

Prof. Joseph E. Stiglitz

Nobel Ekonomi ödülü sahibi olan Prof. Joseph E. Stiglitz, Roosevelt Enstitüsü'nün Baş Ekonomisti ve Columbia Üniversitesi'nde ders vermektedir. Adam S. Hersh, Roosevelt Enstitüsü'nde Kıdemli Ekonomist ve Columbia Üniversitesi'nin Politik Diyalog Girişimi'nde misafir öğretim üyesi olarak görev yapmaktadır.

Gelişen ülkelerin sermaye musluğu kapanıyor

Uluslararası bankalar gelişmekte olan ülkelere verdiği kredileri 2015 yılında 800 milyar dolar azalttı. Bu boyutta sermaye çıkışlarının muhtemelen pek çok olumsuz etkisi olacak. Para birimleri güçsüzleşecek, rezervler tükenecek ve hisse ve diğer varlık fiyatlarında da düşüş yaşanacak.

Gelişmekte olan ülkelerde bu yıl ciddi bir yavaşlama var. Birleşmiş Milletler'in Dünya Ekonomik Durum ve Tahminleri 2016 raporuna göre bu yıl büyümeleri ortalama sadece % 3.8 olacak. Bu oran 2009 finansal krizinden bu yana en düşük hız ve bu yüzyıl boyunca sadece resesyon yaşanan 2001'de görüldü. Ve şunu göz önünde bulundurmak çok önemli; Çin'in yavaşlaması, Rusya ve Brezilya'da yaşanan derin resesyonlar büyümedeki geniş bir düşme halinin sadece bir kısmını açıklıyor.

Çin'in (ana metallere olan küresel talebin neredeyse yarısını oluşturmasıyla) doğal kaynaklara olan talebinin fiyatlarda keskin düşüşlere yol açtığı, bunun da Latin Amerika ve Afrika'da birçok gelişmekte olan ekonomiyi vurduğu doğru. Birleşmiş Milletler raporunda 29 ekonominin Çin'in yavaşlamasından kötü etkileneceğinin çok muhtemel olduğunu belirtiyor. Ve Temmuz 2014'ten bu yana küresel petrol fiyatlarının yüzde 60'dan fazla düşmüş olması petrol ihraç eden ekonomilerin büyüme tahminlerini daha da düşürdü. Fakat asıl endişe sadece emtia fiyatlarının düşüyor olması değil.

Sermaye akışları tersine dönmeye başladı

Ciddi bir sermaye kaçışı olduğunu görüyoruz. 2009-2014 yılları arasında gelişmekte olan ülkeler, kısmen gelişmiş ülkelerdeki parasal genişlemelerin faizleri sıfıra itmesi sonucu, toplamda 2.2 trilyon dolar sermaye çektiler. Daha yüksek getiri arayışındaki yatırımcı ve spekülatörler, para girişlerinin kaldıracı yükselttiği, varlık fiyatlarını desteklediği ve bazı durumlarda emtia fiyat patlamalarına yol açtığı gelişmekte olan ülkelere kaydılar. Örneğin Mumbai, Johannesburg, São Paulo ve Shanghay borsalarının toplam piyasa değeri finansal krizden bu yana neredeyse üç katına çıktı. Gelişmekte olan

Gelişmekte olan ülkeler döngüsel sermaye çıkışı gibi bir zorlukla ilk kez karşılaşmıyor, fakat bu sefer çıkan sermayenin boyutları çok büyük. Asya finansal krizi süresince Doğu Asya ekonomilerinden 1997 yılında çıkan net sermayenin toplamı sadece 12 milyar dolardı.

ülkelerdeki hisse piyasaları da bu süreçte muazzam artışlara sahne oldu. Fakat şimdi sermaye akışları, 2006'dan bu yana ilk kez tersine dönmeye başladı. Sadece 2015'te çıkan sermaye 600 milyar doları geçti. Bu altı yılda çektikleri sermayenin dörtte birinden fazlası. Kaçışın büyük bir çoğunluğu bankacılık kanalları aracılığıyla oldu. Uluslararası bankalar gelişmekte olan ülkelere verdiği kredileri 2015 yılında 800 milyar dolar azalttı. Bu boyutta sermaye çıkışlarının muhtemelen pek çok olumsuz etkisi olacak: Likidite kurayacak, borçlanma ve borç hizmetlerinin maliyeti artacak, para birimleri güçsüzleşecek, rezervler tükenecek ve nihayetinde hisse ve diğer varlık fiyatlarında da düşüş yaşanacak. Reel ekonomiye çok büyük bir zincirleme etki yaratacak. Bu sermaye çıkışları, gelişmekte olan ülkelerin büyüme görünümlerine de ciddi şekilde zarar verecek.

Gelişmekte olan ülkeler döngüsel sermaye çıkışı gibi bir zorlukla ilk kez karşılaşmıyor, fakat bu sefer çıkan sermayenin boyutları çok büyük. Asya finansal krizi süresince Doğu Asya ekonomilerinden 1997 yılında çıkan net sermayenin toplamı sade 12 milyar dolardı.

Tabii ki Doğu Asya ekonomileri bugün 1997 finansal krizinden bu yana uluslararası rezervlerinin birikimine bakıldığında, bu gibi sermaye çıkışlarına karşı daha dayanıklı. Asya finansal krizinden bu yana küresel rezervler üç katını aştı. Örneğin Çin 2015 yılında sermaye çıkışlarıyla mücadele etmek ve Yuan'ın hızlı değer kaybını engellemek için rezervlerinin neredeyse 500 milyar dolarını kullandı; fakat hala 3 trilyon dolardan fazla rezervi var.

Bu rezerv yığını aslında kısmen büyük sermaye çıkışlarının tam bir finansal krize yol açmamış olmasının sebebi. Fakat tüm ekonomiler böyle bir cephaneye sahip olacak kadar şanslı değil.

Peki şimdi ne yapmalılar?

Bir kez daha belirtelim, kısa vadeli sermaye akışlarının durdurmak için sermayenin serbest dolaşımını savunanların yanıldığı kanıtlandı. Birçok gelişmekte olan ülke tehlikeyi farketti ve sermaye girişlerini azaltmaya çalıştı. Örneğin Kore, 2010'dan bu yana bir dizi makro tedbirli önlemler kullanıyor. Amacı da döngüsel sınırlararası bankacılık sektörü yükümlülüklerini ılıman hale getirmek. Bu önlemler yukarıdaki veriden de görüldüğü gibi, sadece kısmen başarılı olabiliyor. Peki şimdi ne yapmalılar?

Gelişmekte olan ülkelerdeki kurumsal sektörler, 2008 sonrası dönemde sermaye girişleriyle borçlanma oranlarını yükselttiler ve bilhassa kırılganlar. Sermaye çıkışları hisse fiyatlarını olumsuz etkileyecek ve borç hisse oranlarını yükseltecek, iflas ihtimallerini artıracak. Özellikle yüksek emtia fiyatlarının devam edeceğini düşünerek şirketlerin yoğun olarak borçlandığı emtia ihracatçısı gelişen ekonomilerde sorun çok daha ciddi.

Birçok gelişmekte olan ülke hükümeti önceki krizlerden ders çıkarma dersinden kaldılar. Düzenlemeler yapmalı, vergi sınırlandırmaları koymalı ve döviz kuruna maruz kalmaktan engelleyici önlemler almalılardı. Şimdi hükümetler bu maruziyetlerden kaçınmak için hızla eyleme geçmeli. Hızlandırılmış borç dostu iflas prosedürleri hızla yeniden yapılanma sağlayabilir, ve borçların tekrar pazarlık konusu olması için bir çerçeve sağlayabilir.

Gelişen ülke hükümetleri bu gibi borçların GSYH bağlantılı veya diğer indeksli tahvillere dönüştürülmesini teşvik etmeli. Rezervi olup dış borcu yüksek olan ülkeler, düşen tahvil fiyatlarından faydalanarak ülke borçlarını geri satın almayı değerlendirmeli.

Rezervler yastık görevi görebilse de…

Rezervler sermaye çıkışlarının etkilerini azaltacak bir yastık görevi görebilse de çoğu durumda yeterli olmayacak. Gelişmekte olan ülkeler sermaye çıkışlarını engellemek için yükselen faiz oranlarının cazibesine karşı dayanıklı olmalı. Tarih boyunca faiz artışları çok büyük bir etki göstermedi. Aslında ekonomik büyümeyi vurdukları için, ülkelerin dış borçlarını ödeme kabiliyetlerini daha da azaltacak olan daha yüksek faiz oranları, kendi amacına zarar verir. Makro ihtiyadi önlemler sermaye çıkışlarını engelleyebilir veya geciktirebilir, fakat bu önlemler de yetersiz kalabilir.

Bazı durumlarda, sermaye çıkışlarını engellemek için seçmeli, hedeflenmiş ve zaman kısıtlamalı sermaye kontrolleri koymak gerekebilir, özellikle de bankacılık kanalından gerçekleşen çıkışlara. Bu örneğin bankaların gelişmiş ülkelerdeki ana şirketleriyle sermaye transferlerini kısıtlayabilir. Malezya'da 1997 yılındaki başarılı örneğin ardından, gelişmekte olan ülkeler sermaye akışları ve döviz kurlarını dengelemek için geçici olarak tüm sermaye çıkışlarını durdurabilir. Bu belki de birçok gelişmekte olan ülke için yıkıcı bir finansal krizi engellemenin tek yolu. Ve hızlı harekete geçmeleri çok önemli.

***Not:** Yazıda yer alan ifadeler Birleşmiş Milletler veya üye ülkelerin fikirlerini temsil etmemektedir. Joseph E. Stiglitz, köşesini Hamid Rashid ile yazmıştır.*

Telif hakkı: Project Syndicate, 2016. **www.project-syndicate.org**