

GLOBALLEŞME SÜRECİNDE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE FİNANS PİYASALARI*

Ferhat Başkan ÖZGEN

GİRİŞ

Globalleşme kavramı 1980’li yılların ortalarına doğru moda olan bir kavramdır. Genel olarak bu kavram, ülkeler arasında özellikle ekonomik ilişkilerde, sınır ötesi faaliyetlerin artışını ifade eder.

Globalleşme süreci 1980’lerin sonunda, İkinci Dünya Savaşı’ndan sonra kurulan dengeleri sarsan, Doğu Bloğu ülkelerdeki çözümlerle hız kazanmıştır. İki Almanya’nın birleşmesinden sonra Doğu Bloğu ülkelerinde özellikle de SSCB de ortaya çıkan çözümlerle, İkinci Dünya Savaşı’ndan sonra dünyada hakim olan iki kutuplu dengeyi sarsmıştır. Böylece ABD ve SSCB arasında özellikle “nükleer silahlanma” rekabetine dayalı olarak yürütülen iki kutuplu dünya düzeni, yerini Yeni Dünya Düzenine bırakmıştır.

Globalleşmenin gelişimine baktığımızda bu kavramın “batılma” kavramı ile adeta bütünleştiği göze çarpmaktadır. Küreselleşme gerçekte uzun bir gelecek programıdır. Küreselleşmenin günümüzdeki ideolojisi ise, Liberalizmdir. Özellikle GOÜ’lerde görülen ve 1980’lerin sonunda yeniden yapılanmaya çalışan Doğu Bloğu ülkelerine de hakim olan Liberalizasyon politikaları ve uygulamaları globalleşen dünya ekonomisine entegre olma çabalarından başka bir şey değildir.

Liberalizasyonun veya serbestleştirmenin klasik iktisadi düşüncede anlamını bulan ve serbest piyasa işleyişini temel alan bir kavram olduğunu söyleyebiliriz. 1929 Dünya Ekonomik krizi ve İkinci Dünya savaşı yıllarından sonra ekonomik problemlerin çözümünde kamu müdahalesi politikaları, 1980’lerin küresel politikaları ile uyumlaştırılmadığı ve problemlerin mevcut politikalarla çözümlenemeyeceğinin ortaya çıkması ile Liberalizm ve serbest piyasa işleyişi, yeniden bir çıkış yolu olarak görülmüştür.

Bu yöndeki ilk yeni düzenlemeler öncelikle GÜ’lerde bankacılık sektöründe ve para piyasalarında başlamış, sermaye piyasalarıyla devam etmiş, daha sonra GOÜ’leri sarmıştır. Ancak GÜ’lerde yapılan düzenlemeler, kökleri çok önceleri oluşturulmuş politikaların bir sonucu

* Bu makale, Globalleşme Sürecinde Türkiye’de Finans Piyasalarının Gelişimi, Ege Maliye Bölümleri Araştırma Görevlileri Sempozyumu, Dokuz Eylül Üniversitesi Yayını, 26-28 Kasım 1998, İzmir, ss 47-79’de yayınlanmıştır.

olarak, kaynakların etkin dağılımını sağlamaya yönelik, mali piyasaların ve mali kurumların oluşturulmasında etkin bir yöntem olarak uygulanmıştır. Bunun yanında küresel düzene uyumu sağlayacak piyasalardaki yasal engellerin kaldırılması ve mevcut düzenlemelerin gözden geçirilerek yeni düzenlemelerin yapılması şeklinde bir süreç ortaya çıkmıştır. Fakat GOÜ'lere baktığımızda ise liberalleşme ve dışa açılma politikalarının çok daha farklı uygulandığını söyleyebiliriz. Bu ülkelerde globalleşme süreci içinde oluşturulmaya çalışılan piyasa ekonomisi, ilkel ya da etkin olmayan bir işleyiş içinde bulunduğu serbest piyasaya işlerlik kazandıracak kapsamlı reformlar gerçekleştirilememiştir.

Bunun yanında GOÜ'lerin enflasyon, işsizlik, artan borçlanma, istikrarsız büyüme, adaletsiz gelir dağılımı, kurumsal yetersizlik...vb gibi, önemli makroekonomik sorunlara sahip olmaları, küresel düzene uyumlarını zorlaştırmaktadır.

Eş zamanlı dışa açılma politikaları uygulayan Lâtin Amerika, Uzak Doğu ve Türkiye örneklerine bakıldığında bu uygulamaların, her ülke için farklı yönde geliştiği dikkati çekmektedir. Bu ülkelerde ihracata yönelik sanayileşme modeli tercihinin rağmen, seçilen sektörler, getirilen teşvikler ve kontrol mekanizmalarının tesisi açısından farklı stratejiler izlenmiştir. Liberalizasyon konusunda da banka finans piyasalarının liberalizasyonu ön plana gelmiş ve yine farklılıklara sahip olmuştur. Bu uygulamalar sonucunda ulaşılmaya çalışılan daha küçük ve etkin işleyen bir kamu sektörüne ise özellikle özelleştirme ile varılmak istenmiştir¹.

Ancak söz konusu uygulamalar, birçok GOÜ'de, çözüm bekleyen sorunları uzun dönemde bertaraf edememiş, finans piyasaları ve bankacılık sektöründeki krizler son Asya krizi de dahil olmak üzere, devam etmiştir. Birçok GOÜ yine de dünyadaki globalleşme eğilimlerine uygun olarak, finans piyasalarının liberalizasyonu ve dışa açılma konusunda adımlar atmaya devam etmektedir.

Bugün gelinen noktada, GOÜ'lerde bazı sorulara net cevaplar verilmelidir. Bu sorular bir ölçüde aşağıdaki şekilde sıralanabilir.

GOÜ'ler niçin dışarıya açılmaktadırlar? Amaçları nedir? Bu amaçla GOÜ'lerde genel olarak neler yapılmıştır? Globalleşme sürecinin, GOÜ'leri getirdiği zorunlu bir nokta olarak, finansal piyasalardaki ve finansal yapılarıdaki reformlar konusunda, GOÜ'lerde ne gibi gelişmeler

¹ Fevzi Devrim ve Asuman Altay, Küreselleşme Sürecinde GOÜ'lerde Finans Piyasalarının Gelişimi ve Kamu Müdahalesi, Nezihe Sönmez'e Armağan, s.211-214.

olmuş ve bu gelişmelerin sonuçları neler olmuştur? Globalleşme sürecinin bir sonucu olarak, GOÜ'lere 1980 den sonra artan sermaye akımının, bu ülkelerin makroekonomik yapıları üzerinde ne gibi etkileri olmuştur? GOÜ'lere gelen yabancı fonlar bu ülkelerin hedefledikleri temel amaca uygun olarak kullanılabilmiş midir? Kullanılması için neler yapılmaktadır? Bu fonlar, bu temel amaca hizmet edebilecek nitelikte ve miktarda mıdır?

Yukarıdaki sorulara kesin cevaplar verme iddiasında olmayan bu çalışma, işte, bugün gelinen dünya konjonktürü içinde, gelişmeleri anlama ve GOÜ'ler açısından olayları yorumlamada bir aşama kaydetme amacıyla hazırlanmıştır.

Önce, globalleşme süreci içinde yaşanan gelişmeler özetlenecek, konunun iktisadi boyutu içinde bugün varılan nokta, GOÜ'ler gözüyle değerlendirilecek ve ardından "Daha ne yapılabilir?" sorusu çerçevesinde, "GOÜ'lerde finansal piyasalar", "piyasaların genel özellikleri", "bu piyasalarda devlet müdahalesi", "GOÜ'lere gelen yabancı sermayenin makroekonomik etkileri açısından GOÜ'lerin finansal piyasalarında kontrol" konuları, ele alınmaya çalışılacaktır.

Son olarak elde edilen sonuca göre, sürdürülebilir bir kalkınmanın GOÜ'lerde sağlanması için, olası öneriler dile getirilecektir.

D) GLOBALLEŞME SÜRECİ İÇİNDE YAŞANAN FİNANSAL GELİŞMELER

Dünyadaki globalleşme süreci içinde, bütün ülkeleri etkileyen finansal gelişmeler, genel olarak dört başlık altında toplanabilir.

1. Dünya çapında bütün finansal piyasalar hızla gelişmektedir. Her ülke, mali yapılarını ve mali sistemlerini güçlendirilmek için reformlar yapmaktadır.
2. Dünya çapında, özellikle ekonomik ve ticari anlamda ama yine de her alanda, rekabet artmıştır.
3. Bütün GOÜ'ler, 1980 den sonra başlayan genel bir eğilim olarak, uluslararası finansal piyasalara daha fazla girmeye başlamışlardır. Ekonomik sorunlarını çözebilmek amacıyla çareler aramakta ve uluslararası finansal piyasalardan fon talep etmektedirler.
4. Dünya nüfusunun %78'ini oluşturan, Latin Amerika, Güney Doğu Asya ve Avrupa'nın Güney sahillerinde yer alan (Türkiye dahil) ülkelerde, finansal piyasaların geliştirilmesine özel önem verilmektedir. Bu ülkeler dünya gayri safi milli

hasılasının %12'sine sahiptirler ve dünya sermaye piyasası hareketlerinin %5'ini ve dünya yatırım fonlarının sadece binde 1'ini çekebilmektedirler².

Tamamı GOÜ konumunda olan bu ülkeler finansal piyasalarını hızla geliştirerek, dünya yatırım fonlarının daha büyük bir oranını ülkelerine çekmeyi ve uluslararası piyasa hareketlerinden daha fazla pay almayı amaçlamaktadırlar. Ama bütün bu yapılanların ardındaki temel amaç ise, ekonomik yapılarını güçlendirmek, üretim ve ihracatın önündeki engelleri aşmaktır.

1980 sonrasında, pek çok GOÜ, enflasyonu kontrol altına almak, faiz oranlarını düşürmek, tasarrufları özendirmek, mali sisteme yönelmesini sağlamak, tasarrufları yatırımlara kanalize etmek, böylece ülke içi üretimi ihracata da yönelik olarak arttırmak için, mali sistemlerini geliştirme çabasına girmiştir. Bu, uluslararası sermayeyi çekerek yapılmaya çalışmış, finansal piyasaların gelişmesi için altyapılar oluşturulmasına gayret edilmiştir.

GOÜ'ler ekonomik yapı içinde işadamlarının yatırım ve üretim yapabilmeleri için gerekli taleplerini karşılayacak özelliklere sahip bir piyasa ortamını oluşturabilme yolunda, GÜ'lere göre daha zor engellerle karşı karşıyadırlar. Bu engeller,

1. Yüksek enflasyonlu bir ekonomik ortam.
2. GOÜ'lerin finansal piyasalarının yapısı, kurumsallaşması aşamasında karşılaşılan sorunlar, bu piyasalarda yeniliklerin getirilmesindeki güçlükler vergilendirme sorunları...vb.
3. Devletin etkin ve verimli işleyememesi karar alma, süreçlerindeki aksaklıklar, özelleştirmedeki gecikmeler...vb. olarak sayılabilir.

Bu engeller aşılmadığı takdirde GOÜ'lerin finansal piyasalarından bekledikleri temel fonksiyonunun, (fon oluşturma ve bunları yatırma, üretime yöneltme fonksiyonunun) uzun dönemli ifa edilmesi, mümkün olamamaktadır. Uluslararası sermaye akımından beklenen yararlar gerçekleştirilmemektedir.

Öbür taraftan GÜ'ler cephesinde, GOÜ'lerin piyasalarını dışa açtıkları kadar, onun tam tersine, piyasalarda dışa karşı koruma eğilimleri hakimdir. GÜ'ler, GOÜ'lerin artan ihracat kapasiteleri dolayısıyla, nispi olarak düşen, rekabet imkanları konusunda, inisiyatifi GOÜ'lere hiç de

² DPT, Mali Yapı ve Mali Piyasalar, 3. İzmir İktisat Kongresi, Ankara 1992, s.132.

bırakmak niyetinde değillerdir. Avrupalı yatırımcı, kazancının %3.5'ünü, Amerikalı yatırımcı %4'ünü yabancı ülkelerden elde etmektedir³. GÜ sermayesi GOÜ' ye ancak kârlı olduğu zamanlarda gelir. Yukarıdaki oranlar ancak bu şartla artar. Bu şartın gerçekleşmesi halinde bile, GOÜ' ye gelen GÜ sermayesinin ne zaman ülkeyi terk edeceği hususunda, GOÜ'nin elinde çok fazla etkili kontrol araçları yoktur.

Yabancı sermaye, GOÜ' yi uygun görmediği ve kredi riski açısından yüksek bulduğu an, bu ülke sınırlarından uzaklaşabilmektedir. GOÜ'lerin finansal piyasalarını ülke ve kredi riski açısından değerlendiren çalışmalar genel olarak GOÜ'lerin finansal piyasalarının bu konuda yabancı sermayeye yeterince güven vermediği sonucuna ulaşmışlardır⁴.

GOÜ'lerde finans piyasalarının bugün için gelişme dereceleri farklı farklıdır. Ayrıca, bu ülkelerdeki yabancı direkt yatırımların miktarları da farklılık gösterir⁵. Ancak Malezya Krizi, Meksika Krizi ve Asya Krizi gibi olaylar GOÜ'lere, ekonomik kalkınmada sadece yabancı sermayeye güvenmemek gerektiğini, finansal yapılarını finansal piyasalarını sadece bu doğrultuda düzenlememelerini öğretmiştir⁶.

Bugün gelinen noktada özellikle GOÜ'lerde, para piyasalarının, yerli-yabancı sermaye akımlarının ve finansal yapıların ciddi biçimde kontrol altına alınması gereği üzerine konuşulmaktadır. "Globalleşme süreci içinde GOÜ'lerin finans piyasaları konusunda ortaya çıkan olumsuz etkilere karşı ne yapılabilir?" sorusu önemli olmuştur.

II) GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE GENEL OLARAK FİNANS PİYASALARI

Finans piyasası., fon arz edenler ve fon talep edenlerin karşı karşıya geldiği piyasadır. Bu piyasada, fon transfer işlemleri gerçekleşir. Fon arz ve talebini düzenleyen finansal kurumlar, fon akımını sağlayan finansal araçlar ve bunları düzenleyen hukuksal ve idari kuralları vardır.

Finans piyasaları çeşitli şekillerde isimlendirilir. En çok kullanılan ayırım, fonların ödünç verilmiş sürelerine göre, *para ve sermaye piyasaları* şeklindeki ayırımdır. Piyasada kullanılan araca göre *hisse*

³ DPT, Mali Yapı ve Mali Piyasalar, 3. İzmir İktisat Kongresi, Ankara 1992, s.163.

⁴ Richard Cumberland, Latin Amerika'dan Doğu Avrupa'ya Ülke ve Kredi Riski Açısından Gelişmekte Olan Piyasalar, Finans Dünyası, Ocak 1998, s.95-97.

⁵ Bkz, Ek Tablo 1 ve 2.

⁶ Caner Bakır, Güney Doğu Asya Krizinin Düşündürdükleri, (Dünyadaki finansal liberalizasyon trendi geri mi çevriliyor?), Uzman Gözüyle Bankacılık, Banka Uzmanları Derneği Yayını, Yıl 5, Sayı 20, 1991, s.6-7.

senedi, tahvil, döviz piyasaları vb. şeklinde yapılan ayrıma da çok sık rastlanır.

GOÜ'ler için önem taşıyan bir başka ayırım ise, örgütlenme derecelerine göre yapılan ayırımdır. *Örgütlenmiş finansal piyasalar*, fiziki ve resmi olarak belirli bir mekanı bulunan, hukuki ve idari kuralları saptanmış ilgili kurum ve kuruluşların denetim ve gözetimi altında çalışan piyasalardır⁷.

Ülkemizde, para piyasalarının örgütlenmiş kesimine örnek olarak bankacılık sektörü, sermaye piyasalarının örgütlenmiş kesimine örnek olarak İMKB (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası) gösterilebilir.

Örgütlenmemiş finansal piyasalar ise alım satım işlemlerine devam ederken, fiziki ve resmi bir mekana sahip olmayan hukuki ve idari kuralları bulunmayan, ilgili kurum ve kuruluşların denetim ve gözetiminden uzak piyasalardır. GOÜ'lerin bazılarında, kayıt dışı ekonominin hâlâ büyük boyutlarda olması dolayısıyla, örgütlenmemiş finansal piyasaların da önemli boyutlarda işlem hacimlerine sahip oldukları düşünülebilir. Ama burada, örgütlenmiş finansal piyasaları inceliyoruz.

Kıta Avrupası ve Japonya gibi ülkelerde, örgütlenmiş finansal piyasalara bankacılık sistemi egemen iken, Anglo Sakson ülkelerinde sermaye piyasaları egemendir. Sermaye piyasalarında bankaların dışında diğer mali kurumlar da etkilidir. Ülkemizde sermaye piyasası faaliyetlerinin % 90'ına yakın bir kısmı, bankalar tarafından gerçekleştirilir. Bu anlamda en önemli finansal kurumların ülkemizde bankalar olduğu iddia edilebilir⁸.

Bu kısa açıklamalardan sonra, GOÜ'lerde finansal piyasaların genel ayırıcı özellikleri üzerinde durulabilir.

1)GOÜ'lerin finansal piyasalarında, genel olarak, birkaç finansal kurumun veya devletin güçlü hakimiyeti vardır?

GOÜ'lerin finansal yapılarını GÜ'lerin finansal yapılarından ayıran en önemli özellik belki de birkaç finansal kurumun veya doğrudan devletin denetiminde serbest piyasa işleyişinden uzak yapılar olmalarıdır. Bunun nedeni de GOÜ'lerin finansal piyasalarının ve finansal kurumlarının, GÜ'lerdekinden farklı olarak, kökleri eskiye dayanan bir geçmişlerinin olmamasıdır. GOÜ'lerin finansal yapıları yakın zamanda

⁷ Nuray Kondak, *Finansal Pazarlara Giriş*, Der Yayınları, İstanbul, 1998, s. 4-12.

⁸ Metin Toprak, 1980 Sonrası Ekonomide Yapısal Değişme ve Finansal Derinleşme, *İşletme ve Finans* Yıl 8, Sayı 83, Şubat 1993.

bizzat devlet tarafından kurulmaya ve geliştirilmeye başlanmıştır. Bu nedenle GOÜ'lerin finansal piyasalarında, kamu payının genel olarak yüksek olduğu görülmektedir.

2)GOÜ'lerin finansal piyasaları, ekonomik yapıdaki sorunlardan kaynaklanan önemli güçlüklerle karşı karşıyadır.

Dünyanın her yerinde finansal piyasalar ile ülkenin ekonomik yapısı ve temel ekonomik göstergeleri arasında tek yönlü değil, karşılıklı, yoğun etkileme ve belirleme ilişkilerinin varlığı, genel kabul gören bir görüştür. Bu anlamda GOÜ'lerde de, finansal piyasalar ile ekonomik yapılar, enflasyon, faiz oranları, bütçe dengesi, kamu borçları, GSMH...gibi unsurlar, birbirinden ayrı düşünülemez.

GÜ'lerden farklı olarak, GOÜ'lerin finansal piyasalarının karşı karşıya oldukları güçlükler olumsuz temel ekonomik göstergelerden, daha fazla etkilenirler veya bu göstergeleri çok daha kolay bozabilirler.

3)GOÜ'lerde finansal gelişme ile ekonomik büyüme ilişkisi, bu ülkeler tarafından, bugüne kadar yeterince değerlendirilmemiştir.

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi hakkında yapılan ampirik çalışmalar, gerek banka, gerekse hisse senedi piyasalarının gelişmesi ile, reel ekonomik büyüme arasında pozitif, anlamlı bir ilişkinin varlığına işaret ederler. Bu pozitif ilişkinin gelişmiş ülkelerde GOÜ'lere nazaran daha güçlü olduğu sonucuna ulaşılmıştır.⁹

GOÜ'lerin finansal piyasaları açısından, finansal gelişme ile büyüme ilişkisinde, “nedenselliğin” ne yönde olduğu son derece önemlidir. Ayrıca GOÜ'lerde, büyümenin diğer belirleyicileri ya da etkileyicileri, ülkeler arasında önemli farklılıklar gösterir.

Ancak GOÜ'lerin finansal piyasalarının ve genel olarak finansal yapılarının ekonomik krizlere karşı daha duyarlı olduğu bilinmektedir. GOÜ'lerde karşılaşılan finansal krizlerin görünüşteki nedenleri, kambiyo kurunun aşırı değerlenmesi, bankacılık sisteminin zayıflığı, döviz rezervlerinin düşük olması gibi nedenlerdir. Finansal piyasalarda globalleşmenin hızlanması, GOÜ'lerin mali yapılarını çok kırılgan hale getirmiştir. Çünkü, globalleşme süreci içinde, GOÜ'lerin finans piyasalarında yapılan düzenlemeler, yerine göre “sıcak paraya da” açılmak demektir. Bu çerçevede, GOÜ'ler için, finansal piyasaların gelişmesi ile makroekonomik göstergeler arasında, muhtemel bir negatif

⁹ King R. ve Levine R. “Finance and Growth, Schumpeter Might be Right, Quarterly Journal of Economics, 108, 3. s.717-737.

nedensellik ilişkisinin, her iki taraflı ve son derece güçlü olabileceğini düşünmek mümkündür.

5)GOÜ'ler finans piyasalarında ülke ve kredi riski açısından önemli sorunlarla karşı karşıyadırlar.

Yasal düzenleme eksiklikleri, düzenleyici otoritenin güçsüz kalmasından kaynaklanan sorunlar, kredi piyasasında kısa vadelerin ve yüksek faizin hakim olması nedeniyle ortaya çıkan sorunlar, finansal derinleşme eksikliği...vb nedenlerle, GOÜ'lerin finansal piyasaları genel olarak etkinlikten yoksundur. Bu, GOÜ'lerde finansal piyasaların ülke ve kredi riskini arttırmaktadır. Bu piyasaların geleceklerinin belirsizlik içine girmesinde de temel neden olmaktadır.

GOÜ'lerin finansal piyasaları ile ilgili olarak aslında sorun ülkelerin ekonomik yapılarından kaynaklanmaktadır. Ülkenin ekonomik kalkınmasını hızlandırması için geliştirilmeye çalışılan bu piyasalar, GOÜ'lerin ekonomik sorunlarından olumsuz ekonomik yapılarından etkilenebilmekte ve yerine göre bu ekonomik sorunları daha da ağırlaştırabilmektedir. GOÜ'lerde başlangıçtan beri finansal piyasalarda yoğun devlet müdahalelerinin var olmasının temel nedeni budur.

6)GOÜ'lerde finansal piyasalarda devlet kontrolü, GÜ'lerden daha farklı değerlendirilmelidir.

Birçok GOÜ' de, finansal piyasalarda devlet kontrolü, kaynakların etkin dağılımını arttırmış büyümeyi hızlandırmıştır. Hızla kalkınan Doğu Asya ülkelerinde devlet, finansal kurumları oluşturma, onları düzenleme, kredileri yönlendirme konusunda, ekonomik istikrarı arttıran, finansal kurumları güçlendiren ve büyüme beklentilerini yükselten bir biçimde aktif rol oynamıştır. Bu anlamda, Doğu Asya'da yakın zamana kadar hızla gelişen ülkelerin başarısı, genellikle finansal piyasalardaki yoğun devlet kontrolüyle yakından ilgilidir¹⁰.

Finansal sistemde yaşanan karışıklıkların makroekonomik sonuçlarının büyük olması; tek bir finansal kurumun (örneğin bir bankanın) başarısız olması halinde bile piyasada çok önemli etkilerin ortaya çıkabilmesi ihtimali, GOÜ'lerde, devlet kontrollerini kaçınılmaz hale getirmektedir.

Finansal piyasalara devlet kontrolleri, genellikle, tüketicinin korunması, makroekonomik istikrarın sağlanması, rekabetin geliştirilmesi, kaynak tahsisinin iyileştirilmesi gibi faaliyetler üzerinde

¹⁰ Nurdan Aslan, Finansal Piyasaların Serbestleşmesi, Banka ve Ekonomik Yorumlar, Ocak 1996, s.19.

yoğunlaşır veya yoğunlaşmalıdır. Bu kontroller, finansal piyasalarda işleyişi iyileştiren devlet kontrolleridir.

7)GOÜ’lerde finansal piyasalarda, “finansal baskı” niteliği taşıyan devlet müdahalelerinin varlığından da söz edilmesi gereklidir.

GOÜ’lerde piyasanın işleyişini iyileştirmeyecek biçimde, tasarruf artışını ve sermaye tahsisini desteklemeyen nitelikte, devlet müdahaleleri de olmaktadır.

“Finansal baskı” niteliği taşıyan bu müdahalelerin nedenleri çeşitlidir. Finansal baskıda, bazı özel çıkar gruplarından gelen baskılar etkili olabilir. GOÜ’lerde devletin, bazı bütçe kısıtlarıyla karşı karşıya olması da finansal baskıyı arttırabilir. Bu arada, GOÜ’ de devlet, temel ekonomik göstergelerindeki bozuklukları düzeltmek amacıyla, finansal piyasalara yükleniyor olabilir.

Her ne olursa olsun GOÜ’lerde, finansal baskı, GÜ’lere göre daha yüksektir ve bunun finansal piyasaların gelişmesi üzerinde kesinlikle olumsuz etkileri vardır. *Başarılı bir devlet ve hükümet*, finansal baskılardan kaçınmalıdır. Başarılı devlet, kötü makroekonomik politikalar uygulamayan, enflasyon oranını düşürebilen devlet demektir. Güney Doğu Asya ülkelerinde devletler, zamanında ekonomik istikrar programlarını ve dışı açılmayı beraber yürütebilmiş, enflasyon ve işsizliği önleyebilmişlerdir.

8)GOÜ’lerde, hisse senedi piyasalarının da geliştirilmesi ve dışı açılması yönünde çabalar vardır.

Dünyada para ve döviz piyasaları büyük ölçüde globalleşmiştir. Tahvil piyasaları hızla globalleşmektedir. Hisse Senedi Piyasalarında da globalleşme eğilimleri başlamıştır.

Dünyada finansal sistemler çeşitli şekillerde sınıflandırılabilir. “Bankacılığa dayalı finansal sistemler” ve “sermaye piyasalarına dayalı finansal sistemler” şeklinde ikili bir sınıflandırma vardır. Bir başka sınıflandırma “sermaye piyasalarına dayalı, kaynakların rekabetçi piyasalarda oluşan fiyatlar tarafından tahsis edildiği finansal sistem” “krediye dayalı, fiyatların hükümet tarafından belirlendiği sistem” ve “krediye dayalı ancak finansal kurumların egemen olduğu sistem” şeklindedir¹¹.

¹¹ Funda Erdoğan Telatar, Türkiye’de Enflasyon ve Reel Hisse Senedi Getirisi Arasındaki İlişkiler, Finans Dergisi, Ağustos 1998, s.30-31.

Anglo Sakson ülkelerinde, (ABD ve İngiltere’de) sermaye piyasalarına dayalı bir finansal sistem vardır. Almanya, Japonya ve Fransa’da finansal sistem bankacılığa dayalıdır. GOÜ’lerde ise, genel olarak fiyatların hükümet tarafından belirlendiği bir sistem hakimdir. Örneğin Türkiye’de bu sistemde bir ölçüde bankalar etkilidir.

Bu finansal sistemlere sahip GOÜ’lerde, hisse senedi piyasalarının da geliştirilmesi ve dışa açılması yönünde çabalar vardır.

GOÜ’lerde hisse senedi piyasaları globalleştikçe, piyasa aksaklıklarının düzeleceği, riskin azalacağı, bu piyasaların ekonomi içindeki paylarının artacağı, tasarrufları teşvik edebileceği ve kaynak dağılımını düzenleyebileceği, dolayısıyla bu piyasaların ekonomiye olumlu katkılarının olacağı düşünülmektedir. Halbuki, GÜ’lerle ilgili ampirik çalışmalar; sermaye piyasası ağırlıklı finansal sistemlerin, ekonomik gelişmeye katkısının sınırlı kaldığı hatta, tasarrufları teşvik etme fonksiyonunun negatif olabileceği, bankacılığa dayalı GÜ finansal sistemlerinin ise, ekonomik gelişmeye katkısının, sermaye piyasalarına dayalı GÜ finansal sistemlerinden daha iyi olduğu, sonucuna ulaşmışlardır.¹²

GOÜ’lerin hisse senedi piyasaları hakkında bu konuda bir fikir edinebilmek için ise, kısaca bu piyasalar incelenecektir. Ülkemizde ve diğer GOÜ’lerde, borsanın gelişiminin sanayileşmeyi ve ekonomik kalkınmayı hızlandıracağı yönünde yaygın bir kanı vardır.

III) GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE HİSSE SENEDİ PİYASALARI

1980’li yılların oralarından itibaren, GOÜ’lerde hisse senedi piyasalarında hızlı bir gelişme olmuştur. Tablo 3’de görüldüğü gibi, 1995 yılı sonunda şirket sayısı 19.397’ye piyasa kapitalizasyonu da 1.895.709 milyon dolara ulaşmıştır. GOÜ’lerde, 1986-1995 yılları arasında, piyasa kapitalizasyondaki artış 5 kat GÜ’lerde ise 2.5 kattır. Brezilya, Hindistan, Kore, Malezya, Tayvan borsaları, piyasa kapitalizasyonu açısından bazı gelişmiş ülke borsalarından da büyüktür. Kayıtlı şirket sayısı açısından Hindistan borsası 1995 yılı sonunda dünyanın en büyük borsasıdır.

Tablo 2 de, piyasa kapitalizasyonunun GSMH ya oranları verilmiştir. GOÜ’lerin dünya toplam piyasa kapitalizasyonu içindeki payları % 10.7, GÜ’lerin ise % 89.3’dür. Bu, GOÜ borsalarının gerçekte GÜ'lere göre çok zayıf olduğunu göstermektedir. Kendi içlerinde ise,

¹² Daha fazla bilgi için Bkz.: Mayer C, “New Issues in Corporate Finance” European Economic Review, June.1988.

Malezya, Tayvan ve Kore Borsaları, toplam piyasa kapitalizasyonu açısından, büyük borsalardır.

Tablo 1: Piyasa Kapitalizasyonu ve Borsaya Kayıtlı Şirket Sayısı (Milyon \$)

Gelişen Piyasalar	Piyasa Değeri					Şirket Sayısı	
	1986	1990	1993	1994	1995	1986	1995
Brezilya	42096	16354	99430	189281	147636	592	843
Hindistan	13588	38567	97976	127515	127199	4744	7985
Kore	13924	110594	139420	191778	181955	355	721
Malezya	15065	48611	220328	199276	222729	223	529
Tayvan	15367	100710	195198	247325	187206	130	347
Türkiye	935	19065	37496	20772	21605	40	205
Gelişmiş Piyasalar							
Japonya	1841785	2917679	2999756	3719914	3667292	1866	2263
İngiltere	439500	826598	1151646	1210245	1407737	2106	2078
ABD	2636598	3059434	5136199	5067016	6857622	8403	7671
Avusturya	6656	11476	28437	30272	32513	--	--
Belçika	37337	65449	78067	84103	104960	--	--
Tüm GÜ	6257582	8782267	12377034	13241841	15892174	18555	19467
Tüm GOÜ	238617	611278	1586797	1912451	1895707	9618	19397

Kaynak. Funda Erdoğan Telatar, Türkiye’de Enflasyon ve Reel Hisse Senedi Getirisi Arasındaki İlişkiler, Finans Dergisi, Ağustos 1998, s.33.

Tablo 2: Piyasa Kapitalizasyonunun GSMH'ya Oranı

Arjantin	13.0
Brezilya	34.0
Çin	8.4
Hindistan	44.0
Kore	49.6
Türkiye	16.6
Tüm GOÜ	10.7
Tüm GÜ	89.3

Kaynak. Funda Erdoğan Telatar, agm, s.33.

Tablo 3, GOÜ’lerde, toplam piyasa kapitalizasyonunda, 10 en büyük hisse senedinin aldığı payı göstermektedir. Bu pay GOÜ’lerde

GÜ'lere göre genel olarak daha yüksektir. Bir başka anlatımla piyasa yoğunluğu GOÜ'lerde daha fazladır.

Tablo 3: Piyasa Yoğunluğu

	10 en büyük hisse senedinin toplam piyasa kapitalizasyonu içindeki payı	10 en büyük hisse senedinin toplam işlem hacmi içindeki payı
Arjantin	47.5	56.2
Brezilya	37.1	52.4
Meksika	36.5	54.1
Kore	34.8	17.5
Tayvan	29.9	19.9
Hindistan	17.9	33.5
Malezya	41.3	36.0
Türkiye	40.3	33.5

Kaynak. Funda Erdoğan Telatar, agm, s.35.

Tablo 4: GÜ ve GOÜ'lerde Hisse Senedi Fiyatlarındaki Dalgalanmalar

	Standart Sapma	%Değişmenin Ortalaması	S&P 500 İle Korelasyon
Arjantin	17.57	3.87	0.31
Brezilya	16.23	4.24	0.40
Meksika	10.84	1.33	0.20
Kore	7.66	0.49	-0.01
Tayvan	11.22	0.72	0.07
Hindistan	10.44	0.75	-0.08
Malezya	6.97	1.51	0.24
Türkiye	17.26	-0.16	-0.13
IFC Bileşik	5.09	0.88	0.25
ABD S&P 500	2.91	1.09	1.00
İngiltere FT 100	4.48	0.64	0.58
Japonya Nikkei	7.61	0.44	0.22

Kaynak. Funda Erdoğan Telatar, agm, s.35.

Tablo 4'den, 1990-1995 yılları arasında, gelişen piyasalarda hisse senedi fiyatlarındaki aylık yüzde değişimin standart sapmasının ABD, İngiltere'den önemli ölçüde yüksek olduğu görülmektedir. Bu, GOÜ'lerde hisse senedi fiyatlarının, GÜ'lerden daha büyük dalgalanmalar gösterdiği anlamına gelir. Tablo 4, GOÜ'lerde hisse senedi piyasalarının belki de en önemli özelliğini bize göstermektedir. Standart sapmaların yüksek olmasının yanı sıra, son sütunda, GOÜ'lerin

hisse senedi piyasalarında fiyatların, GÜ hisse senedi piyasalarındaki fiyatlardan bağımsız olduğu, iki piyasa arasındaki ilişkilerin bu noktada zayıf kaldığı görülmektedir.

GOÜ'ler hisse senetleri fiyatlarının dalgalanmalar göstermesi, literatürde, "volatility", "finansal piyasalarda oynaklık" kavramı ile ifade edilir. Oynaklık, GOÜ'lerin sadece menkul kıymet borsalarında değil, sermaye piyasalarında da vardır. Gelişen piyasalara ilişkin yapılan çalışmaların çoğunda, bu piyasalarda oynaklık konusu, en önemli konular arasında geçmektedir¹³. Sadece oynaklığın bile gelişen piyasalarda tek başına yüksek olması, bu finansal piyasalardan beklenen fonksiyonların yerine getirilememesi sonucunu verebilmektedir¹⁴.

Örneğin Arjantin borsasında, fiyatlar 1990 ile 1993 arasında 10 kat artmış, ancak bir yıl sonra % 23 değer kaybetmiştir. Endonezya'da hisse senedi fiyatları 1987 ile 1990 yılları arasında beş kat artmış, ancak bir yıl içinde 1991 de yarı yarıya azalmıştır¹⁵.

GOÜ'lerin finansal piyasaları arasında oynaklık açısından da farklılıklar vardır. Ama oynaklığın artması, yatırım yapmayı geciktirir. Vadelerin uzamasına engel olur. Piyasanın kurumsallaşmaması sonucunu verir.

GOÜ'lerde, borsaların getiriler açısından üç temel özelliğe sahip olduğu söylenebilir. Daha yüksek ortalama getiri, gelişmiş piyasaların getirileriyle düşük bağlantı, daha yüksek oynaklık. İlk iki özellik, gelişen piyasaların, yabancı portföy yatırımları için çok cazip pazarlar haline gelmesine yol açmaktadır. Ama bunlar yüksek oynaklık ile birleşince GOÜ'lerde borsaların dış şoklara daha açık bir hale gelmesine ve finansal piyasalarla döviz piyasaları arasında istikrarsız ilişkilerin doğmasına neden olabilmektedir.

Gelişen piyasalarda oynaklığın, dört ana nedeni vardır.

1. *Piyasada varlık yoğunlaşması*, çoksa yani borsa endeksine dahil hisse senedi az ve birkaç hisse senedi, borsa endeksine hakimse, oynaklık artmaktadır. Borsa endeksine dahil hisse senedi sayısının artırılması gerekir.

¹³ Ali İhsan Karacan, Finans Ekonomi ve Politika, Creative Yayıncılık, Ankara 1997, s.156.

¹⁴ Oğuz Esen, Ekonomik Gelişmenin Yolu Sermaye Piyasalarından mı Geçiyor?, Finans Dergisi, Ağustos 1998, s.34.

¹⁵ Funda Erdoğan Telatar, Türkiye'de Enflasyon ve Reel Hisse Senedi Getirisi Arasındaki İlişkiler, Finans Dergisi, Ağustos 1998, s.34.

2. Borsanın gelişmişliği ve pazarla bütünleşmesi düşükse, yani borsa kapitalizasyonunun milli gelire oranı azsa, oynaklık yüksektir. Oran arttırılarak borsa geliştirilirse ve hisse senetlerinin farklı ekonomik sektörler arasında daha yoğun gidip gelmeleri, bir sektöre bağımlı kalmamaları sağlanırsa oynaklık düşecektir.
3. Oynaklık tek başına, pazarın iç yapısına da bağlıdır. Borsada, bilgi akışının yoğunluğu ve niteliği, hisse senetlerinin fiyatlarını değiştirir.
4. Oynaklığın dördüncü nedeni ülkenin içinde bulunduğu makroekonomik koşullardır. Siyasi istikrar, ülkenin kredi değerliliği, kambiyo kurlarındaki değişimler vb. pek çok faktör ülkenin makroekonomik koşullarını etkilediği için dolaylı olarak arttırıcı diğer nedenler olabilmektedir¹⁶.

Sonuç olarak, GOÜ'lerin hisse senedi piyasalarındaki daha yüksek ortalama getiri ve gelişmiş piyasaların getirileriyle düşük bağlantı nedeniyle, bu ülkelerde borsalar portföy yatırımlarını çeşitlendirmek isteyen yabancı yatırımcılar için, son derece cazip pazarlar olmalarına rağmen, bu ülke borsalarındaki yüksek oynaklık nedeniyle bu fonlar, kısa vadeli kalmakta ve her an kendi ülkesine geri dönebilir bir niteliğe bürünmektedir. Oynaklığın pek çok nedeni vardır ve ekonomik yapısında sorunlar yaşayan bir GOÜ için, serbest pazar koşulları altında, finansal piyasalarındaki oynaklığı önleyebilmek kolay değildir. Finansal liberalleşme ile, GOÜ'ler dış şoklara daha açık hale gelmişlerdir.

Tam finansal liberalizasyonu sağlasalar bile, yabancı portföy yatırımlarından gerçekten fayda sağlayacak GOÜ sayısının sınırlı kalacağı görünmektedir. Bu tür sermaye akımından, belki büyük ve çok sayıda sermaye şirketlerine ve gelişmiş iyi organize olmuş piyasalara, ekonomik yapıya sahip ülkeler yararlanabilir.

Bu durumda GOÜ'lerin yabancı portföy yatırımlarına değil, doğrudan yabancı yatırımlara ve uluslar arası tahvil piyasalarına yönelmeleri tavsiye edilebilir. Bugünkü dünya konjonktürü içinde, GOÜ'lerin bu yoldan yararlanmaları da kolay değildir. Doğrudan yabancı yatırımlar için her şeyden önce ekonomik istikrar gerekir ve ayrıca doğrudan yabancı yatırımı yapacak ülkenin tercihleri asıl belirleyici olur.

¹⁶ Ali İhsan Karacan, Finans Ekonomi ve Politika, Creative Yayıncılık, Ankara 1997, s.157.

GOÜ'ler içinde, finansal reformları başarı ile yürütmüş, finansal piyasalarını geçmişte bir ölçüde kontrol edebilmiş, Doğu Asya ülkeleri de vardır. Gerekli politikalar uygulanırsa, sermaye girişi ile arzulanan daha yüksek yatırım ve büyüme sağlanabilmekte, istikrarsızlık etkileri kontrol altında tutulabilmektedir. GOÜ'ler yabancı sermaye akımının makroekonomik etkilerine daha fazla önem verebilirler.

IV) GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE SERMAYE AKIMININ MAKROEKONOMİK ETKİLERİ

GOÜ'lerde, finansal piyasaların kurulması, geliştirilmesi bu piyasalarda oynaklığın önlenmesi ile, ülkenin makroekonomik göstergeleri arasında karşılıklı nedensellik ilişkilerinin bulunduğu dile getirilmiştir. Globalleşme süreci ile birlikte GOÜ'lere sermaye akımının artması, bu ilişkileri daha da önemli hale getirmiştir. GOÜ'lerin zaman zaman karşılaştıkları finansal krizler önemi, bir kat daha arttırmıştır. Gelişmekte olan ülkelere sermaye akımının makroekonomik etkileri incelenirse, aradaki ilişkiler daha iyi anlaşılabilir.

GOÜ'lere sermaye akımının makroekonomik etkileri konusu, sekiz alt başlıkta, kısaca incelenmeye çalışılacaktır.

1) *Ekonominin Genel Dengesi*

Ekonominin genel dengesi, yurtiçi üretim-tüketim ile, yatırım-tasarruflardan oluşan ve dış denge ile tamamlanan dentedir. Yurtiçi gelirlerin ne ölçüde tüketilip tasarruf edildiğini, tasarrufların yatırımları ne ölçüde finanse ettiğini, yatırım-tasarruf açığı bulunuyorsa bunun ne ölçüde yurtdışı kaynaklarla finanse edildiğini gösterir.

Yabancı sermaye akımını talep eden ülkenin amacı istikrarlı ekonomik büyümedir ve bu istikrarlı büyümeyi sağlayacak yurtiçi tasarruflar, GOÜ'lerde yetersizdir.

Yabancı sermaye akımı ekonomide hem arz hem de talep yönüne genişletici etkilerde bulunur. Bu anlamda hem üretimi hem de tüketimi arttırabilir. Üretim, tasarruf ve yatırımla olur.

Sermaye akımının büyümeye pozitif etkisi konusu, bu akımın hem yatırımları hem de tüketim finanse etmesiyle ilgilidir. Sermaye akımı, yatırımları ve ihracatı yoğun olarak finanse edebilirse, üretim ve ekonomik büyüme istikrarlı olarak hızlanır. Sürdürülebilir bir ekonomik büyüme, sermaye akımı devam ettiği sürece mümkün olur.

Meksika, İspanya, Tayland gibi GOÜ'lerde yabancı sermaye, ekonominin genel dengesi içinde, üretim artışından daha çok tüketim

artışına, neden olmuştur. Sermaye akımının GOÜ'lerde genel olarak, ekonominin talep yönündeki etkileri daha güçlüdür.

Bir ülkede tüketim artışını yurtiçi üretim karşılayamazsa, ithalat artar. Cari işlemler dengesi açık vermeye başlar. Ülkenin döviz stoku vb. faktörlere bağlı olarak ithalat devam edebildiği ölçüde, yurtiçi fiyatlarda artış baskısı oluşmaz. Ancak orta ve uzun vadede ithalatın da sınırlanması durumunda, ülkenin genel fiyatlar düzeyinde artış kaçınılmaz olur¹⁷.

GOÜ'lerin çoğunda finansal liberalleşme sonucunda tüketimde ve tüketim malları ithalatında patlama yaşanmış, tüketici kredileri hızla yaygınlaşmıştır. Söz konusu ülkeler yukarıda anlatılan sorunları, ekonomik kriz biçiminde yaşamışlardır.

Finansal liberalleşmenin, ekonomik büyüme için tasarrufları arttırması ve yatırımları yoğun olarak finanse edebilmesi, GOÜ'lerin içinde ancak bazı Asya ülkelerinde, belli dönemlerde mümkün olabilmektedir.

Uluslararası sermaye akımı çoğaldıkça genel olarak, GOÜ'lerin yurtiçi tasarruf oranları beklenenin aksine artmamıştır. Yurt içi tasarruflar kamu ve özel sektör tasarruflarından oluşur. Sermaye akımı özellikle özel sektör tasarruflarını beklendiği ölçüde arttıramamaktadır.

Sermaye akımı ile ilk dönemlerde ekonomilerinde büyüme yaşayan GOÜ'lerde bile, meydana gelen refah etkisi ile, ortaya çıkan üst gelir gruplarının, yüksek marjinal tüketim eğilimleri, ekonomide tüketimin kontrol edilmesine izin vermemektedir. "Tüketim çılgınlığı" GOÜ'leri sarabilmektedir. Özel sektör tasarruflarındaki artışlar ve bunların yatırıma yönelmesinin üretimde getireceği olumlu etkiler, tüketim çılgınlığı karşısında güçsüz kalmaktadır.

Sermaye akımı bazı GOÜ'lerde, kamu kesimi tasarruf açıklarını da arttırıcı olabilmektedir. Popülist politikalar, kamu açıklarının yabancı sermaye akımı ile finansman imkanının bulunması vb. nedenlerle, sıkı maliye politikaları izlemeyen GOÜ'lerde, finansal sistemin bozucusu bizzat devlettir.

¹⁷ Finans Dünyası, GOÜ'lere Sermaye Akımının Makroekonomik Etkileri, Aralık 1997, s.82-83.

2) *Ödemeler Dengesi*

Sermaye girişlerinin, sadece kolaylıkla tüketime yönelmesi değil, aynı zamanda döviz birikimi sağlama potansiyeli olmayan yatırımlara da yönelmesi, GOÜ'ler için iyi sonuçlar vermemektedir. Sermaye girişinin büyük ölçüde, ihracata yönelik yatırımları finanse etmesi gerekir.

GOÜ'ler üretime yönelik ara mallarını yurt dışından karşılamak, döviz yetersizliklerini giderebilmek vb. amaçlarla, ithalatı özendirmek için düşük döviz kuru ve yüksek reel faiz uygulamasına gitmektedirler. Yüksek reel faizler, sermaye girişlerini hızlandırmaktadır. Bir süre sonra ithalat, ihracatı aşmakta, ödemeler dengesi içinde dış ticaret dengesi giderek açık vermektedir.

Ülke, yeterli döviz rezervlerine sahipse ödemeler dengesi sorunları yaşamamaktadır. Ancak böyle bir yapıda, döviz, bir süre sonra, ihracat gelirleriyle değil, sermaye girişleri ile sağlanmaya başlanır. Sermaye girişleri, cari işlemler açığını kapatır, döviz rezervlerinde artış da olabilir.

Yüksek faiz düşük kur uygulaması ülke parasının değer kaybına göz yumulduğu ölçüde devam da edebilir. Ama sonunda, sermaye girişlerinin herhangi bir nedenle durması veya geri çekilmesi, ihracat ve yatırımların yetersizliği, GOÜ'leri, ödemeler dengesi sorunlarıyla karşı karşıya getirmektedir. Ödemeler dengesi açıklarının sürekli sermaye girişleri ile finanse edilmesinin mümkün olmadığını geç anlayan GOÜ de, büyük oranlı devalüasyon yapılmak zorunda kalınmakta, iç talep ani şekilde düşürülmekte, ekonomik büyüme durdurulmakta, hatta tersine döndürülmektedir.

3) *Kamu Kesimi Dengesi*

Kamu kesimi dengesini sağlamada dört önemli nokta vardır. Kamu gelirleri arttırılır, kamu harcamaları kısıılır ya da kamu kesimi dengesini sağlamak için iç borçlanmaya başvurulur. Son olarak özelleştirme de bir çaredir.

GOÜ'lerde kamu gelirlerini arttırmada gerçekten büyük engeller vardır. Yapılabildiği takdirde kamu gelirlerindeki tek önemli artış özelleştirme ile olmaktadır. Kamu kesimi dengesi için, kamu yatırımlarına ve sosyal harcamalara yüklenilmektedir.

Sermaye akımının ilk dönemlerinde, kamu kesimi açıkları önemli harcama kısıtlamaları ve özelleştirme gibi uygulamalarla kapatılsa bile, sermaye akımının,-ekonominin genel dengesi ve ödemeler dengesi bölümlerinde anlatılan nedenlerle- reel faiz oranlarını arttırıcı olması; kamu kesimi dengesinin sonradan bozulmasına yol açabilmektedir.

Devletin iç borçlanma yoluyla kamu kesimi açıklarını kapatması tercihi, faiz oranlarının artması nedeniyle geri tepmektedir. Bir noktadan sonra iç borçlanma kamu kesimi dengesinin sağlanamamasının nedeni olmaktadır. Sıkı maliye politikaları izlemeyen GOÜ, kamu kesimi dengesini koruyamaz¹⁸.

4) *Parasal Büyüklükler*

Sürdürülebilir büyüme için, GOÜ'lere sermaye girişlerinin olumsuz etkilerinden korunabilmenin bir koşulu yapısal reformlar ve sıkı maliye politikaları iken, bir başka koşulu, parasal genişlemenin ve döviz rezervlerinin kontrol edilmesidir. Çünkü sermaye akımının parasal büyüklüklere ve para politikalarına doğrudan etkisi vardır.

Sermaye girişlerinin, para arzındaki büyümeye ne kadar etkili olacağı, sermaye girişindeki nedenlere bağlıdır. Yurtiçi para talebi ve yurtiçi gerekler, sermaye akımının şiddetine yön veriyorsa, para arzındaki büyüme zararsız kalır. Yurtiçi para talebi, artık, sermaye akımı tarafından belirleniyorsa, para arzının genişlemesinin kontrol edilmesi güçleşmiş demektir.

Bu duruma düşen ülkelerde sermaye girişinin para arzını genişletme etkisi, bir süre kontrol altında tutulabilmektedir. Örneğin Meksika, İspanya ve Tayland artan para talebini, para arzını arttırmadan cari işlemler açığının artmasına göz yumarak, 3-4 yıl, sermaye girişleriyle karşılamışlardır¹⁹. Ama bu geçici bir stratejidir. Parasal genişlemenin ve döviz rezervlerinin kontrol edilmesi başlangıçta da sonuçta da kaçınılmaz yoldur. Aksi takdirde, sermaye girişlerinin para arzını olumsuz genişletme etkisine engel olmak bu genişletici etkinin zararlarından korunmak mümkün olamamaktadır.

Meksika, İspanya, Tayland gibi cari işlemler açıklarının yüksek olduğu ülkeler, bir bakıma sermaye girişlerinin resmi rezervleri ve rezervlerin ithalatı karşılama oranından medet ummaktadırlar. Gerçekten de sermaye girişi ülkenin uluslararası rezervlerini arttırmaktadır. Uluslararası rezervlerin ithalatı uzun süre finanse etmesi ise, mümkün olamamaktadır.

¹⁸ Turgay Aytekin, Kamu Açıkları ve Yabancı Sermaye Girişi Üzerine Etkileri, Finans Kulüp, 1.8.1997.

¹⁹ Finans Dünyası, GOÜ'lere Sermaye Akımının Makroekonomik Etkileri, Aralık 1997, s.84.

5) *Faiz oranları*

Bir ülkede faiz oranları pek çok faktörden etkilenir. Finansal liberalleşme ile faiz oranları yabancı sermaye akımlarının etkisine de açık hale gelmiştir. Faiz oranlarının yüksek veya düşük olması, ekonomideki bütün parasal akımların yönünü, büyüklüğünü, şeklini etkilemektedir. Bu nedenle de son derece önemlidir.

Teorik olarak sermaye akımının GOÜ'lerin fon ihtiyaçlarını karşılayarak, tasarrufları arz yönünden arttırdığı iddia edilirse; sabit tasarruf talebi altında, tasarruf arzının artmasının faiz oranlarını düşüreceği düşünülebilir. Yine sermaye girişinin, para piyasalarında likiditeyi genişleterek, daha düşük faiz oranına neden olacağı teorik olarak iddia edilebilir. Ancak, GOÜ'lerde sermaye girişlerinin faiz oranları üzerindeki etkisi, diğer etkenlerle de birleşerek ortaya çıkmaktadır.

Öncelikle sermaye akımı, bütünüyle, tasarrufu finanse etmez. GOÜ'lerde tüketime daha çok yönelme vardır. Ayrıca sermaye akımının yurtiçi ekonomik faaliyetlerin canlanmasına yol açması da, faiz oranlarının yukarı çekilmesi için bir baskı oluşturabilir. Yurtdışı fonların yurtiçine alınması stratejisinin bir parası olarak, devlet faiz oranlarını yüksek tutuyor olabilir.

Uygulamada, genel olarak GOÜ'lerde, sermaye akımının başladığı ilk zamanlarda faiz oranları yukarı hareket etmektedir. İleriki dönemlerde, artış değişik ülkelerde değişik boyutlarda tersine dönebilmekte ya da sabit kalabilmektedir. Faiz oranlarının önce düştüğü, sonra yükseldiği ülkeler de vardır. Kredi piyasasında fiyatları sıkı olarak kontrol edebilen GOÜ'ler, faiz oranlarını sabit tutabilmişler veya düşürebilmişlerdir²⁰.

GOÜ'lerde faiz oranları, çoğunlukla, sermaye akımının artışı karşısında parasal genişlemenin kontrolü için uygulanan, sterilizasyon politikalarının etkisi altında oluşur.

GOÜ'lerin yüksek faiz-düşük kur uygulamaları, iç borçlanma ve kamu kesimi dengeleri, banka sistemi, enflasyon oranları...vb. pek çok faktör, faiz oranlarını arttırıcı olabilmektedir.

²⁰ Ekrem Keskin, Uluslararası Sermaye Hareketleri, Nedenleri, Makroekonomik Etkileri ve Politikalar: Asya Ülkeleri Deneyimi ve Türkiye, Bankacılar Dergisi Sayı 18, 1996, s.14-26.

6) Enflasyon

Sermaye girişlerinin olduğu GOÜ'lerde, enflasyonun kontrol edilmesi, iki yoldan mümkündür. Sermaye girişinin para arzındaki genişlemeye etkisinin sınırlandırılması ve sermaye girişinin döviz kurlarındaki etkisinin sınırlandırılması.

İkinci yol, serbest döviz kuru uygulamasından sapılması veya ulusal paranın değeri ile ilgilidir. Bu konu döviz kurları bölümünde anlatılacaktır. Sermaye girişinin parasal genişlemeye etkisinin sınırlandırılması ise, en etkin olarak sterilizasyon politikaları uygulanmasıyla yapılır. Burada kamu kesimi (hazine), Merkez Bankası'na döviz girişi karşılığında, piyasaya çıkan ulusal paranın piyasadan çekilmesi için, tahvil ihraç eder. Yani kamu kesimi Merkez Bankası'na menkul kıymet verir. Merkez Bankası da açık piyasa işlemleri yoluyla, bu menkul kıymetleri satar ve piyasadaki parayı çekerek, parasal genişlemeyi önler.

Finansal piyasalarda, kaydi para yaratan bankacılık sektörünün de denetim altına alınması sterilizasyonun ikinci ayağıdır²¹.

Birçok gelişmekte olan ülke, finansal piyasalarını geliştirebilmede bankalara muhtaç oldukları için veya uzun süre tahville borçlanmanın olumsuz etkileri güçlü olduğu için, sterilizasyon politikalarını yumuşatmak zorunda kalırlar. Aksi takdirde tahvil ihraçları, kamu kesimi iç borçlarını arttırır. Bu, faiz oranlarını yukarı çeker. İlave sermaye girişi olabilir. Ödemeler dengesi açıkları ve kamu kesimi açıkları büyür. Dengeleri korumak için, yurtdışı fonlara muhtaç hale gelinir. Yüksek faiz oranları, yatırımları ve büyüme hızını engeller.

GOÜ'lerde sterilizasyon politikaları izlenmemesi ve sıkı para ve kredi politikasından uzaklaşılması durumunda ise sermaye akımları parasal genişlemeye neden olur.

Parasal genişleme, bir taraftan doğrudan enflasyonist baskılara yol açar, öbür taraftan, piyasadaki likidite, finansal aktiflere talebi arttırır. Hisse senedi fiyatlarının yükselmesine yol açılır. Kısa vadeli yabancı portföy yatırımları hızlanır. Hızlanan döviz girişi, kurlar üzerine baskı yapar. Ulusal para reel olarak değer kazanır. Mali piyasalar bıçak sırtı dengesine gelir. Cari işlemler dengesi olumsuz etkilenir, ödemeler dengesi, kısa vadeli sermaye girişi ile finanse edilmeye başlanır.

²¹ Finans Dünyası, GOÜ'lere Sermaye Akımının Makroekonomik Etkileri, Aralık 1997, s.84.

Böyle bir ortamda, finansal piyasalarda en ufak bir güven bunalımı, dengeleri altüst edecek krizlere dönüşebilir²².

7) *Döviz Kurları*

Sermaye girişleri ülkede, bir anlamda, döviz arzının artması demektir. Döviz talebi, döviz arzının arttığı kadar arttırılamaz. Döviz talebi karşısında döviz arzının yüksek kalmasının, asıl önemli etkisi ulusal para üzerine olmaktadır. Çünkü, sermaye akımını sürekli çekebilmek için, devlet, döviz kuruna müdahale eder. Ülke içinde düşük döviz kuru devam ederken, yüksek reel faizlerle sermaye akımının sürekliliği sağlanmaya çalışılır. Düşük kur, yüksek reel faiz uygulaması ile parasal genişlemeye engel olmak, aynı anda sağlanamadığı için, enflasyona göz yumulur. Sonuç, ulusal paranın nominal olarak değer kaybetmesi ama bu değer kaybı enflasyonun gerisinde kaldığı için, yabancı para karşısında reel olarak değerli kalmasıdır.

Reel olarak ülke parasının değer kazanması dış ticaret dengesini ülke aleyhine bozar. Ama yüksek reel faiz-düşük kur sayesinde cari işlemler dengesi sorunları yaşanmaz. Bu süreç içinde, döviz kuruna yine ulusal para lehine baskı yapılmaya devam edilir. Ulusal para sürekli nominal olarak değer kaybeder ama reel olarak değerli kalır.

Finansal liberalleşmeye giden GOÜ, düşük kur yüksek faiz sisteminden uzaklaşmak istediğinde, sermaye girişinin azalmasına yol açmayacak bir çözümü bulmak zorundadır. Bu çözüm asıl olarak ihracatı teşvik edebilecek bir çözüm olmalıdır. Düşük kur-yüksek faiz döviz rezervlerinde artışı getirdiği için uygulanır. Aksi takdirde ödemeler dengesinin bozulması ülkenin borç geri ödeme gücünü azaltır. Ülke riskini arttırır dış borçlanma faizlerini yükseltir. İthalat ve ihracat dengeleri alt üst olmuş olan devlet, aynı zamanda bir de borç bulamaz duruma gelir.

8) *Kamunun Politika Yürütme Etkinliği*

Finansal liberalleşmenin, makroekonomik istikrarsızlığı arttırıcı baskılar oluşturma etkisinin yanı sıra, kamunun politika yürütme etkinliğini azaltma etkisi de vardır. Ekonomik istikrarı sağlamak için devletin kullanabileceği para ve maliye politikaları, finansal liberalizasyon ile önemli ölçüde etkisiz kalmaktadır. Faiz oranları, makroekonomik dengelerin kurulmasında sahip olduğu önemli işlevi yitirmektedir. Devlet iç borçlanma yolu ile istikrarı sağlama imkanını kaybetmiştir.

²² İlker Parasız, Kriz Ekonomisi, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa 1995, s. 159-161.

Sıkı para politikasının temeli olan, ekonomide genel talebin kısılması için para arzının kısılması politikası, eskiden olduğu gibi faiz oranlarında yükselmeye neden olmamaktadır.

Bu yolla faiz oranlarının yükseltilmesi ve yükselen faiz oranlarının tüketim talebini kısması ve makroekonomik dengeyi sağlaması artık mümkün değildir. Fon akımlarının serbest olduğu ortamda, faiz oranlarını kullanarak tüketim talebinin kısılması politikası etkisizleşmiştir.

GOÜ'lerin finansal piyasalarında, yüksek faiz oranları, artık, cari işlemler dengesi açıklarını sermaye girişleriyle kapatabilmek için uygulanır. Çünkü finansal liberalleşme ile GOÜ'lerde genel olarak, ithalatın, ihracatı geçmesi durumu söz konudur ve GOÜ'nin dövize ihtiyacı vardır. Bu ortamda, faiz oranları değişkeni ile, ihracat ve ithalat etkilenmemektedir.

Bu noktada, GOÜ'lerin finans piyasalarında, yabancı sermaye akımının devletin politikalarını etkisizleştiren en önemli yansıması, ortaya çıkmaktadır. Literatürde, "para ikamesi" olarak geçen olay ile, ülkede makroekonomik dengesizlikler başladığı anda yerli paraya talep azalır döviz (dolar, mark gibi sağlam paralar) bunun yerine ikame edilir, kullanılmaya başlanır²³. Artık bundan sonra makroekonomik dengeyi tekrar kurmak çok daha zorlaşır. Çünkü yerli paranın dolanım hızı artarsa enflasyon denetimden çıkabilir.

V) GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE FİNANSAL PİYASALARDA KONTROL

Finansal liberalleşme ile birlikte GOÜ'lere, yabancı sermayenin doğrudan direkt yatırımlar, portföy yatırımları ve spekülasyon amaçlı sermaye akımları şeklinde üç türlü geldiği bilinmektedir. Bu günkü dünya konjonktürü içinde, portföy yatırımları GOÜ finansal piyasalarına çekilebilecek en kolay yatırımlardır.

GOÜ'lerin finansal piyasalarının genel özellikleri ve sorunları ve bu arada hisse senedi piyasaları değerlendirilmiştir. Varılan sonuç, yabancı sermayenin spekülasyon amaçlı da gelebildiği gerçeği ile birlikte, sermaye akımlarının, GOÜ'lerin finansal piyasaları ve makroekonomik yapıları için önemli sorunları beraberinde getirdiğidir. Sermaye akımları, GOÜ'lerin makroekonomik sorunlarını aşmak için devletin kullanabileceği politika araçlarını da büyük ölçüde sınırlamaktadır. Bu

²³ Finans Dünyası, GOÜ'lere Sermaye Akımının Makroekonomik Etkileri, Aralık 1997, s.86

anlamda GOÜ'lerde finansal piyasaları kontrol etmek, son derece zorlaşmıştır.

Ama GOÜ'lerin finansal piyasalarının kurulması ve geliştirilmesinin temelinde yatan önemli soru hâlâ çözülememiştir. Kamu ve özel sektör için finansman problemi nasıl çözülecek ve sürdürülebilir kalkınma nasıl sağlanacaktır? GOÜ'ler, gelişen dünya konjonktürü içinde, kendilerini buradan tamamen soyutlamadan ekonomik gelişmelerini hızlandırabilirler mi ve finansal liberalizasyonun olumsuz etkilerinden korunabilirler mi?

Bu soruya "GOÜ'ler finansal piyasalarında kontrolü sürdürebilirlerse finansman problemlerini aşabilirler." şeklinde cevap vermek mümkündür.

"Kamunun politika yürütme etkinliği" başlığı altında para politikası içinde faiz oranlarının makroekonomik değişkenleri etkileme gücünü kaybettiği anlatılmıştı. Toplam talebin faiz esnekliği artık yüksek değildir. O halde "Parasal sektör reel sektörü hangi yolla etkileyebilir? Bu sorunun cevabı bugün, gelişmiş ülkeler için kredi hacmi ve kredi verme süreci ile" şeklinde verilmektedir. Bu cevap GOÜ'ler için de doğruysa, o zaman kredi verme süreci ve kredi piyasalarının çalışma biçimi, dolayısıyla bu piyasalarda kontrol önemli olmaktadır.

GOÜ'lerin finansal piyasalarında oynaklığın yüksek olduğundan ve önemli boyutlara varan belirsizlikler ve aksaklıkların varlığından söz edilmişti. Böyle bir ortamda finansal piyasalarında kontrolü sağlamak için GOÜ'ler öncelikle bankalarına güvenmek zorundadırlar. Mali yapı ister istemez bankalar ağırlıklı olacaktır. Bankalar, eksik bilgi ve aksak rekabete rağmen, kredi piyasanın işleyişini sağlayabilir.

İkinci olarak GOÜ'ler finansal piyasalarını geliştirirken, hisse senedi ihracı yoluyla finansmandan daha çok, kredi yoluyla finansman imkanını kullanmalıdırlar.

Üçüncü olarak, GOÜ'ler finansal piyasalarını yapılandırırken, şirketler kesiminin finansman imkanlarını genişletme konusuna özel önem vermelidirler.

Finansal liberalleşme, yabancı portföy yatırımlarını GOÜ'lere çekmiştir. Ama yaşanan deneyimlerle, gerek dışarıdan kaynaklanan nedenlerle, gerekse ülke içinde finansal piyasaların yapısından ve

makroekonomik sorunlardan kaynaklanan nedenlerle GOÜ'ler yabancı sermayeye çok fazla güvenmemeleri gerektiğini öğrenmiş olmalıdırlar²⁴.

Bir ülkenin reel üretim sürecine doğrudan ve sürdürülebilir katkı yapabilecek kesim şirketler kesimidir. Yabancı sermaye sadece şirketler kesiminin finansman imkanını genişletmek üzere kısıtlı olarak gelse daha yeğdir. Bu husus GOÜ'lerin finansal piyasalarını kontrolde göz önüne almaları gereken bir başka nokta olarak değerlendirilebilir.

Beşinci olarak, GOÜ'lerde şirketler kesiminin hangi araçlar vasıtasıyla nereden fon topladığına da dikkat edilmelidir. Ama dünyanın hiçbir yerinde, bu konuyu devlet, tek başına organize edemez. Çünkü şirketlerin kredilerini kontrol etmek ve yönlendirmek, özel girişimler olan bu kuruluşlar hakkında tek tek her konuda ayrıntılı bilgilere sahip olmayı, bunları değerlendirmeyi ve bu şirketlere bunu kabul ettirmeyi gerektirir. Şirketler kesiminin finansman desenini kontrol etmek amacıyla, finansal piyasalarda izlenmesi gereken strateji, finansal sistemin bir bütün olarak büyütülmesini hedeflenme stratejisi olmalıdır.

Ama GOÜ'ler finansal sistemlerini büyütürken, şirketler kesiminin finansman imkanlarını geliştirmek ve finansman desenini kontrol etmek için bu işi yaptıklarını unutmamalıdırlar. Belki de GOÜ'lerin temel hatası budur. Finansal piyasalar geliştirilirken temel amaçtan uzaklaşmış, ülke dış şoklara açık hale getirilmiştir.

GOÜ'lerde finansal sistem büyütülürken izlenmesi gereken yol sırasıyla şöyle olmalıdır.

- İlk hedef yurtiçi tasarrufların artan biçimde mali sistemde toplanmasının sağlanmasıdır.
- İkincisi tasarruf hacminin genişletilmesidir.
- Son olarak mali sistemin boyutlarının ve kurumlarının çeşitlenmesine izin verilmesi gerekir²⁵.

Bu şekilde, finansman deseninin mali sistemi güçlendirecek şekilde değiştirilmesi mümkün olabilecek ve GOÜ'ler, finansal piyasalarında kontrolü kaybetmeyeceklerdir.

²⁴ Muharrem Kayhan, Krizden Ders Almak, Görüş Dergisi, Sayı 34, Şubat-Mart 1998.

²⁵ Şevket Sayılğan, Kamu ve Özel Sektör İçin Finansman Problemi Çözüm Önerileri Mali Liberalizasyon ve Olumsuz Etkileri, Finans Dünyası, Ocak 1998, s.83-85.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Dünyada çok önemli gelişmeler olmaktadır ve GOÜ'ler de bu gelişmelerin dışında değildir. Bu tebliğde biz, globalleşme süreci içinde GOÜ'lerde finansal piyasaları anlatmaya çalıştık. Her şeyden önce, dünyada yaşanan son gelişmeler çerçevesinde, GOÜ'lerde finansal piyasalarındaki değişikliklerin, bu ülkelerin ekonomik kalkınmaları açısından çok önemli olduğu ortaya çıkmıştır.

Globalleşme süreci, GOÜ'lere sermaye akımlarını hızlandırmış ve bazı GOÜ'ler bundan fayda sağlarken, bazıları zarara uğramıştır. Ama genel olarak bakıldığında GOÜ'lerin tümünde bu sermaye akımlarının önemli olumsuz makroekonomik baskılarının olduğu görülmüştür.

Gelişen finansal piyasalar incelenmiş, tasarrufları arttırması ve özellikle ihracata yönelik yatırımlara yöneltmesi beklenen bu piyasaların, söz konusu fonksiyonu ifa edemediği anlaşılmıştır.

Gelişen finansal piyasalar ile ülkenin temel makro ekonomik değişkenleri arasındaki karşılıklı nedensellik ilişkilerinin önemi vurgulanmıştır. GOÜ'lerin finansal piyasalarında karşılaşılan sorunların ekonomik yapıdaki olumsuzluklardan kaynaklandığı ve bu olumsuzlukları yerine göre ağırlaştırdığı anlatılmıştır.

Bu şartlar altında GOÜ'lerin finansal piyasalarında, devlet müdahalelerinin kaçınılmaz olduğu söylenmiştir. Öbür taraftan, finansal baskı niteliği taşıyan olumsuz devlet müdahalelerinin varlığı da dile getirilmiştir.

Temel sorunun kamu ve özel sektörün finansmanı sorunu olduğuna dikkat çekilmiş, bu çerçevede gelişen finansal piyasalarda kontrolün, ne şekilde sağlanabileceği üzerine önerilerde bulunulmuştur. Bu öneriler içinde, finansman sorununu aşmak için finansal sistemin bir bütün olarak ele alınması gereği üzerinde durulmuştur.

Sonuç olarak, globalleşme sürecinde finansal piyasalarını geliştirmeye çalışan ama bir türlü krizden ekonomik sorunlardan kurtulamayan GOÜ'ler,

1. Yabancı para cinsinden kısa vadeli portföy hareketlerine yönelik önlemler almalıdırlar.
2. Tüketim çılgınlığına dikkat etmelidirler.
3. Temel makroekonomik dengelere kesinlikle itina göstermelidirler.
4. GOÜ'lerde hükümetler yanlış ekonomik politikalar izlememelidirler.

5. Finansal piyasalara baskı niteliği taşıyan olumsuz devlet müdahalelerinden kaçınılmalıdır.
6. Yabancı sermaye akımlarına bel bağlamamalı, her ne olursa olsun yurt içi tasarrufları artırma hedefine yönelmelidirler. Yabancı sermayeyi bu hedefe kilitlemelidirler.
7. Derin ekonomik sorunlara sahip olan GOÜ'ler, finansal piyasalarını dışa açmadan önce, bu sorunları halletme yoluna gitmelidirler.
8. GOÜ'lerde finansal sistem, üretimin önündeki engelleri aşmak için, kamu kesiminin değil, özellikle şirketler kesiminin finansman imkanlarını genişletecek ve finansal yapılarını sağlamlaştıracak şekilde düzenlenmelidir.

KAYNAKÇA

- Abdurrahman Arıman, "Dünyada ve Türkiye'de Yabancı Yatırımlar", **İktisat Dergisi** Eylül 1996.
- Burak Saltoğlu, "Ekonomik Büyüme ve Finans Piyasalarının Gelişimi", **İktisat Dergisi**, Nisan 1998.
- Ali İhsan Karacan, **Finans Ekonomi ve Politika**, Creative Yayıncılık, Ankara 1997.
- Caner Bakır, "Güney Doğu Asya Krizinin Düşündürdükleri (Dünyadaki finansal liberalizasyon trendi geri mi çevriliyor?)", **Uzman Gözüyle Bankacılık**, Banka Uzmanları Derneği Yayını, Yıl 5, Sayı 20, 1991.
- DPT, **Mali Yapı ve Mali Piyasalar**, 3. İzmir İktisat Kongresi, Ankara 1992.
- Ekrem Keskin, "Uluslararası Sermaye Hareketleri, Nedenleri, Makroekonomik Etkileri ve Politikalar: Asya Ülkeleri Deneyimi ve Türkiye", **Bankacılar Dergisi** Sayı 18, 1996.
- Fevzi Devrim ve Asuman Altay, "Küreselleşme Sürecinde GOÜ'lerde Finans Piyasalarının Gelişimi ve Kamu Müdahalesi", **Nezihe Sönmez'e Armağan**,
- Finans Dünyası, "Gelişmekte Olan Piyasalar", Ocak 1998.
- Finans Dünyası, "GOÜ'lere Sermaye Akımının Makroekonomik Etkileri", Aralık 1997.

- Funda Erdoğan Telatar, “Türkiye’de Enflasyon ve Reel Hisse Senedi Getirisi Arasındaki İlişkiler”, **Finans Dergisi**, Ağustos 1998.
- İlker Parasız, **Kriz Ekonomisi**, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa 1995.
- King R. ve Levine R., “Finance and Growth, Schumpeter Might be Right”, **Quarterly Journal of Economics**, 108, 3.
- Mayer C., “New Issues in Corporate Finance” **European Economic Review**, June.1988.
- Metin Toprak, “1980 Sonrası Ekonomide Yapısal Değişme ve Finansal Derinleşme”, **İşletme ve Finans** Yıl 8, Sayı 83, Şubat 1993.
- Muharrem Kayhan, “Krizden Ders Almak”, **Görüş Dergisi**, Sayı 34, Şubat-Mart 1998.
- Nuray Kondak, **Finansal Pazarlara Giriş**, Der Yayınları, İstanbul, 1998.
- Nurdan Aslan, “Finansal Piyasaların Serbestleşmesi”, **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, Ocak 1996.
- Oğuz Esen, “Ekonomik Gelişmenin Yolu Sermaye Piyasalarından mı Geçiyor?”, **Finans Dergisi**, Ağustos 1998.
- Richard Cumberland, “Latin Amerika’dan Doğu Avrupa’ya Ülke ve Kredi Riski Açısından Gelişmekte Olan Piyasalar”, **Finans Dünyası**, Ocak 1998.
- Şevket Sayılğan, “Kamu ve Özel Sektör İçin Finansman Problemi Çözüm Önerileri Mali Liberalizasyon ve Olumsuz Etkileri”, **Finans Dünyası**, Ocak 1998.
- Turgay Aytekin, “Kamu Açıkları ve Yabancı Sermaye Girişi Üzerine Etkileri”, **Finans Kulüp**, 1.8.1997.

EKLER

Ek Tablo 1: Bazı Gelişmekte Olan Ülkelerin Hisse Senedi Ticaret Hacimleri (Milyon \$)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Çin	--	--	--	820	16715	43395	97526	49774	25008	337193
Hindistan	12241	17362	21918	24295	20597	21879	27290	13378	10944	54934
Endonezya	4	541	3992	2922	3903	9158	11801	14403	32142	43253
Kore	79180	121264	75949	85464	116101	211710	286056	185197	177266	167745
Malezya	2623	6888	10871	10657	21730	153661	126458	76822	173568	148845
Tayvan	275624	965840	715005	365232	240667	346487	711346	383099	470193	1118829
Tayland	5598	13342	22894	30089	72060	86934	80188	57000	44365	24520
Türkiye	101	798	5841	8571	23242	21692	51392	--	36831	58790

Kaynak: Burak Saltoğlu, Ekonomik Büyüme ve Finans Piyasalarının Gelişimi, İktisat Dergisi, Nisan 1998, s.10.

Ek Tablo 2: GOÜ'lerde Direkt Yabancı Yatırımlar 1983-1994 (Milyar \$)

	83-88 Ort.	1989	1990	1991	1992	1993	1994	89-94 Ort.
Çin	1,8	3,4	3,5	4,4	11,2	27,5	33,8	14
Singapur	1,9	2,9	5,6	4,9	6,7	6,8	7,9	5,8
Malezya	0,7	1,7	2,3	4,0	5,2	5,2	4,5	3,8
Endonezya	0,3	0,7	1,1	1,5	1,8	2,0	3,0	1,7
Tayland	0,4	1,8	2,4	2,0	2,1	1,7	2,7	2,1
Şili	0,4	1,3	0,6	0,6	0,7	0,9	2,5	1,1
Brezilya	1,5	1,3	0,9	1,0	1,6	0,8	2,2	1,3
Hong Kong	1,3	1,1	1,7	0,5	2,1	1,7	2,0	1,5
Türkiye	0,1	0,7	0,7	0,9	0,9	0,7	0,8	0,8

Kaynak: Abdurrahman Arıman, *Dünyada ve Türkiye'de Yabancı Yatırımlar*, İktisat Dergisi Eylül 1996 s. 25.

MUSTAFA SAKAL Finansal baskının nedenini, bütçe dengesi ve kamu kesimi dengesi çerçevesinde biraz açar mısınız?

FERHAT BAŞKAN ÖZGEN Gelişmekte olan ülkelerde, finansal baskının bir nedeni de, bütçe dengesi ve kamu kesimi dengesi çerçevesinde yaşanan sorunlardır. Bütçe açıkları ve kamu kesimi açıkları yaşayan, bazı GOÜ'lerde, (bu arada ülkemizde de) devlet, kendi aşırı büyüklüğünden kaynaklanan nedenlerle, az gelir toplamakta ve çok harcama yapmaktadır. Harcamalarını kısamadığından ve vergileri de arttıramadığından, yoğun olarak borçlanma yoluna başvurmaktadır. Finansal piyasalara kamu hisse senetleri sürülür. Finansal liberalizasyon ile ülkeye gelen yabancı sermayenin, temel makroekonomik değişkenler üzerine olumsuz etkilerini önlemek için uygulanan, sterilizasyon politikaları da, finansal piyasalara sürülen kamu tahvili miktarlarını arttırmaktadır. Bu süreç, bir noktadan sonra, ülkenin makroekonomik dengelerini sarsmaya başlar. Faiz oranları aşırı olarak artar. Devlet daha yüksek faiz oranlarından borçlanabilir duruma gelir. Bu, bütçe açıklarını ve kamu açıklarını artırır. Borçlanma ihtiyacı bitmeyen devlet, gerek bu nedenle, gerekse finansal liberalizasyon etkileriyle piyasaya daha fazla tahvil sürmeye devam eder. Finansal pazarlar, kamunun borçlanma ihtiyacını karşılayan pazarlar haline gelirler. Tabana yayılamazlar. Devlet müdahaleleri, bu pazarların gelişmemesinin nedeni olmaya başlar. İşte artık burada olumlu anlamda devlet kontrolünden değil, olumsuz anlamda finansal baskıdan, devlet müdahalesinden söz edilmektedir. Genel olarak, devlet kontrolü ile devlet müdahalesini birbirinden ayırmak gerekir. Bir GOÜ için finansal piyasalarda devlet kontrolü önemlidir, olmalıdır. Ancak bu, hiçbir zaman olumsuz devlet müdahaleleri, finansal baskı niteliğine dönüşmemelidir.

SEVİNÇ ORHAN Finansal piyasalardaki gelişmeler ve makroekonomik etkileri üzerine kurulan ilişki, tersi için de geçerlidir. Finansal piyasalardaki gelişmeleri hazırlayan makroekonomik politikaların neler olduğu ve makroekonomik göstergelerin boyutu oldukça önemlidir. Konuya finansal liberalizasyonu hazırlayan finansal baskı açısından baktığımızda, liberalizasyon süreci sonrasında yaşanan finansal piyasalar ve büyüme ilişkilerine cevap bulunabilir. Bu anlamda Mc Kinnon-Shaw Hipotezi bağlamında düşünülürse, bir çok gelişmekte olan ülkede finansal liberalizasyonun büyümeyi negatif yönde etkilediği görülmektedir. Finansal piyasalardaki globalleşmenin makroekonomik etkileri yerine makroekonomi politikalarının finansal liberalizasyonu nasıl hazırladığı, yani finansal baskının analiz edilmesi üzerinde durulması, finansal liberalizasyon ve büyüme arasındaki negatif ilişkiyi açıklamaz mı?

MUSTAFA SAKAL Finansal baskının nedenini, bütçe dengesi ve kamu kesimi dengesi çerçevesinde biraz açar mısınız?

FERHAT BAŞKAN ÖZGEN Gelişmekte olan ülkelerde, finansal baskının bir nedeni de, bütçe dengesi ve kamu kesimi dengesi çerçevesinde yaşanan sorunlardır. Bütçe açıkları ve kamu kesimi açıkları yaşayan, bazı GOÜ'lerde, (bu arada ülkemizde de) devlet, kendi aşırı büyüklüğünden kaynaklanan nedenlerle, az gelir toplamakta ve çok harcama yapmaktadır. Harcamalarını kısamadığından ve vergileri de arttıramadığından, yoğun olarak borçlanma yoluna başvurmaktadır. Finansal piyasalara kamu hisse senetleri sürülür. Finansal liberalizasyon ile ülkeye gelen yabancı sermayenin, temel makroekonomik değişkenler üzerine olumsuz etkilerini önlemek için uygulanan, sterilizasyon politikaları da, finansal piyasalara sürülen kamu tahvili miktarlarını arttırmaktadır. Bu süreç, bir noktadan sonra, ülkenin makroekonomik dengelerini sarsmaya başlar. Faiz oranları aşırı olarak artar. Devlet daha yüksek faiz oranlarından borçlanabilir duruma gelir. Bu, bütçe açıklarını ve kamu açıklarını artırır. Borçlanma ihtiyacı bitmeyen devlet, gerek bu nedenle, gerekse finansal liberalizasyon etkileriyle piyasaya daha fazla tahvil sürmeye devam eder. Finansal pazarlar, kamunun borçlanma ihtiyacını karşılayan pazarlar haline gelirler. Tabana yayılamazlar. Devlet müdahaleleri, bu pazarların gelişmemesinin nedeni olmaya başlar. İşte artık burada olumlu anlamda devlet kontrolünden değil, olumsuz anlamda finansal baskıdan, devlet müdahalesinden söz edilmektedir. Genel olarak, devlet kontrolü ile devlet müdahalesini birbirinden ayırmak gerekir. Bir GOÜ için finansal piyasalarda devlet kontrolü önemlidir, olmalıdır. Ancak bu, hiçbir zaman olumsuz devlet müdahaleleri, finansal baskı niteliğine dönüşmemelidir.

SEVİNÇ ORHAN Finansal piyasalardaki gelişmeler ve makroekonomik etkileri üzerine kurulan ilişki, tersi için de geçerlidir. Finansal piyasalardaki gelişmeleri hazırlayan makroekonomik politikaların neler olduğu ve makroekonomik göstergelerin boyutu oldukça önemlidir. Konuya finansal liberalizasyonu hazırlayan finansal baskı açısından baktığımızda, liberalizasyon süreci sonrasında yaşanan finansal piyasalar ve büyüme ilişkilerine cevap bulunabilir. Bu anlamda Mc Kinnon-Shaw Hipotezi bağlamında düşünülürse, bir çok gelişmekte olan ülkede finansal liberalizasyonun büyümeyi negatif yönde etkilediği görülmektedir. Finansal piyasalardaki globalleşmenin makroekonomik etkileri yerine makroekonomi politikalarının finansal liberalizasyonu nasıl hazırladığı, yani finansal baskının analiz edilmesi üzerinde durulması, finansal liberalizasyon ve büyüme arasındaki negatif ilişkiyi açıklamaz mı?

FERHAT BAŞKAN ÖZGEN Tebliğimde de ifade ettiğim gibi, dünyanın her yerinde finansal piyasalar ile ülkenin ekonomik yapısı ve temel ekonomik göstergeleri arasında tek yönlü değil, karşılıklı, yoğun etkileme ve belirleme ilişkilerinin var olabileceği, genel kabul gören bir görüştür. Bu anlamda GOÜ'lerde de, finansal piyasalar ile ekonomik yapılar, enflasyon, faiz oranları, bütçe dengesi, kamu borçları, GSMH...gibi unsurlar, birbirinden ayrı düşünülemez. Evet, finansal piyasalardaki gelişmeler ve makroekonomik etkileri üzerine kurulan ilişki, tersi için de geçerlidir. Finansal piyasalardaki gelişmeleri hazırlayan makroekonomik politikaların neler olduğu ve makroekonomik göstergelerin boyutu oldukça önemlidir. Tebliğimde bunların önemi yadsınmamıştır. GÜ'lerden farklı olarak, GOÜ'lerin finansal piyasalarının karşı karşıya oldukları güçlükler olumsuz temel ekonomik göstergelerden, daha fazla etkilenirler veya bu göstergeleri çok daha kolay bozabilirler. Dikkat edilirse ilişki tek yönlü değildir. Bu nedenle konuya ne sadece finansal baskı açısından yaklaşabiliriz, ne de finansal baskıyı göz ardı edebiliriz. Güney Doğu Asya ülkelerinde, finansal piyasalarda devlet kontrolü her zaman yoğun olarak var olmuştur. Ama bu ülkelerde her zaman bir finansal baskıdan, olumsuz anlamda bir devlet müdahalesinden söz edilememiştir. GOÜ'lerin çoğunda uygulanan makroekonomi politikaları finansal liberalizasyonu hazırlamıştır. GOÜ'ler yanlış makroekonomi politikaları uyguladıkları için ödeme güçlüklerine düşmüşler ve finansal liberalizasyonu getirmek zorunda kalmışlardır. Ancak bu, bizi, "finansal liberalizasyon ile büyüme arasında daima negatif ilişki var olacaktır" sonucuna götürmek için, yeterli neden değildir. Daha önce GOÜ'ler nasıl ki yanlış ekonomi politikaları uyguladıkları için dış borç ödeme güçlükleri içine girmişler ve sonunda yabancı sermayeye açılmak zorunda kalmışlarsa; bugün yine aynı şekilde yanlış politikalar yüzünden, finansal piyasalarını ve geniş anlamda finansal yapıyı kontrol edememeleri yüzünden, sorunlar yaşamaktadırlar.

Uygulanan, daha doğrusu uygulanmaya çalışılan sistem, kapitalizmdir, liberal ekonomik düzendir. Buraya kadar yapılan açıklamalar onun açıklamasıdır. Sistemi bir kez uygulamaya karar verdiğinizde, oyunu onun kurallarına göre oynamak zorunda kalırsınız. Sistemin temel kuralı kardanır. Bu anlamda, finansal liberalizasyonun eğer GOÜ dikkatli olmazsa, temel makroekonomik göstergeleri olumsuz etkilemesinin doğal olduğu kadar, aynı zamanda ondan olumsuz etkilenmesi de doğaldır. Sistem içinde yabancı sermayenin spekülasyon amaçlı gelmesi de doğaldır, normaldir.

Konuya bu açıdan bakarsanız elbette negatif ilişki bulursunuz. Bilimlerin gelişmesinde teori ve hipotezlerin önemi büyüktür. Teori ve hipotezler yardımıyla bakış açımızı genişletir, olayları daha geniş perspektiften değerlendirme imkanı elde ederiz. Ancak her hipotezin ve

teorinin temelinde belli varsayımlar vardır. Bu varsayımlar doğrulandığı zaman, teori ve hipotez geçerli olur, doğrulanır. Mc Kinnon-Shaw Hipotezi için de bu böyledir. Dolayısıyla, “hipotez bağlamında düşünmek”, o hipotezin doğrulanmasını sağlayan varsayımları, düşüncenin ilk aşamasında, varsayım olmaktan çıkarmak, başlangıçta bu varsayımları her ülke için, sanki genel geçer doğrularmış gibi görmek hatasına düşürür. Önce hipotez her ülkenin şartları göz önünde bulundurulurken test edilmelidir. Varsayımları ve hipotezin kendisi, o ülkeye uygunsuzsa, yine sadece o ülke için “hipotez bağlamında” düşünülebilir. Çalışmamı hazırlarken, Mc Kinnon-Shaw Hipotezini GOÜ’ler için ayrı ayrı ve objektif olarak test etme veya bunu test etmiş objektif bir çalışmaya ulaşma fırsatı bulamadım. Dolayısıyla GOÜ’leri inceleyen bu çalışmada, GOÜ’lerin tümü için Mc Kinnon-Shaw Hipotezi bağlamında düşünmem doğru olmaz.

Yukarıda anlatılan nedenlerle, benim burada, finansal liberalizasyon ile büyüme arasındaki negatif ilişkiyi açıklamak gibi, bir kaygım yoktur. Çünkü GOÜ’lerin tümü için, finansal liberalizasyon ile büyüme arasında negatif ilişki vardır diyemem. GÜ’lerde bile sermaye piyasalarının gelişmesi ile büyüme arasında güçlü pozitif nedensellik ilişkileri bulunamazken, yapılan ampirik çalışmalar bu sonucu verirken, GOÜ’lerde finansal liberalizasyon ile büyüme arasında, karşılıklı, güçlü pozitif nedensellik ilişkileri aramak da boşunadır. Ancak, GOÜ’lerde söz konusu ilişkinin her zaman negatif olacağı gibi bir önyargıya saplanmanın da doğru olmayacağını düşünüyorum. GOÜ’lerde görülen negatif ilişkiler, sistem içinde, kapitalizm ve liberal ekonomik düzen içinde, bu sistemi uygulayan GOÜ içinde, yapılan yanlışlıklar sebebiyledir. Konuya bence böyle bakmalıyız.

Ekonomik yapı sorunluysa, GOÜ’nin kabahatidir. Finansal sistem sağlam değilse, güçlü değilse yine GOÜ’nin sorumluluğudur. Ekonomik yapı finansal sistem ilişkileri karşılıklıdır. Sadece ekonomik yapı finansal sistemi belirlemez, etkilemez. Sadece finansal baskı yoktur. Aynı zamanda finansal sistemdeki aksaklıklar da ekonomik yapıyı olumsuz etkiler. Burada somut olan şey, GOÜ’nin suçu kendinde araması gereğidir.

Sonuç olarak “finansal piyasalardaki globalleşmenin makroekonomik etkilerinin değerlendirilmesi” ile “makroekonomi politikalarının finansal liberalizasyonu nasıl hazırladığının değerlendirilmesi” arasında büyük bir fark yoktur. Kaldı ki ben burada sadece finansal piyasalardaki globalleşmenin makroekonomik etkilerini değerlendirmiyorum. Tebliğimde ilişkilerin karşılıklı olduğunu özellikle vurguluyorum. Evet, GOÜ’lerde uygulanan makroekonomi politikaları finansal liberalizasyonu hazırlamıştır. Bu doğrudur. Tebliğimde gerek

girişte genel olarak, gerekse ilerleyen bölümde finansal baskı söz konusu edilerek, bu ifade edilmeye çalışılmıştır. Ama bugün yaşanan bir olgu vardır. GOÜ'lerde finansal piyasalardaki globalleşme, genel olarak olumsuz makroekonomik baskılara da neden olmaktadır. GOÜ liberal ekonomik düzeni uygulamayı seçmiştir. Etkileme değil baskı vardır. Etkileme GOÜ hata yaparsa ortaya çıkar ve çıkmıştır. Dolayısıyla, “finansal piyasalardaki globalleşmenin makroekonomik etkileri” de önemlidir.

Bu noktada, finansal liberalizasyonu uygulayan GOÜ'lerin, önünde hata yapma ya da hata yapmama gibi bir alternatifin olup olmadığı tartışması ise, ayrı bir tartışma alanıdır. Bu tartışma bizi sistem tartışmasına götürebilir. Ben bu tartışma içinde, GOÜ'lerin elinin kolunun bağlı olduğu yönünde öne sürülen görüşlere, büyük ölçüde katıldığımı bildirmek; ama bunun GOÜ'nin sorumluluğu kendinde araması yaklaşımını ortadan kaldırmaması gereğini de son olarak vurgulamak isterim. Teşekkür ederim.