

Finansal Küreselleşme

James Tobin*

Özet: Çalışma, ulusal ekonomik yeterlilik sağlanırken daha istikrarlı bir yapının oluşturulabilmesi için uluslararası finansal piyasaların nasıl yeniden yapılandırılabilirliğini ele almaktadır. Bir imkânsızlık teoremi reform alternatiflerinin analizi için zemin oluşturmaktadır. Böylece, alternatif döviz kuru rejimleri ile sermaye piyasası hareketlerine ilişkin düzenlemelerin farklı dereceleri arasındaki ilişkiler incelenmektedir. Çalışma, dalgalı döviz kurları, yavaşlatılan ve vergilendirilen yabancı sermaye girişleri ve daha geniş bir ulusal ekonomik bağımsızlığın bir bileşimi önerilerek sonuçlanmaktadır.

1. Giriş

Finansal piyasaların küreselleşmesi finansal varlıkları ve borçları, banka kredilerini ve mevduatlarını ve fiziksel sermayeye ilişkin konuları etkilemektedir. Öncelikle bu aktiflerin ve borçların mal - hizmet ve işgücüne göre daha kolay küreselleştigiğine dikkati çekerek konuya başlamak istiyorum. Gerçekten bu değerlerin küreselleşmesi, daha hızlı bir şekilde ilerlemiştir. Finansal işlemlerde elektronik defterlere giriş yapmak ya da kâğıt parçalarını değiştirmek dışında hiçbir şey gerekmemiştir. İletişim devrimi bu işlemleri, kolay, hızlı ve ucuz hale getirmiştir. Hiçbir fiziksel sınır finansal aktiflerin önünde engel değildir. Finansal işlemlere yönelik tek engel ulusal düzenlemelerdir. Ülkeler arasında gittikçe serbestleştirilen finansal akımlar, ulusal sermaye piyasalarının sayısını arttırmış ve tüm dünyada bankacılık sistemlerini boğmuştur. Bu akımlar, ileri kapitalist de-

* World Development (2000), Volume 28, Number 6: 1101-1104

Not: Bu makale Türkçeye **Şükrü Cicioğlu** tarafından çevrilmiştir.

mokrasilerdeki tasarrufların Asya, Afrika ve Latin Amerika'nın gelişen ülkelerindeki üretken sermaye yatırımlarına kanalize edildiği araçlar olabilirdi. Ya da bunlar para krizlerinin, resesyon ve depresyonların, işsizliğin ve yoksulluğun nedenleri olabilirdi. Ya da her ikisi de.

Finansal piyasalarının uluslararasılaşmasının ekonomik mantığı bunun, zengin gelişmiş ülkelere daha fakir ülkelere üretken sermayenin hareketine yardım edebilmesidir. Fakat esas sorun brüt finansal işlemlerden çok net sermaye girişleridir. Doğu Asya'nın gelişen ülkeleri, Latin Amerika ve Doğu Avrupa'daki bazı ülkeler gibi yabancı yatırımlardan yararlanma durumundadırlar. Fakat bu ülkelerdeki sermaye girişlerinin çoğu Tokyo, New York ve Frankfurt gibi finansal merkezlerdeki bankalardan Kore, Tayland ve Endonezya'daki bankalara kısa dönemli nakit krediler şeklinde olmuştur. Borç verme işlemlerinin gittikçe artması kredileri alan ülkelerdeki yatırım ve büyümeyi arttırmıştır. Fakat bu ülkeler kaçınılmaz biçimde ulusal paralarının aşırı değerlendirilmesi ve ödemeler dengesinde gittikçe büyüyen açıklarla karşılaşmışlardır. Krizler, borç veren ülkelerin, büyüyen açıkları göz önünde bulundurarak kaygılanmaya başladıkları ve yeni borç vermeyi reddettikleri zaman ortaya çıkmıştır.

Finansal küreselleşmenin yararları maliyetlerine göre daha ağır mı basmaktadır? Net ve brüt sermaye transferlerinin hacmini karşılaştırarak bir ipucu elde edilebilir. Gelişen ülkeler sermaye girişlerinden artan ölçüde yararlanmalarına rağmen büyümelerini sağlayan yatırımlar esas itibarıyla kendi tasarruflarından kaynaklanmaktadır. Merkezden çevreye doğru hareket eden ve 1990'larda yılda 150 milyar dolar civarında olan sermaye akımları gelişen ülkelerin ulusal yatırımlarının % 15'inden ve gelişmiş kapitalist ekonomilerin tasarruflarının % 5'inden daha az olmuştur. Bu paylar her iki rakamın 1914'de % 50'ye yakın olduğu göz önünde bulundurulduğunda oldukça küçüktür. Aksine dünya çapındaki brüt döviz işlemlerinin miktarı ürkütücüdür; brüt işlemler günde 1,5 trilyon dolar civarındadır ve giderek büyümektedir. Bu işlemlerin % 90'ı bir hafta, % 40'ı ise bir ay içinde ters yönde hareket ettirilmiştir. Açıkçası döviz işlemlerinin çoğu spekülattir. Bu rakamlar brüt yabancı sermaye girişlerinin miktarının net sermaye transferlerini gölgede bıraktığını göstermektedir.

Küreselleşmenin ekonomik yararlarını taşıyan sadece net sermaye girişleridir. İçinde, finansal krizlere ve şiddetli reel ekonomik çöküşe sebebiyet verici etkiler taşıyan spekülattir işlemler brüt işlemlerdir.

1990'lı yıllar uluslararası finans akımlarında karmaşanın ilk yıllarda Avrupa 'da, 1994-95'de Meksika'da meydana geldiği, 1997-98 yıllarında ise Doğu Asya, Rusya ve Brezilya'da zirveye ulaştığı yıllar olmuştur. Sorun, gelişen ve geçiş ekonomilerinde yaşanan liberasyon politikalarının henüz tamamlanmamış olması mıdır? Ya da bu çok hızlı mı ilerlemiştir? Spekülatif akımlar engellenirken uzun dönemli yabancı yatırımların yararlarını korumak ve sağlamlaştırmak amacıyla global finansal sistemleri yeniden yapılandırmanın bir yolu var mıdır? Bu, bugün de önemli bir tartışmadır.

2. Finansal Sistemlerin Reform Çeşitleri

Küçük ve büyük ülkelerde, iş ve banka çevrelerinde, uluslararası kurumlar ve hükümetlerde, batıda ve doğuda, kamu ve özel sektörde birçok gözlemci şimdi finansal küreselleşmenin çok hızlı hareket ettiğinde hem fikirdirler.

A. Bir İmkânsızlık Teoremi: Reform için ana kurallar uluslararası ekonomistlerin geleneksel olarak açıklamaya çalıştıkları bir imkânsızlık teoremini ifade eden "trilemma" (üç seçeneekli bir çıkmaz) tarafından ortaya konmuştur: Bir ülke aşağıdaki üç koşuldan ikiden fazlasını sürdüremez: (a) sabit döviz kuru (b) dalgalı kur (c) yurtiçi makro ekonomik ve kalkınma hedeflerini başarma yeterliliği taşıyan ulusal bir para politikası.

Örneğin mal ve hizmet talebini ve üretimini arttırarak işsizliği azaltmak isteyen bir hükümet ve merkez bankasını düşünün. Bu, tipik olarak hane halkı ve iş çevrelerinin dünya ticaretinde daha rekabetçi olabilmeleri için faiz oranlarının düşürülmesini gerektirir. Fakat bu, sabit döviz kuru sisteminde ve arbitraj amaçlı fon akımlarının girişi engellenmemişken mümkün değildir. Bu takdirde ülkenin merkez bankası faiz oranlarını dünyanın diğer bölgelerinde ve özellikle büyük merkezlerde var olan oranların altında bir seviyeye düşüremeyecektir. Bu politika, sermaye çıkışlarını tetikleyeceği için finansal krizleri önceden ortaya çıkaracaktır. Belki hükümet, merkez bankasına ikinci koşuldan vazgeçme yetkisi verebilir ve döviz hareketleri üzerinde doğrudan kontroller empoze edebilecektir. Alternatif bir şekilde hükümet birinci şartı feda edecek ve daha düşük yerel faiz oranları yatırımı ve uluslararası rekabeti arttırırken özellikle ihracat endüstrisinde istihdam ve üretimi arttıracak düşük değerli bir ulusal paranın piyasada dalgalanmasına izin verecektir. İki alternatiften biri seçilecekti.

II. Dünya savaşından sonra Avrupa ve Asya ekonomilerinin ulusal paralarını tamamen konvertibl hale getirilebilecek durumda olmadıkları açıktı. Breton Woods'da kabul edilen IMF maddeleri üyelerine bunu dikte etmedi ve hala bu böyledir. Onlar için gerekli olan şey yabancıların ticarete kazandıklarını herhangi bir ülkenin ulusal parasına serbestçe dönüştürebilmelerini ifade eden "cari hesap konvertibilitesi"dir. Yerleşik olsa da olmasa da herhangi bir ulusal paranın sahibine yabancı varlık satın alması için izin veren "sermaye hesabı konvertibilitesi" belirsiz bir geleceğe ertelenmiştir. 1948- 51 yılları arasında Marshall planı çerçevesinde ABD, dolara konvertibiliteyi sınırlandırırken Avrupa ülkelerini ulusal paraları için çok taraflı bir kliring sistemi oluşturmalarına yönelik olarak teşvik etmiştir. Batı Avrupa'da nakit değişim kısıtlamaları 1980'lerin ortalarına kadar tamamen terk edilmedi. Bununla beraber bugün dünyadaki finansal güçler geçiş ekonomilerini ve gelişen ülkeleri hoşgörüsüz biçimde tam konvertibiliteye doğru itmektedir.

Sağlam ulusal paralara bağlanan sabit döviz kurları gelişen ve geçiş süreci içindeki ülkeler arasında hâkim olmaktadır. Tipik olarak onların kabul ettikleri döviz kuru rejimleri esnekliğe izin veren "sürünen döviz kuru" dur. Piyasalara döviz kurunu belirli bir band içinde hareket ettirmesi için izin verilir. Band, ilan edilen yüzdeler bir dilim içinde günden güne hareket etmektedir ve genellikle ulusal ekonomideki enflasyonun, yerli paranın bağlandığı sağlam paraya sahip ülkenin ekonomisindeki enflasyonu aşan kısmını karşılayacak şekilde ulusal paranın değerini düşürmek amacıyla tasarlanmaktadır. Örneğin 1990'dan önce merkezi parite ve Brezilya'nın *Real* bandı ayda % 0,7 oranında artmıştır. Fakat piyasa saldırısı altında bir doların *Real* cinsinden fiyatı azami seviyeye çıkarsa, merkez bankası sabit kur çapasını koruyormuşçasına *Realin* değer kaybını önlemek için dolar rezervlerini kullanacaktı. Yabancı para üzerindeki büyük çaplı işlemlerden dolayı *Realin* değerini korumak için merkez bankasının rezervleri tükenenecekti.

Bir para üzerindeki şok bir banka üzerinde geçerli gibidir. Bankanın mevduatlarını güvence altına alabileceği yönünde kaygılı olan bir mevduat sahibi, parasını banka varlıkları tükenmeden çekmek isteyecek ve diğer mevduat sahipleri de bunu görerek, bankanın borcunu ödeyebileceğini düşünseler bile aynı şekilde hareket edeceklerdir. Sabit döviz kuru uygulayan bir ülke bir banka gibidir. Ülkenin elinde bulundurduğu sağlam para rezervleri banka parası gibidir ve ulusal para varlıkları ise bir bankadaki halkın mevduatı gibidir. Aynı istikrarsızlık ve sal-

dırıya açık olma olasılığı her iki durumda da söz konusudur. Yurtiçi bir bankacılık sistemi için mevduat güvencesi, aşırı talebe karşı etkili bir korumadır. Böyle bir durumda ülkenin merkez bankası "Son borç veren mercii" olarak hareket etmektedir. (Piyasa şokları altında bankalara likidite sağlamak için). Talep patlamasına karşı nakit varlıkları koruma amacı taşıyan uluslararası ölçekte benzer kurumlar bulunmamaktadır. Sonuçta tam bir "Sermaye hesabı konvertibilitesi" ile sağlam bir yabancı paraya bağlanmış *sabit döviz kuru ve ayarlanabilir esnek kurlar* tutarsızlık arz etmektedir.

Son zamanlarda yaygın nakit krizleri ayarlanabilir (sürünen kurların) kötü bir fikir olduğunu ortaya koymuştur. Gittikçe küreselleşen günümüz dünyasında uygulanabilir yegâne rejimler bir yandan dalgalı kur rejimleri diğer yandan, yeri doldurulamaz sabit kurlardır.

B. Dalgalı Kurlar: Dalgalı kurlar 1912'den beri üç büyük para için işlemiştir. Bu paralar dalgalanmış fakat hiçbir krize sahne olmamıştır. 1995-97 döneminde Yen, derece derece ve göze çarpmayacak biçimde dolara karşı %50 oranında değer kaybetmiştir fakat bu azalma gazete manşetlerinde ya da televizyonda akşam haberlerinde asla yer almamıştır. (Yen'in önemli derecede değer kaybetmesinin nedenlerinden biri Japonya'nın ve komşularının karşı karşıya kaldığı resesyon ve durgunluktur. Fakat bu makro ekonomik rahatsızlık eğer yen / dolar paritesi sabitlenmiş olsaydı daha kötüye gidecekti.)

Dalgalı kurlar pek çok para birimi için işleyecekti. Bunlar aşırı derecede gerçekleşen krizleri önleyebilecekti. Tabii ki döviz kurları artış ya da azalış yönünde hareket edebilirdi. İnsanlar onlar üzerinde spekülatif işlemler yapabilirdi ve sık sık dalgalanmalar ekonominin hoşnut olmayacağı sonuçlara neden olabilirdi. Fakat farklı bir döviz kuru sisteminin yaratacağı travma ve müdahale prosedürü için yaşanacak gecikme önlenecekti. Borç veren yabancılar döviz kurlarının garanti edilemediğini anladıklarında daha dikkatli olacaktı. Asya krizlerini tetikleyen olaylar dalgalı kur politikası uygulanmış olsaydı bu paraların değerlerini benzer şekilde düşürmüş olacaktı, ancak bu düşüş sabit döviz kurlarının çöküşünü izleyen panik düşüşlerdeki kadar sert olmayacaktı. Neticede sabit döviz kuru sistemi küreselleşme öncesi Bretton Woods'dan kaynaklanan bir sarhoşluktur.

C. Sabit Döviz Kurları: Diğer uçtaki seçenek ulusal parayı dolara ya da gelişmiş bir ülkenin sağlam parasına sabitleme alternatifidir. Bu uygulama ile yaşanacak

sıkıntı globalleşen finansal piyasalarla birlikte merkez bankasının " *Son borç veren merci*" olma özelliğini kaybetmesi ve parasal egemenliğin teslim edilmesidir. Bu on bir Avrupa ülkesinin yaptığı bir uygulamadır. Bu ülkeler artık kendi para politikalarına hatta iradi maliye politikalarına bile sahip olamayacaklardır. ABD'nin 200 yıllık parasal birliği ile karşılaştırıldığında politik ve ekonomik avantajlara sahip böyle bir birliğin Avrupa'da hızlı bir biçimde kurulabileceği açıktır.

Gelişme ve geçiş sürecini yaşayan bir ülke, parasını sıkı ve sürekli biçimde sağlam bir paraya bağlayabilir. Örnekler, Hong Kong ve Arjantin gibi etkili biçimde dolarize olmuş ülkelerdir. Temel kural ulusal paraya eşit oranda yabancı paranın merkez bankası rezervlerinde bulunmasıdır. Gerçekten dolar ödeme ve hesap birimi olarak ulusal paranın yerini kısmen ya da tamamen alabilir. Bu ilke "para kurulu"nun özüdür. Bu sistemde merkez bankası dolar rezervleri oranında ulusal para tedavülüne izin verir. Böylece, parasal ve mali politikalar döviz kuru hedefini korumaya dönük olarak feda edilmektedir. Örneğin ülke ulusal parayı cezp etmek ve yeterli düzeyde rezerv bulundurmak için faiz oranlarını iki yada üç haneli bir seviyede tutarsa bunun işsizlik gibi makro ekonomik sonuçlarına katlanmaktadır. "Trilemma" (üç açmaz) dönemlerinde ülke: (a) sabit döviz kuru, (b) konvertibilite şartıyla karşılaşmaktadır. Fakat: (c) parasal hâkimiyeti kaybetmekte ve bu şekilde kendi makro ekonomik kaderini kontrol edici tüm imkân-lardan yoksun kalmaktadır.

Aksine, Çin'i düşünelim, Hong Kong ve Tayvan gibi Çin, 1997'de Doğu Asya'da başlayan bulaşıcı para krizlerinin açık bir şekilde dışında kalmıştı. Fakat para birimi olan Renminbi'nin istikrarlı olmasının sebebi gayet farklıdır. Bunun nedeni para kurulu sadeliği ya da başka bir kapitalist erdem değildir. Çin "sermaye hesabı konvertibilitesi"ne değil Avrupa ülkelerinin Bretton Woods'un başlangıcında yaptıkları gibi sadece para birimlerinin birbirine dönüşümüne izin veriyordu. Trilemma şartlarında Çin'in konvertibiliteyi gerektiren ikinci şartı (dalgalı kur) çiğnemesi diğer iki şartı sürdürmesini olanaklı kılmaktaydı: sabit döviz kuru ve parasal egemenlik.

D. Düzenleme: Bazı reformlar borçlu ülkelerin sorumluluğu altındadır. Bu ülkeler finansal piyasaların gelişen dünyada işlemesini sağlayan kurumları, bankacılık düzenleme ve denetimini, ABD Finansal Varlıklar ve Döviz Komisyonu (Securities and Exchange Commission) gibi şeffaflık gereklerini ve iflas prosedürlerini geliştirmeye ihtiyaç duymaktadırlar. Bununla beraber şeffaflık ve yurtiçi bankacı-

lık sisteminin daha iyi yönetimi finansal krizleri önlemede yeterli olamayacaktır.

Ülkenin uluslararası rezervleri tehlikede olduğu için hükümetler bankaların ve işletmelerin sağlam yabancı para (dolar, euro, vb.) taleplerini sınırlamalıdır. Ülkeler yabancı mevduatlar üzerindeki rezerv gerekliliklerinin arttırılması gibi araçlarla (bu araçlar Şili’de başarılı biçimde uygulanmıştır) likit sermaye girişlerini yavaşlatma imkanına sahip olmalılar. Doğrudan yatırım şeklinde girecek olan yabancı sermayeyi önemsemelidirler. Yukarıda ileri sürüldüğü gibi döviz kurlarının dalgalanmasına izin vermeli. “Trilemma” şartlarında, konvertibilite daha maliyetli yapılarak ikinci koşulun (dalgalı kur) karlılığı azaltılmış olacak böylece sabit veya dalgalı döviz kurlarının yüksek düzeyde egemen bir para politikası ile bileşimi mümkün olacaktır.

Üretken yatırım ve ticaret ile ilgili nakit işlemlere önemli ölçüde müdahale etmeksizin sıcak para girişini yavaşlatacak uluslararası çapta bir sistem önermekteyim. Bu döviz işlemleri üzerine tüm ülkelerce tespit edilen ortak bir oran çerçevesinde ödenmesi zorunlu tutulacak basit küçük bir vergidir: % 0,1 ya da % 0,2’lik bir vergi bir yıl içinde bir para biriminden diğerine bir kez geçiş yapıldığında önemli bir meblağ oluşturmaz. Fakat bir haftalık döngüler söz konusu olduğunda bu vergi tutarı, bir yıl içinde % 10 ve % 20’lik faiz oranlarına sahip iki piyasa arasındaki farka eşit olacaktır. Bu şekilde konulan bir vergi parasal egemenliği korumanın bir aracıdır. Ne yazık ki dünya çapındaki finans patronları ödemek zorunda oldukları bir “Tobin vergisi” ile karşılaşmayacaklardır. Siz kendinizden sonra isminizle adlandırılan bir verginin varlığından hoşlanır mıydınız?

Kişisel olarak üç unsurdan oluşan bir yapı önermekteyim: Dalgalı kurlar, yabancı sermaye girişlerinin yavaşlatılması ve daha maliyetli hale getirilmesi, daha geniş ulusal ekonomik egemenlik. Bu kombinasyon krizleri tamamen elimine etmese bile en azından daha az sıklaştırır ve daha az maliyetli hale getirir. Böylelikle krizlerin şiddeti azalır.