

## FİNANSAL SERBESTLEŞME, POLİTİKA HATALARI VE KRİZLER

Zeki İlker GÖRENEL

Marmara Üniversitesi, İktisat Bölümü, Araştırma Görevlisi, Dr.

### FINANCIAL LIBERALIZATION, POLICY MISTAKES AND CRISIS

*Abstract: This study aims at evaluating the process and outcomes of the financial liberalization policies within the neoliberalism of post-1980's. Although these policies were held gradually in industrialized sphere, developing countries have put them into practice as shock therapy. At first instance the related institutions and basic facilities should have been structured, but this priority have not been taken into consideration in these developing countries which started to apply the neoliberal economic policies. So these countries are opened to the financial capital movement which is very speculative and sensitive to the changes in the economic indicators inside. Although the aim was deregulation of the financial markets, the cyclical financial crisis brought about the arguments of re-regulation.*

**Keywords:** Financial Liberalization, Financial Crisis, Hot Money

### FİNANSAL SERBESTLEŞME, POLİTİKA HATALARI VE KRİZLER

*Özet: Çalışmada 1980 sonrasında damgasını vuran neoliberal ekonomi politikalarının bir parçası olan finansal serbestleşmenin, farklı ekonomik yapıdaki ülkelerde ne tür sonuçlara yol açtığı değerlendirilmesi amaçlanmıştır. Merkezdeki ülkeler serbestleşmeye aşamalı olarak, gerekli kurumsallaşma ve düzenlemelerle birlikte geçmişlerdir. Ancak çevre ülkelerde bu politikalar hızla uygulanmış, öncelikli olarak altyapının ve ilgili kurumların oluşturulması gerekirken bu zamana bırakılmış, dolayısıyla bu ülkeler ekonomilerdeki değişimlere oldukça hassas, hareketli ve spekülasyon sermayenin olumsuz etkilerine maruz kalmışlardır. Döngüsel niteliğe bürünen bu dalgalanmalar benzer ekonomik yapıdaki ülke piyasalarını yayılma özelliğiyle etkiler hale gelmiştir. 1990'lı yıllara gelindiğinde bu sonuçlar ile birlikte geçmişte uygulanan politikalar masaya yatırılarak politika yanlışları ve eksiklikleri sorgulanmıştır. Neoliberal politikalarla piyasaların düzenleme dışı bırakılması amaçlanmasına rağmen, ardi ardına yaşanan finansal krizler kısmi düzenleme tartışmalarını yoğunlaştırmıştır.*

**Anahtar Kelimeler:** Finansal Liberalizasyon, Finansal Kriz, Sıcak Para

## I. GİRİŞ

Washington Uzlaşısı'nın kurumları, 1980'li yıllarda pek çok ülkenin dış ticaretlerinin önündeki engellerin kaldırılmasıyla birlikte sermaye işlemlerinin de serbestleştirilmesine yönelik politikalar 'salık verdi'. IMF koşulluluğu altında programları uygulamak durumunda kalan ülkeler bu iki uygulamayı birbiri ardına ya da birlikte yürüttüler. Ancak ticaretin liberalizasyonunda olduğu gibi pek çok önemli faktörün göz önüne alınmadan uygulamalara girişilmesi yine pek çok ülkeyi, döngüsel nitelikte finansal krizlerin içine soktu. Sermaye hareketlerindeki hız sınır tanımaz ve bu akımlar ülkeye ait pek çok makro değişkene oldukça duyarlı hale geldi. Bir ülkeden çıkışının benzer yapıdaki diğer ülkeleri de aynı boyutta etkiler olması ile 1990'lı yıllarda Meksika, Rusya, Doğu Asya, Türkiye gibi ülkelerde yıkıcı, derin finansal krizler yaşandı. Bu krizler ardından Washington merkezli politikalar sorgulanmaya başlandı. Zira finansal piyasalarda düzenlemelerin tamamen terk edilmesi ile yaşanan krizler arasında bir ilişki bulunmaktaydı. Bu makalede, neoliberal yaklaşımın finansal serbestleşme ile ilgili dayanaklarına ve argümanlarına, serbestleşmeye

yönelik girişimlerin kriz yaratma potansiyeline ve dinamiklerine, yaşanan krizlerin boyutlarına ve nedenlerine değinilecektir. Bu kapsamda önemli dinamiklerin göz önüne alınmadan politikaların biçimlendirilmesinin ve uygulanmalarının yarattığı karşıklığın sorgulanması amaçlanmaktadır.

## II. NEOLİBERAL YAKLAŞIM: FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN GEREKLİLİĞİ VE UYGULANMASI

1980'li yıllara kadar ağırlıklı olarak çevre ülkelerde Keynezyen ekonomi politikalarının uygulanması, ithal ikameci sanayileşme stratejisinin yürütülmesi, iç piyasaların göreceli olarak korunması söz konusuydu. Politika ve stratejilerin sorunlu dinamikler yaratması ve sürdürülemiyor oluşu nihayetinde yeni politika ve strateji arayışlarını zorunlu hale getirdi. Liberal anlayış doğrultusunda belirlenen çözümler 1980'li yıllar sonrasında damgasını vurdu. Önceki dönemin belirleyicilerinden belirgin anlamda vazgeçildi. Bu bölümde finansal hareketlerin serbestleşmesi ile ilgili terminolojik tanımlamalara ve ardından liberal yaklaşımın

serbestleşmenin gerekliliğine yönelik argümanlarına değinilecektir.

Finansal küreselleşme, “*farklı yerel finans piyasalarının bölünmesinin ortadan kaldırılarak, ulusal para ve finans piyasalarının dünya piyasalarıyla bütünleşmesini kapsayan bir süreç*” olarak tanımlanır [1]. Cari işlemlerin serbestleşmesi, yabancıların ve yurtiçindeki yerleşiklerin ticaret amaçları için para alıpatabilmeleri anlamına gelirken, sermaye işlemlerinin serbestleştirilmesi portföy yatırımları için paranın alınıp satılabilmesidir.

Ülke ekonomisi sermaye işlemlerinin serbestleşmesinden, sermaye girişleri özendirildiğinde ve yurtiçi yerleşikler uluslararası portföy çeşitlenmesinden yararlanabildiklerinde fayda sağlayabilir. Bu arada finansal sistemin bu getirileri sağlayabilmek üzere yapılanması, reforme edilmesi gerekir. Bunun için atılması gereken adımlar mali açıkların finansmanı, faiz politikası, kredilerin yönlendirilmesi, kurumsal yeniden yapılanma, kurumsal gelişme ve dış finansal politika ile ilgilidir. İlk aşamada mali açık kontrol altına alınmalı ve makroekonomik istikrar sağlanmalıdır. Ardından, hükümet yönlendirilmiş kredi programlarının ölçeğini azaltmalı, faiz oranlarını enflasyonla ve diğer ilişkili piyasa göstergeleriyle uyumlu bir düzeye getirmelidir. Zira sabit getirili finansal araçların enflasyon riskinin minimize edilmesi gerekmektedir. Bu da istikrarlı bir enflasyon oranını ve faiz oranlarının enflasyonun üzerinde seyretmesini gerektirir. Bu aşamada hükümet, ayrıca finansal temelleri (muhasabe sistemi, yasal sistem, sözleşme prosedürleri, düzenleme ve denetleme yapıları) iyileştirmeye çalışmalıdır. Ayrıca finansal kurumların yönetsel özerklikleri desteklenmeli, kurumsal itibarsızlık söz konusu ise finansal kurumların yeniden yapılanmalarına yardımcı olunmalıdır. Diğer aşamada, finansal reform ile piyasa çeşitlenmesinin geliştirilmesi ve rekabetin hızlandırılması gerekir. Ülke eğer hali hazırda sermaye işlemlerini açmış ise sermaye girişlerinin istikrarsızlaştırıcı etkilerinden sakınmak üzere hükümetin makroekonomik istikrarın sağlanmasına öncelik vermesi gerekir. Kalıcı bir ilerleme sağlandıktan sonra son aşamaya geçilmelidir: faiz oranlarının tam liberalizasyonu, yönlendirilmiş kredi programlarının tamamen eliminasyonu, yabancı girişimler ve yabancı sermaye üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması [2]. Washington Yaklaşımına göre bu reformlar/politikalar sonrasında sağlıklı ve iyi işleyen bir finansal sistem, sadece tasarruf sahipleri ile yatırımcıları bir araya getirmede önemli bir rol üstlenmez, aynı zamanda şokları soğurur. Böylelikle hem parasal hem de reel ekonomik değişkenlerin volatilitesi azalır. Kontrol edilen faiz oranlarının denge düzeyine getirilmesiyle verimli varlıkların birikimi ve etkin kullanımı desteklenmiş olacaktır. Ayrıca ulusal tasarrufların çoğalması, sermaye maliyetinin azalması orta vadeli büyüme hedeflerinin gerçekleştirilmesine katkıda bulunacaktır [3]. Bununla

birlikte daha iyi risk yönetimi, üretimde uzmanlaşmanın artmasına neden olur; küreselleşmenin disipline edici etkisinin baskısıyla makroekonomik politikalarda iyileşmeler görülür. Bu gibi dolaylı kanalların da büyüme üzerinde olumlu etkileri olabilecektir [4].

Finansal liberalizasyon ile ayrıca bankaların davranışları üzerine getirilmiş olan kısıtlamalar da kaldırılır. Bankaların pasif biçimde ödünç veren kurumlar olmaktan çıkıp, rekabetçi piyasa koşulları içinde kredibilite kriterine dayanarak borç taleplerini değerlendiren ve etkin kredi dağılımını teşvik eden kurumlara dönüşmesi amaçlanır. Bunların yanında diğer uygulamalar ise kamu finansal kurumlarının özelleştirilmesini, bankacılık sektörüne girişteki engellerin kaldırılmasını, finansal piyasalardaki rekabeti teşvik edecek önlemlerin alınmasını, yasal rezerv gerekliliklerinin azaltılmasını içerir [5].

Bir süreç olarak bakıldığında finansal reform başlangıçta kontrol edilen faiz oranlarından, yetersiz gelişmiş para ve varlık piyasalarından, az gelişmiş bankacılık sisteminden esnek faiz oranlarına, kaynak dağılımında piyasa güçlerinin rolünün genişlemesine, ticari bankaların özerkliğinin artmasına, para ve varlık piyasalarının derinleşmesine doğru giden bir süreçtir (finansal liberalizasyon ile ilgili iki yaklaşım bulunmaktadır. İlki aşamalı liberalizasyon sürecini hedefler: yurtiçi finansal piyasaların açılmasıyla başlayıp dış piyasalarla bütünleşmeye doğru ilerleyen bir süreçtir. Dayanak noktası, finansal piyasaların aşamalı olarak inşa edilebiliyor olmalarıdır. Bu yaklaşım savaş sonrası Avrupa’da uygulanmıştır. Sermaye işlemleri liberalizasyonu 1980’lerin sonuna kadar aşamalı biçimde sürdürülmüştür. İkincisi ise hızlı liberalizasyondur. Bunun dayanak noktası ise finansal baskının güçlü özel ve siyasi çıkarlara hizmet etmesidir. Bu da ciddi reformlara girişmeyi engellemektedir. Bu yaklaşım Washington Uzlaşısı’na eklenmiş ve genel olarak geçiş ekonomilerine uygulanmıştır. Makroekonomik istikrar açısından bakıldığında ise her iki yaklaşımda da bunların uygulanmaları sonrasında, derin para krizleri yaşandığı görülmüştür [3]. Bu süreç içinde para politikası hedefleri, uygulamaları, aktarma mekanizması ve para politikası araçları değişir: kredi tavanları, faiz oranları üzerindeki kontroller, nihai kullanıcılara kredileri sübvans eden ya da yönlendiren çeşitli mekanizmalar yerine piyasa temelli araçlar ve yeni denetleme sistemleri gelir. Aynı zamanda döviz kuru sınırlı döviz piyasasında değil aktif döviz piyasasında belirlenmeye başlar. Ticaret rejimleri de kısıtlamacılıktan uzaklaşır. Diğer taraftan para politikalarının tersine sonuçlar doğurmaması için bankacılık sisteminde rekabetin oluşturulması ve bankacılık sisteminin sağlam olması gerekir [6].

İstikrarlı makroekonomik koşullar faiz oranlarının liberalizasyonu için esastır. Faiz oranlarının başlangıçtaki yapısı makul olmalıdır. Aksi takdirde liberalizasyon

sürecini yönetmek zorlaşır. Faiz oranlarının liberalizasyonu, otoritelerin faiz oranlarını kontrol etmekten tamamen vazgeçmeleri anlamına gelmemektedir. Bu süreçte otoriteler, dolaylı politika araçları ile anahtar faiz oranlarını yönetirler. Diğer bir ifadeyle yeni parasal operasyonlar, faiz oranı düzeyini ya da ara bir hedefi etkilemek için kullanılır hale gelir [7].

Yurtiçi finansal piyasaların liberalizasyonu ile yurtiçi yatırım ve tasarrufların artacağı varsayılır (Göreceli makroekonomik istikrar koşullarında reel faiz oranlarındaki küçük değişimlerin yurtiçi tasarruflar üzerinde büyük etkisi olmayabilecektir. Gerçekte, finansal sektörünü serbestleştiren bazı ülkelerde, bunu özel sektör tasarruflarında keskin düşüşler takip etmiştir. Örneğin Meksika, 1988'de GSYİH'nın %19.5'inden, 1994'te %11.7'ye düşmüştür. Düşük ve düşen yurtiçi tasarruf oranları yapısal reformlara girilen pek çok ülkede cari açıkların sürdürülemez boyutlara ulaşmasında katkıda bulunmuştur) [1]. Ancak liberalizasyonla birlikte öncesinde baskı altında tutulan hatta negatif bile olabilen faiz oranları yükselir. Bunun karşısında ekonomik birimler cari tüketimlerini kısarak tasarruflarını arttırabilirler (*ikame etkisi*) ya da tasarruflarına yüksek getiri sağladıklarında kendilerini daha zengin hissedip (*gelir etkisi*) daha az tasarrufa karar verebilirler. Yurtiçi tasarrufların artıp artmayacağı ikame ya da gelir etkisinden hangisinin diğerine göre daha etkin olduğuna bağlıdır [8]. Ayrıca negatif faiz oranlarında tasarruf sahipleri enformal alanlarda tasarruf yapılarlarken, daha formal bir sistem olduğunda tasarruflar bu sisteme akar. Bu da tasarrufların daha verimli kullanılmasına ve yatırımın kalitesinin artmasına neden olabilir. Bu reformlarla birlikte [9];

- Girişimlerin, finansal kaynaklarını bankacılık sistemi dışında çeşitlendirmeleri;

- Özelleştirme sonrası mülkiyet yeniden el değiştirmesinin desteklenmesi;

- Kamu bütçe açıklarının finansmanında bankaların rollerinin azaltılması;

- Girişimlerin yeniden yapılanma ve genişleme planlarının fonlanması doğrultusunda, özel tasarrufları seferber etmek üzere yeni yatırım fırsatlarının da teşvik edilmesi gerekir.

Neoliberal yaklaşım finansal serbestliğin gerekliliklerini ve pratiğini bu şekilde belirler. Bir IMF koşulluluk kriteri haline getirilen finansal serbestleşme politikaları, ülkelerin üretim-finans-ticari yapı farklılıkları gözlemlenmeden önerilmiştir. Haliyle uygulamalar esnasında ve politikaların sonucunda ekonomiden ekonomiye farklı düzeylerde ve çeşitlerde etkiler ortaya çıkmıştır. İzleyen bölümde bunlara değinilerek, kriz dinamiklerinin neler olduğu belirlenmeye çalışılacaktır.

### III. FİNANSAL SERBESTLEŞME POLİTİKA YANLIŞLARI VE YARATTIĞI ETKİLER

Her ne kadar neoliberal yaklaşım, serbestleşmenin olumlu getirilerinden/sonuçlarından bahsetse de yıllar içinde uygulamaların sonuçlarına bakıldığında ülkelerin farklı düzeylerde maliyetlere katlandıkları görülmüştür. Bu bölümde finansal serbestleşme girişimlerinin yaratmış olduğu sonuçlar saptanmaya çalışılacaktır. Ekonomilerin finansal yapılarının, finans piyasalarının, reel sektör-finansal sektör ilişkilerinin göz önüne alınmadan uygulamaların başlamasının yaratmış olduğu maliyetlerin boyutları gösterilmek istenmektedir.

Dünya ekonomisindeki büyümenin yavaşlaması, uluslararası faiz oranlarının yükselmesi ve ticaret hadlerinin kötüleşmesi sonucunda, 1982 yılında borç krizi yaşanmıştır. Borçlu ülkeler, bu şokun ardından dış finansman koşullarının zorlaşması nedeniyle, politikalarını ve kurumlarını bu yeni koşullara uyarlamak durumunda kalmışlardır. Sürdürülebilir bir büyüme düzeyine ulaşmak ve ödemeler dengesi açıklarının yarattığı sorunları makul bir düzeye getirmek amaçlanmıştır. Bu sayede uluslararası sermaye piyasalarından eskisi gibi yararlanılabileceği umulmuştur. Bu dönemde dış borçlanmaya gitmek yerine daha çok doğrudan yabancı sermaye ve portföy yatırımları ülkelere çekilmeye çalışılmıştır. Borç krizi sonrasındaki ilk birkaç yıl borçlu ülkeler, politikalarının ve kurumsal reformlarının desteklenmesi üzerine uluslararası finans kurumlarından krediler alabilmişlerdir. Uluslararası finans, 1950'ler ve 1960'larda ekonomik büyümeye katkı yaparken, 1974-75 resesyonu boyunca ülkelerin dış şoklara karşı ayarlama yapabilmelerine yardımcı olmuş, 1981-83 resesyonda da dış şokların aktarılmasında ek bir kanal olarak rol oynamıştır (Dış borcun kullanılması ile ilgili olarak dört dönem ele alınmıştır:

- 1960 ortalarından 1970 başlarına kadar, finans, belirli yatırımlar için resmi kaynaklardan sağlanmıştır. Ekonomik büyüme hızlanmış, borç servisi kapasitesi iyileşmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin ticari banka borçlarına ulaşmaları sınırlı olduğundan, ödemeler dengesi için borçlanma da sınırlı kalmıştır.

- 1973-78 arasında, borç alınan kaynakların büyük oranı yatırıma yönlendirilmiştir. Pek çok ülke hızla büyümüştür. Ancak, yüksek enerji fiyatları karşısında ayarlama yapabilmek ve büyümenin ivmesini sağlamak için gelişmekte olan ülkeler yatırım kompozisyonunu büyük-ölçekli enerji üretimi ve ağır sanayi ve altyapı projeleri lehine değiştirmişlerdir. Düşük uluslararası reel faiz oranları ve yurtiçi politikalar düşük getirili yatırımlara yol açmıştır. Ucuz dış fonun uygunluğu, borçların bir kısmının mali açıkların ve ödemeler dengesinin finansmanına yönlendirilmesine yol açmıştır. Borçlanmadan elde edilecek olası kazançlar ekonomi

politikalarının ve yatırım yönetiminin kötüleşmesi nedeniyle gerilemiştir.

- 1979-82 yılları arasında, Asya dışındaki gelişmekte olan ülkelerde borçlanma öncelikli olarak yapısal ayarlamaları erteleme amacıyla kullanılmıştır. Bu nedenle borçlanmanın büyümeye katkısı oldukça düşük olmuştur.

- 1982'den sonra, net sermaye girişleri belirgin biçimde yavaşlamıştır. Finans, yapısal ayarlama programlarına bağlanmıştır; yeni ticari finansın çoğu sadece ticari ve proje-bazlı amaçlar için uygun olmuş ve sadece yüksek güvenilirlik standartlarını sağlayabilen birkaç gelişmekte olan ülkeye gitmiştir) [10]. Bu son dönemde yabancı sermayenin önündeki engeller kaldırılmış, makroekonomik atmosferi iyileştirmek üzere piyasa yönelimli reformlar uygulanmıştır. Kısıtlayıcı para politikaları ve döviz piyasalarına müdahaleler yoluyla sermaye girişleri teşvik edilmeye çalışılmıştır. Ekonomiler ayarlama çabalarında ilerleme sağladıklarında özel sermaye akımlarını çekebilmişlerdir.

Önde gelen sanayileşmiş ülkeler döviz kurlarını dalgalanmaya bırakmışlar, sermaye hareketleri önündeki engelleri de kaldırmışlardır. Uluslararası arenada yakın dönemde yeni gelişen piyasalarda da sermaye hareketliliği gittikçe artmış, bu piyasalar dünya mal ve varlık piyasalarıyla hızla bütünleşir olmuşlardır. Ancak bu ülkeler için sermaye akımları ödemeler dengesi açıklarını finanse etmede kullanılmış ancak diğer taraftan ödeme sorunları yaratmıştır [11]. Yabancı sermayeyi çekme çabalarının negatif etkileri 1990'lı yıllarda görülmeye başlanmıştır. Ancak belirtilmelidir ki finansal liberalizasyon sürecinin yerel finans sistemleri üzerine etkileri, her örnekte açıklık düzeyi ve sermaye akımlarının hacminin ve yoğunluğunun farklılığı nedeniyle aynı olmamıştır.

İstenilen sonuçların elde edilememesinin nedenlerinden biri sermaye piyasalarının yapısı ile ilgilidir. 1970'li yıllarda pek çok gelişmekte olan ülke kamu sektör açıklarının finansmanında dış kaynaklara dayanmıştır. Ancak dış finans kaynaklarının azalması ve borç krizinin baş göstermesi sonrasında, mali politikalarını sürdürebilmek için iç kaynaklara - monetizasyon veya iç borçlanma- yönelmek durumunda kalmışlardır. İç finansman kaynağı olarak ya yüksek faiz oranlarından tahvil satışı yoluyla ya da finansal işlemlere yüksek vergi oranları yoluyla yurtiçi ticari bankacılık sistemi kullanılır olmuştur. Böylelikle özel sektör finansal piyasalardan dışlanmış, finansal aracılık engellenmiş ve mevduat ve kredi faiz oranları arasındaki fark açılmıştır [12]. Finansal liberalizasyona yönelime rağmen, finansal tasarruflara yeterli getiri sağlamayan çeşitlenmemiş ve kırılğan sermaye piyasaları, liberalizasyona yönelik adımların istenilen sonuçları vermesini engellemiştir [13]. Finansal piyasalarda kısa-vadeli araçların oransal olarak

büyük yer tutması ile birlikte geri ödenmeyen kredilerin ve siyasi müdahalelerin bankacılık sektörünü daha kırılğan bir yapıya sokması finansal kriz risklerini kalıcılaştırmıştır.

Bir diğer neden ticaretin serbestleştirilmesi ile finansal serbestleşmenin birlikte yürütülmesidir. Dünya ekonomisiyle bütünleşmelerini artırmak üzere ticaret politikalarını reforme etmiş/eden ülkelerde, ticaret reformunun başlangıcında devalüasyon gerekir. Ancak finansal liberalizasyon ertesinde de sermaye girişleriyle birlikte ulusal paranın değerlendirilmesi, ihracata yönelik sektörlerin arz tepkilerini erteler ve ithalata rakip sektörlerdeki rekabeti artırır. Bu nedenle ticaret reformunu başlatan ülkeler için sermaye girişlerinin reel değer kazandırma etkisi, reformun kredibilitesini zedeleyebilir. Daha esnek döviz kuru sistemine sahip olan ülkelerde nominal ve reel döviz kurlarında aşırı volatilité doğabilmektedir. Sermaye işlemlerinin önündeki kısıtlar kaldırıldığında pek çok ülkeye dışarıdan büyük sermaye girişi olduğu görülmüştür. Merkez bankası girişleri sterilize etme çabası içine girene kadar, giren sermaye yurtiçi kredi arzını artırmıştır. Kredi genişlemesine müdahale edilmediğinde kredi arzı artışı faiz oranlarını düşürmüştür. Kredi uygunluğunun olumlu tarafı, artan yurtiçi yatırımlar yoluyla toplam harcamaları canlandırmasıdır. Ancak kredi genişlemesi özellikle ithal mallarına yönelik tüketimi de hızla artırmış, diğer taraftan varlıkların fiyatlarının spekülasyon olarak şişmesini tetiklemiştir. Talep genişlemesi özellikle cari işlemler açığını sürdürülemez hale getirdiğinde, sermaye ekonomiden çıkmış, genişleme de haliyle uzun dönemli olamamıştır. Finansal piyasalar ve finansal işlemler ile ilgili düzenlemelerin yetersizliği bunun gerçekleşme olasılığını artırmıştır [14]. Dolayısıyla, sürdürülemez boyuta ulaşan cari işlemler açıklarının düzeltilmesi gerekmiştir.

Diğer taraftan her ne kadar liberalizasyon girişimlerinde kamunun ekonomideki ağırlığının azaltılmasına yönelik uygulamalar olsa da bunu gerçekleştirmenin siyasi olarak güçlüğü kamu maliyesinin disipline edilmesini zorlaştırmıştır. Kamunun iç borçlanmasındaki artış, faizleri dolayısıyla da üretim maliyetlerini artırarak sermaye formasyonunu negatif etkilemiştir. Yüksek getiriler daha fazla dolaylı sermaye girişine yol açarak toplamdaki dengesizliği kötüleştirmiştir. Döviz kurları nominal çıpa olarak anti-enflasyon programlarında kullanıldığında, ki döviz rezervlerinin artışı döviz kurunu düşük seviyede tutmak üzere müdahale olanağı sağlar, yurtiçi enflasyon oranından daha az oranda devalüe edildiklerinde reel bir değerlendirme oluşur. Bunun sonucunda ihraç malların fiyatları ile değişken maliyetler artar. Sermaye kontrollerinin kaldırılması döviz kuru-faiz oranı yönetimini zorlaştırır, bu değişkenlere yönelik politika biçimlendirme ve etkileme yeterliliğini azaltır [6].

Bir diğer olumsuz etki bankacılık sektöründe yaşanmış, bu olumsuzluk diğer maliyetleri beslemiştir. Faiz oranlarının deregüleyişini ve finansal akımların ve fiyatların belirlenmesinde piyasaların özerkliğini içeren finansal liberalizasyon sonrasında varlık fiyatlarının volatilitesinde, banka portföylerindeki geri ödenmeyen borçların oranında ve banka başarısızlıklarında artış görülmüştür. Dış şoklar, artan makroekonomik istikrarsızlık ve azalan büyüme şirketlerin ve finansal kurumların bilançolarını zayıflatmıştır. Böylesi bir durum karşısında, bir taraftan faiz oranlarının deregüleyişini, diğer taraftan parasal kısıtlamalar şirketlerin ve finansal kurumların finansal pozisyonlarını daha da kötüleştirilmiş, bankacılık sektörünü de zor durumda bırakmıştır (artan finansal istikrarsızlık ve yaygın banka başarısızlıkları oldukça maliyetli kurtarma operasyonlarını gerekli kıldığını, bazı örneklerde bu maliyetler GSYİH'nın %10'una kadar ulaştığını belirtir) [8].

Yapısal sorunların çözülmeyle, sistemdeki değişim için gerekli altyapının önceden kurulmaması, gecikmeler 1990'lı yıllara gelindiğinde ekonomileri farklı bir sürece itmiştir. Bu eksiklikler yanında, ticaretin serbestleştirilmesine rağmen ihracatın ithalatın artış oranının altında seyretmesi, kamu maliyesindeki disiplinsizliğin sürmesi ekonomileri kısa vadeli spekülasyon sermayeye zorunlu bırakmıştır. Bu noktada 1990'lı yıllarda yaşanan finansal krizlerin arkasında yatan bu sermayenin yapısına ve etkilerine değinmek gerekmektedir.

Yabancı sermayenin çekilebilmesi için yurtiçi varlıklardan elde edilen getiri oranının yüksek olması gerekir. Buna yönelik bir taahhüt sermaye girişlerini artıracaktır; ulusal paranın değer kazanması genellikle kırılmalı bir yapıda bulunan ulusal finansal piyasalara sıcak para girişini daha yüksek düzeylere çıkaracaktır [12]. Kısa-vadeli, oldukça volatil akımlar, diğer bir ifadeyle "sıcak para", yurtiçi ve yurtdışı faiz oranları arasındaki farkı daha da açan piyasa aksaklıklarından ya da politika hatalarından yararlanmak ister. Sermaye, kendisi için uygun koşulların sürdürülebilirliğine ve ülkenin ödeme gücüne bakacaktır. Bu koşullarda risk oluşmaya başladığında, sermaye çıkışı görülmeye başlanır. Bu çeşit girişler enflasyon oranında, nominal ve reel döviz kurlarında aşırı volatilitenin kaynağı olabilmektedirler. Bu dalgalanmaların önemli maliyetleri bulunur. Örneğin sermaye piyasalarının iyi işlememesi, ihracat sektörleri ile ithalata - rakip sektörlerle giriş engellerinin bulunması yetersiz sermaye arzına ve ihracat mallarında kıtlığa yol açabilir. Sermaye girişleri faiz oranlarını düşürme ve yurtiçi harcamaları artırma eğilimindedir. Tüketim patlaması, yabancı sermaye ile finanse edilir; ithal tüketim artar. Yüksek sermaye hareketliliği, bir taraftan küresel sermaye dağılımının iyileşmesini sağlarken, diğer taraftan dış açığı bulunan ülkelerin dışa bağımlılıklarını giderek artırır [15]. Uluslararası parasal sistemin, makroekonomik

değişimlere karşı hassaslığı kriz doğurma potansiyeli taşımaktadır.

Makroekonomik etkilerinden başka sermaye girişlerinin iki önemli sonucu daha bulunur: 1) ülkeye giren daha fazla sermaye yurtiçi finansal varlık ve yükümlülüklerin hacmini genişletir, 2) sabit ya da önceden belirlenmiş döviz kurunda büyük sermaye girişlerinin likiditenin bollaşması geçici olarak enflasyonu artırır. Ancak ücretlerin ve fiyatların geçmiş enflasyon düzeyine endekslediği ülkelerde endeksleme, bir süre fiyat artışlarına neden olarak enflasyondaki geçici artışın kalıcılığın neden olabilecektir [16]. Kısa vadeli spekülasyon sermaye ülkeden çıkış yaptığında da varlık fiyatları düşer; faiz oranları hızla yükselir; bankacılık sektörü likidite sorunu yaşar; kur devalüe olur. Eğer merkez bankası yeterince hızlı davranmazsa ve uluslararası rezerv stoku düşükse çıkış, ödemeler dengesinde krize neden olur. Negatif şoklar bir ülkede bir kriz, ihracat edilebilir temel malların fiyatında düşüş, ithal edilebilir temel malların fiyatında yükseliş, uluslararası faiz oranında büyük bir artış ya da akımların getirilerini etkileyen vergi oranlarında yapılan değişiklik- yabancı yatırımcıların parasını ülkeden çekmelerine ya da ülkede kalmaları için daha yüksek getirilerin sağlanmasına neden olur. Bütün bu fiyat hareketleri belirsizlik yaratarak yerli ve yabancı yatırımı cesaretsizlendirir. Aynı zamanda faiz oranlarının, varlık fiyatlarının ya da döviz kurlarının dalgalanmaları ne kadar geniş ise ekonomiye negatif etkisi de o kadar güçlü olur.

1990 ortalarında Meksika ile ve ardından 1990 sonlarına doğru Doğu Asya'daki krizlerin temel nedeni sabit döviz kurunun neden olduğu büyük ve büyüyen cari işlemler açıklarıdır [17]. Doğu Asya ülkeleri, finansal piyasalarını ve sermaye işlemlerini uluslararası sermaye akımlarının volatilitésinin gittikçe arttığı bir dönemde liberalize etmişlerdir. Ayrıca, liberalizasyon IMF'nin etkisi ile hem kısmi olmuştur hem de yanlış-sıralı uygulanmıştır. Böylelikle, Asya piyasaları genişlemiş olduğundan ve finansal varlık fiyatları spekülasyonlarla yükseltildiğinden oldukça fazla yabancı sermaye bu piyasalara akmıştır. 1977'de petrodolar döngüsü içinde dünya çapında günlük para akımı 18 milyar ABD\$'dan 1983'te 83 milyar ABD\$, 1989'da 590 milyar ABD\$, 1998'de de 1.5 trilyon ABD\$'a; yabancı doğrudan yatırımlar da 1981-85 arasında yıllık ortalama 50 milyar ABD\$'dan, 1986-91 arasında 160 milyar \$'a ve 1995'te 331 milyar \$'a çıkmıştır. Bütün gelişmekte olan ülkeler için sermaye işlemleri fazlalığı, 1987 yılında 48.7 milyar ABD\$'ından 1993'te 162.9 milyar ABD\$'ına, 1994 yılında da 142.2 milyar ABD\$'ına ulaşmıştır. Portföy yatırımları 1987 yılında 11.9 milyar ABD\$'ından 1994 yılında 58.9 milyar ABD\$'ına çıkmıştır. Sermaye işlemlerini liberalize ettikten sonra Güney Kore, Endonezya, Malezya, Tayland ve Filipinler'e 1994'ten 1996'ya üç yıl boyunca 220 milyar ABD\$'ı özel sermaye girmiştir [18]. Bu atmosferde iyimserlik artmış, risk

algılaması değişmiştir. Pek çok Asya parası ABD\$'ına çıpalanmış ve uzun süre istikrarlı bir yapı görüldüğünden iyimserliğin de hakim oluşuyla pek çok kişi önlem almamıştır [19] (Tayland örneğini verir: Tayland bhat'ın değerini 25bhat=1ABD\$ düzeyinde sabitledi. Bu sabitleme Tayland ihracatının oldukça rekabetçi olmasını sağlamaktaydı. Dolar, göreceli olarak Japon yen'i karşısında düştüğünden, bhat'ın da onunla birlikte düşmesi, Tayland ürünlerinin Japon piyasası ile diğer piyasalardaki rekabetliliğini artırdı. Sabit/istikrarlı dolar-bhat kuru Tayland firmalarının dolar cinsinden borçlanmalarına neden oldu. Satış gelirleri bhat cinsindendi ve hükümet bhat-dolar oranının değişmeyeceği taahhüdünde bulunmuştu. Uzun yıllara ait veriler bu taahhüt ile tutarlıydı. Tayland bankaları da dünya piyasalarından dolar cinsinden borçlandılar, ulusal firmalara ödünç verdiler. Bhat böylelikle aşırı değerli hale geldi. Tayland'da yurtiçi fiyatlar arttı; dolar, özellikle Japon Yen'i karşısında değerlenmiş oldu. Cari işlemler açığı 1990'ların başında GSYİH'nın %4'ünden 1997'de %8'ine ulaştı. Yabancı yatırımcılar Tayland kamu ve özel sektörünün kısa dönemli dolar yükümlülükleri toplamının ülkenin döviz rezervlerini aştığını fark ettiklerinde, ellerindeki bhat'ları sattılar. Mevduat sahipleri de yerli bankaların varlıklarının reel değerinin yükümlülüklerinin altında kaldığını gördüklerinde mevduatlarını geri çekmeleriyle bankacılık krizine katkıda bulunmuş oldular. Tayland hükümeti bhat'ı korumak için döviz rezervlerini kullandı. Rezervler bitince de 50bhat=1ABD\$, devalüasyon yaptı. Bu dolar cinsinden borçların değerini ikiye çıkarmış oldu. Dolar cinsinden borçlanan pek çok firma, gelirleri bhat cinsinden olduğundan iflas etmek zorunda kaldı. Bu firmalara borç veren bankalar da iflasın eşiğine geldiler) [20]. 1997'de yaklaşık 100 milyar ABD\$'ı güvendedeki ani değişim üzerine geri dönmüştür.

Görüldüğü gibi finansal krizlerin ardında yatan nedenlerden biri de uluslararası sermaye akımlarının bileşenleridir. 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelere resmi akımlar azalma eğilimi gösterirken, özel sermaye akımları orta vadede hızla yükselmiştir. Özel akımlar orta-gelirli ülkelerde yoğunlaşmış ve güçlü bir değişkenliği/hızla hareket edebilirliği sayesinde pek çok ülke ekonomisini etkileyebilir bir etkene dönüşmüştür. Ayrıca, IMF'den büyük miktarlarda borçlanan ülkelerin bu borçlarının artması küçük-orta gelirli ülkeler ile yoksul ülkelerin dışlanması yol açmıştır [21].

Portföy yatırımlarının parasal sektörden ekonominin reel sektörüne aktarılıp aktarılmadığı da önemlidir. Sermaye girişleri istikrarlı bir eğilim göstermek yerine dalgalanır ise finansal tasarruflar ile reel yatırımlar arasında bir açık ortaya çıkar. Eğer fonlar likit kalıyorlar ve hızla geri dönebiliyorlar ise bu, ekonomiyi istikrarsızlaştırır. Finansal tasarrufların reel yatırımların üzerinde seyretmesi, spekülasyon baskıları artırır, enflasyonu hızlandırır, yatırım sürecini sekteye uğratar [15].

Bir diğer önemli nokta bankacılık sektörünün yapısı ve işleyişidir. Düşük ya da negatif net değer ve düşük sermaye/risk varlık oranına sahip bankaların bulunduğu, bankacılık sistemi ile finansal sistemin yeterli düzeyde denetlenmediği ülkelerde mevduat sigorta sistemi getirilerek sermaye çekilmeye çalışılıyor ise risk doğar. Mevduat sigorta sistemi dışında merkez bankaları swap işlemleri yoluyla serbest kur riskini bir anlamda sigorta ederek girişleri cesaretlendirmeye çalışabilirler. Faiz oranlarını serbestleştirme, rezerv gereksinimlerini düşürme, bankacılık sektöründe rekabeti artırma olumlu politikalar olarak görülse de bunlar finansal sektördeki likiditeyi azaltabilmektedir. Ayrıca denetimlerin yetersizliği kredi vermede aşırılığa neden olabilmektedir (finansal çöküşler öncesinde banka kredilerinin GSYİH içindeki oranında hızlı artışlar olan ülkeleri sıralar: Şili, Meksika, 1981 Arjantin, 1982-83 Kolombiya, 1982 Uruguay, 1987 Norveç, 1991-92 Finlandiya, 1992-93 Japonya, 1991 İsveç) [22]. Bu eksiklikler giderilmediği sürece ortaya çıkan krizlerin daha da derinleşerek yayıldığı ve ortaya çıkma sürelerinin kısaldığı görülmüştür.

Krizleri derinleştiren bir diğer durum kriz öncesi döviz cinsinden borçlananların kriz sonrası davranışlarıdır. Döviz cinsinden borçlananlar kriz sonrası yaşanan devalüasyondan olumsuz etkilenirler. Döviz borçlarını geri ödemeye çalıştıklarında ulusal para arzı ve döviz talebi artar. Bu, ulusal paranın değerini daha da düşürürken, yabancı paranın değerini daha da artırır. Bu noktada merkez bankalarının 'son borçlanma mercii' olarak davranışı önemlidir. Ekonomik birimler, cari nakit gelirleriyle faiz ödemelerini gerçekleştiriyorlarsa tekrar borç arayışına da girebilirler. Pek çok Asya ülkesinde firmalar, ihraç mal piyasalarında aşırı kapasiteye sahip olmaları nedeniyle karlılık sorunuyla karşılaştıklarından, faiz ödemelerini yeniden borçlanarak gerçekleştirmeye (Ponzi Finansmanı) çalışmışlardır [23]. Özellikle Doğu Asya Krizini yaşayan ülkelerde borçlanma giderek artmış; portföylerdeki likit varlıkların görece payı azalmış; spekülasyon şirketler ile Ponzi şirketlerinin görece sayıları artmış; yurtiçi finans piyasalarının deregülasyonla birlikte dışa açılmaları sayesinde, yabancı sermaye akımları spekülasyon gayrimenkul yatırımlarının finansmanını sağlar olmuştur. Ayrıca, Asya ülkeleri devalüasyonun yaratacağı enflasyonu kısıtlama hedefi ile sıkı maliye ve para politikalarıyla yurtiçi talebi baskılamışlardır. Ancak yükselen faizler ve baskılanan talep Ponzi firmalarını daha da zorlamıştır.

1990'larda neoliberal politikaları uygulayan ülkelerde birbiri ardına döngüsel nitelikte yaşanan finansal krizler, uluslararası finansal akımların yarattığı olumsuz etkileri sorgulanır hale getirmiştir. Düzensizlik iki nedene bağlanmıştır [24]: birincisi, parasal konularda ve finansal değişikliklerde küreselleşme dinamiklerinin - özellikle ulus ötesi ekonomik aktörlerin- ortaya çıkardığı, dış kaynaklı düzensizlik; ikincisi ise, genellikle

yurtiçindeki aktörlerin karşılıklı etkileşimlerinden, piyasaların ve üretimin küreselleşmesinden doğan yeni koşullara uyumsuzluğun beslediği yurtiçi kaynaklı düzensizlik. Ayrıca, kısa vadeli sermaye hareketlerinden ve kısa dönemli borçlardan oluşan uluslararası finansal akımların yeni teknolojiler sağlamadığı; cari işlemler açıkları için güvenilir bir finansman aracı olmadığı; yüksek tasarruf oranlarının bulunduğu ülkelerde zaten aşırı olan yatırım oranlarını daha da artırdığı görülmüştür. Zira böylesi bir ortamda ulusal para aşırı değerlenmekte, kısa dönemli resmi ve özel borçlar döviz rezerv düzeyini aşmakta, spekülasyon yatırımların göreceli payı yüksek düzeylere çıkmakta ve üretim dışı ekonomik faaliyetlere yoğunlaşma artmaktadır.

Yaşanan kriz deneyimleri ve sonrasında gelen tartışmaları özetlersek [2],

- Finansal reformun istikrarlı olmayan bir makroekonomik atmosferde ele alınmasının, istikrarsızlığı daha da kötüleştirdiği;

- Fiyatların korumacılık ya da fiyat kontrolleri nedeniyle çarpıtılmış olduğu ekonomilerde, finansal liberalizasyonun kaynak dağılımını iyileştirmediği;

- Finans alanına doğrudan müdahalenin yerini uygun bir hukuk ve düzenleme sisteminin alması gerektiği;

- Otoritelerin reformların görece fiyatları nasıl değiştireceğini, bu değişikliklerin farklı grupları nasıl etkileyeceğini göz önüne alması gerektiği görülmüştür.

#### IV. IMF'İN KRİZLER KARŞISINDAKİ ETKİSİZLİĞİ VE KRİZLERİN ÇÖZÜMÜNE YÖNELİK TARTIŞMALAR

Yaşanan gelişmeler sonrasında finansal serbestleşme ile birlikte IMF'in politikaları ve krizlere yaklaşımı da sorgulanır oldu. Politikaların mimarı ve uygulamaların denetleyicisi ve takipçisi olarak IMF, yaşanan krizler sonrasında önerdiği çözümlerle de tartışmaların odağından çıkmadı.

IMF'in kriz dönemlerindeki kredi mekanizması, etkin likidite yardımı sağlama amacıyla biçimlendirilmemişti. Zira likidite krizleri hızla gerçekleşebilirken, IMF görüşmeleri ve yardımları zaman almaktaydı. Diğer taraftan IMF ve kalkınma bankalarının borçlu ülkelere kredileri, ciddi ekonomik kriz dönemlerinde kaynak sağlasa da bu kredilerin, bu ülkelerdeki büyümeyi teşvik etmediği de görülmekteydi. Bu krediler borcunu ödeyemeyen bankalara ve firmalara gitmekte, bunun maliyeti de vergilendirilebilir kesimlere yüklenmekteydi. Bu şekilde kullanılan krediler müeyyideleri hafiflettiğinden, piyasa disiplini bozmakta ve dışarıdan ihtiyatsız biçimde borçlanmayı

cesaretlendirmekteydi. Ayrıca bu krediler, bu kredilerden yararlananların ülkenin siyasi sistemi üzerindeki güçlerini sürdürmelerine olanak tanımaktaydı. Bunların yanında, Dünya Bankası ve kalkınma bankaları son on yılda fonlarının % 70'ini 11 ülkeye vermiştir. Bu ülkeler özel sermaye piyasalarına kolaylıkla ulaşabilen ve yoksul olmayan ülkelerdir. Dahası bu 11 ülkeye verilen ödünçler, bu ülkelere giren toplam sermaye akımlarının ortalama % 2'sinden de azdır [25]. Sonuçta bu kredilerin kriz dinamiklerini tersine çevirecek bir seviyede ve etkide olmadığı, ancak ayrımcı oldukları görülmektedir.

Asya krizi sonrasında IMF tarafındaki gelişmelere bakıldığında, IMF kaynaklarının artırıldığı, yeni kredilerin onaylandığı görülür. Bunun yanında IMF'in aşırı-mali-ayarlar/overkill yaklaşımının, ayarlama programlarında uygun olmadığı kısmen kabul görmüştür. Zira finansal kriz sonrasında daralan ekonominin sıkı maliye politikalarının sürdürülmesiyle daha da daralması ortaya çıkan maliyeti şiddetlendirmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde uygun bir sosyal güvenlik ağının oluşturulması ile finansal sistemin ihtiyatlı biçimde düzenlenmesi ve denetlenmesi gerekliliği vurgulanır olmuştur.

Bu krizler ve tartışmalar üzerine IMF sürecin aşamalı, düzenli ve düzgün biçimde sıralı olması yönünde, yaklaşımını yeniden belirlemiştir. İhtiyatlı düzenlemeler, yurtiçi finansal sistemin denetlenmesi ve sürdürülebilir borç oranları ile borç profillerinin yönetilmesi yönünde vurgular yapılmıştır. Ancak diğer taraftan IMF, koşulluluk kriterlerini daha da genişletmiştir [26].

IMF'ye yönelik bu eleştiriler yanında dönem içinde yapılan tartışmalar kriz yaratma potansiyeline sahip sermaye işlemlerinin değişkenliğinin yönetilmesi yönüne odaklanmıştır. Bunun için [27,28];

- Tutarlı ve esnek bir makroekonomik yönetim,

- Kamu ve özel iç-dış borç oranlarının azaltılmasını hedefleyen politikalar ve

- Yurtiçi finansal sistemin güçlü biçimde düzenlenmesi ve denetlenmesi önerilmiştir. Bu çerçevede de bankacılık sisteminin güvenli olması, rekabetin teşvik edilmesi, tüketicilerin korunması ve bütün kesimlerin sermayeye ulaşabilmelerinin sağlanması gerekir.

Krizlerin önlenmesinin ekonominin genişleme dönemlerinde uygulanacak politikalara bağlı olduğu anlaşılmıştır. Örneğin, döviz mevduatları üzerine rezerv gerekliliği konabilir; özel kesimin davranışlarında dengesizlik oluşturabilecek değişimler kamu harcamaları, kamu gelirleri ve kamu borçlanması yoluyla dengelenebilir. Buradaki açmaz şudur: ekonominin genişlediği dönemlerde sermaye akımları artmakta, ticaret

genişlemekte ve ticaret hadleri iyileşmektedir. Dolayısıyla siyasi arenada bu genişlemenin tersine dönüp kriz yaratacak düzeye dönüşmesi öngörülmediğinden genişleme boyunca ekonomiyi yavaşlatacak önlemlere girilmeyecektir. Kriz potansiyeline sahip olan bu tür bir ekonomik gelişme döneminde özellikle kamunun borçluluğunun sürdürülemez boyutlara ulaşmasından sakınılması ve ayrıca başta döviz kuru ve yurtiçi varlıkların fiyatları olmak üzere önemli fiyatlarda dengesizliklerin de önlenmesi gerekliliği ortaya çıkmıştır. Bunlar da ekonominin aşırı daralma döneminde mali gevşeklik, ekonominin genişleme döneminde de mali güçlenmeyi gerektirir. Ancak açık ekonomilerde otoriteler, sermaye akımları üzerinde düzenlemeler olmadığında, genişleme dönemlerinde daraltıcı maliye ve kredi politikaları uygulamakta zorluklarla karşılaşmaktadırlar. Ocampo, bu durum karşısında üç alternatif sunmaktadır. İlki sterilize edilmiş döviz rezerv birikimidir. İkinci olarak yurtiçi finansal araçların kredi taleplerini doğrudan kontrol etmektir. Üçüncü alternatif ise yurtiçi finansal sistemin yükümlülüklerine bağlı olarak rezerv ya da likidite gerekliliklerini artırmaktır [29].

İyi işleyen bir gözetim/denetim sistemi olmadan finansal piyasaların deregüle edilmesi pek çok olumsuzluk yaratmıştır. Gerekli muhasebe sistemi, yasal sistem, sözleşmelerin uygulanabilmesi için işlemler, ihtiyatlı düzenleme ve denetim yapısı oluşturulmadan finansal piyasalarda rekabetin teşvik edilmemesi gerekir. Böylesi bir kurumsallaşma ve kurumların güçlenmeleri de uzun zaman almaktadır.

Aslında finansal piyasaların istikrarsızlaştırıcı etkilerini tersine çevirmek üzere 1930'lerden itibaren etkin araç ve önleyici mekanizmalara sahip kurumlar inşa edilmeye çalışılmıştır: finansal güvenlik ağları, merkez bankalarının 'son borçlanma mercii' olarak davranışları, finansal düzenleme ve denetleme, kriz dönemlerinde kredi ve mevduat güvencesi, finansal araçların iflaslarını önleme gibi. Dolayısıyla küreselleşme sürecinde de bu yapı ve işlev özelliğinde benzer küresel kurumların oluşturulması yönünde bir tartışma, özellikle Asya Krizi sonrasında gündeme gelmiştir. Zira istikrarsız ve karmaşık bir yapıda bulunan uluslararası finansal piyasaların ve finans kurumlarının arasında asimetri bulunmaktadır. Bu asimetri nedeniyle yaşanan krizler de bu asimetri giderilerek önlenebilir. Ayrıca bu gibi krizlerde IMF'in kapasitesi, bankaların düzenlenmesi ve denetlenmesi görevini üstlenen BIS'in (Bank for International Settlements) de kapsamı sınırlıdır. Müdahaleler ve yardımlar kriz dönemlerinde yapılmaktadır. Oysa ki genişleme dönemlerinde gerekli müdahalelerin alınmasıyla, olası krizlerin etkileri dindirilebilir (Uluslararası Finansal Kurumlar Tavsiye Komisyonu Raporu, IFIAC, diğer bir isimle Meltzer Komisyonu Raporu, IMF, WB ve diğer çok taraflı kalkınma bankalarının reformu için ayrıntılı bir tasarıdır. Komisyonun tavsiyeleri küresel finansal mimarinin

oluşturulmasına yönelik olmuştur. Komisyon Raporu, IMF'nin uzun dönemli ödünçlere son vermesi ve yeni gelişen piyasalara likidite sağlamaya odaklanması yönünde tavsiyelerde bulunmaktadır. Bir anlamda IMF'in 'kısmi-son borçlanma mercii/quasi-lender-of-last-resort' rolünü üstlenerek, oldukça kısa vadeli, koşulsuz, likidite desteği sağlaması önerilmektedir). Genişleme dönemlerinde varlık fiyatları yükselir ve yüksek getiri sağlarlar; finansal kurumlar, araçlar ve ticari bankalar dışarıdan aşırı borçlanırlar. Bu borçların kontrol edilmesi, belirli sınırlar dahilinde sermaye girişleri tarafından yaratılan uluslararası rezervlerdeki artışların -tüketim ve kredi genişlemesine yol açan- parasal etkilerinin sterilize edilmesi gerekir. Ayrıca sermaye işlemlerinin liberalleştirilmesi de bir sırayı takip etmelidir. Öncelikle denetleme ve gözetim mekanizmalarına sahip kurumlar inşa edilmeli ancak sonra sermaye işlemleri liberalleştirilmelidir.

Eğer girişlerin bozucu etkisi ortadan kaldırılamazsa hükümet girişlerin kapsamı ve etkilerini kontrol için *doğrudan* -bankaların dış borçlanmalarına tavan getirerek miktar kısıtlamaları; yabancı ödünçlere minimum rezerv gereksinimi konması ya da doğrudan yabancı sermayeye tavan getirilmesi; Tobin vergisi konması- ya da *dolaylı* -döviz müdahale, mali politika, cari işlemlerin liberalizasyonu, sermaye akışlarının liberalizasyonu, dalgalanan döviz kuru rejimi- yöntemleri uygulayabilir. Volatilité için ise sermaye çıkışlarına kısıtlamalar, uzun dönemde parasal ve mali hedeflerin belirlenmesi gibi yöntemler uygulanabilir [30] (en çok uygulananları sıralarlar: daha esnek bir döviz kuruna geçiş, mali kısıt, girişleri dengeleyen açık piyasa işlemleri araçlarıyla sterilizasyon, diğer dengeleyici araçları kullanarak para arzındaki artışı kısıtlayan sterilizasyon, sermaye girişlerine kısıtlama, cari işlemlerin liberalizasyonu, sermaye işlemlerine seçici liberalizasyon, yurtiçi finans sisteminin güçlendirilmesi) [16].

Özetle, kriz riskini azaltmak üzere bir ülke [20,31];

- Ülkesinin parasını dalgalanmaya bırakarak aşırı değerlenmeyi önleyebilir,
- Döviz rezervlerinin yeterli düzeyde ve kalıcı biçimde tutulmasını sağlayabilir,
- Kısa dönem döviz yükümlülüklerini rezervlerinin altında tutmaya çalışabilir,
- Sağlıklı bir bankacılık sistemi oluşturabilir,
- Özellikle özel sektörün yabancı para cinsinden büyük miktarlarda borçlanmasını önlemeye çalışabilir,
- Yabancı fonların girişini yavaşlatmak üzere sermaye kontrolleri getirebilir,

- Sermaye girişlerinin parasal ve enflasyonist etkilerini dengelemek üzere sterilizasyon yönünde müdahale edilebilir. Bankaların marjinal rezerv gerekliliklerini artırma, kamu sektör mevduatlarını merkez bankasına aktarma, merkez bankası adına sterilize müdahalesi gibi mekanizmalar kullanılabilir.

## V. SONUÇ

Ekonomi politikaları, ekonomik değişkenlerin olumsuz seyir göstermeye başlamasıyla ele alınır, uygulamaya konur. Bu olumsuzluk ekonomik, toplumsal ve siyasi olarak karşı durulamayacak bir boyuta ulaştığında ya da bir başka ekonomik değişkeni olumsuz yönde etkilemeye başladığında ortadan kaldırılmaya, tersine çevrilmeye çalışılır. Bu noktada, politikanın biçimlendirilmesi sürecinde ele alınan dinamikler ve değişkenler önem kazanır. Olumsuzluğu –istikrarsızlık, dalgalanmalar, kriz, yapısal sorun- ortaya çıkaran dinamiklerin etkilerinin çözülebilmesi için uygulanacak politikaların nihayetinde fayda ve maliyet üreteceği açıktır. Siyasi irade, kendi siyasi dönem parametreleri ile politikaların farklı dönemlerde üreteceği fayda ve maliyetleri göz önüne alarak politikayı biçimlendirerek uygulamaya geçer. Bir diğer önemli unsur, politikaların başarıyla sonuç verebilmesini sağlayacak temel yapı ve kurumların var olması ve olumlu sonuçlar üretecek biçimde işliyor oluşudur. Örneğin dış piyasalarda rekabet edebilecek bir üretim düzeyine ulaşamamış bir ekonominin dışa açılması kısa dönemli olumsuzlukları beraberinde getirir. Özel kesimin yeterli sermaye birikimine sahip olmadığı ekonomilerde özelleştirme girişimleri tekelleşmeye ve bununla ilgili sorunlara yol açar. Sağlam bir yapıya ulaşmamış bankacılık sistemi ve finansal piyasaları olan bir ekonomide denetlenemeyen akımlar spekülative hareketlere dönüşür. Bu noktada önemli olan, olası sonuçların önceden tahmin edilebilmesi ve buna göre politika biçimlendirilmesi ya da uygulamaların orta ve uzun dönemde aşan maliyetlerine karşın kısa dönemli faydaları için tercih edilmemesidir.

Ekonomi politikaları biçimlenirken ve uygulanırken iç dinamiklerle birlikte dış dinamikler de önemlidir. 1980'lerle birlikte dış konjonktürde meydana gelen değişimler liberalizmin yeni dalgasına belirlenir olmuştur. Dolayısıyla bu tarihten sonra ülkeler ekonominin her alanında düzenleme-dışı rotaya girmişlerdir. Ancak politika belirlenişindeki temel hatalar sonraki dönemleri olumsuz etkilemiştir. Ekonomilerin üretim-ticaret-finans yapıları tam olarak göz önüne alınmadan “şok terapi” anlayışıyla uygulanan politikalar ekonomilerin temel dinamiklerini sarsmış, bu dinamiklerin yeni düzene adaptasyonu sırasında dinamikler yerine oturuncaya kadar oldukça büyük maliyetler ortaya çıkmıştır. Ayrıca uygulamalar için gerekli olan altyapının ve yeni düzen için gerekli olan yeni ilişki biçimlerinin/kurumların/yasal düzeniğin hazırlanmadan, deneme-yenilme anlayışıyla

biçimlendirilen politikaların yaratmış oldukları maliyetler sürdürülemez boyutlara ulaştığında ekonomilerin düzenlenmesi gerekliliği yeniden ortaya çıkmıştır.

Serbest piyasa ekonomisine hızla geçişin önerilmesi, savunulması, uygulattırılması, ama ardından ortaya çıkan sorunların sonrasında farklı araçlar ve anlayışla da olsa yeniden düzenlemeye geçilmesi nihayetinde dönem içinde ortaya çıkmış olan maliyetlerin gereksiz yere katlanılmak zorunda kalınan maliyetler olduğu anlamına gelir. Bu nedenle, gerek yarattığı insani maliyetler olsun, gerek toplumsal yapıda yol açtığı değişiklikler olsun, gerekse de ekonominin dinamiklerinde meydana getirdiği dönüşümlerle yarattığı belirsizlikler olsun politikaların ülke gerçekliklerine göre biçimlenmesi gerekir. “Tek model herkese uyar” anlayışıyla belirlenen politikaların dinamikleri sarsma ve denge oluşuncaya kadar boşlukları dolduramama potansiyeli yıllardır bu anlayışla uygulanan politikaların sonuçları değerlendirildiğinde belirgin biçimde görülmektedir.

## YARARLANILAN KAYNAKLAR

- [1] Freitas, M.C.P. & Prates, D.M. (2000). Financial Openness: the experience of Argentina, Brazil and Mexico. *CEPAL Review*, No: 70, 55-72
- [2] World Bank. (1989). *Financial Systems and Development*. New York: Oxford University Press.
- [3] Wyplosz, C. (2001). How Risky is Financial Liberalization in the Developing Countries? *UNCTAD/G-24 Discussion Paper Series*, No: 14. New York: United Nations Publications.
- [4] Prasad, E.; Rogoff, K.; Wei, S.J. & Köse, M.A. (2003). Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence. *IMF Discussion Papers*, No: 220, Washington: International Monetary Fund Press.
- [5] Agenor, P.R. & Montiel, P.J. (1996). *Development Macroeconomics*, Princeton: Princeton University Press
- [6] Berg, J. & Taylor, L. (2000). External Liberalization, Economic Performance and Social Policy. *CEPA*, WP no 12, February.
- [7] Sundarajan, V. (1993). The Interaction Between Monetary Control and Financial Sector Reform. *Coordinating Stabilization and Structural Reform*. (Edt.: Barth, R.). Washington: IMF.
- [8] Akyüz, Y. (1992). On Financial Deepening and Efficiency. *UNCTAD Discussion Papers*, No: 43, February. New York: United Nations Publications.
- [9] Zecchini, S. (1997). Transition Approaches in Retrospect. *Lessons from the Economic Transition, Central and*

- Eastern Europe in the 1990s*. Norwell: Kluwer Academic Publishers.
- [10] World Bank. (1985). *International Capital and Economic Development*. New York: Oxford University Press.
- [11] Swoboda, A.K. (2000). Beyond Bretton Woods: What International and Financial System for the 21st Century? (Edts.: Ocampo, J.A.; Zamagni, S.; Ffrench-Davis, R. & Pietrobelli, C.). *Financial Globalization and the Emerging Economies*. Santiago: ECLAC.
- [12] Yeldan, E. (1997). Financial Liberalization and Fiscal Repression in Turkey: Policy Analysis in a CGE Model With Financial Markets. *Journal of Policy Modeling*, 19(1), 79-117.
- [13] Corbo, V. & de Mello, J. (1987). Lessons from the Southern Cone Policy Reforms. *Research Observer*, 2(2), July, 111-142
- [14] Edwards, S.; Steiner, R. & Losada, F. (1996). Capital Inflows, the Real Exchange Rate and the Mexican Crisis of 1994. (Edts.: Sautter, H. & Schinke, R.). *Stabilization and Reforms in Latin America: Where do we stand?* Vervuert, Iberoamericana: Göttingen Studien zur Entwicklungsökonomik.
- [15] Hesse, H. & Heikamp, A. (1996). Problems of Monetary Policy in Latin America. (Edts.: Sautter, H. & Schinke, R.). *Stabilization and Reforms in Latin America: Where do we stand?* Vervuert, Iberoamericana: Göttingen Studien zur Entwicklungsökonomik. 151-176.
- [16] Corbo, V. & Hernandez, L. (1996). Macroeconomic Adjustment to Capital Flows: Lessons from recent Latin American and East Asian experience. *World Bank Research Observer*, 11(1), 61-85.
- [17] Naim, M. (1999). Fads and Fashion in Economic Reforms: Washington Consensus or Washington Confusion? *Working draft of a paper prepared for the IMF conference on Second Generation Reforms*, Washington D.C., 1-18.
- [18] Sakakibara, E. (1999). From the Washington Consensus to the New International Financial Architecture. (Eds.: Gruen, D. & Gower, L.) *Capital Flows and The International Financial System*. Paper Provided by Reserve Bank of Australia in its series RBA Annual Conference, 181-188.
- [19] Mehmet, O. (1999). *Westernizing The Third World, the Eurocentricity of Economic Development Theories*. New York: Routledge.
- [20] Feldstein, M. (2002). Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies: Overview of Prevention and Management. *NBER Working Paper*, Series 8837, March.
- [21] Rao, M. (1998). *Development in a Time of Globalization*. Amherst: Political Economy Research Institute, University of Massachusetts.
- [22] Velasco, A. (2000). Exchange-Rate Policies for Developing Countries: What have we learned? What do we still not know? *UNCTAD, G-24 Discussion Paper Series*, no: 5, June. New York: United Nations Publications.
- [23] Wolfson, M.H. (2000). Neoliberalism and International Financial Instability. *Review of Radical Political Economics*, 32(3), 369-378.
- [24] Campanella, M.L. (1993). The Effects of Globalization and Turbulence on Policy-Making Processes. *Government and Opposition*, 28(2), 190-205.
- [25] Calomiris, C.W. (2000). When Will Economic Guide IMF and World Bank Reforms? *Cato Journal*, 20(1), Spring/Summer, 85-103.
- [26] Ocampo, J.A. (2000). A Broad Agenda for International Financial Reform. (Edts.: Ocampo, J.A.; Zamagni, S.; Ffrench-Davis, R. & Pietrobelli, C.). *Financial Globalization and the Emerging Economies*. Santiago: CEPAL-ECLAC, 41-62.
- [27] Williamson, J. (1999). Implications of the East Asian Crisis for Debt Management. *Draft for a conference on External Debt Management*, Kovalam, India, January.
- [28] Stiglitz, J. (1998). Knowledge for Development: Economic Science, Economic Policy and Economic Advice. *Address to the World Bank's 10<sup>th</sup> Annual Bank Conference on Development Economics*, Washington D.C., April, 7-20.
- [29] Ocampo, J.A. (2000). Where Do We Stand? (Edts.: Ocampo, J.A.; Zamagni, S.; Ffrench-Davis, R. & Pietrobelli, C.). *Financial Globalization and the Emerging Economies*. Santiago: CEPAL-ECLAC, 13-18.
- [30] Higgott, R. & Phillips, N. (1999). The Limits of Global Liberalization: Lessons from Asia and Latin America. *Center for the Study of Globalisation and Regionalisation*, Working Paper no 22/98, University of Warwick, January.
- [31] Edwards, S. (1998). Capital Inflows into Latin America: a stop-go story? *NBER WP* 6441.

**Zeki İlker GÖRENEL** (zekigorenel@hotmail.com) graduated from Marmara University, Department of Economics in 1994. Got MA Degree from Marmara University, Institution of Social Science, Field of Economics, Programme of Economic Policy with the thesis 'Macroeconomic Populism, Latin American Countries and Turkey' in 1998. Got PhD Degree from Marmara University, Institution of Social Science, Field of Economics, Programme of Economic Policy with the thesis 'Economic Approaches of Twentieth Century, The Transformation-Conversion of the Approaches and Their Economic Impacts' in 2004. He has worked as an assistant in Marmara University, Department of Economics since 1996.