

# FİNANSALLAŞMA ÇAĞINDA GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER: AÇIK BİRİKİMİNDEN REZERV BİRİKİMİNE

Juan Pablo PAÏNCHEİRA<sup>1</sup>

## ÖZET

Hızlı finansallaşma süresince, gelişmekte olan ülkeler, uluslararası sermaye akışıyla ilgili iki belirgin dönem yaşamıştır. Birinci dönemde, cari açıklar ile finansal ve döviz krizleri yaşanmıştır. İkinci dönemde ise korunma ve küresel finans piyasalarına daha aktif bir şekilde katılmak amacıyla, uluslararası rezervler artış göstermiştir. Rezerv birikimlerinin sonuçları ise; gelişmekte olan ülkelere sermaye transferi ve ulusal kamu borçlarında büyük artışlar olmuştur. Bu nedenle, gelişmekte olan ülkelerin rezerv biriktirme stratejilerini, daha sıkı kontrole etmeleri gereklidir.

**Anahtar Kelimeler:** Finansallaşma, rezerv, borç, sermaye akımı.

## Abstract

Throughout the rapid financialisation, developing countries have experienced two prominent periods. In the first period, financial and currency crisis has been lived with current account deficits. In the second period, with the purpose of protection and to be more active in global financial markets, national currency reserves in-

<sup>1</sup> Londra Üniversitesi, School of Oriental and African Studies (SOAS).  
Çeviren ve Özetleyen, Sabriye Biçen, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kadir Has Üniversitesi,  
Banka ve Finans Programı Doktor Adayı.

creased substantially. The outcome of reserve accumulation has been; the transfer of capital from developing countries to developed ones and massive increases in public debts. Consequently, developing countries should more tightly control their reserve accumulation strategies.

**Key Words:** Financialisation, reserve, debt, capital flows.

## 1. GİRİŞ

2007 – 2008 arasında ABD’deki konut ipoteklerinde artan risk yüzünden başlayan mali kriz süratle küresel ekonomik istikrarsızlık yarattı. Krizin bu kadar süratle yayılmasının birinci nedeni Amerikan ekonomisinin dünyanın öncü ekonomisi olması ve para biriminin “dünya parası” olmasıdır. İkinci neden ise, son otuz yılda finansı küreselleştirerek finansallaşmanın da en belirgin özelliklerini ortaya çıkaran, gelişmiş ülkelerin finansal sistemlerindeki değişikliklerdir.

Bir diğer yandan ise mali varlıklardaki büyüme finansallaşmanın en önemli göstergesidir. 1980’den itibaren belirgin bir “mali artış” yaşanmıştır ve bu artış 1990’dan sonra hızlanmıştır. Mali varlıkların küresel GSMH’ya oranı 1980’de % 109’ken, 1990’da % 201’e, 2000’de % 294’e ve 2006’da % 346’ya yükselmiştir. İlginç olan, gelişmekte olan veya yükselen ekonomilerdeki mali varlık artışının da belirgin olmasıdır: 1995’de \$3,9 trilyon’dan, 2006’da \$23,6 trilyon’a yükselmiştir. Toplam mali varlıklar içinde yükselen piyasaların payı 1995’de %6’yken, 2006’da %14 olmuştur.

Diğer yandan ilginç bir görüntü daha var. Bu kamu borçlarının gelişmekte olan ülkelerdeki seküler artışıyla ilgili. Gelişmekte olan ülkelerin kamu sektörü borçlarını gelişmiş ülkelerinkine karşılaştırdığımızda ortaya çıkan görüntü ilginçtir. Bunlar 1995’de %9’a yakınken 2005 yılına gelindiğinde bu oran %35’e çıkmıştır. Bunun nedeni kamu borçlarının gelişmekte olan ülkelerde çok fazla artmış olmasından başka bir şey değildir.

BIS (2007) ayrıca, 2002 yılından beri gelişmekte olan ülkelerin ulusal kamu borçlarında da büyük artışlar olduğunu ve bu sınıf borçların döviz cinsinden yerel para birimine kaymasına tanık olduğunu

ileri sürmektedir. Bunun anlamı gelişmekte olan ülkelerdeki finansallaşmanın kamu borçlarının esas alınarak gerçekleştirilmiş olmasıdır. Bu olayın en çarpıcı yanı, kamu borçlarındaki büyümenin, gelişmekte olan ülkelere gelişmiş ülkelere olan sermaye akışını desteklemiş olmasındadır. Başka bir deyişle finansallaşma, gelişmekte olan ülkelerin, gelişmiş ülkelere, öncelikle ABD'ye sermaye gönderebilmek için içerideki borçlarını daha da artırmaları anlamına gelmiştir.

### Gelişmiş Ülkelere Sermaye Akışı: Rezerv Biriktirme Stratejisi

Genel anlamıyla sermayenin son on yılda gelişmekte olan ülkelere gelişmiş ülkelere aktığı açıktır. Gelişmiş ülkeler – özellikle ABD – çok fakir olan gelişmekte olan ülkelere bile önemli miktarda sermaye aktarımı yapmıştır. Bu durum, mali serbestleşmenin cazibesini anlatan ve gelişmekte olan ülkelere sermaye akışının artışı kurgulayan ana savlarla doğrudan çelişmektedir. 1990'ların sonundaki ve 2000'lerin başındaki krizlerden sonra özel sermaye, doğrudan yatırım ve portföy akışları şeklinde gelişmekte olan ülkelere döndü. Bu durum gelişmekte olan ülkelere bir döviz rezervi artışı yarattı. Bunu aşağıdaki Tablo 1'deki uluslararası rezervlerdeki büyük artıştan izleyebiliriz.

Tablo 1: Net Global Sermaye Akışı- Yeni Oluşan ve Gelişmekte olan Ülkeler (milyar \$)

Yıllar	1996	Ortalama		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
		1997	-99								
<b>Özel Sermaye Akışları</b>	<b>204.1</b>	<b>117.1</b>	<b>75.0</b>	<b>80.5</b>	<b>90.1</b>	<b>170.1</b>	<b>243.6</b>	<b>253.7</b>	<b>233.8</b>	<b>607.2</b>	
-Direkt yatırım	116.0	162.4	171.3	186.3	157.2	166.2	188.7	259.8	250.1	309.9	
-Portföy akışları	88.4	52.0	15.9	-78.7	-92.2	-13.2	16.4	-19.4	-103.8	48.5	
-Diğer Sermaye akışları	-0.3	-97.3	-112.2	-27.1	25.1	17.1	38.5	13.3	87.5	248.8	
<b>Resmi akışlar<sup>2</sup></b>	<b>21.1</b>	<b>20.9</b>	<b>-33.9</b>	<b>0.9</b>	<b>-0.6</b>	<b>-50.0</b>	<b>-70.7</b>	<b>-109.9</b>	<b>-160.0</b>	<b>-149.0</b>	
<b>Rezervlerde Değişiklikler<sup>3</sup></b>	<b>-87.9</b>	<b>-72.8</b>	<b>-135.7</b>	<b>-124.0</b>	<b>-194.8</b>	<b>-363.3</b>	<b>-509.3</b>	<b>-595.1</b>	<b>-752.8</b>	<b>-1236.2</b>	
<b>Cari hesaplar</b>	<b>-45.0</b>	<b>-27.3</b>	<b>124.8</b>	<b>86.6</b>	<b>130.3</b>	<b>224.9</b>	<b>297.2</b>	<b>517.3</b>	<b>698.0</b>	<b>738.1</b>	
<b>Net Sermaye Akışı</b>	<b>137.3</b>	<b>65.2</b>	<b>-94.6</b>	<b>-42.6</b>	<b>-105.3</b>	<b>-243.2</b>	<b>-336.4</b>	<b>-451.3</b>	<b>-679.0</b>	<b>-778.0</b>	

Kaynak: IMF (2008a)

Rezerv varlıkları genellikle para konusunda yetkili kuruluşlar tarafından tutulur ve çeşitli mevduatlar, hisse senetleri, altın, repo anlaşmaları ve finansal türevleri içerir. Rezerv kaynakları, cari hesap fazlalıklarında ve ayrıca gelişmekte olan ülkelere özel sermaye akışlarında bulunmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler 2002 yılından itibaren büyük özel sermaye akışları almakta ve ayrıca, büyük cari fazlalık vermektedirler. Böylece kısmen kendi döviz kurlarının istikrarını savunmaya çalışmakta, kısmen de, sermaye akışlarında ansızın gerçekleşebilecek tersine akışlara karşı kendilerini korumak amacıyla, bunları döviz rezervi olarak tutmaktadırlar.

Aşağıdaki Tablo 2’de, rezerv birikiminin gelişmekte olan ülkeler arasında, hatta yoksullaşan Afrika’da bile, ne kadar yaygın olduğu görülmektedir. Gelişmekte olan ülkeler tarafından yapılan yoğun rezerv birikimi, yukarıdaki Tablo 1’de görüldüğü gibi, onlardan negatif net sermaye akışına neden olmuştur. Bunun nedeni, yabancı rezervlerin, küresel finans piyasalarında en güvenli varlıklara yatırılmasıdır. Bu güvenli özvarlıklar ise piyasaya genellikle gelişmiş ülkeler tarafından çıkarılmaktadır. Başlıca dayanak noktası dolara en güvenli erişimi sağlayan Amerikan hazine bonolarıdır.

Rezerv birikiminin karşılığı, ulusal borçtaki artış olmuştur. Bu durum, gelişmekte olan ülkelerin, içeriye doğru yabancı sermaye akışının yarattığı enflasyon etkisini dengelemek için parasal sterilizasyon uygulamasından kaynaklanmıştır. Kamu borcu, hazine veya merkez bankası tarafından, döviz fazlalığı nedeniyle para kaynağında oluşan artışları etkisiz hale getirmek amacıyla çıkarılmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler bu stratejiyi kısmen, son yıllarda makroekonomik doğruluğun özelliği olan enflasyon hedefleme rejimine uymak amacıyla izlemiştir.

Tablo2: Uluslararası Rezervler- Belirli Ülkeler (milyar \$)

Yıllar	2000	2003	2006	2007
<b>Gelişmekte olan Asya</b>	<b>320.7</b>	<b>669.7</b>	<b>1,489.1</b>	<b>2,108.4</b>
Çin	168.9	409.2	1,069.5	1,531.4
Hindistan	38.4	99.5	171.3	256.8
Çin ve Hindistan hariç	113.4	161.1	248.2	320.2
<b>Rusya</b>	<b>24.8</b>	<b>73.8</b>	<b>296.2</b>	<b>445.3</b>
<b>Brezilya</b>	<b>31.5</b>	<b>49.1</b>	<b>85.6</b>	<b>180.1</b>
<b>Meksika</b>	<b>35.5</b>	<b>59.0</b>	<b>76.3</b>	<b>86.6</b>
<b>Afrika</b>	<b>54.0</b>	<b>90.2</b>	<b>221.3</b>	<b>282.7</b>

Kaynak: IMF (2008a)

Tekrarlayacak olursak, rezerv biriktirme stratejisinin, gelişmekte olan ülkeler üzerinde iki önemli etkisi olmuştur. Birincisi, gelişmekte olan ülkelere gelişmiş ülkelere sermaye transferine (pozitif net kredi) yol açmıştır. İkincisi, ulusal kalkınma amacı yerine, parasal sterilizasyon nedenleriyle, ulusal kamu borçlarında büyük artışlar yaratmıştır.

#### Rezerv Birikiminin ABD Üzerindeki Etkisi

Çağdaş “dünya parasını” üreten ülke ABD’dir. Bunun sonucunda, uluslararası rezerv birikimi, ABD para politikası üzerinde önemli etkiler yaratmıştır. Mart 2000’de, uzun vadeli Amerikan devlet tahvillerinin yabancıların elindeki miktarı \$3,6 trilyon dolar civarındaydı. Bu rakam ABD Hazinesi’nin, 2008 verilerine göre, Haziran 2007’de \$9,1 trilyon’a yükselmiştir. Ayrıca, toplam uzun vadeli Amerikan tahvillerine (kamu ya da özel) yabancıların sahip olduğu tahviller oranı Mart 2000’de %10’a yakınken, Haziran 2006’da %17’ye yükselmiştir. Haziran 2007’de bu oran %19 olmuştur.

Son yıllarda Amerikan kamu borçlarının ana alacaklıları genellikle yabancı resmi kurumlar yani çoğunlukla diğer ülkelerin merkez bankaları olmuştur. 2000–2007 arasında, yabancı Amerikan borçlarının tahviline sahip yabancı merkez bankalarının payı % 18,3’den % 28,1’e yükselmiştir (Hazine, 2007).

Mart 2000’de, geri ödenmemiş Amerikan Hazinesinin tahvillerinin toplamı \$2.51 trilyondan, Haziran 2007’de \$3.45 trilyon çıkmıştı. Aynı dönemde, yabancı yatırımcıların elinde bulunan tahvil miktarı \$0,9 trilyon \$2 trilyon’a yükseldi. En büyük alıcılar merkez

bankalarıydı ve ellerinde bulunan tahvil miktarı \$0,5 trilyon dolardan, \$1.45 trilyon dolara çıkmıştı. Merkez bankaları aynı dönemde, Amerikan devlet destekli kuruluşlar tarafından çıkarılan tahvillerini de artırdı. Bu tür borçların toplamı \$3,6 trilyondan \$6,1 trilyona çıkarken, yabancı yatırımcıların elinde bulunan tahvillerin değeri 430 milyardan \$1,3 trilyona çıktı. Merkez bankalarının elindekiler \$90 milyardan \$750 milyara sığırdı. Amerikan devlet kuruluşlarının borcu, doğrudan Amerikan konut piyasasıyla bağlantılı olduğundan, yabancı merkez bankaları tarafından yapılan alımlar, 2001 – 2006 arasında emlak piyasasındaki balonların ortaya çıkmasında önem taşıyordu.

Frey ve Moec (2005: 21)'e göre, “yabancıların net alımlarındaki artış devam etmiştir, ama bu kez devlet sektörünün teşvikiyle. Bu eğilim esas olarak, Asyalı merkez bankalarının, kendi para birimlerinin dolara karşı değer kazanmasını sınırlama isteği içinde, döviz rezervlerini geliştirmelerine bağlanabilir.” Amerikan piyasalarındaki ödünç verilebilecek kaynak miktarındaki artış, uzun vadeli mali varlıklar üzerindeki kazancı 2004 yazında yüzde 1'e kadar düşürdü.

Warnock ve Warnock (2005) de, yabancı yatırımcılardan ABD'ye sağlanan sermayenin, uzun vadeli kazançları 2004 ve 2005'de, belki de % 1,5'a kadar azalttığını tahmin etmektedir. Roubini ve Setser (2005), esas olarak merkez bankası akışlarının neden olduğu bu etkinin % 2 olduğunu belirtmektedir.

Son yıllarda dünyadaki üretim kapasitesinin tahsisinde yaşanan yapısal değişiklikler, Doğu Asya'daki ve gelişmekte olan dünyanın geri kalanında, işgücünün sömürülmesinde büyük artışlara neden olmuştur (bu konuda, Lapavistas, 2008). Bunun sonucunda gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda önemli ölçüde ticaret fazlalıkları yaşanmıştır. Amerikan finans piyasaları bu fazlalıklardan yararlanmış ve sonunda ulusal olarak büyük bir balonun oluşmasına neden olmuştur.

Sermayenin Amerika'ya akması, doların, sözde dünya parası rolüyle bağlantılıdır. ABD esasında, artan ithalatının bedelini kamu borcu tahvilleri çıkararak ve dünya parasının benzerini yaratabilme kapasitesinden yararlanarak ödemektedir. Amerika'nın açıkları,

dünya ekonomisinde bir talep kaynağı da yaratmış ve küresel büyümeyi desteklemiştir. Truman (2005), 2000 – 2004 yılları arasında yıllık küresel büyümeye en az %0,3 oranında katkıda bulduklarını tahmin etmektedir.

King'e (2006) göre: "Amerika'nın cari hesap açığının, ulusal gelirin %6'sından fazlasına yükselmesi, sonunda kaçınılmaz düzeltmenin nasıl elde edileceği konusunda korkulara yol açmıştır. Sermaye yoksul ülkelere zengin ülkelere "tırmanarak" akmaktadır. Uluslar arası sermaye piyasalarının görünmeyen eli, parasal ve döviz kuru politikaları başarılı bir şekilde koordine edememiştir." Büyük olasılıkla, küresel olarak tüketim ve sermaye akışında bir düzenleme yapılacaktır. Bu düzenleme, 2007 – 2008 krizinin sonucu olarak başlamış bile olabilir.

## 2. Rezerv Birikiminin Gelişmekte Olan Ülkeler Açısından Sonuçları

Kalkınma konusundaki, mali serbestleşme ve piyasa yanlısı yaklaşım son yıllarda çok etkili olmuş ve gelişmekte olan ülkelere önemli etkiler yaratmıştır. Bu etkiler her ülkenin toplumsal ve kurumsal yapısına göre farklılık göstermiştir. Bu bildiri için daha önemli olan, 2000'lerin başından beri büyük rezervler tutmanın, gelişmekte olan ülkelere yarattığı toplumsal maliyettir.

Bu maliyetlerin önemini tam olarak değerlendirebilmek için, kısaca, uluslar arası rezervlerin optimum düzeyi konusundaki ana tartışmalara bakmakta yarar görülmektedir. Analizlerde üç gösterge kullanılmıştır: Birinci gösterge, ticaret dengesindeki beklenmedik bozulmalarla bağlantılı olarak rezervlerin oynadığı role odaklanmaktadır. İkinci gösterge 2000'lerin başında ortaya çıktı (Green-span – Guidotti kuralı olarak bilinmektedir) ve kısa – vadeli dış borçlara odaklanıyordu. Üçüncü gösterge de, ülke dışına beklenmeyen sermaye akışlarına odaklanıyordu (tipik olarak M2).

Normalde, üçüncü gösterge, ikincisinden yüksektir, ikinci de birinciden yüksektir. Bunun olmasının nedeni, son yıllardaki finansal faaliyetlerin (varlıklar ve borçlar), ticaret artışından fazla olmasıdır.

Buna göre, üçüncü gösterge uluslararası finans sisteminin favorisidir çünkü en yüksek düzeyde yabancı rezervi sağlamaktadır.

Buna dayanarak, Rodrik (2006), rezerv birikiminin toplumsal maliyetinin ölçülmesinde öncülük etmiştir. Maliyetin, yurt dışında borç almanın maliyeti (zira ülkeler en az kısa – vadeli borçlarına eşit miktarda rezerv tutmaktadır) ile uluslararası rezervlerin kazancı (zira bunlar yurt dışında mallara yatırılmıştır) arasındaki farkla ölçülebileceğini öne sürmektedir. Birincisinin ikincisinden yüksek olduğu açıktır.

Rezervlerin, ticaretle ilgili oldukları zaman değil de, yalnızca borca tekabül ettiği zaman maliyet yarattığını düşünen Akyüz (2008), bir başka önlem daha önerdi. Uluslararası rezerv borçlanmasının 2 trilyon dolar civarında olduğu ve risk priminin (EMBIg) 500 baz noktası olduğu dikkate alındığında, Akyüz'ün yıllık maliyet tahmini de çok büyük olup, 100 milyar dolar civarındadır

Rodrik (2006) ayrıca, gelişmekte olan ülkelerin neden 2000'li yılların başından beri kısa – vadeli dış borçlarını azaltma konusunda daha fazla çaba göstermedikleri konusunu da gündeme getirmektedir. Böyle yaparak, likidite kaybetmek zorunda kalmadan, yabancı rezerve sahip olmanın maliyetini azaltabilirlerdi. Bu önemli bir bilmedir ve cevabın nerede yattığı belli değildir. Ancak, muhtemelen kısa – vadeli dış borcun artması, gelişmekte olan ülkelerin döviz kurlarının son yıllarda değer kazanması eğilimiyle bağlantılıdır (IMF, 2008, istatistik eki). Bu eğilim, uluslararası sermaye akışının tavrını etkilemiş ve gelişmekte olan ülkelerin kısa – vadeli borçlarını azaltmalarını engellemiştir.

Gelişmekte olan ekonomilerde faiz oranının yüksek olmasından dolayı, GSMH'nin oranı olarak sabit yatırımlar azalmıştır. 1990'dan beri, gelişmekte olan ülkelere, GSMH'ya göre, mali varlıklarda da artış yaşanmıştır (McKinsey, 2008). Bunun sonucunda, gelişmekte olan ülkelere son bir kaç yılda, uluslararası rezervler çok fazla artarken, kısa – vadeli dış borçlar da önemli ölçüde artmıştır. Bu durum, uluslararası rezervlerin toplumsal maliyet ölçümlerinin gösterdiği üzere, gelişmekte olan ülkelere finansal olarak çok daha fazla yararlanılmasına neden olmuştur.



Son olarak, gelişmekte olan ÷lkelerin büyük dolar rezervlerinin bir başka toplumsal maliyeti daha olmuştur, çünkü dolar 2006'dan beri diğer büyük para birimlerine karşı değer kaybetmiştir. Yine de, bu maliyetin hesaplanması zordur, çünkü, özellikle ABD, gelişmekte olan ÷lkelerin büyük hacimlerdeki ihracatının ulaşım noktası olduğundan, gelişmekte olan ÷lkelerin ticaret dengeleriyle bağlantılı başka etkiler de vardır. Ancak, gelişmekte olan ÷lkelerin, ABD doları halindeki rezervlerinin değeri, bir dizi para birimine karşı değerlendirildiğinde, kayba uğradığı konusunda kuşku bulunmamaktadır.

### **3. Gelişmekte Olan ÷lkelerde Mali Serbestleşme: Teorik Beklentiler Ve Gerçekleşen Sonuğlar**

Gelişmekte olan ÷lkelerdeki mali serbestleşme, son otuz yılda kalkınma konusundaki neo - liberal yaklaşımın tipik yapısal reformlarının parçasıdır. Aynı zamanda finansallaşmanın hayati bir yanısıdır, çünkü ulusal ekonomilerin küresel finans sistemi karşısındaki korumasız durumunu artırmıştır. Mali serbestleşme başlangıçta, tasarrufların finans yatırımına akışını kolaylaştırmak amacıyla, finans üzerindeki ulusal kısıtlamaları kaldırmaya odaklanmıştı. Ama mali serbestleşme daha sonra, sermaye hesabının açılmasına gerekçe olacak şekilde genişletilmiş ve böylece, uluslararası sermaye akışının artmasını sağlamıştı.

Sermayenin uluslararası hareketinin serbestleşmesi, ÷lkelerdeki insanların, yabancı para birimlerinin egemen olduğu varlıklar ve yükümlölüklerde yer bulmasında kolaylık ve esneklik sağlamakta, aynı zamanda ÷lkede yaşamayan insanların ulusal finans piyasalarında çalışmasına imkan vermektedir. Akyüz'e (1992) göre, gelişmekte olan ÷lkelerin mali olarak açılması, sermayenin içeri ve dışarı akışının serbestleşmesini ve para biriminin kolaylıkla değiştirilebilmesini içermektedir.

Gelişmekte olan ÷lkelerin bu tür değişiklikler uygulaması konusundaki baskılar, IMF ya da Dünya Bankası gibi çok yönlü uluslararası kuruluşlardan gelmektedir. Ama özel uluslararası finans kuruluşları da bunu iki nedenle destekliyordu. Birincisi, bu değişiklikler, gelişmekte olan ÷lkelerin mevcut dış borçlarının, açık pazarlarda

belirlenen koşullarda yeniden finanse edilmesine imkan veriyordu ve böylece özel sermayeye daha cazip geliyordu. İkincisi, sermaye hesabının serbestleşmesi, ulusal ekonomileri, uluslararası finans operasyonlarına açıyordu.

Sermaye hesabının serbestleşmesi, 1990'ların başında birçok gelişmekte olan ülkenin (çoğunlukla Güney Amerika'da) dış borcunu yeniden yapılandıran Brady Planının ana koşullarından biriydi. Bu planı benimseyen gelişmekte olan ülkeler açısından bakıldığında, bu planın büyük sermaye akışları oluşmasına neden olduğu gibi, o ülkelerin, mali serbestleşme reformlarını etkin bir şekilde daha da ileri götürmelerini sağladı.

Mali serbestleşmenin orijinal teori savunucuları olan McKinnon (1973) ve Shaw'a (1973) göre, mali baskı, ulusal finans piyasalarının verimli olarak işlemlerini sınırlayan her türlü devlet kısıtlamasını içermektedir. Bu yaklaşım ulusal ve uluslararası finans sermayesinin hareketliliğindeki yasal kısıtlamalara da uygulanabilir. Dışarıdaki mali baskı, dışarıdaki tasarrufların ulusal ekonomiye akışına yöneldiği zaman, Sermaye kârında beklenen fark nedeniyle tasarruf akışı, sermaye bolluğu yaşanan ülkelere (gelişmiş ülkeler), sermaye sıkıntısı yaşanan ülkelere (gelişmekte olan ülkeler) doğru olurdu. Dışardan gelen mali baskı aynı zamanda, ulusal paranın yabancı paraya dönüşürülebilmesinin azalması anlamına geliyordu.

Mali açılmanın savunuculuğu "şok tedavisini" tercih eden dönemden, reformun sırayla uygulanmasını tercih eden bir başka bir döneme geçmiştir. "Şok Tedavisi", serbestleşme önlemlerinin sırasıyla gerçekleştirilmesi konusu ile ilgilenmemektedir, sadece varsayılan yararları odaklanmaktadır. İkincisi ise, faiz oranları ile finansal faaliyetlerin ulusal olarak baskıdan kurtarılması gerektiğini önermektedir. Sonra da ihracatçılara ve/veya ithalatçılara karşı ayırım yapmaktan kaçınmak için, döviz piyasalarının birleşmesini tavsiye etmektedir. Buradan yola çıkarak, dış ticaret daha serbest hale gelmeli ve sonunda dış mali serbestleşme olmalıdır.

Bu anlamda, finansal açılmanın, aktif değışikliğı nedeniyle, yerli ve yabancı her türlü yatırımcı için riski azalttığı, tasarruf edenler ile yatırımcılar arasındaki mali aracılık iyileşebilir. Mali açılma ayrıca

Ülkelerin deme dengesi sorunlarıyla başa çıkmasına yardımcı olabilir. Son olarak, yabancı ve yerli finans kuruluşları arasındaki rekabet nedeniyle ulusal finans sistemlerinin verimliliğini arttırabilir.

Ana teorinin bir başka iddiası da, sermayenin hareket serbestliğı, gelişmekte olan ülkelerin ekonomi politikası oluşturma özerkliklerini azaltır. Bu durum da finansal küreselleşme bağlamında uygun olmayan ekonomi politikalarının neden olduğu zararı azaltır.

Gelişmekte olan ülkelere sermaye akışının serbestleşmesinden yana olan teorik iddialar, büyümede, verimlilikte ve kalkınmada önemli kazançlar olacağını tahmin etmiş fakat gerçek çok farklı olmuştur. Mali serbestleşme sonucunda 1990lar boyunca gelişmekte olan ülkelere sermaye akışında büyük artışlar olmuş, diğer yanda da, cari hesap açıklarında birikmeler yaşanmıştı.

Bu kombinasyon, gelişmekte olan ülkelerde 1997–2001 yılları arasında ciddi mali ve döviz krizlerine yol açmıştır. Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan bu döviz krizleri, aşırı iř, bankacılık ya da bağımsız ödeme krizleriyle bağlantılıydı. Bu krizler arasındaki nedensellik, her ekonominin yapısal ve kurumsal yapısıyla ilintilidir.

Gelişmekte olan ülkelerin çoğunluğunda, sabit döviz kuru rejimi olduğundan, ülkelerin belirli sorunları, uluslararası finansman ile birleşerek, döviz kuru rejimlerinin yıkılmasına neden olmuştur. Bu nedenle, o krizlerin ana özellikleri, sermaye akışının aniden tersine dönmesi ve döviz kuru rejimlerinin çökmesi olmuştu.

Finans ve döviz kuru krizlerinden sonra, bunları açıklamak için bazı teorik çatılar denenmiştir. Asimetrik bilgiyle ilgili ana görüş teorisine dayanan bir yaklaşım, gelişmekte olan ülkelerin özel sektörlerdeki dengesizlikleri vurgulamıştır. Bunlar, bilgi asimetrisi, finans piyasalarındaki başarısızlık ve müdahaleci devlet politikaları açısından açıklanmıştı. Ana referanslar Krugman (1998), Chang ve Velasco (1998 ve 1999), Mishkin (1996), Calvo ve Reinhart (2000) ile Corsetti ve diğerleridir (1998).

Krugman, Asya'daki döviz krizini, eski dost kapitalizmin sonucu olarak sunmaktadır. O sorunu, bir zamanlar devlet garantisiyle olduğu düşünülen yükümlülükler taşıyan mali arauların ve esas ola-

rak düzenlemeye tabi olmayan aracılara ahlaki tehlikesi açısından ele almaktadır. Buna göre, krizin özünde, örtük garanti nedeniyle ve finans sistemindeki düzen eksikliği açısından hükümetin rolü yatmaktadır.

Benzer bir şekilde Corsetti ve diğerleri (1998) de, örtük garantinin varlığının şirketler sektörüne de uzatıldığı bir model oluşturmuştur. Kriz, yabancı yatırımcılar ülkenin biriken kayıplarını yeniden finanse etmeyi reddettiği zaman, devletin araya girip dış yükümlülükler yığınınını garanti altına aldığı anda tetiklenmektedir.

Politik ekonomi yaklaşımı, son mali krizleri açıklamaktadır. Devletin sanayi politikasının koordinasyonu mekanizmasının ve mali düzenlemesinin çözülmesi, Güney Kore krizine yol açmıştı (Chang, Park ve Yoo, 1998). Aynı şekilde, Taylor (1998) devletin gerçek ekonomiyi, finans piyasasını ve esas olarak sermaye hesabını düzenlemekten çekilmesi, Doğu Asya'daki mali krizlerin temel nedenleridir. Wade (1998), mali serbestleşmenin, devletin dış borç alma konusundaki koordinasyon kapasitesini ciddi olarak etkilediğini vurgulamaktadır.

Minsky'i esas alan mali istikrarsızlık teorisine göre, Asya krizinin temel açıklaması, kısa vadeli aşırı kazançlı işlerin, zaten kapasite fazlası bulunan sektörlerdeki, uzun gelişim gecikmeleri olan yatırım projelerini finanse ettiği Ponzi - türü düzenli borçta yatmaktadır.

Doğu Asya'da, dış yükümlülüklerin artışı, ekonomi kurumlarının istikrara duydukları güvenle ya da döviz kurundaki değer artışıyla ve dış borçlanmanın düşük maliyetiyle ilgiliydi. Bunun yanı sıra, mali serbestleşme süreci, ulusal ve yabancı yatırımcılar arasındaki mali işlemleri kolaylaştıran bu tür borç mekanizmasını daha da şiddetlendirdi. Kregel (1998), değer artışı hareketiyle bağlantılı olan güvenlik marjlarındaki (likit varlıklar) düşüşe dikkati çekiyordu. Sermaye akışının tersine dönmesi, bu marjların savunmasızlığını ortaya çıkarmıştı. Arestis ve Glickman (2002), mali serbestleşmenin, Güney Doğu Asya ülkelerindeki mali istikrarsızlığın artmasındaki temel unsur olduğunu vurgulamaktadır.

Yukarıda bahsi geçen tüm politik ekonomi analizlerinin, krizlerde mali serbestleşmenin oynadığı rolün vurgulanmasıdır. Diğer

yandan ilk yaklaşım, devletin bütün olarak ekonomiyi koordine etme kapasitesini kaybettiğini vurgularken, Minsky yaklaşımı, ulusal finans sisteminin serbestleşmesini ve sermaye hesabının açılmasını önemsemektedir. Ancak, bir şekilde, bu iki nokta birbiriyle ilintilidir ve gelişmekte olan ülkelerde son zamanlarda yaşanan finans krizinin anlaşılması açısından çok önemlidir.

#### 4 – Sonuç:

1990 ve 2000’li yıllarda hızlı finansallaşma süresince, gelişmekte olan ülkeler, uluslararası sermaye akışıyla ilgili iki belirgin dönem yaşamıştır. Bu ülkelere uluslararası sermaye akışının dönmesiyle nitelenen birinci dönemin en önemli yanı, cari hesap açıkları ile finansal ve döviz krizleri oldu. Son dönemde, asıl sorun, onları uluslararası sermaye akışının aniden tersine dönmesine karşı korumak ve küresel finans piyasalarına daha aktif bir şekilde katılmak amacıyla, uluslararası rezervlerin birikmesi olmuştur.

İki dönem de, farklı nedenlerle olsa bile, gelişmekte olan ülkeler açısından çok büyük toplumsal ve ekonomik maliyetlere yol açmıştır. Birinci dönemde maliyetlerin nedeni mali ve para birimi krizleridir, oysa ikinci dönemde maliyetler, yurtdışında borç almanın masrafına karşılık döviz rezervlerindeki düşüklükten kaynaklanmıştır. Bu nedenle, finansallaşma süreci sonunda gelişmekte olan ülkeleri, büyük sözde-dünya-parası rezervleri tutmaya zorlamıştır. Bu durum, onların gelişmiş ülkeler, özellikle de ABD tarafından kullanılmalarını kolaylaştırmıştır.

Gelişmekte olan ülkelerin, rezerv biriktirme stratejisini, daha açık ve sıkı toplumsal kontrole tabi tutmaları gerektiği açıktır. Bunun nedeni yalnızca uluslararası rezerv tutmanın yüksek toplumsal maliyeti değil, aynı zamanda, gelişmekte olan ülkelerin, halen döviz rezervi olarak biriktirilen ödenekleri kullanarak karşılanabilecek büyük toplumsal ihtiyaçlarla karşı karşıya kalmasıdır.