

Özet

DÜNYA BÜYÜME HIZI YAVAŞLIYOR ve mali piyasalar, gelişmekte olan ülkelerin karşı karşıya bulunduğu finansman şartlarında yeni bir dönemece girileceği işaretini veriyorlar.

2001-02 yılları arasındaki ani kısıtlamalardan ötürü ortaya çıkan durumdan sonra toparlanan özel kaynaklı akış, pek çok küresel finansal dalgalanmalara göğüs germiş ve küresel parasal bağlamda, çeşitli kısıtlama ve rahatlatma dönemlerinden geçerek, 2005 yılı değerlerinden yüzde 17 artarak, 2006 yılında rekor seviye olan 647 milyar dolara ulaşmıştır. Toplam sermaye akışında, resmi alacaklılardan alınan borç dahil olmak üzere, 2005-06 döneminde, Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'nın (GSYİH) yüzde 5'i olmak üzere - ki bu değer 1995-97 döneminde, Doğu Asya krizi öncesi ulaşılan yüzde 5,25 değerinin az altıdır - istikrar sağlanmıştır.

Gelişmekte olan ülkeler, dünya üretim ve ticaret büyüme oranının içinde büyük paya sahip olmuşlardır ve bu gerçek, uluslararası yatırımcılar arasında gittikçe kabul görmektedir. Bu ülkelerin ekonomileri 2006'da yüzde 7'den fazla büyümüş olmakla birlikte, bu oran, yüksek gelirli ülkelerin büyüme oranı olan yüzde 3'ün iki katından fazladır. Büyüme, özellikle, üretimin yüzde 10,7 arttığı Çin'de ve yüzde 9,2 arttığı Hindistan'da bariz şekilde ortaya çıkmıştır. Ancak, bu güçlü performansın geniş temeller üzerinde gerçekleşmiş olduğu, bütün gelişmekte olan bölgelerin en az yüzde 5 büyüdüğü gözönünde bulundurulursa, ortaya çıkacaktır. Petrol ithalatı yapan gelişmekte olan ülkeler bile, yüksek petrol fiyatlarına rağmen, yüzde 5 gibi sağlam bir oranda büyümüşlerdir.

Gelişmekte olan ülkelerin çoğu, lehlerine olan dış şartlardan yararlanarak, finansal karışıklıklara ve sermaye akışındaki ters dönmelere olan hassasiyeti azaltıcı yerel politikaları uygulamaya koymuşlardır. Örnek olarak, ülkeler dış borçlarını hafifletmiş, borç vade sürelerini uzatmışlardır. Birçoğu, yüklü miktardaki borçlarını, bol miktardaki döviz rezervlerini kullanarak geri satın almış, halihazırda olan borçlarını kendi lehlerine olarak yeniden finans etmişlerdir. Hükümetlerin dışardan borç almak yerine, genellikle yerel kur üzerinden iç borç alma yolunu seçmeleri suretiyle, bağımsız borç piyasası gözle görülür biçimde değişmiştir. Alacaklıların, gelişmekte olan ülkelerin borçlularının kredi itibarı hakkındaki olumlu görüşlerinin devam ettiği, yeni ortaya çıkan piyasa tahvilleri ve banka kredilerindeki alış satış fiyat fark aralığının rekor derecede daralmasında gözlemlenebilir.

Bu önlemlerle, çoğu gelişmekte olan ülke, uluslararası kredi çevrelerindeki değişikliklerden doğan orta ölçekli sarsıntılarla başedebilme becerisini arttırmıştır. Buna rağmen, finansal piyasaların "yüzebilme" özelliği, yavaşlayan büyüme oranları ve askeri harcamalarda kısıtlamaya gitme eğilimi, dikkat edilmesi gereken hususlardır. Özellikle, bu rapordaki temel tahminlerde tarif edilen daha yavaş, fakat daha istikrarlı büyüme rakamlarına pürüzsüz geçişin gerçekleşmesi en olası sonuç görünse de, bu dönüm noktaları riskli özellik taşır. ABD emlak sektörü düzeltme sürecinin ne kadar başka sektörlere etki edeceği, ekonomilerinde fazla hareketlilik gözlemlenen gelişmekte olan ülkelerin ne ölçüde enflasyonu kontrol altında tutabilecekleri, ayrıca hesaplardaki dengesizlikleri ne kadar

azaltabilecekleri, ve finansal piyasaların uzun vadeli risklere karşı şu andaki merhametli yaklaşımının ne kadar süre devam edeceği gibi faktörler, belirsizlik unsurları olup, daha yavaş büyüme oranları yönünde daha ani ve yıkıcı düzenlemelere zemin hazırlayabilirler.

2006'daki güçlü büyüme rakamları muhtemelen dönemsel zirve değerlerini temsil etmektedir.

Küresel GSYİH, bugünkü büyüme değerlerinin hafifleme işaretlerinin varlığına rağmen, 2006'da yüzde 4 büyüme kaydetmiştir. Sıkılaştıran mali politikalar, bir çok ülkede yeni ortaya çıkan kapasite kısıtlamaları ve genel anlamda vadesini tamamlayan yatırım dönemi, senenin sonuna doğru, yüksek gelir seviyesindeki ülkeler ve Çin'de endüstriyel üretim alanında yavaşlamaya katkıda bulunmuştur. Amerika Birleşik Devletleri'nde daha belirgin bir şekilde gözle görülen yavaşlama, bazı ana gerginliklerin hafiflemesine sebep olmuştur. ABD emlak fiyatları, ülkenin bazı bölgelerinde durgunlaşmış veya düşmüş, fakat bu düşüş (henüz) ani bir satış dalgasına yol açmamıştır. Aynı zamanda, ABD tasarruf oranları yavaşça artmış, cari hesap açığı, 2006 yılının son çeyreğinde, GSYİH'nın yüzde 5,9'una kadar gerilemiştir.

Kısa ve uzun vadeli uluslararası faiz oranları, politik hareketlere ve piyasa tarafından yönlendirilen uzun vade risk revalüasyonlarına yanıt olarak artarken, risk primleri, özellikle düşük faiz üzerinden olan değerlerde, son aylarda artmıştır. Ticari eşya fiyatları da, petrol fiyatlarındaki 2006 yılının ortasında erişilen yüksek rakamlardan sonra oluşan rahatlamayla ve fiyatı en hızlı artmış metallere ikisi olan bakır ve çinko fiyatlarının düşmesiyle, dönemsel zirve noktasına ulaşmanın işaretlerini

vermektedir. Sonuç olarak, daha yavaş büyüme oranlarına geçişin oldukça pürüzsüz olması beklenmektedir. Gelişmekte olan ülke ekonomilerinin büyüme hızının zamanla yavaşlayacağı, oranın 2006'daki yüzde 7,3 değerinden 2009'da yüzde 6'ya gerileyeceği, bütün bölgelerin hızının yavaşlamasına rağmen, güçlü sonuçlar kaydetmeye devam edecekleri tahmin edilmektedir. Aynı zamanda, yüksek gelir seviyesindeki ülkelerdeki büyüme oranının 2007 yılında hafifleyeceği (asıl olarak ABD büyüme oranının yavaşlayacağı), daha sonra Amerika Birleşik Devletleri'nin toparlanması ve Japonya ve Avrupa ekonomilerinin potansiyel oranlarına yakın büyümeye devam etmesi suretiyle, 2008 ve 2009'da güçleneceği öngörülmektedir.

Sermaye akışındaki büyümede özsermaye finansmanı etkiliyken, özel kaynaklar resmi kaynakları gölgelemiştir.

Sermaye akışının yapısındaki borç finansmanından öz sermaye finansmanına, resmi kaynaklardan özel kaynaklara olan önceden bildirilen kayış devam etmektedir. Özsermaye akışı, 2004'teki üçte iki oranından hem portföy özsermayesindeki hem de doğrudan yabancı yatırımdaki yüksek kazançların yardımıyla, 2006'da sermaye akışının neredeyse dörtte üçünü oluşturarak toplamda 419 milyar dolara ulaşmıştır. Yeni ortaya çıkan piyasalardaki hisse senedi fiyatları, gelişmiş piyasaları yüksek oranda geride bırakmış, aynı zamanda gelişmiş piyasalardakinden daha büyük dalgalanmalara sahne olmuştur. Dünya çapında doğrudan yabancı yatırım girişi 2006'da 1,2 trilyon dolara ulaşmış, bunun dörtte bir miktarı (325 milyar dolar) gelişmekte olan ülkelere gitmiştir.

Son iki yıl zarfında, uluslararası finans kurumları ve Paris Klübü alacaklıları dahilindeki diğer resmi kaynaklardan olan net borçlanma oranları birden düşüş gösterirken, özel borçlanma oranları hızla yükselmiştir. Bir çok ülke bol döviz kaynaklarını, resmi alacaklılara olan borçlarını ödemek ve özel kaynaklardan lehlerine şartlarda borç alabilmek için kullanmışlardır. Paris Klübü ve çok yönlü kuruluşlara (özellikle Uluslararası Para Fonu) olan anapara ödemeleri, harcamaları 2005-06'da yaklaşık 146 milyar dolar geçerken, net özel borçlanma akışı 432 milyar doları bulmuştur. G-7 maliye bakanlarının 2007 Şubat'ındaki toplantısında vurgulandığı üzere, düşük gelir seviyesindeki ülkelerdeki yerel ve bölgesel tahvil piyasalarının gelişimi, temel mali yapıyı geliştirecek ve ek finansman kaynağı sağlayacak potansiyele sahiptir. Kenya, Nijerya ve Zambiya ve diğer yerlerdeki yerel tahvil piyasaları, çoktan yabancı yatırımcıların ilgisini çekmiştir. Yabancı yatırımcıların bu piyasalardaki teklifleri belirgin potansiyel yararlar getirirse de, yatırımcı yapısının çeşitlenmesi ve akışkanlığın artması özellikle bu piyasaların yabancı yatırımcılar tarafından hakimlik kurulan bölümlerinde, yatırımcıların hissiyatlarındaki ani değişikliklere duyulabilecek hassasiyet nedeniyle, yeni riskler ortaya çıkarmaktadır. Kuruluş, yönetim ve ekonomi politikalarının iyileştirilmesindeki ilerleme, gelişmekte olan ülkelerin bu riskleri nasıl yönettikleri üzerinde etkili olacaktır. Bu ülkelerin dahili ve harici sarsıntılara olan yoğun hassaslığı göz önünde bulundurulursa, hükümetlerin veri toplama ve yabancı yatırım akışını daha iyi gözlemeleme üzerine olan

yöntemlerini geliştirmeleri tavsiye edilmektedir.

Şirket maliyesinin küreselleşmesi, gelişmekte olan ülkelere belirgin yararlar vaat etmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerdeki şirket maliyesinin küreselleşmesi uzun yıllar süren sürecin sonunda, özellikle 2002'den bu yana olan dönemde, hükümetler sermaye kontrollerini yenilendirdikçe ve uluslararası portföy yöneticilerinin kazançları yeni ortaya çıkan anonim şirket tahvilleri ile çeşitlendirdikçe, hız kazanmıştır. Bu değişikliklerle birlikte, gelişmekte olan ülkelerde daha fazla şirket, finansman kaynaklarını arttırmak için, daha uzun vadeli borçlanarak ve risk yönetimlerini yararlılığı kanıtlanmış finansman araçları kullanmak suretiyle geliştirerek dünya sermaye piyasalarına girmiştir. Özel sektör kuruluşları, toplam banka kaynaklı borçlanmanın yüzde 60'ini ve 2002-06 döneminde yeni sunulan tahvillerin yüzde 75'ini oluşturmak suretiyle, bu artışın gerisinde kalmıştır. Finansal kuruluşlar, özellikle Hindistan, Kazakistan, Rusya Federasyonu ve Türkiye'deki ticari bankalar, bu olası büyük yabancı kaynaklı kredi patlamasında, ön sırada yer almaktadır. Bankalar, büyüyen yerel kredi portföylerini tahsisat etmek ve sermaye yeterliliğinin giderek artan şartlarını karşılamak amacıyla, uluslararası borç piyasalarına başvurmuşlardır. Yoğun rekabet baskısı ve yüksek derecede akışkan piyasalarla karşı karşıya kalmış uluslararası bankalar, karpayı aralığını daraltmaya, vadeleri uzatmaya ve kredi standartlarını rahatlatmaya isteklidirler.

Gittikçe artan sayıda şirket, hisse senetlerini sınırötesi önemli dünya piyasalarında satışa çıkarmayı, yabancı yatırımcıların alımsatım işlemlerini

kolaylaştırma ve ileriye yönelik sermaye ihtiyaçlarını karşılayacak kanallar inşa etme yolu olarak görmektedirler. Şirketlerin değeri, çoğunlukla, az gelişmiş yerel sermaye piyasalarını es geçerek, önemli finansal merkezlerin zorunlu kıldığı daha yüksek muhasebe standartları, daha gelişmiş raporlama, beyan etme gibi faaliyetlerle, daha düzenli şirket yönetimine kendilerini adanmalarıyla, artmaktadır. Bu standartlara uymak suretiyle, şirketler, sermaye maliyetlerini azaltabilirler. Ancak, uluslararası sermaye kaynaklarına fazla bel bağlamanın da sakıncaları vardır:

- Yeni ortaya çıkan piyasalardaki kuruluşlar büyüdükçe ve uluslararası operasyonlarını yaygınlaştırdıkça, faiz oranları ve döviz risklerine daha fazla maruz kalmışlardır. Pek çok şirketin, risk yönetiminin geliştirilmesi konusunda önemli adımlar atmasına rağmen, özellikle iki alanda kaygılar devam etmektedir. Birinci olarak, bir çok şirketin artan yen bazlı borçları, döviz hareketleri karşısında yeterince korunaklı olmayabilir. İkinci olarak, bir çok yeni ortaya çıkan piyasalardaki şirketlerde, tüm kuruluş çapında bir risk yönetim altyapısı kurma kapasitesi, az gelişmiş türev piyasaları yüzünden sektöre uğrayabilir, bu da, riskin ölçümü, toplama ve kontrol altında tutulmasını zor kılabilir. Dahası, kredi riski, kredi devrinin o andaki aşamasında, belirgin bir şekilde hafife alınabilir.

- Bankaların dövizle borçlanabilmeleri, bankaların yerel mali sistemlerdeki kritik rolü gözönünde bulundurulursa, yetki organlarının özel ilgisini haklı kılmaktadır. Gelişmekte olan ülke bankaları tarafından gerçekleştirilen dış borçlanma, temeldeki politika ve

düzenleyici altyapılar sağlıklı banka uygulamalarını, sağlam kredi dağıtımını ve uygun risk yönetimini teşvik ettiği takdirde, finansal sektörü derinleştirmek ve modernleştirmeye, yardımcı olabilir. Teftişin sıklıktan uzak olduğu durumlarda, sistem riskleri düşündürücü hale gelebilir – ki, bunlar, çok nadir olarak sadece riskli borçlunun bulunduğu ülkeyle sınırlıdır. Özellikle Avrupa ve Orta Asya'daki geçiş ekonomileri olmak üzere, bir çok ülke, başını, finansal sağlamlık ve dayanıklılıkları testten geçmemiş bankaların çektiği kredi patlamasını tecrübe etmektedirler. Özellikle, Estonya, Macaristan, Kazakistan, Letonya, Litvanya, Rusya ve Ukrayna'da bulunan bu bankalar dövize açılımlarını, finansal istikrarı tehdit edici potansiyele sahip derecelerde arttırmışlardır.

Gelişmekte olan ülkeler ve içlerinde bulunan kuruluşlar için küreselleşmenin yararlarını korumak adına, gelişmekte olan ülkelerin hükümetlerinin, hem makroekonomik, hem de düzenleyici bazda uygun politikalar uygulamaları gerekmektedir. Kuruluş bazında alınan, sınırötesi piyasalarda sermaye arttırımına yönelik kararların temelini piyasa güçleri olması gerekse de, resmi yetkililer, kuruluşların mali sıkıntılarının banka sektörüne kayabileceği, bununla birlikte, sistem riskini arttıracığı durumlara değinmekten, bunlarla ilgilenmekten kaçınmamalıdır. Yetki organları, iki gerçeği gözönünde bulundurmalıdırlar. Birinci olarak, gelişmekte olan ülkelerde bulunan kuruluşların küreselleşmesi kuvvetli piyasa güçleri ve dünya ekonomisinin geniş anlamda küreselleşmesinden bağımsız olmayan eğilimler tarafından

yönlendirilir. Bu, süregelen, dünyasal, yatışması olası görünmeyen bir eğilimdir. Herşey düşünüldüğünde, bu, yetki ve yürütme organlarının sürekli desteğini hakeden olumlu bir eğilimdir. İkinci olarak ise, hükümetler kısa dönemli dalgalanma ve risk yönetimini gözaltında bulundurmaldırlar. Piyasa kaynaklı döviz kurları, daha yüksek seviyedeki şirket şeffaflığı ve bunun yanısıra, bankaların yabancı kaynaklı borçlanmasının hükümet tarafından düzenlenmesi, aşırı yabancı kaynaklı borçlanma ve finansal sıkıntı riskinin azaltılması için gereklidir.

Uluslararası finans kurumları, çok ülkeli kurumlar (özellikle menkul kıymetler ve muhasebe alanındakiler) endüstriyel dünyanın mali piyasalarına erişimi düzenleyen açık ve tutarlı kurallar koyabilirler. Ulusal ve bölgesel bazdaki menkul kıymetler düzenlemeleri, değişik standartlar, kurallar ve sistemleri benimser. Şirketler için, çoğul sayıda kurallara uymak, çok masraflı olabilir. Piyasa baskısı ve uluslararası düzenleyicilerin faaliyetleri, özellikle muhasebe kurallarında olmak üzere, belli alanlarda biraraya getirme görevini üstlenmiş, fakat sınırlar ötesi takdim ve satış işlemlerinde denge ihtiyacı, resmi düzenlemelerle piyasa teşvikleri arasında olmak üzere, var olmaya devam etmektedir. Bunu yapmak, şirket yönetim uygulamaları, beyan etme kuralları, mali muhasebe standartları ve yaptırım mekanizmaları alanlarındaki ulusal düzenlemelerinin düzene koyulması ve kendi aralarındaki uyumun sağlanması konularında daha fazla ilerleme kaydetmeyi gerektirmektedir.

Yardımanın düzenli şekilde arttırılması alanında çok az ilerleme kaydedilmiştir.

Gelişmekte olan ülkelerdeki özel mali işler, yıllardır süregelen güçlü bir eğilimi temsil etse de, bu dalga, bütün kıyılara ulaşmış değildir. Gelişmekte olan ülkelerin tümünün yüzde atmışının (135'in 79'u) 1980 ile 2006 arasında, dış tahvil piyasalarına ulaşımının olmaması ile birlikte; sadece sekiz ülke bunu sıklıkla gerçekleştirmiştir.

Özel borç piyasalarına ulaşım, düşük gelir seviyesindeki ülkelerin çoğu tarafından sağlanamamakta, ayrıca bu ülkelerin bir çoğu, finansman ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla, imtiyazlı kredi ve ödeneklere belirgin biçimde bel bağlamışlardır. 2002 yılında, Monterrey'de düzenlenen Birleşmiş Milletler Gelişme için Finansman Konferansı'nda resmi bağışçılar yaptıkları yeni yardımların miktarını, o zaman planlanan büyük borç yardımını aşkın ve belirlenen miktarın üzerinde olarak arttırma konusunda güvence vermişlerdir. Bağışçı ülkeler, sonrasında, yardımı 10 yıl içinde, özellikle Afrika Sahara Bölgesi'ndeki düşük gelir seviyesindeki ülkelere yönelik olarak, belirgin bir miktarda yaygınlaştırmayı taahhüt etmişlerdir.

2006'da bu amaçlara ulaşmak yönünde az gelişme kaydedilmiştir. Borç yardımı hariçinde, resmi gelişme yardımına ait net ödemelerde önceki üç yıl içinde ortalama yıllık yüzde 16 oranında büyüme görülürken, söz konusu yılda hareket görülmemiştir.

Bir çok yeni yardım bağışçısı ülke, son bir kaç yılda ortaya çıkmıştır. Brezilya, Çin, Hindistan ve Rusya gibi bazı ülkeler gelişme yardımı yaparken, bir yandan da almaktadırlar. Yeni bağışçı ülkelerin yardımları hakkında, bu ülkelerin faaliyetlerinin kapsamlı olarak raporlanmaması nedeniyle, fazla bilgi yoktur. Fakat, yardım gündeminde yeni oyuncuların ortaya çıkması, yardımın,

ihtiyacın en fazla olduğu ve en verimli oacağı yere yönlendirilmesi amacıyla yardım akışının daha iyi gözlemlenmesi ve bağışçılar arasında daha kapsamlı düzenleme yapma ihtiyacını arttırmıştır.

Gelecekteki ayarlamayı yönetmede yararlı politikaların devam ettirilmesi ve uzatılmasına ihtiyaç vardır.

Daha önce hiç gerçekleşmediği kadar, şartlar, devamlı büyüme ve yoksulluğu azaltmayı gerçekleştirmek için sıralanmışlardır. Gelişmekte olan ülkeler, dahilindeki kuruluşların dünyanın başlıca finans merkezlerine ulaşmaya başlamalarının yararını, bu merkezlerin derin ve akışkan finansal kaynakları, geniş yatırımcı temelleri ve modern alım satım platformlarından faydalanarak, görmüşlerdir. Dördüncü ardışık yılda, Afrika Sahara bölgesi ülkeleri dahil olmak üzere, gelişmekte olan ülkelerin büyüme oranları sağlamdır. Düşük gelir seviyesindeki ülkelerin özel borç piyasalarına ulaşımı, son zamanlarda konuşulan borç yardım türlerinin borç yükünü önemli ölçüde azaltması ve kredi itibarını geliştirmesi suretiyle belirgin bir biçimde kolaylaşmıştır. Zor varılan bu noktaların korunmaya değer olduğu aşıkardır.

Bunu yapmanın anahtar şartı, gelişmekte olan ülkelerin büyümesine zemin hazırlayan ve geniş bazda yatırımcı grubunun dikkatini, yeni ortaya çıkan piyasalara çekmeyi başaran sağlam politika ve altyapının devam ettirilmesi ve uzatılmasıdır. 1990'ların başından beri bir çok ülkede yapım halinde olan bu temel gelişmeler, esnek döviz kurları, kurumsal ve düzenleyici kapasitedeki gelişmeyi yansıtmak suretiyle sermaye kontrolünü aşamalı olarak hafifletme ve devlet kuruluşların özelleştirilmesine doğru ilerlemeleri kapsamaktadır. Gelişmekte olan ülkelere dış sarsıntılara

karşı korunma sağlayacak, sağlam düzenlemelere tabi ve akışkan yerel sermaye piyasalarının geliştirilmesi ve yerli bankaların ve diğer düzenlenmiş finansal varlıkların yabancı borçlanmasını sağduyulu bir şekilde düzenlenmesi için ise daha büyük çabalar gerekmektedir. Bu yapısal iyileştirmeler, yeni piyasa kurumlarının ve gelişmekte olan ülkelerin giderek açılan ekonomilerinin verimli makroekonomik yönetimi için gerekli olandırıcı kapasitenin sıralı büyümesine yardımcı olurken, kuruluşların mali sıkıntı ve hassasiyetlerinin olasılığını önemli ölçüde azaltacaktır.

Bu iyileştirmelere ve geliştirmelere rağmen, gelişmekte olan ülkelere olan sermaye akışının dönemsel unsurunun anlamı, yeni ortaya çıkan piyasaya hakim olanlar ve kuruluşların küresel finansmana son zamanlarda arttırılmış ulaşımının tersine dönebileceğidir. Küresel mali piyasaların, küresel iş çemberindeki ekonomik darboğazlar esnasında meydana gelen kötü habelere olan hassasiyeti bilinmekte ve ekonomik veya politik, beklenmedik olaylara karşı ani piyasa tepkisinin gerçekleşme ihtimali gözardı edilmemelidir. Orta gelir seviyesindeki çeşitli gelişmekte olan ülkelerdeki (özellikle Avrupa ve Orta Asya'dakiler) geniş bütçe açıkları ve egzotik yapıdaki finansal ürünlerin işlevi, ayrıca bu ürünlerin yatırımcı güven duygusunda büyük bir dönüşe yol açmaya elverişli olmaları, mevcut manzarayı gölgelendirmektedir.

Bunlar, *Küresel Gelişme Finans'ın* bu yılki baskısındaki konu ve kaygılardır.