikte bu vergiyi kimin ödeyeceği soruna cevap bulmak güçleşmiştir. İşletmeler mi, spekülasyonörler mi, fon yöneticileri mi? Sadece spekülasyonörlerin vergilendirilmesi, teknik olarak son derece zor görünmektedir. Bu durumda olası bir krizi önlemek bir yana, bu vergi krizi ağırlaştırılabilecektir.

Ayrıca, vergi oranının düşüklüğünün spekülasyonörleri durduramayacağı, yüksekliğinin ise finansal akımları tekrar ve tümü ile ulusal sınırlar içine hapsedme riski taşıdığı ve finansal portföylerin uluslararasılaşmasının önünün kesileceği görmezden gelinememektedir.

sonuç

Hızlı ve kısa vadeli sermaye giriş çıkışları, sağlam ekonomilere ve paralara sahip olmayan gelişmekte olan ülkelerin ekonomisinde tahrip edici etkiler yaratabilmektedir. Bunun önlenmesi ve yoksullara kaynak aktarımı için önerilen Tobin Vergisi'nin sonuçlarının, iktisadi analizi tam anlamı ile yapılmış görünmemektedir. Bu verginin uygulanması en azından zengin ülkeler arasında tam bir mutabakat gerektirmektedir. Aksi takdirde, yeni vergi cennetlerinin yaratılması kaçınılmazdır. Verginin ağırlaştırılmasının sermaye alışkanlığını önleyebileceği düşünülerek, bunun gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkisi derinliğine analiz edilmelidir. Nihayet, yoksul ülkelere böyle bir kaynak aktarımında fikir birliğine ulaşıldıkları düşünüldüğünde, zengin ülkelerin, böyle bir amaç için daha dolaysız ve kolay yöntemlere başvurmalarının daha akılcı olup olmadığı tartışılmalıdır.

kitap tanıtımı



Attac

Christiane Grefe - Mathias Greffrath

Harald Schumann

Çitlembik Yayınları

Finans Piyasalarını Silahsızlandırın!¹

"Yatırım sermayesinin küreselleşmesi evrensel bir güvensizlik yaratıyor. Ulusal sınırlarla alay ederek, devletlerinin halklarının demokrasilerini, refahını ve mutluluklarını güvence altına alma gücünü kırıyor. Finans sermayesinin küreselleşmesi kendi kanunlarını koyarak, bağımsız, ulus üstü bir devlet kurdu." diyen Ramonet, finans sermayesinin demokratik bir şekilde kontrol edilmesini önererek vatandaşlar yararına Tobin Vergisi'nin uygulanmasını sağlamaya yönelik bir mücadele çağrısında bulunmuştu. Bu çağrı cevapsız kalmadı, aksine beş bin gibi kayıtsız kalınmayacak sayıda mektubun gazetemeye yağmasına neden oldu. Böylelikle ATTAC² 3 Temmuz 1998'de kuruldu.

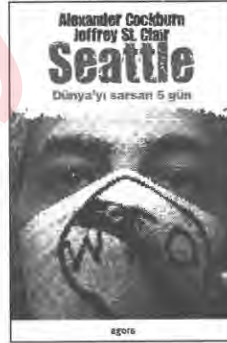
Bugün yalnızca Fransa'da yirmi bin üyesi olan Attac'ın, Brezilya'dan Senegal'e kadar çok sayıda ülkede şubesi ve bulunuyor ve yeni şubeleri açılıyor. Uluslararası ekonomi ve finans düzeninin yarattığı her türlü olumsuz etkiye karşı savunma temelinde ortaklaşan 47 sivil toplum örgütü ve siyasi grup Attac çatısı altında buluşuyor. Hareketin meclislerdeki yansımaları ise dikkat çekici boyutlarda: Kanada'dan sonra Fransız Ulusal Meclisi de diğer Avrupa ülkelerinin de katılması kaydıyla Tobin Vergisini uygulamayı kabul etti. Avrupa Meclisinde ise 220 vekil karar tasarısına destek vermesi tasarının kabul edilmesinin ne denli olası olduğunu ortaya koydu.

Yeni bir küresel finans düzeninin temeli olarak yorumlanan Tobin Vergisi uygulaması çok çeşitli kesimler tarafından birbirinden oldukça farklı nedenlerle destekleniyor. John F. Kennedy'e danışmanlık yaptığı yıllarda James Tobin'in para piyasalarına istikrar getirerek serbest ticaretin gelişmesini sağlamak amacıyla "aşırı derecede verimli uluslararası para piyasalarının mekanizmalarını biraz kum serpştirerek yavaşlatmak ve bütün döviz işlemlerine %1'lik bir vergi uygulama" önerisi, bugün hem spekülâtörler kralı G. Soros tara-

fından hem de finans krizi mağduru ülkelerdeki muhalefet tarafından sempatiyle karşılanıyor. Günde 2 trilyon dolar finansal spekülasyon hacmi olduğu düşünüldüğünde bu rakamın 1/1000 oranında vergilendirilmesi halinde dahi 2 milyar dolar kaynak yaratması yok-sullukla mücadele için bir potansiyel yaratacağı düşünülebilir. Kimi kesimler için ise bu proje "Sosyal Avrupa" veya "Demokrasinin Cenneti" fikrinin yükselmesi nedeniyle oldukça çekici. Bu ilginç ortaklaşmanın dinamiklerinden alternatif küreselleşmeyi savunanların önerdiği reformların anlamı ve başarı şansına kadar oldukça geniş bir yelpazede konuyu ele alan Christene Grefe, Mathias Greffrath ve Harald Schumann, Attac'ın oluşumu gelişimi ve farklı çevreler açısından vaatlerini merak edenlere oldukça kapsamlı bir çerçeve sunuyorlar.

Ar. Gör. Özge İzdeş

- 1 "Finans Piyasalarını Silahsızlandırın!", Ignacio Ramonet'in Aralık 1997'de Le Monde Diplomatique'te yayınlanmış olan makalesinin adıdır.
- 2 Attac Türkçe'ye Vatandaşlara Yardım İçin Finansal İşlemlerin Vergilendirilmesi Birliği olarak tercüme edilmiştir.



Seattle

Alexander Cockburn - Jeffrey St. Clair

Seattle, nicedir bir meşale; küreselleşme-karşıtı hareketin fişeklerinden biri. Ayrıca, 'hür dünya'nın 'efendisi' ABD'nin kendi evine geldiğinde nasıl en temel insan haklarını ayaklar altında çiğnediğini, hatta alelacele yönetmelikler yayınlayarak güvenlik güçlerini kitlelerin üzerine yolladığını gözler önüne seren capcanlı bir örnek.

"Seattle-Dünyayı Sarsan Beş Gün" adını taşıyan elinizdeki kitapta, yazarların protesto eylemlerini, yeni muhalif hareketi oluşturan grupları ve Amerikan polisinin tutumuyla ilgili ilk ağızdan aktarıldıkları Seattle, Washington ve Los Angeles günlükleleriyle Allan Sekula'nın Seattle sokaklarında göstericilerin göz yaşartıcı gaz saldırısını beklerken çektiği resimleri bulacaksınız...