



**SERMAYE PİYASASI KURULU
DENETLEME DAİRESİ**

**SPEKÜLATİF SERMAYE HAREKETLERİNİN KONTROLÜ VE
TÜRKİYE İÇİN POLİTİKA ÖNERİLERİ**

YETERLİK ETÜDÜ

**Hüseyin HAS
Uzman Yardımcısı**

**KASIM 2007
İSTANBUL**

YÖNETİCİ ÖZETİ

Finansal serbestleşmenin gerçekleşmesi sonucunda uluslararası sermaye hareketlerinin önünde nerdeyse hiçbir engel kalmamıştır. Bunun sonucunda ülkeler arasında dolaşan sermaye hacmi büyük miktarlara ulaşmıştır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin meydana getirdiği büyük fon birikimi ve büyük işlem hacminin, gelişmekte olan ülke piyasalarına anlık giriş-çıkışlar yapabiliyor olması önemli bir sorun oluşturmuştur. Çünkü, bu giriş-çıkışlar ilgili ülke piyasalarında büyük dalgalanmalar meydana getirmekte, bu dalgalanmalar da finansal krizlerin başlatıcısı olabilmektedir. Bu nedenle bu çalışmada sermaye kontrolleri konusu açıklanmaya ve Türkiye ekonomisi hakkında konu ile ilgili öneriler getirilmeye çalışılmıştır.

Etüd'ün birinci kısmında finansal liberalleşme kavramı tanımlanmıştır. Dünyada yaşanan finansal liberalleşme süreci hakkında bilgi verilmiştir. Daha sonra uluslararası sermaye hareketlerinin tanımı, çeşitleri ve serbestleşmesi anlatılmıştır. Uzun ve kısa vadeli sermaye hareketleri tanımlanmış olup, özellikle sıcak para olarak adlandırılan spekülasyon sermaye hareketleri üzerinde durulmuştur.

Etüd'de daha sonra uluslararası ölçekte gerçekleşen krizler ve bunların spekülasyon hareketleri ile ilişkileri irdelenmiştir. Bu bağlamda, Batı Avrupa'da 1992-1993'te ortaya çıkan Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM) krizi, 1995'teki Meksika krizi, etkilerinin hala sürdüğü konuşulan 1997 Asya krizi ve 1998 Rusya, 1999 Brezilya krizleri ile kısa vadeli spekülasyon sermayenin krizlerde aldığı role değinilmiştir.

Daha sonraki bölümde, sermaye hareketleri kontrollerine ilişkin tartışmalardan söz edilmiştir. Bu bölümde, sermaye kontrollerinin gerekçelerine ve kontrollere karşı argümanlara değinilmiştir. Sermaye kontrolleri doğrudan ve dolaylı kontroller olarak ikiye ayrılıp, bunların da hangi metotlarla uygulanabileceği üzerinde durulmuştur. Etüd'de daha sonra sermaye kontrollerini uygulayan ülkelere değinilmiştir.

Sermaye kontrolü uygulamalarını takip eden bölümde özellikle 1990'lı yıllarda yaşanan global krizlerden sonra öncelikli olarak tartışılmaya başlanan ve kısa vadeli spekülâtif sermaye hareketlerinin hızının yavaşlatılması konusundaki global önerilerin başında gelen Tobin Vergisi tartışılmıştır.

Etüd çalışmasında son olarak, kısa vadeli sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisi ile ilişkisi incelenmiştir. Bu bölümde Türkiye'de yaşanmış olan finansal liberalleşme süreci özetlenmiş ve bu sürecin sonuçları hakkında yorumlara yer verilmiştir. Daha sonra ise kısa vadeli sermaye hareketlerinin Türk ekonomisi üzerindeki etkileri tartışılmış, özellikle spekülâtif sermayenin 1994, 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan krizlerdeki rolü üzerinde durulmuştur. Etüd çalışması Türkiye' de finansal sermaye kontrollerine yönelik politika önerileri ile bitirilmiştir.

İÇİNDEKİLER:

YÖNETİCİ ÖZETİ.....	ii
İÇİNDEKİLER:	iv
I.GİRİŞ.....	1
II. FİNANSAL LİBERALLEŞME SÜRECİ.....	2
II.1. Finansal Liberalleşme Kavramı.....	2
II.2. Uluslararası Sermaye Hareketleri.....	4
II.2.1. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	5
II.2.2. Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri.....	6
II.3. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Serbestleşme Süreci	6
III. SERMAYE HAREKETLERİNİN SERBESTLEŞMESİ VE EKONOMİK KRİZLER	9
III.1. Finansal Krizlerde Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Rolü.....	9
III.2. Dünyada Finansal Krizler ve Spekülatif Sermaye Hareketleri	12
III.2.1. 1992-1993 Yıllarındaki Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM) Krizi ve Spekülasyon	12
III.2.2. 1994 Meksika (Tekila) Krizi.....	12
III.2.3. 1997-1998 Güneydoğu Asya Krizi	13
III.2.4. 1998 Rusya Krizi	15
III.2.5. 1999 Brezilya Krizi.....	15
III.2.6. 2001-2002 Arjantin Krizi.....	16
IV. SERMAYE HAREKETLERİ KONTROLLERİ	17
IV.1. Sermaye Hareketleri Kontrollerinin Gerekçeleri	17
IV.2. Sermaye Hareketleri Kontrolleri İçin Karşıt Gerekçeler	20
IV.3. Sermaye Hareketlerini Kontrol Yolları.....	20
IV.3.1. Doğrudan Kontroller.....	21
IV.3.2. Dolaylı Kontroller.....	21
V. SERMAYE KONTROLÜ UYGULAMALARINDA ÜLKE ÖRNEKLERİ	23
V.1. Şili	23
V.2. Malezya	25
V.3. Brezilya	27

VI. TOBİN VERGİSİ	27
VI.1. Verginin Tanımı.....	27
VI.2. Verginin Amacı ve Kapsamı.....	28
VI.3. Verginin Uygulaması.....	29
VI.4. Vergi Hakkındaki Görüşler.....	31
VI.4.1. Vergiyi Savunan Görüşler	31
VI.4.2. Vergi Karşıtı Görüşler	32
VI.5. Verginin Uygulanabilirliği.....	33
VII. KISA VADELİ SERMAYE AKIMLARI ve TÜRKİYE EKONOMİSİ	34
VII.1. Türkiye’de Finansal Liberalleşme Süreci.....	34
VII.2. Türkiye’de Uygulanan Finansal Liberalleşme Politikalarının Sonuçları	36
VII.3. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Türk Ekonomisine Etkileri	37
VII.4. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Türkiye Krizleri	38
VII.4.1. 1994 Krizi.....	38
VII.4.2. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri	39
VII.5. Türkiye’de Finansal Sermaye Kontrollerine Yönelik Politika Önerileri	41
VIII. SONUÇ	44
KAYNAKÇA	46

I.GİRİŞ

Dünya savaşları arasındaki dönemden çıkarılan ekonomik ders, tamamen serbest pazar ekonomisine dayanan milli ve küresel ekonomik sistemlerin dünyanın ekonomik ve politik kaderini güvence altına alamadığıdır. Bu dönemde serbest ekonomik politikalar uygulayan küresel ekonomi, ekonomik istikrarsızlık ve global ekonomik krizlerle uğraşmak zorunda kalmıştır. II. Dünya Savaşı'ndan sonra uluslararası ekonomik ilişkileri ve işbirliklerini yöneten global ekonomik aktörler Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Dünya Bankası da faaliyette olmasına rağmen, serbest piyasa ekonomisi çok etkin çalışan ülkeler de dâhil olmak üzere, tüm dünya ekonomileri üzerinde ağır kontroller uygulanmaya başlanmıştır. Bu dönemde ülkeler arası ticaretin önemi artsa da, sıkı hükümet kontrolleri yüzünden finansal bütünleşme adına fazla ilerleme kaydedilememiştir.

1945 ile 1971 yılları arasında uygulanan Bretton Woods sabit döviz kuru sistemi terk edildikten sonra global bir ekonomik geri dönüş yaşanmış ve hükümetler ekonomiye yaptıkları müdahaleleri kaldırma yoluna gitmişlerdir. Ekonomi neo-liberallerin görünmez eline bırakılmıştır. "Bırakınız yapsınlar, bırakınız geçsinler" anlayışındaki küresel ekonomik çağda, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomileri büyük bir ilerleme kaydetmişlerdir. Fakat ne yazık ki bu ekonomik performanslar devamlılık gösterememiş, global ekonominin büyüme hızı düşmüş, işsizlik artmış, finansal krizler yaygınlaşmış ve bunların sonucunda ekonomik adaletsizlik ve fakirlik dünya geneline yayılmıştır.

Finansal serbestleşmenin gerçekleşmesi sonucunda uluslararası sermaye hareketlerinin önünde de nerdeyse hiç bir engel kalmadı. Bunun sonucunda ülkeler arasında dolaşan sermaye hacmi büyük miktarlara ulaştı. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin meydana getirdiği büyük fon birikimi ve büyük işlem hacminin, gelişmekte olan ülke piyasalarına anlık giriş-çıkışlar yapabiliyor olması önemli bir sorun oluşturdu. Çünkü bu giriş-çıkışlar ilgili ülke piyasalarında büyük dalgalanmalar meydana getirmekte, bu dalgalanmalar da finansal krizlerin başlatıcısı olabilmekteydi. Nitekim özellikle 90'lı yıllarda ortaya çıkan ekonomik krizlerle (Asya, Rusya, Arjantin krizleri v.b.) sermayenin serbestçe dolaşımı sonucu oluşan sermaye akımlarındaki artışın sağladığı faydalarla birlikte maliyet ve risklerde artışa sebep olabileceği görüldü. Bu nedenle sermaye kontrollerinin reel ekonomi üzerine etkileri ve kontrollerin ekonomik krizlere çözüm olup olamayacağı konuları literatürde tartışılmaya başlandı.

Türkiye'de de kısa vadeli sermaye hareketlerinin etki ettiği krizler görüldü. Ülkemizde de 1994, Kasım 2000 ve Şubat 2001 tarihlerinde yaşanan krizler sonrası kısa vadeli spekülatif sermayenin etkileri ve krizlerde oynadığı rol tartışılmaya başlandı. Bu çalışmada uzun vadeli kalkınma ve büyüme amaçlarına ciddi bir katkısı olmayan kısa vadeli sermayenin, girişte ve çıkışta meydana getirdiği olumsuzlukları azaltmak açısından literatürde getirilen öneriler açıklanmaya çalışılacaktır. Bu bağlamda önce finansal serbestleşme sürecine değinilecek ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin etki ettiği ekonomik krizlerden örnekler verilecektir. Daha sonra sermaye hareketleri için kontrol yolları anlatılacak ve ülke uygulamalarından bahsedilecektir. Çalışmanın son bölümünde ise Türkiye'deki liberalleşme sürecine yer verilecek ve konu hakkında çeşitli öneriler sunulacaktır.

II. FİNANSAL LİBERALLEŞME SÜRECİ

II.1. Finansal Liberalleşme Kavramı

Çağımızda, dünyada yaşanan en önemli olgulardan biri “globalleşme”dir. Globalleşme, “ülkeler arasındaki ekonomik, siyasi, sosyal ilişkilerin yaygınlaşması ve gelişmesi, ideolojik ayrımlara dayalı kutuplaşmaların çözülmesi, farklı toplumsal kültürlerin, inanç ve beklentilerinin daha iyi tanınması, ülkeler arasındaki ilişkilerin yoğunlaşması gibi farklı görünen ancak birbirleriyle bağlantılı olguları içeren, bir anlamda maddi ve manevi değerlerin ve bu değerler çerçevesinde oluşmuş birikimlerin milli sınırları aşarak dünya çapında yayılması” anlamına gelmektedir. Globalleşme, siyasi, ekonomik ve sosyo-kültürel değişimleri kapsayan çok yönlü bir süreçtir (Aktan. 1999:5).

Ekonomik globalleşme ise, teknolojik devrimle birlikte, GATT, WTO ve IMF gibi uluslararası kuruluşların çabalarıyla dünya ekonomisinde sağlanan liberalleşme hareketleri, ülkelerin hızlı ve sürdürülebilir ekonomik kalkınmayı gerçekleştirmede piyasa ekonomisinin önemini kavramaları, uluslararası firmaların sınır-ötesi satış yapma ve maliyeti düşürmek amacıyla daha ucuz kaynak sağlama istekleri gibi faktörlere bağlı olarak ortaya çıkmıştır (Dileyici-Özkıvrak. 2001:2).

Ekonomik globalleşmenin iki boyutu vardır: Global üretim ve global finans. Ekonomik globalleşme süreci öncesinde, mal ve hizmetler ile üretim faktörleri ve teknolojinin ülkeler arasında değişimine dayanan ekonomik sistemde, ulus devletlerin iktisat politikaları, ulusal üretim ve finans sistemleri hâkimdi. Ancak ekonomik globalleşme ile birlikte bir yandan üretim faaliyetinin aşamaları maliyet avantajlarına dayalı olarak çeşitli ülkelere dağılmış, diğer yandan da dünyadaki finans piyasaları Tokyo, Londra, New York gibi bir kaç finans merkezinin kararlarına bağlı hale gelmiştir (Dileyici-Özkıvrak. 2001:2).

Sermaye dolaşımının serbestleşmesi, hacminin artması, hızlanması, yaygınlaşması ve yeni yatırım araçlarının devreye girmesi olarak tanımlanabilecek finansal liberalleşme süreci, 1950’li yıllarda başlamakla birlikte, özellikle teknoloji ve dolayısıyla haberleşme imkânlarındaki gelişmeler sayesinde 1980’lerden itibaren hız kazanmıştır. Sermayenin daha düşük risk altında, daha yüksek kazanç sağlayabilme düşüncesiyle sınır-ötesi alanlara yayılması sonucu ulusal finans piyasaları hızla bütünleşmiştir. Bugün aralarındaki sınırların dünyanın her yerinde tamamen kalkmış olduğunu söylemek tam olarak doğru olmasa da belirsizleşecek kadar aşındığını söylemek mümkündür.

Bretton Woods sisteminin çökmesi ile birlikte 1970’li yıllarda serbest kur sistemi gelişmeye başlamış, liberalleşmenin oldukça geliştiği 1980’li yıllarda ise hükümetler finansal serbestleşmeye imkan tanımışlardır. Bu dönemde, büyük ülke ekonomilerinin dış ödemeler dengesinde bazı sorunlar çıkmış, üçüncü dünya ülkelerinin borçları konusunda banka ve ödünç veren kurumlar yardım etmek için oldukça istekli davranmışlardır (Axford. 1995:108).

1990’lı yılların hemen başında ABD’de tahvil piyasasının yabancılara açılmasını sağlayan “SEC 144 A Yasası”, aynı yıllarda Japonya finansal piyasalarına yabancılara girme serbestliğini sınırlandıran 65 sayılı yasanın yürürlükten kaldırılması ve AB ülkelerinin tüm sınırları kaldırma girişimlerinin finansal piyasaları da kapsıyor olması, küreselleşme olgusuna hız katmıştır (Parasız. 1995:147).

Küreselleşme süreciyle birlikte finansal piyasalarda bazı sorunlar ortaya çıkmıştır. Küresel finansal sistemde yaşanan gelişmelerle birlikte, bir tarafta üretilmiş mal ve hizmetlerin ticaretinin yapıldığı reel ekonomi, diğer tarafta ise para tüccarları ile spekülâtörlerin yer aldığı kumarhane dünyası olmak üzere, ikili bir yapı ortaya çıkmıştır (Axford,1995:108). Çünkü küreselleşme ile birlikte bütün dünyada finansal sektör, sanayinin; rantiyeler de yatırımcıların önüne geçmiştir. Gelir paylaşımında da sermayenin emeğe baskınlığı artmış ve kar payları yükselmiştir (Bal. 1998:99). Bu durum uluslararası adalet ve eşitlik duygularını zedeler hale

gelmiştir. Ayrıca reel ekonomiye katkısı olmayan ve sadece rant gözleyen sermayenin kriz oluşturan türden bir gelişmeye yol açması da mümkündür. Küreselleşmenin finansal piyasalarda meydana getirdiği bu değişikliklerin göz ardı edilmesi de mümkün değildir (Akdiş. 2000:4).

Malî küreselleşme “ulusal finans piyasalarını ayıran sınırların ortadan kalkması, finans piyasalarının çeşitli kontrol ve sınırlamalardan arındırılarak uluslararası rekabete açılması, piyasaların konvertibiliteye sahip olmaları, kurların dalgalanmaya bırakılması, uluslararası sermaye akımlarının artması ve yatırım fonları ile yatırım ortaklıkları gibi yeni kurumsal yatırımların finans piyasalarındaki rollerinin artması” olarak tanımlanabilir (Durusoy. 2000:2).

Özellikle 1980’lerden itibaren hızı artarak devam eden mali küreselleşme süreci sermaye hareketlerinin serbestleşmesini sağlamıştır. Bu dönemde yeni yatırım araçlarının türemesi sermaye hareketlerinin hem hızını hem de hacmini artırmıştır. Bu da yerel sermaye hareketlerinin global sermaye hareketleri karşısındaki önemini azaltmıştır. Küresel sermayenin hacminin artması sermaye sıkıntısı çeken ülkelerin bu sorunlarını kısa vadede giderirken, ülkeye giriş yapan sermayenin reel sektöre aktarılmaması uzun vadede çeşitli problemlere neden olmuştur.

Ulusal ekonomilere yönelen bu malî sermayenin reel sektöre aktarılamamasından başka, ani giriş çıkışlar dolayısıyla ekonomide tahribata yol açabilmesi durumu bulunmaktadır. 1970’lerde, ulusal paraların dönüşüm değerini sabitleyen Bretton Woods sisteminin yıkılıp yerine fiilen dalgalı kur rejimine geçilmesi döviz kuru hareketlerinin ekonomiler üzerinde hissedilmeye başlanmasına neden olmuştur. Haberleşme ve bilgisayar teknolojisindeki gelişmeler ile ulusötesi bankaların pozisyonları, sermayenin dolaşımını kolaylaştırmıştır. Bu durum, bir taraftan paranın bir mal gibi alınıp satılabileceği anlayışını geliştirirken, diğer taraftan döviz alım- satımlarının paranın değerini etkilediği için zararlı olduğu ve bu zararlı etkinin engellenmesi gerektiği fikrini gündeme getirmiştir (Akdiş. 2000:35).

OPEC ülkelerinin 1973 yılında petrol fiyatlarını arttırmaları ile ulusötesi bankalar daha önceki yıllarda görülmeyen oranda büyük bir sermaye akışına aracı olmuşlardır. Petrol fiyatlarının artması ile birlikte petrol ihraç eden ülkelerde fazlalar oluşmuş, petrol ithal eden ülkeler ise banka fonlarına bağlı hale gelmiştir. Bunun bir sonucu olarak 1976- 1980 arası dönemde uluslararası bankaların varlıkları %95 oranında büyümüştür. Tabiatıyla bu durum bize, malî sermayede meydana gelen büyük artışı göstermektedir. Finansal piyasalardaki bu gelişme malî sermayenin ilgili ülkelerin kısıtlamalarına maruz kalmadan kullanılacakları büyük bir hareket imkânına sahip olmasına yol açmıştır (Akdiş. 2000:36).

Dar anlamda liberalleşme, Anne O.Krueger (1986:16)’e göre “var olan kontrollerin tamamen ortadan kaldırılarak ya da daha sınırlayıcı olan kontrollerin yerlerine daha az sınırlayıcı olanları ikame edilerek etkilerinin yok edilmesi ya da azaltılması” şeklindeki politika uygulamalarıdır (Demirci. 2005:46).

Edward S. Shaw (1973:10)’e göre liberalleşme, finansal kaynakların dağılımında piyasaya dayalı bir mekanizmanın kurulması anlamına gelmektedir. Bu şekilde tasarruflar finansal piyasaları genişleterek ve farklılaştırarak ekonomide en iyi şekilde dağıtılmakta, yatırımlar piyasa koşullarında yarışarak, tasarrufların en verimli oldukları alanlarda kullanılmasını sağlamaktadırlar. Oysa serbestleşmenin olmadığı kapalı bir ekonomide tasarruflar, tasarrufların kendi yatırımlarına gitmekte ve sermaye hareketlerine izin verilmediği için de uluslararası alanda en verimli olan yatırımlar kaynak bulunmadığı için kaynakların etkin dağıtımı sağlanamamaktadır (Demirci. 2005:46).

Finansal liberalleşme, finansal piyasalar üzerindeki kontrol mekanizmalarının kaldırılmasına veya hafifletilmesine yönelik olarak uygulanan ekonomi politikaları olarak da tanımlanabilir.

Başka bir tanımlamayla finansal serbestleşme; genellikle hükümetlerin gelişmiş ülkelerin uluslararası finansal faaliyetlerini kendi ülkelerine çekmek için bankacılık finans

sistemi üzerindeki denetim ve kısıtlamaları kaldırdığı veya önemli bir ölçüde azalttığı deregülasyon uygulamalarının bir sonucu olarak gösterilmekte ve ekonomilerin uluslararası sermaye akımlarına açılma süreci olarak ifade edilebilmektedir (Şimşek. 2007:4).

1980'li yıllarda uluslararası sistemde meydana gelen yeniden yapılanmanın bir uzantısı olarak önem kazanan ve çok yönlü bir etkiye sahip küreselleşmenin ekonomik boyutunun bir diğer ayağını oluşturan (birinci ayak üretimin küreselleşmesi) finansal serbestleşme; “ulusal finans piyasalarını ayıran sınırların ortadan kalkması, finans piyasalarının çeşitli kontrol ve sınırlamalardan arındırılarak uluslararası rekabete açılması, piyasaların konvertibiliteye sahip olmaları, kurların dalgalanmaya bırakılması, uluslararası sermaye akımlarının artması ve yatırım fonları ile yatırım ortaklıkları gibi yeni kurumsal yatırımların finans piyasalarındaki rollerinin artması” şeklinde tanımlanmaktadır. Finansal küreselleşme; hem küreselleşmenin bir parçası hem de küreselleşmeyi hızlandıran önemli bir unsur oluşturmaktadır. Nitekim finansal piyasaların bütünleşmesi ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonucunda faiz ve kur dalgalanmalarına imkân tanınması üretimin küreselleşmesinde önemli bir rol oynamaktadır (Şimşek. 2007:8).

Geniş anlamda mali serbestleşme, farklı niteliklere sahip kurumların faaliyetlerini ayıran sınırlamaların, döviz kontrollerinin azaltılması veya kaldırılması, yabancı kuruluşların yerel sisteme girişlerindeki kısıtlamaların azaltılması, yerli sermayenin yabancı piyasalara girebilmelerinin önündeki engellerin kaldırılması, finansal kazançlara uygulanan yüksek vergilerin azaltılması gibi öğeleri içermektedir (Williamson-Mahar. 1998:9).

Sonuç olarak, finansal serbestleşmenin uluslar arası sermaye akımları yolu ile küresel tasarrufların etkin dağılımını sağladığı ve bu nedenle ekonomik büyümeye olumlu etkilerinin bulunduğu ifade edilebilir. Öte yandan, liberalleşme sonrası artan kısa vadeli sermaye hareketleri sebebiyle ekonomilerdeki kırılmanın ve finansal krizlerin bulaşıcılığının arttığı gözlemlenmektedir. Bu da finansal serbestleşmenin global ekonomik istikrarsızlıkları artırıcı yönünün de bulunduğunu göstermektedir.

II.2. Uluslararası Sermaye Hareketleri

Sermaye işlemleri, genelde bir ülkede yerleşik kişi ve kuruluşların, yabancı bir ülkede yaptıkları fiziki yatırımlarla (üretim tesisleri, bina, arazi vs.) sınır ötesine aktarılan mali fonlardan (yabancı tahvil, hisse senedi, hazine bonusu vs alım satımı, yabancı ülke bankalarında vadeli hesap açtırılması vs.) oluşmaktadır. Uluslararası sermaye hareketleri, bir ülkeden diğerine olan yatırımları ve mali akımları kapsamaktadır (Seyidoğlu. 1999:393).

Sermaye hareketlerindeki en önemli aktörler, uluslararası ticaretle uğraşan şirketler, uluslararası yatırımla uğraşan yatırım kuruluşları, bankaların dış finansman bölümleri, bankaların döviz bölümleri, çok yönlü uluslararası finansal kuruluşlar, merkez bankaları ve hükümetlerdir. Uluslararası sermaye akımları, ticari amaçlı özel mali akımları ile kalkınma amaçlı resmi sermaye akımları ve dolaysız yabancı sermaye akımları şeklinde üç ana gruba ayrılabilir. Uluslararası özel sermaye hareketlerinin en belirgin özelliklerinden birisi, bunların uluslararası para ve sermaye piyasalarından ticari koşullarla sağlanmalarıdır (Seyidoğlu. 1999:479).

Neoklasik kurama göre, sermaye hareketlerinin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki gelişmişlik farklarını azaltmaya yönelik etkileri vardır. Gelir seviyesi yüksek ülkelerde yapılan tasarruflar ve kurumsal yatırımcıların gelişmesi nedeniyle, sermaye stoku oldukça artmış ve artmaya devam etmektedir. Bu kurama göre, gelişmiş ülkelerde sermayenin getirisi düşük olduğundan, sermaye kendisine daha fazla getiri sağlayacak ve sermayeye ihtiyaç duyan gelişmekte olan ülkelere akarak, daha fazla getiri kazanma imkânı bulurken, gelişmekte olan ülkelerde de ekonomik büyümeyi arttıracaktır. Her iki taraf da bu süreçten kazançlı çıkacak, gelişmişlik farkı azalacaktır (Güven. 2001:5).

Ancak, yukarıda öngörülen bu sistemin, son yıllarda Meksika, Doğu Asya ve Rusya krizleri sonucunda, pek de öngörüldüğü şekilde çalışmadığı görülmüş ve özellikle çok hareketli, kırılmalı ve oynak olan kısa vadeli sermaye hareketleri ve portföy yatırımları sorgulanmıştır. Sermaye hareketleri küreselleşmenin önemli bir unsuru olmakla beraber, bu hareketlere yoğun bir şekilde maruz kalan ülkelerde gelir dağılımının bozulması, mali sektörün kırılmalılığının artması ve makroekonomik dengelerin bozulması gibi, olumsuz etkiler ortaya çıkmaktadır (Cihan. 2005:28).

Uluslararası finans piyasaları kısaca, uluslararası sermaye hareketlerinin yöneldiği, sermaye arz ve talebinin karşılaştığı piyasalar olarak tanımlanabilir. Bu piyasalarda uzun doğrudan sermaye yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketleri (portföy yatırımları, döviz ve arbitraj işlemleri ve sıcak para hareketleri) olmak üzere iki çeşit sermaye hareketi bulunur.

Kısa vadeli piyasalar, kısa vadeli sermaye hareketlerinin gerçekleştiği yani fonların bir yıldan daha kısa süreli olarak arz ve talep edildiği piyasalardır. Uzun vadeli piyasalar ise uzun vadeli sermaye hareketlerinin gerçekleştiği piyasalar olup, sermaye piyasaları olarak adlandırılır ve orta ve uzun vadeli fonların alım satımıyla ilgilidir.

Kısa dönemli sermaye hareketlerinin ağırlıklı bir kısmını, uluslararası piyasalardaki faiz ve döviz kum arasındaki dengesizlikten kaynaklanan arbitraj oluşturmaktadır. Kısa dönemli sermaye hareketlerinin en önemli özelliği daha avantajlı faiz ve döviz kurunun veya uygun koşullardaki sermaye piyasalarının olduğu ülkelere doğru hızlı bir fon akımıyla, bulunduğu ülkeyi kolayca terk edebilmesidir. Kısa dönemli sermaye hareketlerini tanımlamada kullanılan "sıcak para" ögesi, iktisat yazınında, spekülasyon, kısa dönemli, aşırı dalgalı ve akışkan olarak tanımlanmaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin çok oynak olduğu, döviz kurlarını düzenleyen para politikalarına karşı aşırı hassas olduğu, buna karşılık, doğrudan yatırımların gittiği ülkede uzun süre kaldığı, üretim ve yatırım ve istihdama dönüştüğü söylenebilir. Uzun dönemli sermaye hareketleri ise, fabrikalara ve sermaye mallarına yapılan yatırımlar şeklinde gerçekleşmektedir. Uluslararası doğrudan yatırımlar, genellikle çokuluslu şirketler tarafından yapılmaktadır (Özer. 2006:28).

Sermaye hareketlerinin belirleyicileri genel olarak, politik ve ekonomik istikrar, reel faiz oranları, yatırımın getirisi, finansal piyasaların gelişmişlik düzeyi, büyüme potansiyeli, döviz kuru rejimi olarak gösterilebilir. Kısa vadeli sermaye hareketleri için en önemli belirleyiciler reel faiz oranı ve döviz kuru rejimidir (Cihan. 2005:36).

II.2.1. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

Vadesi genellikle bir yıldan az olan sermaye giriş-çıkışlarından oluşan kısa vadeli sermaye hareketleri, kısa vadeli bütçe ve dış ticaret açıklarının finansmanına yönelik krediler ile ülkeler arasında faiz ve döviz kuru farklılıklarından arbitraj yöntemi ile yararlanmak amacı güderler. Bu tür sermaye kur ve faiz değişmelerine karşı çok duyarlı olup kolayca bir ülkeden diğerine hareket edebilmektedir. Kısa vadeli sermaye, bu amacını gerçekleştirmek için ticari bonolar, finansman bonoları, hazine bonoları, mevduat sertifikaları, vadeli banka mevduatları ve ihracat kredileri gibi araçları kullanmaktadır. Ticari krediler, vadesi bir yıldan kısa ticari banka kredileri ve yerleşik olmayanlara satılan kısa vadeli özel ve kamu borçlanma araçları gibi çok çeşitli finansal araçlar nedeniyle oluşan sermaye hareketleri de kısa vadeli sermaye hareketleri sınıflamasının içerisinde sayılabilir.

Kısa vadeli spekülasyon sermaye hareketleri ise kısaca sıcak para (hot money) olarak adlandırılabilir. Bu kategorideki fonlar genellikle bir yıl içinde nakde dönüşecek aktifler ile hisse senetleri gibi her an nakde dönüşebilecek kıymetleri ifade etmektedir (Alp. 2002: 185). Sıcak para, spekülasyon, kısa dönemli ve aşırı dalgalanma ve akışkanlık gibi unsurlar içeren ulusal piyasalarda, faiz ve döviz kuru arasındaki dengesizliklerden kaynaklanan arbitraj

öğesine dayanan, yüksek risk yüksek getiri özelliklerini haiz varlıklara yatırım yapan kısa vadeli sermaye akımlarıdır (Selimata. 2003:2).

Belli bir duyarlılıkla hareket eden sıcak para, sürekli bir terk etme baskısı yaratarak, istikrarsızlık unsuru olabilmektedir. Sıcak paranın doğasında bir istikrarsızlık mevcuttur ve girdiği ülkelerin ekonomilerinde yol açtığı istikrarsızlık, bu akımların söz konusu doğasından kaynaklanmaktadır (Cihan. 2005:25).

Sermaye hareketlerinin bir yıldan daha kısa dönemli olması ve aşırı hareketliliğe sahip bulunması, özellikle gelişen ekonomilerde ödemeler bilânçosunda ve döviz rezervlerinde önemli sorunlara neden olmaktadır. Bu tür sermaye hareketleri, yurtdışında yerleşiklerin kısa vadeli fonlarını yurtiçine getirip, yerli paraya çevirerek, yerli para lehine olan arbitraj imkânlarından yararlanmak amacını gütmektedir. Genel olarak ülkeye sıcak para girişinin kısa vadeli sermaye hareketleri yoluyla olduğu yönünde ortak bir görüş hâkimdir (Özer. 2006:37).

Sıcak paranın nasıl tanımlanacağı, iktisatçılar arasında bir tartışma konusudur. Boratav'a göre (Boratav. 2001:7), sıcak paranın iki ayrı tanımı bulunmaktadır. İlki, kısa dönemli sermaye hareketlerinden, kredilerin çıkarılmasıyla bulunur. İkinci sıcak para tanımı ise, portföy yatırımlarından tahvil ihraçlarının çıkarılmasıyla elde edilebilir. Bu tanım, menkul kıymet alım satımlarını (hisse senedi ve kamu menkul kıymetleri) içermektedir. Bu iki sıcak para tanımının toplamı ise geniş anlamda sıcak para demektir. Boratav'ın tanımına göre sıcak para: Sıcak Para = (Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri-Ticari Krediler) + (Portföy Yatırımları-Tahvil İhraçları) dır. Ödemeler dengesindeki, net hata ve noksan kalemi ise, kayıt dışı sıcak para olarak nitelendirilerek bu tanıma eklenirse daha farklı rakamlara ulaşılabilir.

II.2.2. Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri

Vadesi bir yıldan daha uzun olan sınır ötesi sermaye işlemleri uzun vadeli sermaye hareketleri olarak tanımlanmaktadır. Uzun vadeli sermaye hareketlerinin büyük bir kısmı, yabancı yatırımcıların yurtiçinde ya da yerli yatırımcıların yurtdışında gerçekleştirdikleri başka bir ülkede fabrika kurulması gibi doğrudan yabancı sermaye yatırımlarından oluşmaktadır. Yurtdışından tahvil ve hisse senedi alımları ile yurtdışına gerçekleştirilen satımlar (portföy yatırımları) ve resmi kuruluşlarca yabancı ülkelere veya uluslararası finansman kuruluşlarından sağlanan proje ve program kredileri de uzun vadeli sermaye hareketleri tanımının içerisinde sayılabilir.

Şirketlerin yurtdışındaki gerçek yatırımları ve kazançları “doğrudan yatırımları”, yabancı ülkelerdeki menkul yatırımlar ise “portföy yatırımları”nı oluşturmaktadır. Bunların dışında kalan sermaye hareketleri banka mevduatları gibi, sınır ötesi kredi verme ve yatırım yapma anlamına gelmektedir. Bunların önemli bir kısmı dış ticaretin finansmanı ile alakalı hareketlerdir (Suvanto. 2001:9).

II.3. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Serbestleşme Süreci

Sermayenin II. Dünya savaşı sonrası serbest dolaşıma açıldığı konusunda yaygın bir kanaat vardır. Ancak II. Dünya savaşı öncesi de sermayenin serbest dolaşımına yönelik çalışmalar yapılmıştır. 1920'li yıllarda sanayileşmiş ülkelerin finansal sektör temsilcileri, uluslararası para ve finans düzenini yeniden tesis etmeye dönük girişimlerde bulunmuşlardır. Bu çevreler denk bütçe, bağımsız merkez bankası, sermaye hareketlerinde serbestlik ve altın standartlarına geri dönülmesi hususunda emek sarf etmişlerdir. Bu çabalarda nispeten başarı sağlanmış, ancak bunlar kısa süreli olmuştur. 1929 yılında yaşanan ekonomik buhran ile ABD sermaye piyasasının çökmesi, savaş borçları ve dış ödemelerdeki dengesizlikler finansal piyasalara duyulan güveni zedelemiştir. ABD'den büyük sermaye kaçıışı yaşanmış, bu gelişme

altın standardının çökmesine neden olmuş ve finansal işlemlerde liberal gelenek sona ermiştir (Kar-Günay. 2003:13).

Gelişmiş ülkelerdeki uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki yasal sınırlamalar, kademeli ancak devam eden bir süreç sonrasında kaldırılmıştır. Bu ülkeler II. Dünya savaşından hemen sonra finansal işlemler üzerine sıkı kontroller uygulamaya başlamıştır (Corden. 1987:22).

II. Dünya savaşı sonrasındaki süreçte hemen hemen bütün ülkeler, kambiyo kontrolleri, cari işlemlerin kısıtlanması ve/veya bankacılık düzenlemeleriyle sermayeye kısıtlamalar getirmişlerdir. Ancak bu kısıtlamalar 1952 yılından sonra kısmen yumuşatılmıştır. 1952 yılında Avrupa ülkeleri konvertibiliteye geçmiş ve sermaye piyasalarını dışarıya açmaya başlamışlardır (Kar-Günay. 2003:14). 1950'den 1960'ın ortalarına kadar, bu ülkelerde önemli bir finansal liberalleşme süreci yaşanmıştır. 1960'ın ikinci yarısından sonra, gelişmiş ülkeler arasında büyüyen ödemeler dengesi açıkları ve Bretton Woods döviz kuru paritesi gibi sorunlar yüzünden bu süreç yavaşlamıştır. Bretton Woods döneminde, dış ticaret yavaş yavaş serbestleştirilirken sermaye hareketlerine kontrol uygulanması bir kural olarak algılanmıştır (Corden. 1987:22). Bretton Woods anlaşması sermaye akımlarına finansal çevrelerin karşı çıkmasına rağmen önemli kısıtlamalar getirmiştir.

Liberal ülkeler bile, 1960'lı ve 1970'li yıllar arasında sermaye hareketleri üzerine kontroller uygulamayı tercih etmişlerdir. Buna verilebilecek en iyi örnek, ülkeden sermaye çıkışını sağlayabilmek amacıyla 1964'te ilk kez Amerika'nın uyguladığı "faiz eşitleme vergisi"dir. Almanya ve İsviçre de 1970'li yıllarda sermaye hareketlerini etkilemek amacıyla banka dışı yabancı yükümlülükler karşılık ayırma, yerleşik olmayanlara faiz ödenmesini yasaklama ya da bunların mevduatlarında oluşabilecek bir artışı cezalandırma gibi bazı kontrol araçlarını kullanmışlardır (Fisher-Reisen. 1993:20).

Bretton Woods pariteleri, 1970 başında spekülatif sermaye hareketleriyle tehdit edilince, ABD resmen tavrını finansal liberalizasyondan yana almış ve sermaye kontrolüne yönelik her öneriye şiddetle karşı çıkmıştır. Bu dönemde ABD'nin tavrını finansal serbestleşmeden yana almasında ABD'nin finansal sistemdeki hegemonyasını sürdürmek ve cari işlemlerdeki açığı dolar silahını kullanarak kapatmak istemesi etkili olmuştur. 1970'lerin sonundan itibaren ise bu ülkelerdeki liberalleşme hareketleri yeniden hızlanmaya başlamıştır. ABD 1974 yılında sermaye kontrollerine son vermiş, ABD'nin bu tavrı finansal piyasaların küreselleşmesinde bir dönüm noktası olmuştur. 1979 yılında İngiltere'de, aynı yıl Japonya'da 1982-1983 yılında da Fransa'da sermaye kontrollerinin kaldırılması diğer önemli dönüm noktaları olarak değerlendirilebilir (Kar-Günay. 2003:14). Avrupa Ülkeleri 1970'lerin sonunda Avrupa Para Birliğinin kurulması ve 1980'lerin ikinci yarısında Tek Avrupa anlaşması ile birlikte sermaye hesabının liberalleşmesi konusunda önemli adımlar atmışlardır.

Gelişmiş ülkelere bakıldığında liberalleşme sürecinin yavaş ve kademeli bir şekilde gerçekleştiği görülmektedir. Yeterince sıkı bir kontrol durumundan serbest durumuna hızlı bir geçiş yapan gelişmiş ülkeler sadece İngiltere, Yeni Zelanda ve bir ölçüde de İsveç'tir. 1964'te OECD'ye girdiğinde yoğun bir kontrol uygulayan Japonya ise, 1980'in sonuna kadar sermaye hareketleri üzerindeki kontrolleri yavaş yavaş kaldırmıştır. Bu ülkelerdeki sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin kaldırılmasının nedenleri neydi? Bunun standart cevabı bu ülkeler arasında büyüyen ticaret bağlantıları, üretimin uluslararasılaşması ve iletişim teknolojisindeki önemli ve hızlı gelişmelerdir (Fisher-Reisen.1993:20). 1990'ların birinci yarısına gelindiğinde gelişmiş ülkelerdeki sermaye hesabı işlemleri üzerindeki engeller çok düşük seviyelerde bulunmaktadır. Yani zaman içerisinde liberalleşmenin hızı değişmekle birlikte yönü değişmemiş ve sermaye hesabının daha serbest bir yapıya kavuşturulması yönünde devam etmiştir (Demirci. 2005:84).

Gelişmekte olan ülkelerde ise finansal serbestleşme 1980'li yıllarda ortaya çıkmaya başlamıştır. 1970'li yıllara kadar gelişmekte olan ülkeler dış yardım, dış borç ve doğrudan yabancı yatırım şeklinde az sayıda dış finansman imkânlarını kullanmışlardır. Hâlbuki

gelişmekte olan ülkeler bir yandan büyük projeler gerçekleştirerek ekonomik kalkınmayı tetiklemek isterken, diğer yandan da yatırımları finanse edecek kaynaktan yoksun bulunmaktadır. Bu kapsamda finansal liberalleşme iç kaynakların mobilizasyonunu önererek finansman sorununa bir çözüm önermiştir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin asıl problemlerinin yatırımlar için gerekli olan tasarrufların yetersizliğine vurgu yapılmış ve tasarrufları cazip hale getiren politikalar önerilmiştir. Önce dış ticaretin serbestleşmesi, devamında yurt içi finansal sektörün liberalize edilmesi ve sonra da sermaye hareketlerinin serbest bırakılması bir çıkış yolu olarak öngörülmüştür (Kar-Günay. 2003:14).

Gelişmekte olan ülkeler, sermaye hareketlerini serbestleştirebilmek için büyük gayret göstermiş, bunu yaparken de gelişmiş ülkelere farklı bir yol izlemişlerdir. 1980'lerde yaşanan borç kriziyle birlikte bazı bölgelerde sermaye hesabının liberalleşmesi tersine dönmüş, özellikle Latin Amerika'da olmak üzere birçok ülkede sermaye hareketleri üzerine gittikçe artmaya başlayan sıkı kontroller uygulanmaya başlamıştır. Ancak bu kontroller sürekli hale gelmemiş, 1980'in sonunda gelişmiş ülkelerin gelişmekte olan ülkelere yeniden kredi vermeye başlaması ve "Brady Plan"ının yardımıyla bu kontroller azaltılmış, yeniden serbest sermaye piyasası oluşturulmaya çalışılmıştır (Eichengreen-Mussa. 1998:8).

1980'lerin başındaki Borç Krizi nedeniyle, gelişmekte olan ülkelere yönelik özel sermaye hareketleri 1980'lerin sonlarına kadar düşük seviyelerde kalmıştır. Geleneksel dış finansman olanaklarının sınırlılığı nedeniyle, finansman temininde yaşanan güçlükler, çeşitli uluslararası kurumları gelişmekte olan ülkelere yönelik yeni dış finansman enstrümanları arayışına itmiş, bu arayış daha sonra uluslararası portföy yatırımlarının alternatif bir dış finansman aracı olarak öne çıkmasıyla sonuçlanmıştır (Delice. 2002:34).

1990'larda, 1997 yılında yaşanan Güneydoğu Asya krizine kadar gelişmekte olan ülkelere özel sermaye akımlarında güçlü bir artış olmuştur. Bu artış, büyük ölçüde birçok gelişmekte olan ülkelerdeki piyasaların liberalizasyonu ve ekonomik aktivitenin özelleştirilmesinden etkilenmiş ve resmi akımlardaki azalışı telafi edici nitelikte olmuştur. Bu özel akımların önemli bir bölümü, borçlandırıcı olmayan doğrudan yabancı sermaye yatırımları şeklinde olmuştur (Akyüz-Cornford. 1999:8).

Birçok gelişmekte olan ülkenin enflasyon, güçsüz mali yapı, bütçe açığı ve ödemeler dengesi gibi birçok makroekonomik sorunlarla karşı karşıya bulunduğu ortamda, finansal liberalleşmenin uygulanması ekonomik ve finansal krizlere yola açmıştır. 1990'lı yıllar sanayileşmiş ülkelerin bankacılık sektöründeki birleşmeler, mali işlemlerin tempo kazanması, banka dışı mali kurumların çoğalması ile finansal piyasaların daha da bütünleştiği yıllar olmuştur. Bir ülkeye giren yabancı sermaye zaman içinde birikerek borç stoku veya doğrudan yabancı sermayeye dönüşmektedir. Bu birikimin kullanımına karşılık her yıl dışarıya kar ve faiz ödemeleri biçiminde sermaye çıkmaktadır. Yabancı sermayenin tasarruf açığını kapatma, teknoloji transferi, istihdam artışı, büyümeye katkısı gibi birçok yararı yanında olumsuz ekonomik sonuçları da dışı kaynak transferiyle ortaya çıkmaktadır (Kar-Günay. 2003:15).

Uluslararası portföy çeşitlendirilmesini sağlayan iki önemli gelişmeye bağlı olarak 1990'larda sermaye hareketlerinde büyük bir artış yaşanmıştır. Öncelikle gelişmekte olan ülkeler sermaye hesaplarını, kambiyo rejimlerini ve finansal piyasalarını serbestleştirmiş, piyasalarını yabancı yatırımcılara açarak uluslararası bütünleşmeye büyük ölçüde katılmışlardır. Bununla birlikte bu ülkeler kamu kuruluşlarını özelleştirerek daha derin ve akışkan finansal piyasaların oluşumuna yardımcı olacak yeni yatırım alanları oluşturmuşlardır. Bilgi ve iletişim teknolojilerinde yaşanan gelişmeler sayesinde dünyadaki yatırım imkânlarının izlenmesi ve değerlendirilmesi kolaylaşmış, risk yönetiminde daha etkin finansal enstrümanların oluşumunu destekleyen teknolojiyle gelişmiş ülkelerdeki fonların dünya geleninde hareket etmesine ve yatırımlar yapmasına olanak sağlanmıştır (Moreno. 2000:1).

III. SERMAYE HAREKETLERİNİN SERBESTLEŞMESİ VE EKONOMİK KRİZLER

1990'lı yıllarla birlikte, özellikle yurtiçi mali piyasaların kısıtlayıcı düzenlemelerden arındırılması ve uluslararası finansal işlemler üzerindeki kısıtlamaların gevşetilmesinden sonra, gelişmekte olan ülkeler başta olmak üzere, tüm dünyada finansal krizler yaşanmaya başlanmıştır. Bu döneme, ulusal piyasalarda faiz ve döviz kuru arasındaki dengesizliklerden kaynaklanan, arbitraj ögesine dayanan kısa vadeli sermaye akımları damgasını vurmuştur. Karlı arbitraj ve spekülasyon fırsatlarının artması, mali sektörler arasındaki spekülasyon saikiyle hareket eden kısa vadeli sermayeyi uyararak, büyük ve ani akımlar yaratmış, birçok ülkede para ve kur politikalarının istikrarını tehdit eder hale gelmiş ve çok şiddetli finansal krizlere kapı aralamıştır (Delice. 2002:43).

Uluslararası sermaye hareketlerinin liberalizasyonu ile finansal krizler arasında bir ilişki olduğu birçok iktisatçı tarafından dile getirilmektedir. Bu ilişkiyi tamamen bir nedensellik bağı çerçevesinde ele alan ve kanıtlayan yapılmış bir çalışma mevcut değildir. Buna rağmen yapılan çalışmalarda, özellikle gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen finansal krizlerin sermaye hareketleri dışı açıldıktan belli süreler sonra meydana geldiği açıkça görülmektedir. "Sermaye hareketlerinde yapılan liberalizasyon mutlaka bir krize neden olur" şeklindeki bir açıklama doğru olmamakla birlikte, bahsedilen ülkeler incelendiğinde krizlerin genellikle finansal liberalizasyondan, özellikle sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinden sonra meydana geldiği görülmektedir (Demirci. 2005:90).

Sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin kaldırılmasıyla birlikte sermaye akışında meydana gelen değişikliklerin etken olduğu iki tür finansal krizle karşılaşılabilir. Bunlardan birincisi para krizi (currency crisis), diğeri de banka krizidir (banking crisis). Latin Amerika ülkelerinde olduğu gibi sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin borçlanmayı kolaylaştırarak sonunda bir borç krizi doğurması da mümkündür. Sermaye hareketlerinin liberalizasyonu sonucunda meydana gelen krizlere kısa vadeli sermaye hareketlerinin neden olduğu konusunda literatürde yoğun bir tartışma bulunmaktadır (Demirci. 2005:90). Bunun için kısa vadeli sermaye akımlarının finansal krizlerde ne gibi etkileri olduğu üzerinde durulmalıdır.

III.1. Finansal Krizlerde Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Rolü

Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, özellikle ekonomik açıdan küçük olan ülkeler için; ülkenin döviz darboğazından ve ithalat sınırlamalarından kurtulması, tasarrufların ve dolayısıyla yatırımların teşvik edilmesi, negatif ticaret hadleri şokunun sermaye girişiyle telafi edilmesi, finansal aracılık maliyetlerini azaltarak özellikle direkt yabancı yatırımlar yoluyla teknoloji ve beceri transferi de sağlayarak üretimde etkinliğin artırılması (Kasekende, 1998:157) gibi olumlu etkilerinin yanında önemli sorunları da beraberinde getirmektedir (Demirci. 2005:90).

Finansal istikrarsızlığın, uluslararası sermaye hareketlerindeki yoğunluğun spekülatif niteliğinden kaynaklandığı değerlendirilmesi sık olarak yapılmaktadır. Zira finans piyasalarındaki küresel bütünleşme, fiyat, faiz ve döviz kurlarındaki küçük değişimler ya da değişme beklentilerine bağlı olarak yatırımcıların yeni bir portföy kompozisyonu oluşturabilmelerine olanak sağlamak ve yüksek miktarda para ülkeler arasında yer değiştirebilmektedir. Bu şekilde ülkeden sermaye çıkışı reel ekonomiyi etkileyerek, sermayenin üretim ve birikim sürecinde değerlendirilmesi olanağını ortadan kaldırmaktadır (Şimşek. 2007:10).

Kısa sürede yüksek karlar elde etmek amacıyla ülke ekonomilerine sıklıkla giriş-çıkış yapan büyük hacimli kısa vadeli sermaye, istikrarsızlıkları da beraberinde getirmektedir. Anlık ataklar ve geri çekilmeler gerçekleştiren spekülasyon sermaye, bu ülkelerde finansal kaynaklı ekonomik krizlere neden olmaktadır. Milli ekonomilerin karşılaştığı finansal krizlerde kısa vadeli sermaye hareketlerinin, özellikle krizlerin başlangıç aşamalarında, önemli bir rolü bulunmaktadır.

İlk olarak, kontrol altında tutulan bir sermaye hesabından dışa açık bir yapıya geçilmesi halinde, ülke içine büyük miktarda bir sermaye girişi meydana gelmektedir. Bu sermaye girişi, bahsedilen ülkelerdeki sermayenin getiri oranlarının uluslararası piyasadakilerden önemli miktarda yüksek olması ve portföy çeşitlendirmesi yapmak isteyen uluslararası yatırımcılar tarafından yerli finansal varlıklara yapılan talebin artmasından kaynaklanmaktadır. Büyük miktardaki bu sermaye girişleri, döviz kurları da dâhil olmak üzere yerli varlık fiyatlarında büyük ve aşırı değişimler meydana getirip, enflasyon üzerinde baskı yaparak ve cari işlemler açığını da büyütürken toplam iç talebin artmasına neden olmaktadır. Tüm bu etkiler sermaye girişiyle meydana gelen yeni kaynakların özellikle dış ticaret sektörleri ve diğer sektörler arasında yanlış dağıtılması ve bu kaynakların etkisiz kullanılması sonucunu doğurmaktadır (Demirci. 2005:91).

Büyük miktarda sermaye girişinin olduğu bir kaç yıldan sonra, büyük ölçüde likit olan finansal varlıklardan oluşan dış yükümlülükler (foreign liabilities) stokunda meydana gelen aşırı artışlar ülkenin dış pozisyonunu ciddi şekilde bozmaktadır. Finansal yapıda meydana gelen bu bozulma ise ekonomiyi gelişmiş ülkelerde oluşacak olan herhangi bir çalkantıya ve piyasa duyarlılığında olabilecek (market sentiment) bir değişmeye karşı daha duyarlı hale getirerek, uluslararası piyasaların ekonomiye olan güvenlerini etkilemektedir. Güvenin azalması durumunda ise sermaye girişi tersine dönerek uluslararası rezervlerde hızlı bir azalma, yüksek oranda bir devalüasyon ve ekonomik aktivitede bir daralma meydana gelmektedir (Demirci. 2005:91). Bunların sonucunda, başladığında geri döndürülemez ve gerek ekonomik gerek sosyal yapıya verdiği zararlarla oldukça maliyetli olan bir finansal krizle karşı karşıya kalınmaktadır.

Finansal serbestleşme süreci ile başlayan ve teknolojik ilerleme ile yüksek hacimlere ulaşan kısa vadeli sermaye hareketlerinin asıl amacı az zamanda yüksek getiriler elde etmektir. Bu bağlamda uzun vadeli yatırımlardan ayrılırlar. Uzun vadeli sermaye hareketleri giriş yaptıkları ülkelerde fabrika, iş yeri ve tesis gibi yeni iş olanakları oluşturan kalıcı yatırımlar ile uzun vadede kar elde etmeyi amaçlarken; kısa vadeli sermaye hareketleri, ülkelerin finansal varlıklarının getirilerini göz önüne alarak tahvil, bono ve hisse senedi gibi araçlar vasıtasıyla kısa dönemde elde edebileceklerini düşündükleri yüksek karlar peşinde koşarlar. Çünkü kısa vadeli sermayenin yatırım araçlarını belirlerken önem verdiği hususlardan biri de likiditedir. Bu tür finansal varlıkların likiditesi çok yüksektir ve her an tekrar uluslararası para birimine çevrilerek bulunduğu ülkeyi terk etmesi kısa zamanda gerçekleşebilir. Dolayısıyla kısa vadeli sermaye hareketlerinin yapısında doğal olarak bir istikrarsızlık vardır.

Piyasalar dışa açıldıktan sonra kısa vadeli spekülasyon sermaye girişlerine gelişmekte olan ülkeler gelişmiş ülkelere daha çok maruz kalmaktadır. Çünkü bu ülkelerde liberalizasyon sonrasında genellikle yaşanan istikrarsızlık ve para politikalarıyla bu sermaye girişlerini kontrol edememeleri, kısa vadeli spekülasyon yatırım yapmak isteyenlere çabucak bu ülkelere girip büyük getiriler elde ederek aniden kaçabilme imkânı sunmaktadır (Demirci. 2005:92).

Bir ülkeye sermaye girişlerini teşvik eden neden, nominal faiz oranının bu ülkede diğer ülkelere göre daha yüksek olması ve piyasalarda da faiz oranlarının yüksekliğinden elde edilecek kazançları yok edecek döviz kurlarında bir değer kaybının beklenmemesidir. Faiz oranlarındaki bu farklılık enflasyon oranı dünya ortalamasından çok daha yüksek olduğu ve iç finansal piyasalar liberalize edildiği zaman meydana gelmektedir. Böyle bir durumda büyük bir spekülasyon ve arbitraj imkânı doğmaktadır. Ayrıca hisse senedi fiyatlarının yerli paranın

değer kaybından daha fazla artacağı beklentisi de sermaye girişini teşvik etmektedir. Bahsedilen nitelikteki bir ülkeye yapılan sermaye girişleri, o ülkenin piyasa koşullarındaki değişimlerden dolayı olabileceği gibi ihracat fiyatlarındaki ani yükselmeler gibi dışsal faktörlerden veya enflasyon oranının düşmesi, büyüme oranındaki iyimser beklentiler ve devlet politikalarındaki istikrar ve bu politikalara güven gibi içsel faktörlerden de kaynaklanabilmektedir. Piyasalarda meydana gelen böyle bir iyimserlik havası daha sonra bir sürü etki (herding behaviour) doğurarak finansal varlık fiyatlarında spekülasyon bir köpüğe (speculative bubble) neden olmakta, artık insanlar başkaları yaptığı için o ülkeye borç vermekte veya yatırım yapmaktadırlar (Demirci. 2005:92).

Liberalizasyon yaşayan başlangıçta performansı iyi olan ülkeler büyük miktarlarda yabancı sermaye çekmekte, fakat bazı şeylerin kötü gitme durumunda da, giren sermaye girdiği gibi hızla tekrar ülkeyi terk etmektedir. Bunun nedeni kısa vadeli sermayeye ev sahipliği yapan ülkedeki makroekonomik şartlarda meydana gelen bozulmadır. Bu bozulma ise genellikle yerli paranın aşırı değerlendirilmesi, kredilerde aşırı patlama ve finansal varlık fiyatlarında oluşan spekülasyon köpük gibi sermaye girişinin bilfiil kendisinden meydana gelmektedir. Bazen de uluslararası piyasalardaki faiz oranlarını ve döviz kurlarını etkileyen dışsal etkenlerden dolayı meydana gelmektedir, fakat her iki durumda da bu şekilde oluşan finansal krizler sermaye akımlarıyla ilişkilidirler (Akyüz. 1993:17).

Spekülasyon bir şekilde oluşan köpük patladığı ve yerli para baskı altına alındığı zaman çok yüksek reel faiz oranları farklılığı bile bu sermayenin hızla ülkeyi terk etmesine engel olamamaktadır. Böyle bir durumda ülkenin rezervleri hızla tükenmeye başlamakta ve daha kötüsü de piyasalarda bir güvensizlik ortamı doğarak yabancı paraya karşı aşırı bir talep meydana gelmektedir. Bu talep mevcut rezervlerle karşılanamadığı için de ülke devalüasyon yapmak zorunda kalmakta ve böylece bir finansal krizle karşı karşıya gelmektedir (Demirci. 2005:93).

Finansal krizlere sebep olmaları, kısa vadeli spekülasyon sermayeye getirilen en önemli eleştirilerden biridir. Kısa vadeli sermaye spekülasyon saldırılarda başrol oynayarak, derin finansal yapıya sahip olmayan ekonomilerde finansal krizlere sebep olmaktadır. Finansal serbestleşme süreci ile birlikte uluslar arası sermaye ülke ekonomilerine daha rahat giriş-çıkış yapabilme olanağı bulmuştur. Bu da artan kısa vadeli sermaye transferleri sayesinde, herhangi bir ülkede oluşan krizin diğer ülkelere de yayılma-bulaşma riskini arttırmıştır.

Parasal kriz teorilerine göz atıldığında da spekülasyon sermaye çıkışlarının krizleri tetiklediği görülecektir. Geliştirilen üç teorik açıklama spekülasyon sermayenin çıkış nedenleri üzerine yoğunlaşmıştır (Yılmaz. 2004:4-5):

Birinci parasal kriz teorilerine göre; sabit kur ile uyumsuz para ve maliye politikaları yürütülmesi sonucu ülkenin cari açığının giderek yükselmesi sonucu devalüasyondan çekinen sermayenin çıkış yapması sonucu kriz vuku bulacaktır. İkinci parasal kriz teorilerine göre; spekülasyon sermaye kendi beklentileri ışığında çıkış yapacaktır. Daha basit düzeyde ifade etmeye çalıştığımızda, sermaye ileriki dönemde ülkenin makro değişkenlerinin bozulacağını düşünerek hareket edecektir. Spekülasyon sermayenin var olmayan bir durumun var olacağını düşünerek hareket etmesi ülkeleri zor duruma sokmuştur. Üçüncü parasal kriz teorilerine göre ise finansal piyasalarda var olan asimetric bilgi sonucu ortaya çıkan ahlaki çöküntü ve ters seçim spekülasyon sermayeyi çıkışa yönlendirecektir. Spekülasyon sermayenin çıkışına aslında spekülasyon sermayenin kendisinin neden olduğu durumların yol açtığı söylenebilir. Spekülasyon sermaye ülkeden çıkış sürecini kendisi yaratmaktadır. Spekülasyon sermaye giriş anında yarattığı sanal(yapay) büyüme etkisiyle eş zamanlı olarak yapay büyümenin olumsuzluklarını da getirmektedir. Kısa sürede spekülasyon sermayenin neden olduğu sorunlar, spekülasyon sermayenin ülkeyi terk etmesi için gerekli neden olmaktadır.

III.2. Dünyada Finansal Krizler ve Spekülatif Sermaye Hareketleri

Yakın geçmişte gerçekleşmiş olan finansal krizlere baktığımızda bunların doğurduğu sonuçlar açısından en önemlilerinin 1980'lerin başlarındaki Güney Amerika Ülkelerindeki para ve banka krizleri, Batı Avrupa'da 1992-1993'te ortaya çıkan Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM) krizi, 1995'teki Meksika krizi ve etkilerinin hala sürdüğü konuşulan 1997 Asya, 1998 Rusya, 1999 Brezilya krizleri olarak kabul etmek mümkündür. Bu krizler incelendiğinde bahsedilen ülkelerin- Avrupa ülkeleri hariç- hemen hepsinin krizden belli bir süre önce finansal sektörde köklü bir dizi reforma gittikleri ve bu bağlamda da sermaye hareketlerini serbestleştirdikleri görülmektedir. Bu krizler elbette sermaye hareketlerinin kontrol edildiği bir ortamda da olabilir fakat finansal kriz yaşayan ülkelere sermaye hareketlerini liberalleştirmiş ülkelere birlikte bakıldığında, liberalleşmenin ülkeleri krize karşı daha duyarlı hale getirdiği de bir gerçek olarak karşımıza çıkmaktadır (Demirci, 2005:96).

III.2.1. 1992-1993 Yıllarındaki Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM) Krizi ve Spekülasyon

Avrupa Para Sistemi (ERM), 1979 yılında Avrupa'da ki parasal ve döviz kuru işbirliğini gerçekleştirmek amacıyla kurulmuştur. İlk olarak, Almanya, Fransa, İtalya, Danimarka, Belçika, Hollanda ve Lüksemburg birliğe kurucu üye olmuşlardır. Daha sonra 1989 yılında İspanya, 1990 yılında İngiltere ve 1992 yılında Portekiz birliğe katılmıştır.

Uygulanan katı döviz kuru sisteminin döviz kuru riskini en az seviyelere indirmesi ve İtalya, İspanya ve İngiltere'de faiz oranlarının diğer ülkelere nazaran yüksek olması nedenleriyle bu ülkelere giriş yapan yabancı sermaye hızını ve hacmini arttırmıştır.

1992 yılında, Avrupa Birliğinin parasal birlik konusunda kararlaştırdığı Maastricht Anlaşması Danimarkalılar tarafından reddedilmiş, bunun sonucunda da ERM içinde döviz kurları üzerindeki baskılar artmıştır. Bunun ardından İtalyan bütçe açıklarının lirenin desteklenmesine neden olacağı düşüncesiyle, Liret üzerinde spekülatif işlemler gerçekleştirilmeye başlanmıştır. İtalyan Lireti'nin baskılar sonucunda %7 oranında devalüe edilmesi ve Finlandiya ve İsveç üzerindeki spekülatif hareketlerin başarılı olması, spekülatörlerin İngiliz Sterlinine olan ilgisini artırmıştır. George Soros'un bu krizde önemli bir etkisi olmuş, Soros daha ilk baştan kısa dönemli krediler şeklinde 15 milyar dolarlık kısa pozisyon almıştır. İngiliz Sterlini'ne yönelik yapılan spekülasyonlar neticesinde, 16 Eylül 1992 tarihinde, İngiltere'de faiz oranları Bank of England'ın yoğun müdahalelerine rağmen bir günde %5 oranında artmıştır (Pilbeam. 1998: 301).

III.2.2. 1994 Meksika (Tekila) Krizi

Meksika'daki olumlu ekonomik hava 1990-1993 arası dönemde ülkeye 72,5 milyar dolar düzeyinde yabancı sermaye girişini sağlamıştır. Meksika'nın 1993 sonunda NAFTA'ya girişi ile birlikte yabancı sermaye ile ilgili beklentilerin artması bu olumlu havayı arttırmıştır. Bu nedenle de 1994 yılında gerçekleşen Tekila Krizini kimse önceden tahmin edememiştir.

Yabancı portföy yatırımlarının Meksika'ya yönelmesi, faiz gelirlerinin cazip olması, enflasyon oranının düşüklüğü ve kurun istikrarı gibi nedenlerden kaynaklanmaktaydı. Buna karşılık Meksika da cari açıklarını sermaye girişleriyle finanse ediyordu. Bu durum, 1990 yılında 9.4 milyar dolar olan Meksika'nın yabancı döviz rezervlerinin, 1994 yılında yaklaşık 26 milyar dolara yükselmesini sağlamıştır (Edwards. 1999: 270).

Meksika'ya çoğunluğu kısa vadeli ve portföy yatırımı olmak üzere büyüklüğü 1990 ile 1994 arasında 104 milyar doları bulan- bu miktar o dönem gelişmekte olan ülkelere akan

toplam sermayenin %20'sine eşittir- miktarda yabancı sermaye akımı olmuştur. Bunda Amerika'daki faiz oranlarının düşük olmasının da büyük katkısı olmuştur. Yabancı sermaye girişi 1994 krizine kadar olan yüksek miktardaki kamu harcamalarını ve özel sektördeki tüketim patlamasını finanse etmiş ve iç piyasada bir kredi patlamasına neden olmuştur. Bu şekilde artan aşırı dış borçlar devam ettirilemeyecek bir noktaya gelmiş ve bu borçlar uluslararası rezervler eritilerek ödenmiştir (Demirci. 2005:125).

Döviz rezervlerinin sürekli erimesi nedeniyle, Aralık 1994'te Merkez Bankası para arzını genişletmiş ve %15 civarında devalüasyon yapmıştır. Fakat bu oranın yatırımcılar tarafından yeterli bulunmaması yeni devalüasyon beklentilerine yol açmış ve Meksika'yı spekülâtörler için açık bir hedef haline getirmiştir. Bu sebeple, yoğun sermaye kaçıışı meydana gelmiş ve Meksika hükümeti kısa süre sonra döviz kurlarını sabitlemeyi bırakmak zorunda kalmıştır (Bastı. 2006: 36-37).

1980'lerin sonunda ve 1990'ların başında olumlu konjonktürün etkisiyle ülkeye gelen çok kısa dönemli sıcak paranın, değerlenmiş kur, yüksek cari ödemeler açığı, özel tasarruflardaki düşme ve politik istikrarsızlıkları görerek ülkeden çıkmaya başlaması ile ekonomide bir panik havası oluşmuştur. 1994'ün sonuna doğru oluşan bu panik havası ile ülke döviz rezervleri 26 milyar dolardan 6 milyar dolara gerilemiştir. Bu olayı büyük bir devalüasyonun takip etmesi ise finansal krize ortam oluşturmuştur (Dorukkaya-Yılmaz. 1999: 127).

Meksika'da yaşanan krizde 1993 yılında cari işlemler açığında yaşanan büyük açıklar, yüksek işsizlik oranı ve tüm bunların sonucunda, sabit döviz kurundan vazgeçilip genişlemeci bir para politikası uygulanacağına dair beklentilerin artması önemli bir rol oynamıştır. Sonuçta, krizin ortaya çıkmasıyla Merkez Bankası rezervleri hızla erimeye başlamış ve yerli para %50 oranında devalüe edilmiştir. Bunun sonucunda ithalatın maliyetinin artmasıyla enflasyon artmıştır. Pesonun ve enflasyonun istikrara kavuşturulması amacıyla faiz oranları %80'lere çıkmış ve bunun sonucunda ülke ekonomisinde yaklaşık %7 oranında bir daralma yaşanmıştır (Cihan. 2005:83).

Böylece Meksika'da finansal liberalizasyon sonucu meydana gelen büyük çaptaki sermaye girişi, finansal krizin ana nedeni olmuştur (Demirci. 2005:125).

III.2.3. 1997-1998 Güneydoğu Asya Krizi

Son 10 yılın en önemli finansal olaylarından biri Güneydoğu Asya'da görülen ve tüm dünya ekonomilerini etkileyen mali krizdir. 1997 yılında Tayland'da başlayan kriz kısa zamanda önce bölge ülkelerini (Endonezya, Malezya, Filipinler, Güney Kore, Japonya, Hong Kong, Çin ve Tayvan) sonra da tüm dünya ekonomilerini etkisi altına almıştır.

Kriz öncesi krize uğrayan ülkelerin reel ekonomilerinde herhangi bir problem bulunmaması ve dolayısıyla da böyle bir krizin önceden tahmin edilememiş olması, hem uluslararası mali sistemin yönetimi ve denetimi sorununu hem de krizde önemli rol oynayan spekülâtif sermaye hareketlerini yeniden gündeme getirmiştir (Akdiş. 2004:8).

Kriz öncesi bölgedeki durum şu şekilde özetlenebilir: 1990'lı yılların başında Avrupa ve Japonya'daki zayıf büyüme, bu bölgelerdeki cazip yatırım olanaklarını oldukça azalmıştı. Büyük miktarlara ulaşan özel sermaye, yüksek getiri bekleyen uluslararası yatırımcılar tarafından mevcut riskler göz önüne alınmadan, Güneydoğu Asya başta olmak üzere, daha fazla risk taşıyan yükselen yeni pazarlara kaydırılmaya başlanmıştır. Kısa süreli büyük sermaye girişlerinin yaşanması, Güneydoğu Asya ülkelerindeki yerli mali varlıkların fiyatlarının artmasına neden olup finans piyasalarında spekülasyona açık yapay bir yükselmeye yol açmıştır (Dadush. 2000: 57).

Hükümetler spekülâtif patlamayı engellemeye çalışmışlar, fakat uygulamada olan sabit kur ve sterilizasyon politikaları nedeniyle bunda başarılı olamamışlardır. Daha açık bir

ifadeyle, döviz piyasasına yerli para satmakla yükümlü olan merkez bankaları, bu yerli paraları tahvil satarak çekme yoluna gitmişlerdir. Fakat bu borçlanma yurtiçi faiz oranlarını yükselterek, yurtdışından borçlanmayı daha da cazip hale getirmiş ve dolayısıyla, daha fazla yabancı sermaye girişine yol açmıştır (Bastı. 2006: 47).

Asya krizinin temel sebebi; yatırımcıların yatırım hareketlerini döviz ile yapmasını avantajlı kılan, sabit ve bantta olan döviz kuruyla birlikte, yüksek faiz oranıdır. Bununla birlikte, döviz açığına tedbir alınmasındaki ihmal, finansal krize ve döviz kuru rejimlerin çökmesine yol açmaktadır (Altınkemer. 2003:4).

Asya krizinin ilk belirtileri Amerikan dolarının yükselmesiyle başlamıştır. Bölge ülkeleri para birimlerini dolara sabitledikleri için, doların yükselişi ile birlikte ihracata dayalı ekonomiler sarsılmaya başlamıştır. Bu duruma, Avrupa ülkelerindeki ekonomik durgunlukta eklenince, ülkelerin yavaşlayan ihracatı, cari açığın ve dış borçların artmasına yol açmış böylelikle de paritelerin gözden geçirilmesi zorunlu hale gelmiştir. Krizden önceki dönemlerde bölgeye milyarlarca dolar sermaye girişi yapan spekülâtörler, kurumsal büyük yatırımcılar ve fonlar, ortaya çıkan spekülasyonun etkisiyle, yatırımlarının yönünü ters çevirmişlerdir. Özellikle kısa vadeli sermayenin bölgeden ani çıkışı yapmasıyla da kriz başlamıştır.

Krize ilk kıvılcım Tayland'dan gelmiş, merkez bankası para birimi baht'ı dalgalanmaya bırakmış ve baht %18 değer kaybetmiştir. Krizin başlangıç aşamasından sonraki iki ayda iki ay içinde Tayland Bahtı %37,5, Malezya Ringitti ise %16 oranında devalüasyona uğramıştır. Merkez bankaları spekülâtörlerin de etkide bulunmasıyla hızı artan sermaye çıkışlarını durdurup para birimlerinin daha fazla değer kaybetmesini önlemek için, rezervlerinden milyarlarca dolar satmak zorunda kalmışlardır. Satışı yapılan bu dövizler bölgeyi terk ederek Avrupa ve Amerika piyasasına gitmiştir. Güneydoğu Asya krizinde uluslararası spekülâtörlerin istikrar bozucu davranışlarının rolü çok büyük olmuştur (Brown. 1998:13). Kriz döneminde ünlü spekülâtör Soros'un sahip olduğu Quantum fonunun Tayland Bahtı'nda taşıdığı açık pozisyonun 4 milyar dolar olarak hesaplandığı düşünülürse bu etki daha iyi anlaşılabilir.

Güneydoğu Asya krizi bölgede büyük bir ekonomik çöküntüyü miras bırakmıştır. Söz konusu ekonomik çöküntünün boyutunu bölge ülkelerinden Malezya'nın Başbakanı Mahatir Muhammed'in "40 yılda elde edilen ekonomik kazanımların 2-3 günde yitirilmesi" tabiriyle anlamak mümkündür. Zira kriz, etkilenen ülkelerin toplumsal dokularında önemli tahribatlara yol açmış, milyonlarca kişinin işsiz ve yoksul kalmasına neden olmuştur.

Yaşanan krizdeki ani sermaye çıkışı sırasında, döviz kurunda ve varlık fiyatlarında ani bir çöküş yaşanmıştır. Asya krizinden sonra bölgede faaliyet gösteren şirketlerin hisselerinde olağanüstü düşüşler oluşmuştur. 1997'de Endonezya sigara şirketi Sampoerna'nın bir hissesi 6.75 dolar civarında iken, kriz sonrasında 20 cente düşmüştür. Aynı şirketin piyasa kapitalizasyonu 6 milyar dolar iken kriz sonrasındaki 18 ayda 200 milyon dolara gerilemiştir. 1 dolar 2300 rupi iken, kriz sonrasında 1 dolar 14.000 rupi olmuştur. Değer kaybı yaklaşık %600'dir. Bu nedenle de Asya şirketleri batılı şirketlerce çok cazip bedellerle ele geçirilmişlerdir. Kriz sonucunda Hong Kong, Endonezya, Güney Kore ve Tayland borsalarında 1997 yılında ortaya çıkan sermaye kaybı 200 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır (Akdiş. 2004:8-9).

Kore, Tayland ve Endonezya'da yerli finansal kurumlar, yabancı kısa vadeli sorumluluklarını yerine getiremez bir duruma gelmiş, bu durumdan Kore ve Tayland kısa vadeli sorumluluklarını yeniden yapılandırarak; Endonezya ise 1998'de etkili bir moratoryum ilan ederek kurtulmaya çalışmıştır (Rodrik –Velasco. 1999:1).

Ekonomik hava olumlu iken, sermaye akımlarını her gelişmekte olan ülke gibi, niteliklerine göre ayırım yapmadan, memnuniyetle kabul eden Asya ülkelerinin geçirdiği bu kriz, kontrolsüz, plansız ve vergisiz sıcak para girişinin, ekonomik havanın değişmesiyle, nasıl ters etki yapabileceğini göstermesi bakımından iyi bir örnektir.

III.2.4. 1998 Rusya Krizi

Rusya’da 1997’lerde başlayan ekonomik sıkıntılar Temmuz 1998’de ağırlaşmaya başlamış ve 17 Ağustos 1998’de ruble-dolar koridorunun 1 ruble 6 dolar’dan, 1 ruble 9.5 dolara devalüe edilmesi, döviz üzerinden sermaye hareketlerinin sınırlandırılması ve 90 günlük moratoryum ilan edilmesi ile sonuçlanan bir ekonomik kriz yaşanmıştır. Bu krizin kökleri eskilere dayanmakla birlikte, oluşumda kısa vadeli karlar peşinde koşan kısa süreli sermayenin spekülasyon davranışlarının da etkisi bulunmaktadır (Akdiş. 2004:9).

Rus hükümeti, enflasyonla mücadele politikasını borçlanarak sürdürmüştür. Bu dönemde artan harcamaların da etkisiyle, kamu kesimi borçları aşırı şekilde artmıştır. Petrol ve Rusya’nın diğer önemli ihraç ürünlerinin fiyatlarında meydana gelen düşüş, 1998 ilkbaharından itibaren rublenin devalüe edileceği endişesini beraberinde getirmiştir (Bastı. 2006: 63). Güçlü petrol ve metal üreticilerinin ihracatlarını arttırmak için rublenin değer kaybetmesini beklemelerinin spekülasyon beklenti ve davranışları güçlendirdiği de bilinen bir gerçektir (Akdiş. 2004: 9).

Rusya’da 1998 yılında yaşanan kriz öncesi, 1996 ve 1997 yıllarında mali piyasalarda yabancı yatırım, önceki dönemlere kıyasla, yaklaşık %230 artmıştır. Bu dönemde Rus bankalarına düşük faizlerle para aktarılmış, bankalar da bu paraları %60’a varan yüksek faizlerle piyasaya vermişlerdir (Cihan. 2005:85). Ancak gerek dünya petrol fiyatlarındaki düşme (%50 gibi) ve gerekse Rusya’nın dış gelirlerinin %40’ını sağlayan enerji hammaddeleri sebebiyle uğranılan 10 milyar dolarlık kayıp, piyasaya verilen kredilerin geri dönüşlerinde problemler meydana getirmiş, kriz başlama startı almıştır (Uludağ. 1998: 4).

Rusya krizinde de finansal boyut ön plana çıkmıştır. 1998 yılı başından itibaren finansal piyasalarda çalkantılar boy göstermeye başlamış, şirket ve banka iflasları art arda meydana gelmiştir. Rusya hükümetinin gümrük duvarlarını yükseltmesi ile ithalat miktarında büyük düşüşler gerçekleşmiştir. Ünlü spekülasyon Soros’un Rusya’ya verdiği düşük “reyting” değerlendirmesi ise talihsizlik olmuş ve yaşanan krizi iyice alevlendirmiştir (Mor. 1998:8).

Rus hükümetinin piyasaları yatıştırmak için rublenin dalgalanma bandını değiştirme kararı alması da spekülasyonları önleyememiştir. Rusya daha sonra moratoryum ilan etmiş ve rubleye yapılan saldırılar durdurulamadığı için döviz kurunu dalgalanmaya bırakmak zorunda kalmıştır (Bastı. 2006:64).

III.2.5. 1999 Brezilya Krizi

Brezilya’da, ekonomideki kötü durum nedeniyle 1990’ların başında uygulamaya konulan “Real Planı” sonucunda, %2700’lerde bulunan enflasyon, 4,5 yılda %1-3 seviyelerine gerilemiş, daraltıcı politika uygulanmasına rağmen %4’lük büyüme oranı yakalanmış, özelleştirme politikaları başarılı bir şekilde uygulanmış ve ülkeye büyük miktarda uluslararası sermaye girişi yaşanmıştır. Dolayısıyla Brezilya’da 13 Ocak 1999 tarihinde patlak veren mali kriz ekonomik çevreleri şaşırtmıştır (Cihan. 2005:86).

Sermaye hareketlerinin liberalleştirilmesi sonucunda artan global sermaye akımları, Brezilya’nın kamu borcunun gittikçe artan bir yüzdesinin, doğrudan veya dolaylı olarak, yabancılar tarafından taşınması sonucunu beraberinde getirmiştir. Dolayısıyla, yabancılara ödenen faiz oranı da yurt içi faiz oranına eşit olmuştur. Böylece, yabancı yatırımcılara ödenen borç, gittikçe artan bir oranda, yurt içi gecelik faiz oranlarıyla ilişkili hale gelmiştir. Oluşan bu yapı, ülke ekonomisinin dış şoklara karşı kırılganlığını artırarak, finansal kriz riskini artırmıştır (Bastı. 2006:69).

Asya krizinin etkisiyle, 1997 sonbaharında Brezilya Reali spekülasyon saldırılara maruz kalmıştır. Paranın değerinin korunabilmesi için faiz oranları yükseltilmiştir. Faiz oranlarının

arttırılması büyümenin yavaşlamasına ve işsizliğin artmasına yol açmıştır. 1998 yılı ortasında Rusya'nın finansal krize girmesi, Brezilya'yı yeni bir spekülasyon saldırganına odağı haline getirmiştir. Brezilya, Rusya krizini takip eden satış paniğinden aşırı etkilenmiştir. Kamu borcu problemi bulunan Brezilya'da, Reale karşı sürekli olarak atak yapılması yurtiçi faiz oranlarını yükseltmiş ve bütçe açıklarını aşırı şekilde artırmıştır. 1998 yılı sonbaharında spekülasyon baskısı şiddetlenmiş ve Brezilya'nın döviz rezervleri hızla azalmaya başlamıştır. 7 Ocak 1999'da Brezilya'yı oluşturan eyaletlerden biri merkezi hükümete olan borçlarını artık ödeyemeyeceğini ilan etmiştir. Bu gelişme krizi başlatmıştır. 13 Ocakta Brezilya, Reali %8 oranında devalüe etmiştir. Devalüasyon oranının piyasaların beklentisine göre, çok düşük kalması nedeniyle spekülasyon saldırganları durdurulamamıştır. 15 Ocak'ta, Brezilya Merkez Bankası, döviz kuruna müdahaleden vazgeçerek Reali dalgalanmaya bırakmıştır. Piyasaların buna tepkisi olumlu olmuş ve Real yalnızca %10 değer kaybederek istikrara kavuşmuştur. Brezilya Borsası da bu gelişmelere olumlu tepki vererek %33 oranında yükselmiştir (Bastı. 2006:68).

Brezilya krizinde de spekülasyonun etkilerini görmek mümkündür. Dünyanın hızla büyüyen bu ülkesine de kriz öncesi dönemlerde büyük oranlı bir yabancı sermaye akımı gerçekleşmiştir. Ancak yabancı sermaye akımlarında 1998 ve 1999 yıllarında belirgin bir azalma görülmüş, özellikle portföy yatırımları kriz yılında yaklaşık 18 milyar dolarlık bir gerileme göstermiştir (Akdiş. 2004:10).

Önce Güneydoğu Asya sonra da Rusya krizleri uluslararası kısa süreli sermayenin gelişmekte olan ülkelerden çekilmesine hız kazandırmıştır. Latin Amerika ülkelerinden çekilen özel sermaye akımlarında da öncelikle bu krizlerin yaydığı güvensizlik etkili olmuştur. Rusya krizini takip eden üç ay içinde 30 milyar dolarlık rezerv kaybına uğrayan Brezilya'nın daha sonraki günlerde günde yaklaşık 1 milyar dolarlık bir sermaye kaçışına sahne olduğu da bilinmektedir. Küresel finansal piyasalarda günde yaklaşık 1.5-2 trilyon dolarlık işlem gerçekleştirildiği dikkate alındığında bir ülkenin ekonomi politikasına güvensizlik oluşması halinde 50-60 hatta 70 milyar dolarlık rezervler bile piyasaları etkilemekte yetersiz kalabilmektedir. Brezilya'da da böyle olmuş ve kısa süreli sermayenin ülkeden kaçışı rezervlerle dengelenmek istenmesine rağmen durdurulamamış ve kriz yaygınlık kazanmıştır (Akdiş. 2004:10).

III.2.6. 2001-2002 Arjantin Krizi

2001 yılında, Arjantin'in dış borçlarının faiz oranları aşırı şekilde artmıştır. Bu yıl Arjantin ekonomisi %3.7 küçülmüş ve yurtdışından borçlanma olanağı kalmamıştır. Yılsonunda Pezoya gerçekleştirilen spekülasyon saldırganını durdurmak için, Arjantin hükümeti halkın bankalardan para çekmelerine sınırlama getirmiş, ayrıca dış borç ödemelerini de durdurmuştur. Ocak 2002'de Para Kurulu sistemi sona erdirilmiş ve Arjantin'den sermaye çıkışları sınırlanmıştır. 2002 yılında halkın bankalardaki paraları bloke edilmiş ve Arjantin ekonomik ve politik kaosla karşı karşıya kalmıştır (Bastı. 2006:68).

Yurtiçi tasarruf oranları düşük olduğundan, Arjantin'de ekonomik büyümenin büyük ölçüde yabancı sermayeye dayalı olarak büyümesi benimsenmiştir. Para kurulu uygulanması sonucunda reel kurun değerlenmesi, dış ticarete rekabet kaybı ve cari açık artışı nedeniyle de, ekonominin büyüebilmesi için sürekli ve gittikçe artan yabancı sermaye girişine ihtiyaç duyulmuştur. Bu nedenle de, uluslararası sermaye piyasalarındaki volatilité ve dalgalanmalar ekonomiyi doğrudan etkilemeye başlamıştır. Konvertibilite rejimi parasal ve nominal esnekliğe sahip olmadığı için Arjantin uluslararası piyasalarda yaşanan dalgalanmalardan diğer ülkelere göre daha çok etkilenmeye başlamıştır. Bu nedenle Para Kurulu uygulaması sırasında ülke iki kez ciddi finansal kriz riski ile karşı karşıya kalmıştır. Bunlardan birincisinde IMF in

desteği ile spekülâtif saldırı durdurulabilmiş ve Para Kurulu rejiminin çöküşü önlenmiştir. Dünyadaki ikinci konjonktürel kriz dalgasında ise IMF in desteği de yeterli olmamış ve 2001 yılının sonunda ülkenin finansal sistemi çökmüştür. Dolayısıyla, Arjantin ekonomisinin yabancı sermaye girişlerine aşırı bağımlı hale gelmesi ülkeyi yurtdışından kaynaklanabilecek risklerle karşı karşıya bırakmış ve finansal kriz çıkma ihtimalini artırmıştır (Bastı. 2006:68).

Gelişmekte olan birçok ülke, 1980'li yılların ortalarından itibaren gerçekleşen finansal serbestleşme süreci ile finans piyasalarını uluslararası sermaye hareketlerine açmıştır. Kuşkusuz bu durum ülkelerin uluslararası sermayeden daha fazla yararlanmaları anlamına gelmektedir. Ancak, geriye dönülüp bakıldığında, gerçekleşen krizlerden elde edilen deneyimler göstermiştir ki, istikrarlı, iyi düzenlenen ve etkin denetlenen bir makroekonomik ortam olmadığında kısa vadeli spekülâtif sermaye akımları krizleri de beraberinde getirmektedir.

Finansal piyasaların piyasa başarısızlıkları gelişen finansal sistem nedeniyle diğer piyasalara göre daha ciddi sorunları beraberinde getirmektedir. Buna karşılık finansal piyasaların olumlu performansı ekonomideki diğer sektörlerin performanslarının artmasına yardımcı olacaktır. Bu nedenle finansal piyasalardaki muhtemel istikrarsızlıkları önleyici ve var olan istikrarsızlıkları giderici düzenlemeler sadece finansal piyasalarının değil, ekonominin genel performansını da olumlu yönde etkileyecektir.

IV. SERMAYE HAREKETLERİ KONTROLLERİ

Gelişmekte olan pek çok ülkede ortaya çıkan finansal krizler sonrasında, özellikle kısa vadeli spekülâtif sermaye giriş-çıkışlarının kontrolü, sermaye akımlarının serbestleşmesini savunan çevreler tarafından bile gerekli görülmeye başlanmıştır. Bu bölümde, gelişmekte olan ülkelerde, sermaye akımlarının istikrarsızlık yaratıcı olumsuz etkilerinin hafifletilebilmesi için kullanılabilir çeşitli politikalar kısaca açıklanılmaya çalışılacaktır.

Sermaye kontrolleri, yerleşik ve yerleşik olmayanlar tarafından gerçekleştirilen sermaye işlemleri üzerine getirilen kısıtlama ve düzenlemeler olarak tanımlanabilir. Başka bir şekilde tanımlanacak olursa sermaye kontrolleri, sermayenin hacmini, karakterini, yönünü veya zamanlamasını değiştiren her türlü resmi düzenlemelerdir (Bloomfield. 1946: 688).

Sermaye akımlarının kontrolü, sadece sermaye girişlerinin kontrol edilmesi ya da sadece sermaye çıkışlarının kontrol edilmesine yönelik olabileceği gibi, her ikisinin de kontrolünü sağlamaya yönelik olabilmektedir.

IV.1. Sermaye Hareketleri Kontrollerinin Gerekeçleri

1960'ların sonlarına doğru, ülkeler arasında mal ve sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaların giderek azaltılması ve daha liberal ekonomik politikaların uygulanması yönünde eğilimler oluşmuş ve başta kısa vadeli spekülâtif akımlar olmak üzere, uluslararası sermaye akımlarının hacmi dünya ticaret hacminden daha hızlı bir biçimde artmaya başlamıştır. Bu artış sonucunda birçok ülkede, ödemeler bilânçosu sorunları yaşanmış ve korumacı politikalar yaygınlaşmaya başlamıştır (Delice. 2002:26).

1990'ların başında Avrupa Döviz Kuru Mekanizmasında (EERM) ortaya çıkan problemler ve 1990'ların sonunda Asya'da yaşanan krizler, sermaye kontrolleri hakkındaki tartışmaları da beraberinde getirmiştir, bu tür krizlerin sermaye hareketlerine getirilecek kontrollerle engellenebileceği düşünölmeye başlanmıştır. Bu dönemde sermaye hareketlerine getirilecek kontroller, para politikasının bağımsızlığı ve döviz kurunun değişkenliğini sınırlamak gibi klasik argümanlarla savunulmuştur. Döviz hareketlerine vergi konularak

sermayenin kontrol edilmesi amaçlanmış, bu vergiden elde edilecek gelirle de iklim değişikliği ve fakirlik gibi küresel sorunlara çözüm bulunması hedeflenmiştir (Suvanto. 2001:35).

“Ekonomik olarak bağımsızlığın sağlanması” olarak özetlenebilecek olan gerekçe, sermaye hareketlerinin kontrol altına alınmasını destekleyen görüşlerin en önemli gerekçesidir. Sermaye hareketlerinin kontrol altına alınmasını savunan görüşler, bir ülkede yaşanan sermaye hareketliliğinin çok fazla olması durumunda, ülkede uygulanan para politikalarının etkinliğinin azalacağını ifade etmektedirler.

Ülkeler, bağımsız faiz ve döviz kuru politikalarını, sermaye hareketlerinin serbestleşmesinden sonra beraber kullanamaz hale gelmişlerdir. Sermaye hareketlerinin serbest bırakılması, faiz politikası ve döviz kuru istikrarı hedeflerinden, imkânsız üçleme hipotezine göre, aynı anda sadece ikisi uygulanabilmektedir (Joshi. 2003:2). Döviz rejimlerine bakıldığında bu hipotezin yansımalarını görmek mümkündür. Serbest kur rejimi uygulandığında döviz, sabit kur rejimi uygulandığında ise faiz kuru piyasalara bırakılmaktadır. Öte yandan, sermaye kontrolleri ülkelerin döviz kuru ve faiz araçlarını aynı anda kullanabilmesini sağlamakta, sermayenin çıkış tehditlerine karşı para politikalarının etkisizliğini gidermektedir. Kontrollerin sadece faiz oranı ve kurun izlenmesini değil, aynı zamanda kontrolünü de olanaklı hale getirmesinin, makroekonomik politikaların ve ödemeler dengesinin kolaylıkla yürütülmesini sağlayacağı düşünülmektedir.

Sermaye hareketlerine uygulanan kontrollerin, uluslararası para piyasalarının etkin işlemediği ve ülke riskinin olduğu durumlarda oldukça faydalı olabileceği ileri sürülmüştür. Piyasalardaki olumsuzluklar karşısında konulan vergi ve miktarsal sınırlamaların ekonomik refahı artırıcı yönde etkide bulunacağı görüşü “ikinci en iyi teori” olarak tanımlanır. Yaptıkları çalışmalar sonrasında Sadka, Tornell ve Razin ikinci en iyi teori görüşünü benimseyenler arasına katılmışlardır (Vergil. 2002:22). Tornell, para piyasalarında olumsuz bir havanın olduğu durumlarda, Tobin vergisinin sermaye hareketlerine uygulanmasının reel sektördeki yatırımları çoğaltıcı bir etkide bulunacağını ifade etmektedir (1990: 420). Sadka ve Razin’e göre ise yerli sermaye stoku, ülkelerin yabancı sermayeyi vergilendirerek sermaye hareketlerini sınırladığı dönemlerde daha fazla artacaktır (1991:178).

Keynesyen analizler, temel olarak kısa vadeli istikrar için, kontrolleri faydalı bulmaktadır. Epstein ve Schor, Keynesyen makroekonomik model kurarak sermaye kontrollerinin yatırımları artıracığı ve politikaların uygulanmasında finansal açıklıktan kaynaklanan problemleri engelleyeceği sonucuna varmışlardır. Onlara göre kapasite kullanmayı artıran ve yüksek büyüme hızını kolaylaştıran genişlemeci parasal ve mali politikalar sermaye kontrollerini kullanmayı gerektirir. Çünkü genişlemeci parasal ve mali politikalar sermaye kontrolleri ile birlikte kullanıldığında yatırımlar ya düşük yurtiçi faiz oranları ile ya da yüksek yurtiçi talep ile teşvik edilir (Vergil. 2002:22). Ayrıca sermaye kontrolleri yurtiçi ve yurtdışı bağları azalttığı için yurtdışı politikaların yatırımlar üzerine muhtemel olumsuz etkisi daha az olacaktır (Epstein –Schor. 1992:152).

Sermaye hareketlerine getirilen kontrolleri destekleyen görüşlerin diğer önemli gerekçesi, kontrollerin ekonomideki riskleri azaltacağı ve bu şekilde finansal istikrarı sağlamaya yardımcı olacağı beklentisidir. Sermaye hareketlerine getirilecek kontroller, finansal istikrarsızlığın temel nedeni sayılan döviz riskini, yatırımcının kaçış riskini, kırılabilirlik riskini ve bulaşıcılık riskinin azaltılmasına yardımcı olacaktır (Gabel. 2003:13). Yatırımcılar tarafından yerli enstrümanların ani alım satımlarının engellenmesi durumunda döviz riski de azalacaktır. Sermaye kontrolleri yerli paranın konvertibilitesini kısıtlayarak ani dalgalanmaların olmasını önlediği gibi, sermayenin girişinde kısa süreli yatırım şekillerini sınırlayarak yatırımcıların kaçmasına engel olacak, çıkışta da çıkış yollarını kısıtlayarak riski en aza indirecektir. Toplam sermaye akımları içinde likit ve kısa süreli yükümlülükleri azaltma ve yerli ekonomik ajanların yabancı dövizdeki açık pozisyonlarını sınırlamaya yönelik uygulamalar bu bağlamda değerlendirilmelidir. Bulaşıcılık riskinin sermaye kontrolleriyle

önlenmesi ise finansal bütünleşme düzeyinin azaltılmasıyla gerçekleşebilir (Davis-Villar. 2003: 19).

Genel olarak, gelişmekte olan ülkelerde uygulanan sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamalar, para politikasının bağımsızlığını sağlamak ve döviz kurundaki spekülasyonları engellemek amaçlı getirilmiştir. Zira yoğun sermaye hareketlerinden olumsuz bir şekilde etkilenen ülkelerin hepsinde sabit döviz kuru politikası uygulanmaktaydı. Dolayısıyla sermaye hareketlerinin tersine dönmesi durumunda, ülkelerin merkez bankaları sabit döviz kurunu sağlayabilmek için rezervlerini kullanmak zorundaydı. Rezervlerin kullanımı, hızlı ve yoğun ataklarda hem rezervlerin erimesine hem de merkez bankasının para politikasını tam olarak uygulayamamasına yol açmaktaydı. Dolayısıyla, tüm bunlara yol açan sermaye hareketlerinin kısıtlanması en uygun seçim olarak görülmekteydi (Cihan. 2005:59).

Nitekim 1990'lı yılların en önemli özelliklerinden biri gelişmekte olan ülkelerin sürekli finansal krizlere sürüklenmeleridir. 1945 öncesi rakip ülkelerin finansal atakları ve gizli planları yerini sayısız finansal fonun bir arada toplandığı büyük spekülasyon fonlarına bırakmıştır. Bu fonların iyi ya da kötü niyetli her eylemi gelişmekte olan ülkeleri etkilemektedir. Bu fonların hareketleri diğer küçük yatırımcıları da etkilemektedir. Küçük yatırımcılar özellikle büyük çaplı hamlelerde hamleyi aynı yönde takip etmektedir. Bu, tipik bir sürü psikolojisi örneği olarak görülebilir. Keynes piyasanın hayvani içgüdüleri yoluyla hareket eden özel sermayenin hükümdarlığına bırakılmayacağını belirtmektedir (Onaran. 2001: 75).

Başka bir gerekçe ise “bebek endüstrileri tezi” olarak ifade edilebilir. “Nasıl ki bir bebek önce anasının korumasında gelişir, sonra kendi gücüyle varlığını sürdürebilirse, yeni kurulan sanayilerin de gelişinceye kadar korunması gerekir. Çok hızlı bir biçimde yerel finansal piyasalarını kuran ve bu piyasaları yabancı spekülasyon sermayeye açan gelişmekte olan ülkeler finansal sistemlerini tamamen uluslararası spekülasyon sermayeye teslim etmek zorunda kalabilirler. Bu da o ülke ekonomisinin kırılganlığının artması anlamına gelmektedir. Çünkü spekülasyon sermayenin ülkeden ne zaman çıkacağı belli değildir. Bu sebeple gelişmekte olan ülkelerin yerel finans piyasalarını bir bebek gibi korumaya ihtiyaçları vardır. İhtiyaç duyulan bu koruma ise sermaye hareketlerine getirilecek kontrollerle sağlanacaktır. Uygulanacak sermaye kontrolleri ile yabancı tasarrufların ekonomiye yerli tasarrufların tamamlayıcısı olarak katılması sağlanacaktır. Aynı zamanda kontroller, ülkeye tüketimi finanse eden kısa süreli sermaye yerine, kalıcı ve verimli yeni yatırımları finanse edecek uzun süreli sermayenin girmesine neden olacaktır (Davis –Villar. 2003: 19).

Sermaye hareketlerinin vergisel boyutundan kaynaklanan gerekçe sermaye kontrolleri için sayılabilecek son gerekçedir. Sermayenin ülkeden çıkışı, ülkenin dış dengesini etkilediği gibi vergi tabanında da bir boşluk meydana getirebilmektedir. Sermaye kontrolleri sayesinde ülkelerin finansal aktiflerinin etkin bir şekilde vergilendirileceği öngörülmektedir. Böylece, sermaye kontrolleri ile birlikte, hükümetlerin daha çok gelir elde etme imkânına kavuşacağı düşünülmektedir.

Literatürde bazı teorik gerekçelerin yanında, sermaye hareketleri kontrollerinin uygulanmasını destekleyen ampirik çalışmalar da mevcuttur. Grilli ve Milesi-Ferretti (1995: 533) sermaye kontrollerinin enflasyon, reel faiz haddi ve ekonomik büyüme üzerine etkilerini ve aynı zamanda sermaye kontrollerinin temel belirleyici değişkenlerinin ne olduğunu 61 ülke bazında tahmin etmişlerdir. Kurdukları modellerde sermaye kontrolleri ve ekonomik büyüme arasında pozitif yönlü güçlü bir ilişki bulamamışlardır. Fakat kurdukları diğer bir modelde sermaye kontrollerini uygulayan ülkelerin daha düşük faiz haddine sahip olduklarını tahmin etmişlerdir. Bu sonuç bize sermaye kontrollerinin düşük faiz yoluyla yatırımları artıracığını ima etmektedir (Vergil. 2002:22).

Bu iki çalışma gibi Klein ve Olivei de (1999: 18) 1986 ile 1995 yılları arasında gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için sermaye hesabının liberalizasyonunun finansal derinlik ile ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Buldukları sonuca göre sermaye hesabının liberalizasyonu sadece gelişmiş ülkelerde ekonomik büyümeyi pozitif yönlü

etkilemektedir. Bu sonuç geliřmekte olan ÷lkelerin ekonomik büyümeýi devam ettirmeleri için sermaye hareketlerini kısıtlamaları gerektiđini göstermektedir (Vergil. 2002:22).

Sermaye kontrolleri hakkında Johnston ve Tamiras'ın 45 ÷lke örneğinin verilerini kullanarak yaptıkları bir çalışmada, söz konusu kontrollerin; para ve sermaye piyasasındaki enstrümanlar ve türev enstrümanlar, ticari ve mali krediler, garanti ve kefaletler, doğrudan yatırımlar ve aracı kurumlarla ilgili mali düzenlemeler gibi enstrümanlar yoluyla, yapıldığı tespit edilmiştir. Çalışmada yer alan ÷lkelerin; ödemeler dengesinin etkin yönetimi, mali piyasalar ve kurumların geliştirilmesi, mevzuatın yetersizliği, ekonominin büyüklüğü ve gelişmişlik durumu gibi nedenlerle, sermaye hareketlerine kontrol uyguladıkları belirlenmiştir (Güven. 2001:4).

IV.2. Sermaye Hareketleri Kontrolleri İçin Karşıt Gerekçeler

Sermaye hareketlerine getirilen sınırlamalara karşı; etkin olmama, kısıtlamaların maliyetinin yüksek olması ve ekonomiyi olası bir panik durumunda tam olarak koruyamama şeklinde sayılabilecek üç itiraz bulunmaktadır. Bunun yanında rüşvet, finansal mühendislik ve diğer mekanizmalar sermaye kontrollerinin çalışmasını mümkün kılmamaktadır (Rodrik-Velasco. 1999:23–24).

Standart Neoklasik Teori piyasaların sorunsuz işlediği, reel ve finansal piyasalar arasında farkın bulunmadığı ve sermaye piyasalarında belirsizlik ve istikrarsızlığın olmadığı, gibi varsayımları kabul ettiğinden, yapılacak herhangi bir müdahalenin refahı azaltacağı sonucuna varmaktadır. Bu bakımdan, yapılan çalışmalardan sermaye kontrollerinin yurtiçi yatırımları ve refahı azaltacağı yönünde bir sonuç ortaya çıkmaktadır. (Bacchetta. 1992: 465).

Literatürdeki ampirik çalışmalar göz önüne alındığında sermaye hareketleri kontrolleri aleyhine kullanılabilir sonuçların olduğu gör÷lmektedir. 1974-1993 yılları arasında Lemmen ve Eijffinger (1996: 448), Avrupa Birliği'ne üye 11 ÷lkenin sermaye kontrollerini belirleyen etkenleri araştıran bir çalışma yapmışlardır. Güvenceli faiz paritesini kullanarak yaptıkları analiz sonucunda, sermaye kontrolü değişkeni ile yatırımlar arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu saptamışlardır.

Sermaye kontrollerinin makroekonomik performans üzerindeki etkilerinin incelendiği başka bir çalışmada ise, sermaye kontrolleri ile yatırım ve ekonomik büyüme arasında güçlü bir ilişki bulunamamıştır (Rodrik. 1998:8).

IV.3. Sermaye Hareketlerini Kontrol Yolları

Sermaye hareketlerinin kontrol yolları değişik sınıflandırmalara tabi tutulabilir. Kontroller fiyat bazlı-miktar bazlı, doğrudan-dolaylı veya ulusal-uluslararası kontroller olarak çeşitli sınıflandırılmalarına ayrılabilir. Nitekim literatürde bu sınıflandırma çeşitlerinden hepsine göre yapılmış ayırım ve çalışmalar mevcuttur.

Bu çalışmada doğrudan ve dolaylı kontroller ayırımı kullanılacaktır. Burada doğrudan kontroller, sermayenin ÷lkeye giriş çıkışının direkt olarak yasaklanması, ÷lkeye giren sermaye miktarı üzerine sınırlamalar getirilmesi gibi önlemleri içerirken; dolaylı kontroller ÷lkeye giriş çıkış yapan sermayenin türü ve miktarını dolaylı yollardan etkilemeye yönelik uygulamaları içermektedir.

IV.3.1. Doğrudan Kontroller

Doğrudan kontroller olarak tanımlanan sermaye kontrolü türleri, sermaye akımlarının türü ve miktarını doğrudan etkilemeye yönelik olarak uygulamaya konulan politikalardan oluşmaktadır. Doğrudan kontroller; sermayenin doğrudan yasaklanması, sermaye akımları için izin alma, sermayenin miktarı üzerine limitler koyma gibi uygulamalar aracılığıyla gerçekleştirilmektedir. Doğrudan kontrollerin yaptırım gücü çok daha keskin ve güçlüdür.

IV.3.1.1. Bazı İşlemlerin Yasaklanması veya İzne Tabi Olması

Bu yöntemde kısa vadeli sermaye hareketlerinin kontrolü, sermaye piyasası araçlarının yabancılar tarafından satın alınmasının izne tabi tutulması ve/veya yabancılarla ait menkul kıymetlerin yerleşikler tarafından satın alınmasının yasaklanması yoluyla gerçekleştirilmektedir. Uygulamada kullanılan araçlar arasında, dışarıdan borçlanma, diğer kredi türlerinin temini, sermaye girişi ile ilgili ödeme şartlarının öne alınması veya yurtiçine ödemelerin ertelenmesi gibi konuların izne tabi tutulması yer almaktadır. Bununla birlikte, yurtiçi bankalardaki yabancılarla ait mevduatlara faiz uygulaması da izne tabi tutulmaktadır. Bu uygulamalarla, faize duyarlı sermaye girişi engellenmeye çalışılmaktadır (Taş. 2001: 82-83).

IV.3.1.2. İkili ya da Çoklu Döviz Kuru Uygulaması

İkili ya da çoklu döviz kuru uygulandığında, sermaye ve ticaret işlemleri için iki ayrı döviz kuru belirlenir. Hükümet sermaye işlemleri için kullanılan kuru dalgalanmaya bırakırken, ticaret için kullanılan kuru istikrarını sağlamaktadır. Sermaye çıkışıyla birlikte yerel para değer kaybetse de ticaret yapanlar istikrarlı kur şartlarında hükümetten döviz almaya devam edecektir. Böylelikle döviz kurundaki dalgalanmaların reel ekonomiye etkisi sınırlı olacaktır.

Bunun yanı sıra, böyle bir uygulamada genellikle para otoriteleri, yüksek kısa vadeli faiz oranlarının, yerleşikler için büyük yük oluşturduğu durumlarda, finansal kuruluşların spekülasyon amaçlı kredi vermesinin önüne geçerek yerli para piyasasını bölümlere ayırır. Temelde ikili piyasa, yerli para cinsinden kısa pozisyonda kalmak için yerli kredi ihtiyacı olan spekülasyoncuların maliyetini yükseltmekte, spekülasyon olmayan kredi talebinin ise normal piyasa oranlarından karşılanmasına yol açmaktadır (Duman. 2004:15).

IV.3.1.3. Bankaların Dış Pozisyon Yönetimine İlişkin Önlemler

Bankaların yurtdışı alacak ve borçlarının kontrol altına alınması yoluyla sermaye akımları kontrol edilmeye çalışılmaktadır. Bu uygulamada, işlem hacmi veri alınarak, bankaların net pozisyonlarının belirli bir düzeyde sabitlenmesine bağlı olarak bankaların, kredi pozisyonlarından kendi hesaplarına sermaye ithal ve ihracı önlenmiş olacaktır. Net dış pozisyonun sabitlenmesiyle, kısa ve uzun vadeli işlemlerin kontrolü hedeflenmekte ve bankaların merkez bankasına karşı spekülasyon ve faiz arbitrajına yönelmeleri engellenmeye çalışılmaktadır. Sonuçta, faiz oranlarında herhangi bir değişiklik olması durumunda bile merkez bankası döviz rezervlerinde ve iç likiditede bir değişiklik ortaya çıkmamaktadır (Taş. 2001: 83).

IV.3.2. Dolaylı Kontroller

Sermaye akımlarının kontrolüne yönelik politikaların bazıları, sermaye akımlarının türü ve miktarını direkt olarak etkilemeye değil, dolaylı yollardan etkilemeye yönelik politikalardan oluşmaktadır. Bu tür kontroller, sermaye işlemlerinin maliyetini artırmak yoluyla sermaye akımlarının miktarını düşürmeye yönelik uygulamaları içerir. Dolaylı

kontrollerde, finansal işlemler yasaklanmamakta ancak, izne tabi tutulmakta veya diğer sınırlandırmalara tabi tutulmaktadır. Bununla birlikte, finansal işlemlere belirli bir maliyet unsuru eklenmekte ya da söz konusu finansal işlemler bu maliyetten muaf tutulmaktadır (Taş. 2001: 74).

Sermaye akımlarını dolaylı olarak kontrol etme amacı güden politikaların önemlileri, yabancı sermayeye ekstra karşılık oranları politikası, sermaye işlemlerinin ve döviz piyasası işlemlerinin vergilemeye tabi tutulması ile bankacılık dışı kesimin dış kredilerine zorunlu karşılık uygulanması politikaları olarak sayılabilir.

IV.3.2.1. Yabancı Sermayeye Kazançsız Rezerv Gereksinimi Politikası

Sermaye kontrollerinin, sermayenin dolaylı yoldan vergilenmesi yoluyla yapılması hali olarak da değerlendirilebilir. Yabancı mevduatların piyasa şartlarından düşük veya bazı durumlarda sıfır faizle karşılığa tabi tutulması zorunluluğudur. Bu rezerv gereksinimini, ulusal düzeyde bankalara getirilen rezerv zorunluluğunun bir bakıma ülke içerisinde gerçekleştirilen sermaye işlemlerine uygulanması olarak görebiliriz. Kazançsız rezerv gereksinimi uygulamasında, yerleşik ve yerleşik olmayanların yaptıkları sermaye işlemlerinin belli bir tutarı kadar miktarı (yerel para ya da döviz) merkez bankası hesabında faizsiz bir biçimde tutulması şart koşulur. Sonuçta, bu yolla yurtdışından borçlanmanın maliyetinin yükseltilmesi ve ülkeye girecek sermaye miktarının etkilenmesi hedeflenmektedir. Rezerv gereksinimi sermayenin türüne, miktarına ve süresine göre değişiklik gösterebilir. Gereksinimin esneklik özelliği sabit oranda vergilemeye oranla onu daha cazip kılmaktadır (Yılmaz. 2004:5-11).

Kazançsız rezerv gereksinimi uygulamasından beklenen muhtemel yararlar aşağıdaki gibidir:

* Parasal bağımsızlık: Yerli ve yabancı faiz arasındaki farktan doğacak arbitrajı önlediği ölçüde, para politikasının hem şoklara hem de enflasyona karşı mücadelesinde yararlı olacaktır.

* Dış Borç: Kazançsız rezerv gereksinimi ülkenin kısa vadeli borç miktarını azalttığı ölçüde, ülkenin krizlere karşı kırılabilirliğini azaltacaktır.

* Sermaye girişlerin kompozisyonunu değiştirme: Kazançsız rezerv gereksinimi sermaye girişlerin kompozisyonunu kısa vadede uzun vadeye çekecektir.

Öte yandan, kazançsız rezerv gereksinimi uygulamasının kısa vadeli sermayenin ülkeye girişini engelleyemeyeceğini savunan görüşler de vardır. Bir görüşe göre; kazançsız rezerv gereksinimi yerel faizleri, yerel faizlerde sermaye akımlarını etkilemektedir. Rezerv gereksinimi yerel faizleri yükseltecektir. Faizlerin yükselmesi sermayenin ülkeye girmesi için cazibedici neden olacaktır. Bu anlamda sermaye akımları üzerinde rezerv gereksiniminin etkisi belirsiz olacaktır (Yılmaz. 2004:5-11).

IV.3.2.2. Sermayeye Uygulanan Vergileme

Sermaye giriş ve çıkışları üzerine ayrı ayrı vergiler konulması ya da borsa işlemlerinin vergilendirilmesi yoluyla sermaye akımlarının kısıtlanılmaya çalışılması da spekülasyon sermaye üzerine uygulanan dolaylı kontrol metodlarından biridir. Sermaye girişlerinin vergilendirilmesi yoluyla sermaye akımları, net gelirlerin azalması ve sermaye girişi yapacaklar için bu işlemin cazip olmaktan çıkarılması şeklinde, dolaylı yoldan etkilenmeye çalışılmaktadır. Sermaye çıkışlarının vergilendirilmesi uygulaması ise, kısıtlayıcı etkiyi doğuran unsur, söz konusu menkul değerlerin elde tutulma süresiyle paralel olarak vergi oranının artırılması şeklinde gerçekleşmektedir. Son olarak, borsa işlemlerinin vergilendirilmesi uygulamasıyla, kısa vadeli yatırımlarda gelir kaybı yaratılmak yoluyla sermaye akımlarının kısıtlanması hedeflenilmektedir (Taş. 2001:78). Ancak burada belirtilmelidir ki; yabancı sermaye

işlemlerinin vergilendirilmesinin spekülasyonu engelleyip engellemeyeceği, verginin spekülatif sermayeye getirdiği toplam maliyetinin büyüklüğüne bağlıdır.

Sermaye akımlarının kontrol altına alınması amacıyla uygulanabilecek bir diğer dolaylı politika aracı döviz piyasası işlemlerinin vergilendirilmesidir. James Tobin 1972 yılında, spekülatif amaçlı uluslararası sermaye akımlarının giderek artmasının neden olduğu finansal ve ekonomik dalgalanmaları önlemek için dünya çapında uygulanacak bir döviz işlemleri vergisi önerisinde bulunmuştur.

Tobin “fazla yağlanan uluslararası spekülasyon çarkının dişlileri arasına biraz kum serpilmesi” olarak özetlediği, döviz işlemlerinin vergilendirilmesi politikasının spekülatif döviz alım-satım işlemlerinin neden olduğu kur dalgalanmalarını azaltacağını öne sürmüştür. Literatürde atfedilen öneme binaen Tobin Vergisi etüdün daha sonraki bölümlerde geniş olarak ele alınacaktır.

Spekülatif sermaye hareketlerini etkilemeye yönelik olarak uygulanan vergi politikaları için temel üç eleştiri yapılmaktadır. İlk olarak, sermaye hareketleri ile ilgili bütün işlemlere vergi uygulanması, spekülasyonla ilgisi olmayan finansal kurumları ve piyasa yapımcılarını cezalandıracaktır. İkinci olarak, vergilendirilecek işlemler spot işlemlerle sınırlı kalırsa, işlemler finansal türev işlemlere doğru yönelebilecektir. Son olarak ise küçük oranlı bir vergi büyük spekülatif kazançların olduğu bir durumu engelleyemeyecektir. Çok yüksek bir vergi ise finansal aracılık sektörünü olumsuz yönde etkileyecektir (Altınkemer. 2003:5).

IV.3.2.3. Bankacılık Dışı Kesimin Dış Kredilerine Zorunlu Karşılık Uygulaması

Sermaye akımlarının kontrolünü sağlamaya yönelik bir başka dolaylı müdahale yöntemi bankacılık dışı kesimin yurtdışından aldığı kredilere zorunlu karşılık uygulamasıdır. Burada da, bankacılık dışı kesimin sermaye girişlerinin belli bir miktarının zorunlu karşılık olarak ayrılması yoluyla sermaye ithalinin maliyetinin yükseltilmesi ve bu yolla likiditenin sınırlandırılması amaçlanmaktadır. Uygulama ile sermaye ithalindeki net faiz avantajını azaltmak, ulusal paranın satın alma gücünü azaltmak, enflasyonist gelişmelerin önüne geçmek, ödemeler bilânçosu, döviz bilânçosu ve dış ticaret bilânçosu denklıklarının sağlanması hedeflenmektedir (Taş. 2001: 82).

Yukarıda sayılan sermaye kontrolü metotlarından hangisinin en iyi sonuçları vereceğini veya hangilerinin diğerlerine göre tercih edilebileceğini belirlemek zordur. Ancak, uygulanan metodun, ülkeye giren fon miktarını azaltıp azaltmadığı, giren sermayenin kalitesini, vadeleri uzatarak ve borç yaratmayan fonların payını artırarak yükseltip yükseltmediği, yerli paranın değer kazanmasını, dolayısıyla gereksiz rekabet gücü kaybını önleyip önlemediği ve para politikasının bağımsızlığını koruyup korumadığı hususları söz konusu metotların hangisinin tercih edilebileceği konusunda politika belirleyicilerine yardımcı olabilir.

V. SERMAYE KONTROLÜ UYGULAMALARINDA ÜLKE ÖRNEKLERİ

V.1. Şili

Şili 1930’larda başlattığı sermaye akımları üzerindeki kontrolünü 1970’lere kadar sürdürmüş; 70’li yılların ortalarından itibaren dereceli serbestleşme hareketi başlatmış; ancak 1980 Latin Amerika borç krizinin ardından kontrolleri tekrar sıkılaştırma yoluna gitmiştir. (Gallego. 2002: 4).

1989 yılı sonrasında meydana gelen olaylar nedeniyle, ülke sermaye hareketlerine karşı yeni bir kontrol uygulama girişiminde bulunmuştur. Söz konusu yılda hükümetin enflasyonu önleyebilmek için faizleri sermayenin çok olduğu bir ortamda yükseltmesi, ülkeye

büyük bir miktarda sermaye girişine sebep olmuştur. 1970'lerde yaşanan neoliberal deneyim, yabancı sermaye akımlarının ülkeye girişinin tüketim artışına ve yerel paranın değer kazanmasına neden olacağını göstermiş, hükümet de bu durumun bir daha yaşanmaması için sermaye kontrollerini uygulamaya başlamıştır (Epstein. 2003:12).

1991-1998 yılları arasında Şili, sıcak paranın ülkeye girişine sermaye kontrolleri uygulayarak karşılık vermiştir. Şili'nin piyasa yönlü kontroller uygulaması birçok akademisyen tarafından olumlu karşılanmış, ülkenin 1994 Meksika krizinden etkilenmemesi ve Asya krizini küçük bir ekonomik durgunlukla atlattığı olması da akademisyenlerin haksız olmadığını göstermiştir.

Şili Hükümeti tarafından uygulanan sermaye kontrollerinin temel özellikleri sermaye girişlerini kısıtlamaları ve piyasa yönlü olmalarıdır. Sermaye kontrolleri için Şili'de zorunlu ve karşılıksız rezerv gereksinimi aracı kullanılmıştır. Şili yapmış olduğu bu uygulamayla, kısa dönemli sermayenin ülkeye girişini yavaşlatarak uzun vadeli sermaye girişlerinin artmasını sağlamayı, bunun sonucunda da uluslararası finansal krizler karşısında iç piyasaların hassaslığını azaltmayı, merkez bankasının para politikalarını bağımsız bir şekilde uygulayabilmesini sağlamayı ve çok fazla değer kazanmış olan yerel paranın gerçek değerine düşmesini amaçlamıştır. 1991 yılında Şili'de uygulanmaya başlanan rezerv gereksinimi; ülkeye giriş yapan yabancı sermayenin kanunda öngörülen kısmı kadar miktarının Şili Merkez Bankasında bir süre için karşılıksız tutulması şeklindedir. Yürürlüğe konulan bu uygulama literatürde "kazançsız rezerv gereksinimi" şeklinde adlandırılmaktadır.

Kazançsız rezerv uygulamasının ilk döneminde, uygulamaya konu olan oran %20 olarak belirlenmiş, ticari krediler dışındaki bütün yabancı borçlanma işlemleri uygulama kapsamına alınmıştır. Merkez bankasına yabancı borçlanmaya konu olan para cinsinden para yatırılması zorunlu kılınmış, paranın bankada ne kadar süre kalacağı ise sermaye işleminin vadesinin uzunluğuna göre ayarlanmıştır. 1991 yılında, 90 güne kadar olan işlemlerin 90 gün, 90 gün ile 12 ay arasındaki işlemlerin işlem uzunluğu kadar, 12 aydan uzun işlemlerin ise bir yıl merkez bankasında tutulması kararlaştırılmıştır. Bunun sonucunda, ülkeye giriş yapan sermaye, ülkede kaldığı zamanla ters orantılı olan bir maliyetle karşı karşıya bırakılmıştır. Özellikle çok kısa dönemlik sermaye girişleri için de 90 günlük karşılıksız rezerv tutma zorunluluğu gelmesi bu sermaye girişlerinin üzerine büyük maliyetler yüklemiştir. Bir yıldan uzun vadeli sermaye girişlerine ise bir yıllık rezerv zorunluluğunun getirilmiş olması ise, sermayenin ülkede kaldığı sürenin uzamasının maliyetini azaltacağı anlamına gelmektedir.

1992 yılında rezerv gereksinimine konu olan işlemlere bankalardaki döviz tevdiat hesapları da eklenmiştir. Aynı yıl içerisinde, makroekonomik istikrarının sağlanması için yerel faiz düzeyinin yükseltilmesi gerektiği düşünülmüş, ancak bu artırımın ülkeye giren sermayeyi fazlaştıracığı öngörülerek, buna tedbir olarak, kazançsız rezerv gereksinimi %30'a yükseltilmiş ve gereksinime konu olan sermayenin merkez bankasında vade farkı gözetmeksizin 1 yıl olarak tutulması esası kabul edilmiştir.

Rezerv gereksinimin en etkili olduğu yıl 1995 yılıdır. İlk olarak New York Borsasında işlem gören Şili kâğıtlarının, 1996 yılında ise spekülasyon olduğuna inanılan doğrudan yatırımların bu uygulamaya dâhil edilmesine karar verilmiştir. 1998 yılında meydana gelen Asya kriziyle birlikte, gelişmekte olan ülkeleri terk eden yabancı sermayeyi yeniden ülkeye çekebilme ve bu sayede dış borçlanmanın maliyetini azaltabilmek için rezerv gereksinimi önce %10'a sonra %0'a düşürülmüştür.

Şili'de uygulanan kontroller büyük ölçüde etkili olmuş, 1991 yılından sonra ülkeye giriş yapan sermaye ağırlıklı olarak uzun vadeliye dönmüştür. Ülkeye giren toplam sermaye hareketleri içerisindeki kısa süreli sermaye hareketlerinin payı, kontroller öncesinde %73 iken, 1998 yılından sonra bu oran %3'e gerilemiştir. Şili tarafından uygulanmaya konulan kazançsız rezerv zorunluluğuyla ülkenin toplam yabancı borcu içerisindeki kısa süreli borçlarının miktarı 1989 yılında %25 seviyesinde iken, 1998 yılında %15 düzeyine gerilemiştir. Ayrıca kısa süreli borçların ülke milli geliri içindeki payı %14'den %6 seviyesine düşmüştür. Bunun yanında

Şili’de 1991 yılında uygulanmaya başlanan kazançsız rezerv gereksinimi, ülkedeki doğrudan yatırımları artırmış, bu da kısa süreli sermaye hareketleri karşısında alınan tedbirlerin ülkeye giriş yapan sermayeyi artıracığı teorisinin (Cordella. 2002:159) doğruluğunu göstermiştir.

Öte yandan Şili’nin kazançsız rezerv gereksinimi; tüm sermaye akımları içinde kısa süreli işlemlerin payını azaltırken, yabancı faize kıyasla yerli faizin artmasına neden olmuş ve bunun sonucunda hızlı yabancı borç birikimi ve cari işlemler dengesinin bozulması durduramamıştır (Davis. 2002:7).

V.2. Malezya

Malezya 1998 yılında sermaye çıkışları üzerine getirdiği kontroller ile bilinir. Ancak bu Malezya tarihindeki ilk kontrol uygulamaları değildir. İlk sermaye kontrolleri 1994 yılında sermaye girişleri üzerine uygulamaya konulan geçici kontrollerdir. 1990’lı yıllarda Malezya, ülkenin karşı karşıya kaldığı büyük hacimli sermaye hareketlerine sterilizasyon politikasıyla cevap vermiştir. Ancak bu uygulamanın büyük sermaye girişleri karşısında etkisiz kalması ve faiz oranlarının yükselmesiyle, 1994 yılında doğrudan sermaye girişlerini sınırlayıcı bazı önlemler alınmasına karar verilmiştir. Bunun bir sonucu olarak, ticari bankaların hesaplarında bulunan yabancı bankalara ait yerel para hesaplarına rezerv gereksinimi uygulanmaya başlanmış, bankaların dış yükümlülük pozisyonlarına bazı sınırlamalar getirilmiş ve ticari bankaların yerleşik olmayanlarla ticari olmayan swap ve forward işlemleri yasaklanmış (Ariyoshi. 2000: 95). Bu uygulamalara ek olarak aynı dönemde faiz hadleri de düşürülmüştür. 1994 yılı içerisinde kısa süreli sermaye hareketlerinin önemli bir ölçüde azalmasını sağlayan bu uygulamaların birçoğu yılsonunda kaldırılmıştır.

1997 yılında Tayland’da başlayan Asya krizi Malezya’ya da sıçramış, Temmuz ayı boyunca Malezya para birimi Ringgit’e karşı spekülasyon atakları yaşanmıştır. 1990 yılında 100 olan efektif reel kur endeksi, 1997 Ocak-Temmuz döneminde 115-120 aralığındayken, sonraki 6 ayda büyük bir değer kaybı yaşayarak 1998 yılı Ocak ayında 75 seviyesine inmiştir. Bunu takiben, hisse senetleri fiyatlarında önemli düşüşler yaşanmış, 1997 Nisan ayında 1.200 puan olan Kualo Lumpur Menkul Kıymet Borsası endeksi %78,3 değer kaybederek, Eylül ayında 260 puana kadar gerilemiştir. Borsanın ve paranın aşırı değer kaybetmesi bankaları batma noktasına getiren bir krize sürüklemiştir. Bununla birlikte Moody’s ve Standard and Poors’un ülkenin kredi notunu düşürme kararı Malezya’nın uluslararası piyasalardan borçlanabilmesini zorlaştırmıştır. Krizden kurtulmak amacıyla krizden etkilenen diğer Asya ülkeleri (Güney Kore, Endonezya ve Tayland) gibi Malezya da IMF politikalarını uygulamaya başlamış ancak bu işlerin daha da kötüye gitmesini engelleyememiştir. Sonuç olarak, içerisinde sabit kur rejimi altında, faiz oranlarını düşürücü, genişletici para ve maliye politikalarının olduğu farklı bir yol izlenmiş, sermaye kontrolleri uygulanmaya başlanmıştır. Malezya ekonomisine ait kriz öncesi temel makroekonomik verilerin sağlıklı olmasının, böyle bir kontrol kararının alınmasını kolaylaştırdığını söylemek mümkündür.

Malezya’da başlayan kriz ile birlikte, Singapur kaynaklı spekülasyonların yüksek faizle topladıkları Ringgit’i devalüasyon beklentisi ile düşük fiyatla satmaları Ringgitin aşırı değer kaybetmesine neden olmuştur. Malezya bankaları Ringgit sıkıntısı çekmeye başlayınca, Malezya Hükümeti bunun önüne geçmek amacıyla yurtdışına çıkan Ringgit’in 1 ay içerisinde geri dönmemesi durumunda bir daha yurda dönmesine izin verilmeyeceğini ilan etmiştir. Buna ek olarak, Malezya’ya dönen fonların da belirlenen hesaplarda bir yıl tutulmasına karar verilmiştir. Bu uygulama 1999 yılının Şubat ayında biraz yumuşatılarak, Ringgit’in dolar karşısındaki değeri 1 \$=3,80 Ringgit olarak belirlenip sabit kur uygulamasına geçilmiştir.

Malezya'nın 1 Eylül 1998 tarihinde sermaye ve kambiyo üzerine getirdiği kontroller şöyledir:

- * Döviz kuru 1 ABD Doları = 3,80 Ringgit olarak sabitlenmiştir.
- * Yabancıların forward Ringgit alım ve satımı izne tabi kılınmıştır.
- * Ringgit'e dayalı tüm varlıkların satışının onaylanmış yerli bir aracı kurum vasıtasıyla yapılması zorunlu hale getirilerek offshore Ringgit piyasalarının kapanması sağlanmıştır.
- * Doğrudan yabancı sermaye yatırımı sonucu yapılan satışlardan elde edilen gelirin değişimi ve yurtdışına transferi hariç, yabancıların yurtdışı hesaplarında tuttıkları Ringgit'i dövize çevirmek için Merkez Bankası onayı alması zorunlu kılınmıştır.
- * İhracat ve ithalat ödemelerinin döviz ile yapılması zorunluluğu getirilmiştir. Diğer taraftan, tüm cari işlemler hareketi için serbestçe döviz temin edilmiş ve Malezya mallarını ihraç eden yabancılar da ticari kredi sağlanmıştır.
- * Yurtdışına çıkarken yolcuların yanlarında bulundurabilecekleri para miktarı Malezya vatandaşları için 10.000 Ringgit, yabancılar için ise 1.000 Ringgit olarak sınırlanmıştır.
- * Yabancıların Malezya menkul değerlerinin satışından elde ettikleri geliri yurtdışına transfer etmeden önce 12 ay ülkede tutmaları zorunlu kılınmıştır.

Yukarıda ki maddelerden de anlaşılacağı gibi Malezya hükümeti spekülasyon sermaye çıkışını önlemek için offshore piyasalara son vermek amacıyla sermaye hareketlerine bazı kontroller getirmiştir. Bu uygulamada cari işlemlerle veya doğrudan yatırımlarla ilgili sermaye hareketlerini kısıtlamak amaçlanmamaktadır.

Malezya tarafından sermaye hareketlerine uygulanan kontroller sayesinde başarılı olunmuş, offshore piyasaların ortadan kalkması sağlanmış ve buna bağlı olarak da ülkedeki döviz hareketleri büyük ölçüde durmuştur. Bu kontrollerin, yabancı yatırımcıların yatırımlarını geri çekmelerini, yurtiçindeki yatırımcıların da yurtdışında yatırım yapmalarını güçleştirilmesi sonucunda net sermaye hareketlerinin azalması sağlanmış, döviz kuru istikrarı yakalanmıştır. Dolar karşısında Ringgit'in sabitlenmiş olmasıyla da yatırımcı ve spekülasyonların önündeki belirsizlik giderilmiştir. Kur üzerinde yapılabilecek spekülasyonlar piyasanın ötesinde bir devalüasyon gerçekleştirilerek önlenmiştir.

1 Eylül 1998'de uygulamaya konulan sermaye kontrolü politikası, 15 Şubat 1999 yılında değiştirilerek yatırımların yurtdışına çıkarılabilmesi için en az bir yıl süreyle Malezya'da tutulması gerekliliğinin yerine aşamalı vergi sistemi getirilmiştir. Buna göre değişiklikten önce Malezya'ya giren sermayenin yurtdışına çıkarılabilmesi için, Malezya'ya girişinden sonraki 7 ay içinde çıkarılıyorsa %30, girişinden sonraki 7. ve 9. aylar arasında çıkarılmak isteniyorsa %20, girişinden sonraki 9. ve 12. aylar arasında çıkarılmak isteniyorsa %10 vergi alınması esası getirilmiştir. Malezya'da bir yıldan daha uzun bir süre kalan sermayenin yurtdışına çıkarılmasında ise vergi alınmaması kararı verilmiştir. 15 Şubat 1999 tarihinden sonra Malezya'ya girecek fonlar için ülkeye giriş ve çıkışlarda herhangi bir vergi alınmayarak, bunların bir yıldan önce dışarıya çıkarılmasında elde edilecek karın %30'u, bir yıldan sonra çıkarılmasında ise %10'u oranında vergi alınması kararlaştırılmıştır. Bu uygulamayla, ülkeye giren sermayeye ülkede kalış zamanıyla ters orantılı bir maliyet getirilmiştir.

Şili tarafından 1991-1998 yılları arasında uygulanan sermaye kontrolleri ile 1999 yılında Malezya'da yapılan değişikliklerin benzer özellikleri olmasına karşın, Malezya'nın 1998 yılında yürürlüğe koyduğu kontrol mekanizmasının Şili'ninkine göre büyük farklılıkları mevcuttur. Malezya, kriz öncesi ülkeye giren sermayenin kaçmasını önlemeye çalışırken, Şili sermaye girişini kontrol altına almaya çalışmıştır. Malezya spekülasyon sermaye ile doğrudan mücadele yöntemini seçerken, Şili piyasa yönlü kontrol yöntemini kullanmıştır. 1999 yılında Malezya'da da Şili'nin kontrol metoduna benzer kısa süreli sermaye girişine yönelik vergiler getirilmiştir. İki ülkenin de kısa süreli sermaye vadesini bir yıl olarak belirlemiş olmaları da önemli bir benzerliktir.

IMF desteği alan Tayland ve Güney Kore'ye göre Malezya'nın daha hızla iyileştiği ve uygulanan kontrollerin makroekonomik değişkenler üzerinde olumlu bir etki sağladığı ileri sürülmektedir (Kaplan-Rodrik. 2002). Malezya krizden kurtulma sürecinde geniş kapsamlı sermaye kontrolleri uygulayarak başarıya ulaşan tek ülke olarak gösterilmektedir (Işık. 2004:11). 1994 yılında başlatılan uygulamaların, 1998 sonrası uygulamalarının daha kolay yapılmasını sağladığı söylenebilir. Malezya hükümetinin sağladığı başarı uluslararası alanda tabu olarak görülen sermaye kontrollerini yeniden bir tartışma konusu haline getirmiştir.

V.3. Brezilya

1993-1997 yılları arasında Brezilya'da, yüksek reel faiz nedeniyle oluşan spekülative sermaye girişlerini önlemek amacıyla sermaye hareketlerine gerek vergi gerekse zorunlu karşılık şeklinde bazı kontroller getirilmiştir. Ancak bu getirilen kısıtlamalar etkili olamamış, ülkeye yoğun bir şekilde sermaye girişi devam etmiştir. 1988-1991 yıllarında ülkeye aylık yaklaşık 40 milyon \$ sermaye girerken bu miktar 1992-1995 yılları arasında hızla artarak yaklaşık 1 milyar \$ seviyesine ulaşmıştır. Ülkeye giren sermaye tutarındaki bu artış, getirilen kısıtlamaların çeşitli şekillerde (örneğin, finansal türev araçlar, vergi kaçırma) ihlal edilmesi nedeniyle gerçekleşmiştir. Bütün bu gelişmeler sonrasında Brezilya Merkez Bankası nominal kur rejimini birçok defa ayarlamak zorunda kalmıştır.

VI. TOBİN VERGİSİ

Kısa vadeli spekülative sermaye hareketlerinin, ilgili ülkelere olan zararlarının en aza indirilmesi konusundaki global önerilerin başında Tobin Vergisi (Tobin Tax) gelmektedir. Bu konu özellikle 1990'lı yıllarda yaşanan global krizlerden sonra öncelikli olarak tartışılmaya başlanmıştır.

VI.1. Verginin Tanımı

Kısa vadeli spekülative sermaye hareketlerine önlem olarak vergi araçlarının kullanılması fikri Keynes'e dayanmaktadır. Keynes'e göre risk ve ilave maliyetler, uzun süreli yatırımları etkilemeden kısa süreli parasal akımları azaltacak, alınacak az miktardaki transfer vergisiyle girişimler üzerindeki spekülasyon etkileri en aza indirilecektir (Raffer. 1998:530).

1981 Nobel ekonomi ödülü sahibi ünlü Amerikalı iktisatçı Prof. James Tobin'in ileri sürdüğü işlem vergisi, kısa süreli sermaye hareketlerinin vergilendirilmesi konusunda sunulan önerilerden en çok tartışılanıdır. Literatürde "Tobin Vergisi" (Tobin Tax) olarak da adlandırılan bu vergi, 1972 yılında James Tobin tarafından yazılan bir kitapta (The New Economics: One Decade Older, 88-93) yer almıştır. Tobin kitabında söz ettiği önerisinde, spot piyasalarında bir dövizin diğerine dönüşümünden alınacak uluslararası tek tip bir dönüşüm vergisinin kısa süreli sermaye hareketlerinin dolaşımını engelleyeceğini ileri sürmüştür (Tobin. 1978: 155).

Öneren iktisatçının adıyla Tobin Vergisi olarak literatüre geçen bu dolaylı vergi alternatifi özellikle son yıllarda politik iktisat gündeminin çok tartışılan konuları arasına girmiştir. Fazla yağlanmış olan uluslararası sermaye hareketlerinin dışlıleri arasına bir miktar kum serpilmesi düşüncesi, özellikle uluslararası finansal dalgalanma ve krizlerin artma eğilimi gösterdiği son yıllarda giderek daha fazla ilgi çekmektedir (Yılmaz. 2002:1).

Tobin Vergisi; basit tanımıyla spot döviz alım-satım işlemleri üzerine getirilen sabit fakat düşük bir oranlı ad-valorem bir vergidir. Tobin vergisinin döviz değişim işlemleri üzerinden, tek bir oranda, çok düşük ve ad-valorem esasa göre alınması düşünülmektedir.

Tobin kendisi, bu oranların %0.2, %0.5 ve %1 gibi oranlarda olabileceğini belirtmiştir. Tobin Vergisi, kısa dönemli spekülasyonlar için çok önemli maliyetler oluşturarak spekülatif amaçlı işlemlerde döviz alım-satım zararı riskini artırırken, uzun vadeli yatırımlar için yapılacak işlemlerde, toplam maliyet içinde küçük oranda ek maliyet getirecektir.

VI.2. Verginin Amacı ve Kapsamı

Tobin vergisinin temel amacı, kısa vadeli ve spekülasyon amaçlı sermaye hareketlerinin üzerine, düşük oranlı bir vergi koymak suretiyle, bu sermaye hareketlerinde gerçekleşen spekülasyonun kazancını azaltmak ve cazibesini kaybettirmektir.

James Tobin, mali krizlerin önemli nedenlerinden bir tanesinin yüksek hacimli döviz spekülasyonu olduğunu ve dövizde yapılan günlük al-sat işlemlerinin, dünyanın tüm borsalarında oluşan işlem hacminden daha fazla olduğunu belirtmektedir. İşte burada Tobin Vergisi, iki temel amaca sahiptir: Döviz kurundaki oynaklığı azaltacağı ve döviz kurunda kısa vadeli beklentiler yerine uzun vadeli beklentileri yansıtacağı varsayılarak kısa vadeli parasal işlemlerin maliyetini artırmak suretiyle spekülatif para akımlarını azaltmak ve istikrarı bozucu ekonomik faktörlere karşı ulusal otoritelerin inisiyatif alabilmesini ve böylece ulusal para ve makro-ekonomik politikaların daha özerk olmasını sağlamaktır. Tobin vergisi, reel ekonomiye zarar verme potansiyeline sahip olan kısa vadeli ve spekülatif işlemlerini engelleyen; ancak, sermaye hareketlerini olumsuz yönde etkilemeyen bir filtre işlevi görür. Vergi, filtre işlevini, her bir parasal işlem başına ılımlı bir vergi salarak (azami %1) uluslararası düzeyde parasal işlemlerle getiri elde etmek isteyen kısa vadeli yatırımcıları engellemek yoluyla yerine getirir. Tobin vergisi, kısa vadeli ve spekülatif işlemlerden elde edilebilecek potansiyel getiriden daha yüksek bir maliyet oluşturmak suretiyle bu tip spekülatif işlemleri caydırarak iktisadi kriz riskini azaltmayı amaçlamaktadır (Aktan. 2006:97).

Tobin vergisinin hangi işlemleri kapsamaması gerektiği konusu tartışılmaya devam edilen konulardan bir tanesidir. Tobin'e göre, konulacak vergi spot döviz işlemlerini kapsamalıdır. Ancak çok çeşitli türev araçlarının olduğu günümüzde, döviz alım-satımına karşılık gelen başka işlemler kullanılarak da spekülatörlerce vergi kaçırılacağı göz ardı edilmemesi gereken bir konudur. Tobin Vergisi'nin kapsamı en azından future, opsiyon ve swap piyasalarını kapsayacak kadar genişletilmediği takdirde, bu tür vergiden kaçınma imkânları her zaman olacaktır. Nitekim spot piyasanın gelişimi ile mukayese edildiğinde, son yıllarda türev piyasalar dünya genelinde daha hızlı bir gelişim göstermektedir. Bu durum ise türev işlemlerin de vergi kapsamına alınması için bir gerekçe oluşturmaktadır. Vergi konulduğunda, vergi kapsamına girmeyen yeni türev araçlar icat edilebileceği düşüncesi ile de verginin kapsamının, ileride ortaya çıkabilecek menkul kıymet veya türev piyasa aracı türlerini de kapsayacak şekilde genişletilmesi gerekecektir (Yılmaz. 2002: 9).

Tobin Vergisinin kapsamından bahsederken, vergiden istisna tutulması düşünülen işlemler hakkında yapılan tartışmalara da değinmek gerekmektedir.

Öncelikle, Tobin tarafından para birliği bölgelerindeki işlemler için bir "vergi istisnası" uygulanması önerisi getirilmiştir. Bu vergi istisnası önerisi, sadece birlikler içerisindeki ülkeler için değil, para birimini başka bir para birimine endeksleyen ülkeler için de uygulanabilecek bir öneridir.

İkinci olarak ise, hükümetler, merkez bankaları ya da İMF gibi uluslararası resmi kuruluşlar tarafından yapılan döviz işlemlerinin de bu vergiye tabi tutulmasının savunulması (her ne kadar bu kuruluşlar, özellikle merkez bankaları tarafından yapılan bazı işlemlerin spekülatif olarak nitelendirilmesi mümkün bulursa da) anlamlı görünmemektedir (Yılmaz. 2002: 8).

Tobin vergisiyle spekülatif sermaye hareketlerinin önüne geçmek amaçlandığına göre, küçük çaplı işlemlerin (turistler ve reel kesimin ticari faaliyetlerinden doğan küçük miktarda)

döviz işlemleri) bu vergi kapsamına alınmasının doğru olmayacağı oldukça açıktır. Ancak burada spekülörlerin sermayelerini küçük miktarlar şeklinde kullanarak vergiden kurtulmaya çalışabilecekleri göz önünde tutulmalıdır.

Son olarak, bankalar arasında gerçekleşen döviz transferlerinin de vergiden muaf tutulması gerektiğini savunan bazı görüşler bulunmaktadır. Ancak bankaların özellikle spekülâtif davrandıkları bilinen bir gerçek olduğundan, bankalar arası işlemlerin istisna kapsamına alınması verginin gerçek amacıyla çelişecektir. Tobin de getirdiği vergi önerisinde, verginin özellikle banka işlemleri üzerine getirilmesini gerektiğini belirtmiştir.

VI.3. Verginin Uygulanması

Tobin vergisi ile ilgili diğer konularda olduğu gibi verginin uygulaması, özellikle uygulanan vergi oranı konusunda da tam bir fikir birliğine varılamamıştır. Aslında uygulama basit bir mantığa dayanmaktadır. Küçük oranda belirlenmiş bir vergi, bir dövizin değerine dönüşen her birimi için uygulanacak, böylelikle döviz alım-satımlarına ek bir maliyet unsuru getirecektir. Tobin'in ilk önerisinde vergi oranının %0.1 ile %0.5 arasında olması önerilmiş, daha sonra verginin %1 e kadar çıkabileceği belirtmiştir. Bu konuda görüş bildiren diğer iktisatçı ve politikacılar tarafından da %0.01 kadar düşük oranlara da giden çeşitli oran önerileri yapılmıştır. Ancak, çok düşük oranların verginin asıl amacı olan caydırıcılık etkisini çok azaltacağından, uygulanacak oranın en azından %0.1'den küçük olmaması ilkesi benimsenmiştir. Bu bağlamda %0.2 civarında olacak bir vergi oranının hem spekülasyonu caydırıcı etkisi olacağı, hem de spekülâtif hareketlerle ilgisi olmayan sermaye hareketlerini cezalandırmayacağı düşünülmektedir.

Bu oranlardaki bir vergi uzun vadeli portföy veya sermaye yatırımları için önemsiz bir orandır. Örneğin %0.5'lik bir vergi oranı 20 yıllık bir yatırım projesine %0.05'lik bir yıllık ek maliyet getirecek, fakat kısa süreli değişimlerde bu orandaki bir vergi, değişim maliyetleri üzerine önemli bir yük getirmiş olacaktır. (Patterson and Galliano, 1998: 29).

Bir spekülörün, USD'nin Euro'ya karşı değer kazanacağını düşündüğünü varsayalım. Bu durumda örneğin bir haftalığına 1 milyon Euro satarak 1.1 milyon dolar satın aldığını farz edelim. Eğer öngörülen vadede dolar paritesi yükselirse, 1.1 milyon doları 1.1 milyon Euro'ya satarak, 100 bin Euro (%10) net kazanç sağlayacaktır. Şüphesiz bu oranda bir spekülâtif kazanç normal vergiler ile engellenemez. Ancak Tobin Vergisi kazanç tutarı üzerinden değil, toplam işlem hacmi üzerinden alınacaktır. Yukarıdaki örnekte alış işlemi yapılırken %0.5 vergi oranı ile 5000 Euro vergi ödenecek ve satış sırasında da 5.500 dolar (5.500 Euro'ya eşit) vergi ödenecek ve toplam 10.500 Euro vergi, realize edilen kazancın %10.5'ine tekabül edecektir. Böyle bir spekülâtif kazanç üzerinden ödenecek diğer normal vergiler (Gelir Vergisi; Kurumlar Vergisi) eklense bile bu verginin engelleyici olması zordur. Ancak, bu oranda bir parite değişikliğinin gerçekleşmediği (ve bu dönemde dolar faiz oranlarının da sabit kaldığı) zamanlarda da döviz alım-satımı yapılması halinde Tobin Vergisi ödenecektir. Bu durumda spekülör USD'yi satın aldığı anda 5000 Euro ve birkaç gün sonra sattığında da 5100 Euro, diğer bir ifadeyle sermayesinin %1'i kadar bir vergiyi, herhangi bir kazanç elde edemese de ödeyecektir. İşlemlerin tekrarı halinde verginin yıllık maliyeti, basit kümülâtif hesaplamayla %52'ye tekabül edecektir. Üstelik eğer beklentinin aksine USD karşısında Euro değer kazanırsa, bir taraftan spekülasyondan zarar edilirken bir de Tobin Vergisi ödenmiş olacaktır (Yılmaz, 2002: 6-7).

Tobin vergisinin uygulaması konusundaki yukarıdaki açıklama iki önemli noktayı öne çıkarmaktadır: İlk olarak döviz değişim işlem sayısı arttıkça sermaye üzerindeki efektif vergi oranı da artmaktadır. Döviz alım ve satımı şeklinde iki taraflı olarak yapılan bir işlem üzerinde Tobin vergisinin oranı, eğer bu işlem yılda bir defa yapılırsa %1(%0.5x2), ayda bir yapılırsa %24, haftada bir yapılırsa aynı hesaplama %52'ye ulaşmaktadır. İkinci olarak Tobin vergisi bütün

spekülatif işlemleri karsız veya imkânsız hale getirmeyecek, sadece risk oranını yükseltecektir. Ancak kurlardaki yüksek hareketlilik hallerinde karlılık mümkün olabilecek, yanlış kararların ise zararları büyük olacaktır (Patterson–Galliano. 1998: 29).

Döviz kurlarının değişmediği yani sabit olduğu varsayımıyla, Tobin Vergisinin yıllık efektif oranı aşağıdaki tabloda yer almaktadır (Yılmaz. 2002: 7):

Tablo : Tobin Vergisinin Yıllık Efektif Oranı (Döviz Kurlarının Sabit Olduğu Varsayımıyla)						
Oranı (%)	1 gün/işlem günü*	1 hafta	1 ay	3 ay	1 yıl	10 yıl
0.01	7.3/4.8	1.04	0.24	0.08	0.02	0.002
0.05	36.5/24.0	5.2	1.2	0.4	0.1	0.01
0.1	73/48.0	10.4	2.4	0.8	0.2	0.02
0.15	109.5/72.0	15.6	3.6	1.2	0.3	0.03
0.2	148/96.0	20.8	4.8	1.6	0.4	0.04
0.25	182.5/120.0	26.0	6.0	2.0	0.5	0.05
0.5	365/240	52.0	12.0	4.0	1.0	0.1
1.0	730/480	104.0	24.0	8.0	2.0	0.2

*Tobin tarafından formüle edilen biçimde, yılda 240 işlem günü olduğu varsayımıyla, her gün bir kez alım ve aynı tutarda satım yapıldığı durumda yıllık efektif maliyetin ne olacağını belirtmektedir.

Tablodan da görülebileceği üzere, %0.01 ile %1 arasında değişen vergi oranları uygulandığında, 1 yıllık sermaye hareketlerine eklenen maliyet %0.02 ile %2 arasında değişirken, sermaye hareketlerinin vadesi 1 haftaya düşünce söz konusu vergi maliyeti %104'e kadar çıkabilmektedir. Bu da Tobin Vergisi'nin uzun vadeli sermaye hareketlerine fazla bir maliyet getirmediğini, buna karşılık kısa vadeli sermaye hareketlerine caydırıcılığı yüksek maliyet unsuru eklediğini göstermektedir.

Tobin Vergisi uygulamasında karşılaşılabilecek bir başka konu verginin kim veya kimler tarafından nasıl toplanacağına ilişkindir. Burada uluslararası işbirliği ihtiyacı da ortaya çıkmaktadır. Döviz işlemleri üzerine konulacak bir verginin sadece bir ülkede ya da belli başlı finansal merkezlerde uygulanmasının etkili olmayacağı, çünkü işlemlerin vergi uygulanmayan bölgelere kaydırılarak vergi kaçırmanın kolaylıkla mümkün olabileceği konusunda hemen hemen bir fikir birliği bulunmaktadır. Bu nedenle Tobin, en azından belli başlı para birimlerinin ait olduğu ülkelerde bu verginin uygulanması gerektiğini söylemiştir. Ayrıca uygulanacak vergi oranının da dünya genelinde eşit olarak belirlenmesi gerekmektedir. Verginin planlanması ve uygulanmasının IMF gibi uluslararası resmi bir kuruluşun doğrudan sorumluluğu altında yürütülmesi mümkündür (Spahn. 1996: 4). Eğer Tobin Vergisi'nin yürürlüğe konulması IMF gibi bir kuruluşa üye olmak ya da ondan fon kullanmak için bir ön şart olarak öngörülürse, ülkeler arasındaki vergi rekabeti yoluyla vergi kaçırılması imkânlarının daraltılmasında da önemli mesafe kaydedilmesi mümkündür (Yılmaz. 2002: 8).

Verginin takip ve tespitinin zor olacağını ileri sürmek günümüz şartlarında çok doğru olmayacaktır. Bugün gelinen teknik düzey, finansal piyasalarda ve bankacılık sektöründe yaşanan gelişmeler göz önüne alındığında uluslararası döviz işlemlerinin vergilendirilmesinin mümkün olduğu görülmektedir. Böyle bir sistemde ödemeleri takip etmek, bunların hangi amaçla yapıldığını tespit etmek, hangi finansal araçların ne tür amaçlar için kullanıldığını bilmek hiç de zor olmayacaktır (Schmidt. 1999: 15).

“Spahn Açılımı” olarak adlandırılan iki aşamalı Tobin Vergisi önerisinden de söz etmek Tobin Vergisi uygulamasının anlatımını tamamlayacaktır. Bu öneriye göre, istikrar ortamında ve dalgalanmaların olduğu istikrarsız dönemde uygulanacak vergi oranları farklı olmalı ya da istikrarsız dönemde ek bir vergi uygulanmalıdır. Böylece, spekülasyon sermaye hareketlerinin yoğun olarak yaşandığı dönemlerde vergi oranı arttırıldığında sermaye çıkışlarının sebep olabileceği olumsuzluklar en aza indirilecektir. (Spahn. 1996:26).

VI.4. Vergi Hakkındaki Görüşler

Tobin Vergisi özellikle dünya genelinde yaşanan ve etkileri hemen hemen her ülkede hissedilen krizler sonrası literatürde gittikçe artan tartışmalara konu olmaktadır. Bu vergiyi spekülasyona ve spekülasyonun sebep olduğu krizlere en azından bir tedbir olarak gören ve savunan görüşlerin yanı sıra bunun piyasanın işleyişini bozacağını düşünen ve karşı çıkan görüşler de bulunmaktadır. Bu bölümde bu iki görüşün gerekçelerine kısaca yer verilecektir.

VI.4.1. Vergiyi Savunan Görüşler

Tobin Vergisini savunan görüşlerin en önemli tezi, bu verginin temel amacı doğrultusunda, kısa vadeli spekülasyon hareketleri engelleyeceği, tam olarak engelleyemese bile bu tür hareketler üzerinde en azından caydırıcı bir etkide bulunacağı tezidir. Kısa süreli spekülasyon işlemlerin, döviz piyasasında istikrarsızlık oluşturduğu bilinen bir gerçektir. Bu nedenle bu tür işlemlerin toplam hacim içindeki payının azalması, döviz kuru dalgalanmalarının azalmasını sağlayacaktır. Tobin vergisiyle birlikte kısa süreli işlemlerin maliyetlerinde bir artış meydana gelecek, böylelikle bu tarz fonların uzun vadeli yatırımlara dönüşmesi sağlanacaktır.

Toplam yıllık maliyeti hesaba katıldığında, kısa süreli döviz alım-satım işlemlerine getirilecek düşük oranlı bir verginin spekülasyon sermaye hareketlerini caydırıcı etkisi olacağı görülmektedir. Herhangi bir spekülasyonun, bir yıl boyunca haftada ortalama 1 kez yaptığı spekülasyon alım-satımının yıllık maliyeti, her işlem üzerine konulacak %0.5 oranında bir vergi varsayımı altında, %50'nin üzerinde olacak, bu da spekülasyonöre büyük bir yük getirecektir. Bu maliyeti hesaba katan spekülasyonör, yatırım riski arttığı için verginin uygulanmadığı dönemde olduğu kadar spekülasyon hareketi gerçekleştirmeyecektir. Elbette spekülasyonör, spekülasyon sonucu gerçekleşecek kazancın büyük miktarlara ulaşacağını düşünürse bu riski alacak, belki spekülasyon hareketleri sonunda da yüksek karlara ulaşacaktır.

Dolayısıyla, Tobin vergisinin, 1997 Güneydoğu Asya, 1999 Brezilya ve nihayet 2001 Türkiye krizlerinde yaşanan yoğun döviz kuru dalgalanmaları karşısında tek başına önemli bir etkisinin bulunamayacağı da söylenebilir. Bu gibi ekonomik kriz durumlarında verginin oranı beklenen kur değişimlerinin büyüklüğü karşısında etkisiz kalacaktır. Bu nedenle verginin sermaye hareketlerini özendirilmeyecek şekilde işlemesi için spekülasyonörlerin fiyatlardaki değişim beklentisinin Tobin vergisinin oranından daha düşük olması gerekmektedir. Tobin vergisini savunanlar, paritelerde önemli oranda değişikliklerin ortaya çıkması için temel gerekçelerin bulunması halinde verginin spekülasyonu engelleme etkisinin zayıf olacağını kabul etmektedirler. Böyle durumlarda kaçınılmaz hale gelen yüksek oranlı kur düzeltmelerinden elde edilebilecek gelirler herhangi bir maliyetin çok üzerinde olabilecektir (Yüksel. 2004:3).

Tobin Vergisi önerisinin temelindeki varsayımlardan biri de, bu verginin uzun vadeli döviz işlemleri üzerindeki olumsuz etkisinin ihmal edilebilir düzeyde düşük olduğudur. Bu durum uzun vadeli sabit sermaye yatırımları bakımından şüphesiz doğrudur. On yıllık bir yatırım vadesi düşünüldüğünde, %01 oranındaki bir Tobin Vergisi'nin yıllık sermaye maliyeti üzerindeki etkisi sadece % 0.02 olacaktır ki bu kadar bir maliyetin bir ülkede sabit sermaye yatırımı kararı verilmesini etkilemesi mümkün değildir (Yılmaz. 2002:11)

Tobin vergisini savunan görüşlerin bir diğer argümanı, vergi sonucunda oluşacak gelirin kullanımına ilişkindir. Düşük oranlarda uygulansa ve işlem hacminde ciddi bir düşüşe neden olsa bile Tobin Vergisi, önemli oranlarda bir gelir potansiyeline sahiptir. Yapılan tahminlere göre, döviz işlemleri üzerinden % 0,5 oranında alınacak bir vergi ile yılda 300-400 milyar dolar civarında uluslararası gelir elde edilebileceği düşünülmektedir. Bununla birlikte elde edilen bu gelirin hangi amaçlar doğrultusunda kullanılacağı ve dağıtımının nasıl yapılacağı ayrı bir tartışma konusu oluşturmaktadır.

Verginin uygulanmasından elde edilecek gelirin kullanımına ilişkin çeşitli görüşler mevcuttur. Bunlardan ilkinde göre bu gelir, Birleşmiş Milletler ve onun yan kuruluşlarının temel insani yardımlar ve barışı koruma çabalarının finansmanında kullanılabilir. Bir diğer görüşe göre ise kullanım alanı, Dünya Bankası ve IMF tarafından uluslararası finans ve ticaret sistemlerinin düzene sokulması için yapılan faaliyetlerin finansmanıdır. Böylelikle tüm dünya ülkeleri kendi ekonomilerine bulaşma riski olan muhtemel krizlerden, krizlere anında müdahale edilmesi sayesinde korunacaklardır. Son olarak, elde edilmesi düşünülen gelirin elde edilen ülkeler ve uluslararası kurumlar arasında paylaştırılması yönünde de görüşler vardır. Kuşkusuz, bu gelirler doğru kullanıldığı takdirde dünya refahının artmasına katkıda bulunacaktır.

Tobin Vergisinin “mali tampon” şeklinde adlandırılacak başka bir yararı daha mevcuttur. Spekülatif hareketlerce ulusal döviz kuru baskı altına alınan bir hükümet, yerli paranın değer kaybetmesini engelleyebilmek için kısa vadeli faiz oranlarını yükseltmek zorunda kalmaktadır. Ancak döviz kurunun düzeyini kısa vadeli aşırı faiz artırımı ile korumaya çalışmak, milli ekonomik büyüme ve istihdam düzeyi üzerinde olumsuz etkileri beraberinde getirmektedir. Bu olumsuz etkiler ise ancak uzun zaman ve yüksek maliyet ile giderilebilir. Tobin Vergisinin uygulandığı durumlarda spekülasyonlar azalacak, bunun doğal bir sonucu olarak da ulusal hükümetlerin para politikalarını uygularken döviz kuru değişikliklerine olan bağımlılıkları ortadan kalkacak, ülkeler makroekonomik politikalarını belirlerken daha bağımsız kararlar alabileceklerdir (Halifax. 2003:1).

Tobin vergisi, ekonomiye zararlı olan daraltıcı para politikası yönetimi veya faiz oranlarının arttırılması ve döviz kurunun düşürülmesi gibi, hoş olmayan politika tercihi yapma hususunda, karar vericilerin yükünü azaltacaktır. Tobin vergisi aynı zamanda, bankalara verilen ve iflasa gitmelerini önleyen, devlet güvencesinden kaynaklanan mali kayıp sorunlarını, bankaların yoğun risk almalarını, spekülasyonun maliyetini arttırmak suretiyle durduracaktır. Böylece bankalar verilen devlet garantilerinin istismarını önleyecektir. Ayrıca, bir dövizden diğerine geçiş de engellenecektir (Altinkemer. 2003:4).

VI.4.2. Vergi Karştı Görüşler

Tobin Vergisini yukarıda sayılan gerekçeler nedeniyle savunan görüşler yanında, aşağıda bahsedilecek sebepler nedenleriyle vergiye karşı olan görüşler de bulunmaktadır.

Tobin vergisine karşı savunulan ilk görüş, böyle bir verginin uygulanmasının ekonominin yapısal sebeplerinden kaynaklanan istikrarsızlıkları ortadan kaldıramayacağı ve bir ekonominin hastalıklarının kesin tedavisinde yetersiz kalacağı görüşüdür (Spahn. 1996: 8).

Tobin vergisinin uygulanması politik açıdan güçlüklerle doludur. Bu verginin uygulanabilmesi için, dünyadaki belli başlı bütün finansal merkezlerin işbirliğinin sağlanması gerekmektedir. Aksi takdirde dünya üzerindeki büyük miktarda döviz piyasası işlemleri, verginin uygulanmadığı bölgelere kayacaktır (Raffer. 1998:534). Tobin Vergisi global bir vergi önerisidir. Bu yüzden bu vergiyi uygulayacak ülkelerin fikir ve uygulama birliğine ulaşmış olması gerekmektedir. Böyle bir verginin tüm ülkeler tarafından aynı anda yürütülmesi ise teknik ve politik açıdan uygulanabilir değildir (Edwards. 1999: 2).

Böyle bir verginin uygulanması günlük yaklaşık 2 trilyon doların döndüğü bir piyasaya büyük bir bürokratik yük getirecektir.

Diğer taraftan Tobin Vergisi verginin tabanı, oranı, kimler tarafından toplanacağı ve toplanan vergi gelirinin nerelere kullanılacağı konusunda bazı uygulama zorluklarını da beraberinde getirecektir. Vergi ulusal sınırlar içinde değil de uluslararası bir uygulamaya konu olursa egemenlik tartışmalarına neden olabilir.

Tobin Vergisine getirilen bir diğer eleştiri de bu verginin spekülative sermaye hareketlerini tam olarak engelleyemeyeceği görüşüdür. 1995'de Meksika'da ya da 1997'de Güneydoğu Asya ülkelerinde yaşanan döviz krizlerinde bu verginin uygulanmış olması durumunda da krizlerin önlenemeyeceği düşünülmektedir. Öte yandan uygulanacak böyle bir verginin döviz kurlarında istikrarı sağlamak bir yana, kurlardaki istikrarsızlığı daha da artıracığı iddia edilmektedir. Spekülative ataklar yaşayan bir para biriminde, spekülative vergi yükünü de dikkate alarak işlem yapmaya devam edecek bunun sonucunda da volatilité artacaktır (Patterson-Galliano. 1998:5). Ayrıca, verginin istisnasız tüm geçişlere uygulandığı durumlarda, spekülative amacı olmayan, likiditeyi dengeye sokmaya çalışan merkez bankaları gibi mali kurumlar ve piyasa yapıcılarını bundan olumsuz etkilenecektir.

VI.5. Verginin Uygulanabilirliği

Spekülative sermaye hareketlerini ve bunlara bağlı ekonomik krizleri önlemek için iktisadi bir araç olarak ileri sürülen Tobin Vergisi'nin lehinde ve aleyhindeki argümanlar ne olursa olsun, hepsinde ortak olan nokta, döviz kuru istikrarını sağlamada işlem vergisinin ikinci en iyi (second best) çözüm olduğudur. Örneğin AB Tek Piyasa Sistemi içinde döviz kuru istikrarının sağlanması için dolaylı vergi getirilmesi önerisi yer almamış, AB ülkeleri arasında kesin çözüm olarak tek paranın yaratılması düşüncesi kabul görmüştür. Dünya genelinde de uzun vadede döviz kuru spekülasyonunun ortadan kaldırılmasının kalıcı yöntemi, uluslararası konsensüsle oluşturulan ve tek ülke ya da ülke grubunun kontrolünde olmayan Global Para biriminin yaratılarak, farklı türlerden ulusal paraların ortadan kaldırılmasıdır. Diğer bir ifadeyle, para spekülasyonunun mümkün olduğu ve mubah kabul edildiği mevcut sistemin uzun vadede neden olacağı paradigma değişikliği, para türlerinin ortadan kaldırılması şeklinde ortaya çıkacaktır. Bu durumda mesele, tek para birimi Global Para hedefine nasıl bir vadede ulaşılabileceği ve Tobin Vergisi'nin "paranın spekülasyon aracı olmadığı bir dünya" hedefine ulaşmada bir ara çözüm olup olamayacağı hususu olarak ortaya çıkmaktadır. Tobin Vergisi'nin spekülative dalgalanmaları sorununun çözümünde tek başına etkili bir çözüm yöntemi olup olamayacağı sorusuna verilecek cevap muhtemelen "hayır" olacaktır. Bu verginin spekülative işlemleri engelleme etkisinin diğer istikrar sağlayıcı işlemler üzerindeki etkilerinden daha fazla olduğu konusunda yeterli çalışma bulunmamasına rağmen, verginin uygulanmasının hükümetlere ulusal makroekonomik politikaların belirlenmesi ve uygulanmasında daha fazla manevra imkânı sağlayacağı görüşü de vergiyi cazip kılmaktadır (Yılmaz. 2002: 13-14).

Tobin Vergisi'nin uygulanabilir olup olmadığı hususu da ayrı bir tartışma konusu oluşturmaktadır. Verginin tüm dünyada ve aynı oranda uygulanması kritik önemdedir. Bu da dünya çapında ortak bir politik irade ihtiyacını ortaya çıkarmaktadır. Dolayısıyla Tobin Vergisi'nin uygulanır bir vergi olup olmadığı ortaya çıkabilecek teknik zorluklardan çok uluslararası düzeyde politik bir kararın verilmesine bağlıdır.

Tobin vergisiyle ilgili Kanada, Finlandiya, İngiltere, Brezilya, ABD, Fransa, İtalya, Belçika, Arjantin, Uruguay gibi ülkeler ve Avrupa Parlamentosu, Avrupa Birliği, Birleşmiş Milletler gibi uluslararası kuruluşlar nezdinde çeşitli çalışmalar yapılmaktadır.

Kanada Parlamentosu, 1999 yılı Mart ayında, Finlandiya Hükümeti 2000 yılında Tobin Vergisini destekleme kararı almıştır. İngiltere'de Parlamentosu'da işçi partisi, liberal

demokratlar ve bazı muhafazakâr partilerden 101 kişilik bir grup Tobin Vergisinin yerleştirilmesi için önerge vermişlerdir. Brezilya'da 100 parlamenter Tobin Vergisini destekleme oluşumu kurmuşlardır.

28 Haziran 2001'de Avrupa Parlamentosunun öncülüğünde 13 Avrupa ülkesi ve Kanada'dan parlamenterlerin, ekonomistlerin ve sivil toplum örgütlerinin katılımıyla Kanada'da "Tobin Vergisi Hakkında Birinci Parlamentolar Arası Toplantı" düzenlenmiştir. ABD'de Nisan 2000 ve Mayıs 2001 tarihlerinde "Uluslararası Mali İşlemlerde Bir Verginin Yerleştirilmesi" adı ile bir önerge Temsilciler Meclisine sunulmuştur.

Fransa'da 1995'de Fransa Başbakanı Lionel Jospin, hükümetinin 1995-2000 yıllarına ilişkin projeksiyonlarını açıkladığı konuşmasında "10 yıllık yatırımı caydırmayacak ancak 10 günlük işlemleri cezalandıracak" %0.1 oranında bir Tobin Vergisi önermiştir. 2000 yılı Mayıs ayında, Tobin Vergisinin yerleştirilmesi hakkında bir yasa taslağı hazırlanmış, 2001 Ağustos ayında, AB Maliye Bakanları Toplantısında, sınır ötesi sermaye hareketleri üzerinden %1 vergi alınmasını desteklediğini açıklamıştır.

Sonuç olarak Tobin Vergisi, Türkiye'de (döviz kuru dalgalanmalarından muzdarip olunmasına rağmen) henüz tanınmamakla birlikte, spekülasyondan kaynaklanan döviz kuru dalgalanmalarının engellenmesinde piyasa kaynaklı çözüm yöntemi olarak uluslararası kuruluşlar ve akademik çevrelerde giderek daha fazla destek bulmaktadır. Globalleşmeye paralel olarak artan döviz kuru istikrarsızlığı sorununun çözümünde dikkate alınabilecek alternatifler arasında eğer sermaye hareketleri ve döviz kurları üzerindeki doğrudan sınırlamaların yeniden artırılması gibi öneriler de yer alabiliyorsa, Global Tek Para'nın henüz görünürde olmadığı bir dünyada Tobin Vergisi'nin yakın gelecekte para birimleri arasında kur istikrarının korunmasına yönelik mevcut öneriler arasında daha cazip bir alternatif olarak giderek daha fazla dikkat çekmesinin kaçınılmaz olacağı düşünülmektedir (Yılmaz. 2002:14).

VII. KISA VADELİ SERMAYE AKIMLARI ve TÜRKİYE EKONOMİSİ

VII.1.Türkiye'de Finansal Liberalleşme Süreci

Türkiye ekonomisinde dışa açılma ve serbestleşme süreci, 1970'lerin sonunda ortaya çıkan ödemeler dengesi problemleri ve borç krizinin ardından alınan 24 Ocak 1980 Kararları ile başlamıştır (Akyüz-Boratav. 2002: 4). 1980 yılından önce Türkiye'de, mevduat ve kredi faiz oranları kontrol altındaydı ve bu oranlar çoğunlukla negatif seviyedeydi. Döviz işlemlerinde önemli kambiyo kısıtlamaları mevcuttu. Kişilerin portföylerinde döviz bulundurma olanakları yoktu. Tercihli kredi yolu ile birçok sektöre sübvansiyon sağlanmaktaydı. Kalkınmada öncelikli sektörler ucuz krediler verilmekteydi. Mali piyasalarda gerçekleşen işlemler ve buradan elde edilen gelirler görece olarak daha fazla vergilenmekteydi. Kurumsallaşmış bir mali sistem yoktu. Yabancı ve yerli bankaların mali sisteme katılmalarına önemli kısıtlamalar getirilmekteydi. Şirketlerin tek finansman kaynağı banka kredileriydi ve bunun dışında finansman olanakları yoktu. Disponibilite ve zorunlu karşılık oranları görece olarak yüksekti. TL piyasası yok denecek kadar azdı. Şirket ve banka sahipliği iç içe geçmişti (Binay- Kunter. 1998:13-14).

Türkiye'de 1970'li yıllarda yoğun ithal ikameci sanayileşme politikası uygulanmış, bunun sonucunda da ihracat üzerinde bir baskı oluşmuştur. Sanayileşme için ithalatın kolaylaştırılması, gümrük vergilerinin azaltılması ve devalüasyonların enflasyondan daha düşük bir oranda gerçekleşmesi ödemeler dengesinde sıkıntılara sebep olmuştur. 1977 yılında kısa vadeli borçlar toplamı, cari işlem gelirlerini aşmış ve 7,2 milyar dolara yükselmiştir. Bununla birlikte orta ve uzun vadeli borç toplamı da 1978 yılında 6,7 milyar dolar seviyelerine çıkmıştır. Bu dönemde ihracat gelirlerinin 2 milyar dolar olduğu dikkate alındığında, borç stokunun ne kadar önemli boyutlarda olduğu daha net anlaşılabilir (Kazgan. 1985:123-

127). 1978 yılında Türkiye, çoğu özel kesime ait olan vadesi gelmiş borçlarını ödeyemez duruma gelmiştir. Bu durumdan IMF yardımıyla kurtulmaya çalışılmış, ancak uygulanan IMF istikrar programı da problemleri çözmekte yetersiz kalmıştır. 1980 askeri darbesinin ardından ülke ekonomisinin önceliklerini ve alt yapısını değiştiren 24 Ocak kararları alınmış, böylece ekonomide yapısal bir dönüşüm sürecine girilmiş ve yeni bir liberal anlayış benimsenmiştir. 24 Ocak 1980'den itibaren Türkiye'de devlet öncülüğünde büyüme modelinden, ekonomide serbestleşme ve dışa yönelik büyüme modeline geçilmiştir. Uygulamaya konulan serbestleşme politikaları öncelikle mal piyasalarına, ikinci olarak ise sırasıyla yurt içi ve yurtdışı finansal piyasalara uygulanmaya başlanmıştır.

Türkiye Ekonomisi'nde 1980 sonrası uygulanmaya başlanan politikaların iki ayrı dönemde incelenmesi mümkündür. 1981-1989 döneminde mal piyasası için ithalat serbestleştirilirken ihracat teşvik edilmiş, mali piyasalara yönelik olarak faiz oranları serbest bırakılmış, kamu otoritesinin baskı ve denetimi en aza indirgenmeye çalışılmıştır. 1989'dan sonraki dönemde ise finansal serbestliğin TL'nin konvertibilitesine geçilmesi yoluyla gerçekleştirilmesine uğraşılmıştır.

Finansal piyasalarda serbestleşmenin ilk adımı olarak, 1980'lerin başlarında, sadece vadeli mevduat faizlerinin serbest bırakılması ve kredi faiz oranlarındaki değişikliklerin önceden bildirilmesi gibi bir uygulamaya gidilmesi, büyük bankaların kendi aralarında anlaşmaya gitmesine bağlı olarak, faiz oranlarının, belli bir düzeyde tutulması sonucunu doğurmuştur. Ancak faiz oranlarının, bankalar tarafından belli bir düzeyde tutulması, biri bankaların saptadığı, diğeri ise, serbest piyasada oluşan ikili bir faiz yapısı ortaya çıkarmıştır. Serbest piyasada oluşan faiz oranı 'banker' olarak adlandırılan kişilerin hızla çoğalmasına ve birikimlerinin bankacılık sistemini sarsacak boyutlara ulaşmasına neden olmuştur (Kepenek – Yentürk. 2001: 236).

Bu dönemde işletmeler, faiz oranlarının yükselmesi sonucu finansman yüklerini karşılayamaz duruma gelmişlerdir. Bunun sonucunda Bankerlerden borçlanma yoluna gitmişler ancak, Banker Piyasası'nda ortaya çıkan faiz yükseltmeleri, bir süre sonra, işletmelerin, borç aldıkları paraların faizini ödeyebilmek için, bankerlerden daha yüksek faizle borç almaya başlamasına neden olmuştur. Ancak işletmelerin, bankerlere olan yükümlülüklerini bu yüksek faiz oranları nedeniyle yerine getirememesi, Banker krizi olarak adlandırılan krizin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Böylelikle, serbestleşme sürecinin ilk aşaması, 1982 yılındaki krizle kesintiye uğramıştır. 1983 yılında, yaşanan bu krizi durdurmak amacıyla ek önlemler alınmış, mevduat faizlerini belirleme yetkisi Merkez Bankası'na verilmiştir. Böyle bir gelişmenin sonucunda ise, mevduat faizlerinin serbestleştirilmesi ancak 1988 yılında sağlanmış, kredi faizlerinin serbestleştirilmesi ise 1983 yılının Aralık ayında gerçekleştirilmiştir (Uzunoglu. 1995: 93).

1981-1989 dönemine ilişkin önemli gelişmelerden biri de 29.12.1983 yılında yürürlüğe giren 28 sayılı karardır. Bu karar ile kambiyo rejiminde serbestleşme yönünde önemli adım atılmıştır. Bu karara göre ülkede yerleşik olan veya olmayan gerçek veya tüzel kişilerin döviz alıp satmaları, bankalardan döviz cinsinden hesap açmaları serbest bırakılmış, döviz cinsinden borç-alacak ilişkileri ve elde tuttukları varlıklar konusundaki fiyat ve miktar sınırlamaları ortadan kalkmıştır. 1985 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası kurulmuştur. 1987 yılında Merkez Bankası açık piyasa işlemlerine başlamış, Merkez Bankası bünyesinde, bankaların kısa dönemli fon arz ve taleplerine yönelik olarak Bankalar arası Para Piyasası oluşturulmuştur.

Özetlemek gerekirse, 1980-1989 döneminde Türkiye Ekonomisinde mevduat ve kredi faiz oranlarının serbestliği sağlanmış, döviz işlemleri serbestleştirilmiş, faiz ve kredi dağılımında uygulanan kısıtlamalar kaldırılmış, yatırımcılara portföylerinde döviz bulundurma hakkı verilmiştir. İşletmelere yeni finansman kaynakları oluşturabilmek amacıyla menkul kıymet piyasaları oluşturulmuştur. Bir anlamda dış finansal serbestleşmeye hazırlık olarak görülebilecek uygulamalar gerçekleştirilerek yurtiçi finansal piyasalar serbestleştirilmiştir.

Bu dönem sonuna doğru kamu kesimi borçlanma gereğinin önemli boyutlara çıkması sonucu, büyümenin finansmanının yurtiçi kaynaklarla sürdürülemeyeceği ve dış tasarrufların ekonomik büyümeyi hızlandıracağı düşüncesi ile 1989 yılında yurtdışı finansal piyasaların serbestleştirilmesi kararı alınmıştır. Böylece finansal serbestleşmenin uluslararası sermaye hareketlerinin liberalleşmesine yönelik ikinci adımına geçilmiştir. 11 Ağustos 1989 tarihli Resmi Gazetede yayımlanarak yürürlüğe giren Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkındaki 32 sayılı karar ile uluslararası sermaye hareketlerini tamamen serbest hale getirerek dış finansal serbestleşmeye yönelik çok önemli adımlar atılmıştır. Bu karara göre özetle; Türk Parası ve Türk parasıyla ödemeyi sağlayan belgelerin yurda ithali ve ihracı, ilgili Bakanlık tarafından belirlenecek ilkeler doğrultusunda, serbest hale getirilmiş, dışarıda yerleşiklerin Türkiye’de Türk Parası ile ödeme, tahsilât ve tevdiatta bulunmaları, Türkiye’de yerleşik kişilerin, dışarıda yerleşik kişilerden Türkiye’de yapacakları işlemler nedeni ile döviz kabul etmeleri, kredileri bankalar ve özel finans kurumları aracılığı ile kullanmaları kaydı ile Türkiye’de yerleşik kişilerin Yurt dışından aynı, nakdi ve gayri nakdi kredi temin etmeleri serbest bırakılmış ve yurt dışında yerleşik kişilerin Türk Menkul Kıymetlerini, Türkiye’de yerleşik kişilerin de yabancı menkul kıymet almalarına izin verilmiştir.

32 sayılı Karar’ın amacı, daha liberal bir kambiyo rejimi yaratmak, uluslararası mali piyasalarla bütünleşmeyi kolaylaştırmak, menkul kıymetlerin yurtiçi ve dışında alım satımı önündeki engelleri kaldırarak sermaye piyasalarının gelişimine yardımcı olmak, sermaye hareketlerini serbestleştirmek, bu şekilde bankaların yurt dışından kredi bulmasını sağlamak olarak açıklanmıştır (Binay-Kunter. 1998:27). Doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, krediler, mevduat ve kısa vadeli sermaye hareketleri açısından, 32 sayılı Kararda herhangi bir kısıtlama olmadığı söylenebilir.

Alınan kararlar, uluslararası finansal sermayenin ülkeye serbestçe giriş-çıkışı için gerekli bütün koşullar oluşturulmuş ve Türkiye ekonomisi 1990’lı yılların başında tamamıyla dışa açık bir ekonomi haline gelmiştir (Yeldan. 2003: 25-39).

VII.2. Türkiye’de Uygulanan Finansal Liberalleşme Politikalarının Sonuçları

Finansal liberalleşme uygulamalarının ülke ekonomisine çeşitli etkileri olmuştur. Genel olarak, ekonomik büyümeyi ve özellikle kamu harcamalarını finanse etmeye yetecek miktarda yabancı kaynak bulunurken, liberalleşmenin kontrolsüz olması kırılganlıkları da beraberinde getirmiştir.

24 Ocak 1980 kararlarından sonra, gümrük duvarlarıyla korunmayan firmalar, bankaların kredi maliyetlerini piyasa koşullarına göre yükseltmeleri, dış rekabet ve öz sermaye yetersizliği gibi nedenlerle çok zor durumda kalmışlardır. Bu dönemde ihracat için üretim yapamayan firmalar, kurlardaki ani ve yüksek değişimler sonucunda artan ham madde maliyetleriyle ve yüksek kredi maliyetleriyle yüz yüze kalarak, iflas etmişlerdir. 1987 yılında çıkarılan 3332 Sayılı Şirket Kurtarma Kanunu yetersiz kalmış, borçlu bankalar alacaklı oldukları şirketlere haciz yoluyla el koymak suretiyle, işletmek zorunda kalmışlardır. 1980’den sonra alınan ekonomik kararlarla, yabancı sermaye girişi teşvik edilmek istenmiştir. Ancak, bürokratik engeller, enflasyon oranının yüksekliği, siyasi ve ekonomik istikrarsızlık, vergi kanunlarının karmaşıklığı, finansal hizmetlerin yeterince gelişmemiş olması gibi nedenlerle özellikle doğrudan yabancı sermaye girişleri dünyadaki benzer ülkelere göre son derece yetersiz kalmıştır (Özer. 2006:183).

Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkındaki 32 sayılı karar ile gerçekleştirilen dış finansal serbestleşmeyi takiben, Türkiye ekonomisine oldukça yoğun bir şekilde kısa vadeli sermaye girişi gözlenmiştir. Liberalleşme politikaları kısa vadeli ve spekülâtif sermaye için Türkiye ekonomisinin oldukça çekici bir finansal yatırım ortamı olmasını sağlarken, bunun doğal bir sonucu olarak ekonomi, ani sermaye çıkışları ile karşılaşabilecek oldukça kırılgan bir

yapıya bürünmüştür (Yentürk, 2003: 83). Yabancı sermayeyi çekmek amacıyla uygulanan yüksek faiz-düşük kur politikası, aşırı piyasa oynaklığı nedeniyle makroekonomik göstergeleri bozmuş, kontrolsüz bir şekilde gerçekleştirilen finansal serbestleşme, önemli ölçüde ekonomik kırılganlıklar yaratmıştır (Koska. 2005: 20-22).

Yurtiçi ve yurtdışı faiz oranları arasındaki farka ve döviz kurundaki değişimlere karşı çok duyarlı hale gelen kısa vadeli yabancı akımlar, -ekonomideki kamu sektörü açıkları ve borçlanma gereğinde ortaya çıkan artışın, iç ve dış borçlanma düzeyini yükseltmesi, iç borçlanmada ortaya çıkan artışın ise faiz oranlarının döviz kurunun üzerinde değerlenmesine yol açması nedeniyle- hızlı bir şekilde ülkeye girmeye başlamıştır (Balkan-Yeldan. 1998:7).

Türkiye’de sermaye hareketlerinin liberalizasyonunun, ülkedeki mali piyasalar ve bankacılık sektöründeki sorunların var olduğu, makroekonomik dengelerin oluşmadığı, ekonomik istikrarın var olmadığı bir ortamda, yani temel yapısal sorunların tam olarak çözülmediği bir zamanda gerçekleştiği görülmektedir. Liberalizasyon sonucunda, Türkiye 1990’larla birlikte, yoğun bir biçimde sermaye hareketleriyle karşılaşmıştır. Artan sermaye hareketlerinin büyük bir bölümü de doğrudan yabancı sermaye şeklinde değil, o dönemde büyük boyutlara ulaşan kamu açığı, yüksek enflasyon ve bunun sonucunda yüksek reel faizden ve 1990’lar boyunca uygulanan sabit döviz kuru rejiminden büyük kazanç elde etmek isteyen kısa vadeli sermaye şeklinde gerçekleşmiştir. Bu ortamda, ekonominin sahip olduğu yapısal sorunların da çözüme kavuşturulmaması, Türkiye’nin 1994 ve 2000 – 2001 yıllarında yaşanan krizlere girmesine yol açmıştır (Cihan. 2005:98).

VII.3. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Türk Ekonomisine Etkileri

Türkiye Ekonomisi, 1980’den önce büyük bir borç krizine girmiş, hatta dönemin politikacıları “1 cent”e bile muhtacız demeleri vermişlerdir. Böyle bir ortamda yerli tasarrufların ekonomideki büyümeyi finanse etmek bir yana kamu harcamalarını bile karşılayamayacak kadar yetersiz kaldığı gerçeği, gelişmekte olan diğer ülke ekonomilerinin yabancı sermaye girişleri sayesinde göstermiş oldukları olumlu performans ile birlikte değerlendirildiğinde, yabancı sermayenin ülkeye çekilmesi bir çözüm olarak görülmüştür. Bu nedenle de 1980 yılından itibaren yukarıda kısaca özetlenmeye çalışılan finansal liberalleşme süreci yaşanmıştır.

Liberalleşme süreci sonrası, ekonomiye önceki yıllara kıyasla yoğun bir sermaye girişi olmuştur. Ancak ülkeye giren bu yabancı sermayenin ağırlıklı olarak, yüksek faizden dolayı, kısa vadeli olması ekonomideki kırılganlıkları da artırmıştır. Sermaye hareketlerinin çeşitli sebeplerle kamu açığı, ekonomik büyüme, döviz kurları ve bankacılık sektörü üzerinde etkileri olmuştur.

Finansal liberalleşme sonrası ülkeye giren yabancı sermaye likidite artışına yol açmıştır. Kamu harcamaları yabancı sermaye kaynaklı fon bolluğundan cesaretle ölçsüz ve hesapsız olarak artırılmıştır. Büyümeye başlayan bütçe açıkları borçlanmayla devam ettirmeye çalışılmış, ancak, yüksek borçlanma maliyetleri nedeniyle, söz konusu dönemde reel faiz ortalama %20 civarında gerçekleşmiş, sorun artarak devam etmiştir.

Sıcak para akımlarının önemli sonuçlarından biri de yerli paranın değer kazanmasıdır. Türkiye’de sermaye hesabının liberalizasyonundan sonra, TL’nin büyük ölçüde değerlenme trendi içine girdiği gözlemlenmiştir. Özlale ve Yeldan (2002), TL’nin 1989 yılı ve Mayıs 2002 arasında %18 değerlendiğini belirtmişlerdir (Balkan-Başk. 2003:4).

Türkiye Ekonomisinin büyüme oranı 1990’lı yıllarda daha çok kısa süreli yabancı sermaye hareketlerine bağlı olarak değişmiş, sermaye girişinin olduğu dönemde ekonomik büyüme yüksek çıkarken, sermaye çıkışının yaşandığı durumlarda ise büyümede düşüş yaşanmıştır. Bunun en önemli göstergesi 1989-2000 yılları arasında yaklaşık %9 gibi bir büyüme oranı yakalanmasına rağmen ortalama büyümenin yaklaşık %4 oranında kalmasıdır.

Türkiye'deki yüksek faiz oranları, banka kredileriyle yatırım yapılmasını zorlaştırmış ve düşük riskle bankacılık sektörünün Hazine kâğıtlarına yatırım yaparak yüksek getiri elde etmesini sağlamıştır. Dolayısıyla bankacılık sektörünün yurtdışından temin ettiği krediler ağırlıklı olarak Hazine kâğıtlarına yönelmiş ve yurtiçinde fonların bankacılık sektörü tarafından yatırıma yönlendirilmemesi nedeniyle düşük olan yatırım ve tüketim, reel büyüme oranının düşük olmasına yol açmıştır (Biçer. 2002:21). Bankaların kısa vadeli borç stokundaki payı 1994 ve 2001 krizlerinden önce çarpıcı bir şekilde yükselmiştir. Bankalar, TL'nin reel olarak değerlendirildiği dönemler boyunca yoğun şekilde yurtdışından sendikasyon kredisi almakta ve aldıkları bu kredileri de TL varlıklarına yatırarak yüksek kazanç sağlamaktaydılar. Bu nedenle de, bu dönemde bankacılık sektörünün önemli bir bölümü döviz açık pozisyonunda bulunmaktadır (Çimenoğlu-Yentürk. 2002:9). Bu durum, hem para piyasasındaki fonların reel ekonomiye ve özel yatırımlara aktarılamaması sonucunu doğurmakta hem de bankacılık sektörünün spekülatif dalgalanmalar sonucu ortaya çıkabilecek riskler karşısındaki duruşunu zayıflatmaktadır.

VII.4. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Türkiye Krizleri

Türkiye, finansal liberalleşme sürecini tamamladıktan sonra gelen dönemde önemli krizlerle karşı karşıya kalmıştır. Küresel sermaye hareketlerinin de etkisinin olduğu bu krizler 1994, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleridir. Bu bölümde kısa vadeli sermaye hareketlerinin söz konusu krizlerin gerçekleşmesindeki rollerine kısaca değinilecektir.

VII.4.1. 1994 Krizi

Türkiye ekonomisine giriş yapan sermaye, 90'lı yılların ilk yarısında sürekli dalgalanmalar gösteren bir yapıdaydı. Bu dalgalı yapının bir sonucu olarak enflasyon, faiz oranı ve döviz kuru gibi göstergelerde de iniş çıkışlar yaşanmış, kamu kesimi borçlanma gereğinin GSMH'ye oranı %10 seviyelerine yükselmiştir.

Bahsi geçen makroekonomik istikrarsızlık gittikçe daha tehlikeli boyutlara ulaşmış, ekonomi 1993 yılı sonunda dönemin en yüksek kamu kesimi ve -dış ticaret açığının neden olduğu- cari açık problemi ile karşı karşıya kalmıştır. Bu gelişmelere bağlı olarak 1994 yılı başlarında, ekonomide ortaya çıkan güvensizlik ortamında, yabancı sermaye hızlı bir şekilde ülkeyi terk etmiştir. Özellikle kısa vadeli finansal sermayenin ani bir şekilde ekonomiyi terk etmesi ise, oldukça hassaslaşmış olan makroekonomik dengelerin daha da bozulmasına yol açmış ve 1994 yılında ciddi bir kriz ortaya çıkmıştır (Balkan – Yeldan. 1998: 6).

Türkiye ekonomisinin yapısal problemleri 1994 başlarında yüksek bir döviz talebi ortaya çıkarmış ve baskı altında tutulan döviz kurları serbest piyasada büyük bir yükseliş trendine girmiştir. 19 Ocak ve takip eden günlerde serbest piyasada bir dolar 15.000 TL.'den 22.000 TL.'ye yükselmiş; sonrasındaki gelişmeler ve tedaviye yönelik düzenlemelerin gecikmesi sebebiyle de 5 Nisan kararları olarak da bilinen bir dizi istikrar tedbirinin alınmasına yol açmıştır (Akdiş. 1996:136). Bu kararlar sonrasında bir ara 1\$=42.000 TL düzeyine yükselmişse de daha sonra 32-34 bin lira değerine geri dönmüştür.

Kısa vadeli sermayenin 1994 krizine olan etkilerini daha anlayabilmek için o yıl Türk ekonomisinden çıkan sıcak para miktarına bakılabilir. 1994 yılında yaklaşık 8 milyar Amerikan Doları sermaye çıkışı gerçekleşirken, bunun %95'i sıcak para olarak değerlendirilebilecek kısa vadeli sermayeden oluşmuştur. Yüksek faiz-düşük kur politikası ile ekonomiye kontrolsüz bir hızla giren kısa vadeli sermaye, oluşan bir istikrarsızlık ortamında aynı hızla çıkış yapıp, yaşanan istikrarsızlık ortamını bir finansal krize çevirebilmektedir. Böyle bir gelişme sonrasında, 1994 yılında, reel GSYİH % 4,7, özel kesim yatırımları % 9 oranında azalma göstermiştir. Enflasyon ve faiz oranları %100'ün üzerine çıkmıştır.

Türkiye'nin 1994 yılında yaşadığı krizde uluslararası sıcak paranın etkilerini görmek mümkündür. Son on yılda Türkiye'ye giren sermaye 32 milyar dolardır. Bu dönemde Türkiye'ye Merkez Bankasının borçlanması ve ödemeler dengesinin finansmanı amacı dışında 11 milyar dolarlık bir sermaye girişi gerçekleşmiştir. Türkiye'nin 1994'te krize uğramasının sebeplerinden biri, o günlerde hatta daha önceden başlayan birtakım spekülasyon girişimleridir. Türkiye 1994'te, bu 11 milyar doların oluşumuna katkıda bulunan ve orada aşırı değerlendirilmiş olan bir Türk Lirasına yakalanmış, bunun da bedelini ödemiştir (Yıldırım. 1998: 139).

Krizin ardından alınan 5 Nisan 1994 Kararları sonucu makroekonomik dengelerde bir iyileşme göze çarpsa da, alınan kararların dış ticaret açığı, döviz kuru, enflasyon oranı ve faiz oranı üzerindeki etkisinin oldukça sınırlı kaldığı anlaşılmaktadır. Alınan devalüasyon kararını takiben dış ticaret açığında bir azalma ortaya çıkmış, ancak hemen izleyen yılda dış ticaret açığı yeniden yükselmeye başlamıştır. Bir diğer deyişle, dış ticaret açığında kalıcı bir iyileşme sağlanamamıştır. Bununla birlikte, TL'nin reel olarak değerlendirilmesi ve faiz oranlarındaki yükselme devam etmiş, bu durum ise, kısa vadeli net sermaye akımlarının pozitif değerlerde ülkeye gelmesini sağlamıştır (Kepenek-Yentürk. 2001: 488).

VII.4.2. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri

Türkiye ekonomisi, 1990'lı yılların sonunda ve 2000'li yılların başında da, kısa vadeli sermaye girişleri sonucu oluşan ekonomik istikrarsızlıklarla uğraşmak zorunda kalmıştır. Bu dönemde de ekonomik büyüme yabancı sermaye girişleri ile finanse edilmeye çalışılmıştır. Ancak, yatırım ortamının iyileştirilmemesi ve yaşanan siyasi istikrarsızlıklar gibi nedenlerle ülkeye giren uzun vadeli sermaye sınırlı hacimlerde kalmış, buna karşılık yüksek faiz- düşük kur politikası nedeniyle kısa vadeli sermaye girişleri artmıştır. Bu durum da bir yandan reel ekonominin finansal ekonomi karşısında ikinci plana itilmesine öte yandan, ekonominin dış ticaret dengesinin önemli ölçüde bozulmasına neden olmuştur.

Türkiye 22 Kasım 2000 ve 21 Şubat 2001 tarihlerinde finansal karakterli yeni krizlerle karşılaşmıştır. Likidite ve döviz talebi krizi olarak adlandırılabilen bu krizlerin daha önceki krizlerden farkı kapsamlı bir istikrar programının uygulandığı dönemlere rastlamış olmasıdır. Her iki krizde de milli piyasaların tepkileri kadar uluslararası sıcak paranın hareketleri de dikkat çekici özellikler göstermiştir. 22 Kasım krizinde yaklaşık 1,5 milyar dolarlık sıcak para hemen yurtdışına çıkmış, krizi takip eden günlerde de bu çıkış devam etmiştir. 6 Aralık tarihi itibarıyla yurtdışına çıkan yabancı sermaye miktarı 7 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır. Sıcak paranın yurtdışına çıkış isteği ise hem döviz talebi ve döviz fiyatları üzerinde baskı oluşturmuş hem de likidite talebini üst seviyelere çıkararak faiz oranlarının olağanüstü yükselmesine sebep olmuştur. Sıcak paradaki bu çıkışın 22 Kasım tarihinden önceki aylarda başladığı ve bu tür hareketlenmenin krizi oluşturan süreci hazırladığı da ayrıca tartışılmaktadır. 21 Şubat krizinde ise ilk günlerde 4.9 milyar dolarlık kısa süreli sermaye yurtdışına çıkmıştır. Bu süreçte ülkeden çıkan toplam yabancı sermayenin ise yaklaşık 7,5 milyar dolarlık bir hacme ulaştığı tahmin edilmektedir. Döviz talebi borsayı çökertirken gecelik faizlerin %7500'ler gibi astronomik seviyelere çıkmasına sebep olmuştur (Akdiş. 2004:12).

2000 yılında uygulanmaya başlanan IMF programı sonucu enflasyon beklentilerin üzerinde gerçekleşince, TL'de aşırı değerlendirme yaşanmış ve Aralık 1999'a göre, Ocak 2001'de %17 değer kazanmıştır. Türk Lirası'nın bu denli değer kazanması, ithalatı bu dönemde %23 oranında arttırırken, ihracatın artış hızının %2,2 oranına düşmesine yol açmıştır. Sonuçta, cari işlemler açığı 2000 yılında, 9,8 milyar dolar olarak gerçekleşmiş olup bu miktar GSMH'nin %5'ine denk gelmektedir.

Cari işlemler açığının yanı sıra, özelleştirme ve yapısal programların gecikmesi, piyasalardaki tedirginliği arttırarak, sermaye girişlerini yavaşlatmış ve kısa vadeli faiz oranları hızla artmaya başlamıştır. Faiz oranlarındaki bu yükselme, yurt içindeki bankaların, portföylerinde kısa vadeli kaynaklarla besledikleri yüksek miktarda hazine kâğıtları

bulduğundan, mali yapılarının bozulmasına yol açmış ve piyasadaki güvensizlik artmıştır. Bu güvensizlik nedeniyle, dövizde yoğun bir şekilde spekülasyon bir akım oluşmuştur. Döviz kurunu, programda öngörülen değerde tutmak isteyen Merkez Bankası'nın çabaları nedeniyle, büyük miktarda rezerv kayıpları oluşmuştur. Döviz rezervindeki kaybın etkisi, o dönemde IMF'nin 7,5 milyar dolarlık kredisi ile atlatılmış ve programa aynen devam edilmiştir. Yaşanan bu krizden 3 ay sonra, Şubat 2001'de dövizde tekrar bir saldırı olmuş ve bu saldırı sonucunda, rezervler 5,6 milyar dolar azalmış ve bu hareketlerinin önüne geçilemeyeceği anlaşıldığından, Şubat 2001 tarihinde döviz kurunun dalgalanmaya bırakıldığı açıklanmıştır. Yaşanan bu krizlerde, döviz kurunun sabit tutulması ve cari işlemler açığının büyük boyutlara ulaşması sonucunda, özellikle kısa vadeli spekülasyon sermaye akımlarında çok büyük artışlar ve hareketlilik gözlemlenmiştir. Bu hareketler, krizlerin oluşumu ve gelişiminde çok etkili olmuştur. Kriz öncesindeki 10 ay içerisinde, Türkiye'ye giriş yapan net yabancı sermaye 15,2 milyar dolara ulaşmıştır. Kasım 2000 ile Haziran 2001 arası dönemde, ülkeden çıkan net sermaye 10,4 milyar dolar olmuştur. Bu miktarlarda büyük sermaye giriş ve çıkışlarının her ne sebeple başlarsa başlasın, ekonomik krizleri derinleştireceği kesindir (Cihan. 2005:120).

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri hakkında yapılan bir ampirik çalışmada sıcak para hareketleri bakımından kriz öncesi dönem (Ocak 2000- Ekim 2000) kriz dönemi (Kasım 2000- Haziran 2001) ile kıyaslanmış ve ilginç bulgular elde edilmiştir (Boratav. 2001:7-18).

Tablo 2: 2000/2001 Krizi Öncesinde ve Kriz İçinde Sıcak Para Hareketleri(Milyon \$)		
	Kriz Öncesi: Ocak 2000-Ekim 2000	Kriz Dönemi: Kasım 2000- Haziran 2001
Yabancı Kökenli Sıcak Para	4204	-10984
*Portföy, Menkul Değer	835	-8586
*Yerli Bankalara Kısa V. Kredi	3639	-1688
*Diğer Kısa Vadeli Krediler(A)	84	224
*Mevduat ve Diğ. Yükümlülükler	-354	-934
Yerli Kökenli Sıcak Para	-3498	-1012
*Portföy, Menkul Değer	-730	949
*Yerli Bankalardan Kısa V. Kredi	59	-44
*Diğer Kısa Vadeli Varlıklar(B)	-277	-234
*Kayıt-Dışı (NHN)	-2550	-1683

Kaynak: TCMB verilerinden yapılan hesaplamalar.

Notlar: (a) Yabancılarca açılan ticari krediler ve kısa vadeli resmi borçlanmalar dâhil edilmemiştir.

(b) Yerli aktörlerce açılan ticari krediler içerildiği için "sıcak olmayan" öğeler içermektedir.

Yukarıdaki tablodan da anlaşılacağı üzere kriz döneminde özellikle yabancı kökenli portföy yatırımlarında ciddi bir çözülme gerçekleşmiştir. Tabloda kriz öncesi dönemde yabancıların satın aldıkları tahvil miktarı "sıcak unsur" olarak değerlendirilmediğinden hesaba katılmamış ancak tahvillerin ikincil piyasada alınıp satılması kısa vadeli sıcak unsur haline gelmelerine yol açmış ve kriz döneminde bu unsurların çözülerek yurdu terk etmesi hesaba katılmıştır. Görülüyor ki uzun vadeli portföy yatırımı olarak yurda giren sermaye de kriz dönemlerinde sıcak paraya dönüşüp yurdu terk edebilmektedir. Ancak yine de uzun vadeli portföy yatırımlarında büyük hacimli satışların portföyün değerini düşürerek yeni satış özentsini azaltacağı açıktır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinde ise sermaye akışkanlığı

kabiliyeti daha yüksektir. Örneğin haftalık repoya yatırılan fonların bu tür bir kaygısı yoktur. Sonuç olarak, 2001 krizinde ciddi bir sıcak para çıkışı yaşanmıştır. Bu sermaye kaçışı krizin sebebi olduğu kadar sonucu ve katalizörü olarak da değerlendirilebilir (Boratav, 2001:7-18).

Gerçekleşen krizlerin sebebini yalnızca spekülative sermaye hareketleri olarak göstermek doğru bir yaklaşım olmayacaktır. Uygulanan ekonomi politikalarındaki hataların krizlerin ortaya çıkmasındaki rolü de oldukça büyüktür. Ancak, kriz ortamlarında uluslararası kısa vadeli spekülative sermayenin ani çıkışlar gerçekleştirerek borsada, faizde ve döviz fiyatlarında oluşan panik havasını yaygınlaştırdığı ve piyasa şoklarının büyümesine katkıda bulunduğu da göz ardı edilemeyecek ve sonuçlarına karşı önlem alınması gereken bir gerçektir.

VII.5. Türkiye' de Finansal Sermaye Kontrollerine Yönelik Politika Önerileri

Türkiye'de finansal piyasalar özellikle 24 Ocak 1980 kararları ile birlikte liberalleşmeye başlamıştır. 11 Ağustos 1989 tarihinde yayınlanan 32 Sayılı Karar ile finansal liberalleşmenin tam olarak sağlandığı söylenilebilir. Bu tarihten sonra Türk mali piyasaları kısa süreli sermaye hareketleri için serbest hale getirilmiştir.

Türkiye ekonomisinin sermaye yetersizliği, borçlanma ihtiyaçları, döviz dar boğazları gibi unsurlar bir anlamda bu finansal liberalleşmenin gerçekleşmesinde zorlayıcı etkenler olmuşlardır. Türkiye ekonomisinin yüksek borçlanma ihtiyacı reel faizlerin yüksek oluşmasına zemin hazırlamaktadır. Özellikle döviz kurlarındaki düşüklüğün süregeldiği durumlarda, yüksek reel faizler uluslararası sıcak para açısından cazip imkânlar sunmaktadır. 1994 ve 2001 yılları hariç bırakılırsa Türkiye'de döviz kuru değişimleri hazine bonusu faiz getirilerinin altında kalmış ve sahiplerine ortalama %8 ile %65 arasında getiriler sağlamıştır (Akdiş, 2004:15).

Dünyada faiz oranları %2'ler düzeyinde, yabancı tahvillerin yıllık getirileri %2-2.5'ler seviyesinde iken, Türkiye'de reel faiz beklenen enflasyon ile hesaplandığında %15'ler seviyesindedir ve bu da uluslararası piyasalar açısından çok yüksek bir oranı temsil etmektedir. Dolayısıyla döviz kurlarının düşük, hazine bonusu faizlerinin yüksek olduğu Türk mali piyasalarında dışarıdan gelecek sıcak para için olağanüstü karlar elde etmek mümkün hale gelmiştir (Akdiş, 2004:16).

Ancak, yüksek faiz ve düşük kur avantajları ile ülkeye giren kısa vadeli sermaye hareketlerinin sıkça gerçekleşen belirsizlik ve istikrarsızlık sinyallerini paniğe dönüştürmesi ile ülkede finansal krizler de gerçekleşebilmektedir. Nitekim gelişmiş ülke ekonomileri ve dünya çapında gerçekleşen sermaye hareketleri ile kıyaslandığında küçük ve yeterince gelişmemiş finansal piyasaya sahip ülkemiz, spekülative sermayenin giriş dönemlerinde yapay bir büyüme, çıkış dönemlerinde ise ciddi krizler yaşamıştır. Bu anlamda kısa vadeli sermaye hareketlerine kısıtlayıcı hükümler getirilmesi konusu Türkiye'de de tartışılmakta olan bir konudur.

Sıcak para hareketlerinin kontrolü için politikaların ve sermaye hareketleri sonucu gerçekleşebilecek krizlere karşı önlemlerin uluslararası ölçekte uygulanması en doğru ve etkin çözüm yoludur. Bu bağlamda özellikle döviz kurlarında gerçekleştirilen spekülasyonu önlemek için önerilen en etkin çözüm yolu global para birimi oluşturulmasıdır. Uluslararası fikir ve politika birliği ile oluşturulan ve tek ülke veya ülke grubunun kontrolünde olmayan global para, uzun vadede döviz kuru spekülasyonunun ve bu spekülasyonlardan kaynaklanan krizlerin önlenmesi için en etkin yöntem olarak görülmektedir. Ancak tek para uygulaması, ülkeler arasında bir konsensüsün oluşturulması, kısa vadede egemenliğin kullanılması ve devri gibi sorunlar nedeniyle zor görünmektedir. Dolayısıyla sorunun çözümü için uluslararası ölçekte başka uygulanabilir politikaların tartışılması gerekmektedir.

Uluslararası spekülative sermayenin kontrolü konusunda son yıllarda üzerinde en çok tartışılan çözüm önerisi Tobin Vergisi'dir. Tobin Vergisi'nin uygulanması için de uluslararası

bir uzlaşma gerekmektedir. Bu uzlaşma verginin doğası gereği sermaye akımlarını çekmek konusunda ülkeler arası adaletsizliğin önlenmesi için bir gerekliliktir. Çünkü Tobin Vergisi'ni uygulayan ülkelerde sermaye maliyetleri uygulamayanlara göre daha fazla olacaktır. Ancak Tobin Vergisi de global para önerisi kadar olmasa da üzerinde uzlaşılması zor bir konudur. Çünkü sermaye hareketlerine kontrol anlamına gelmektedir ve bu da gelişmiş ülkelerin üzerinde uzlaştığı “sermayenin sınırsız özgürlüğü” politikasına aykırı bir durum oluşturmaktadır. Yine de bu konuda son yıllarda yaşanan tartışmalar göz önüne alındığında bu verginin uygulanması konusunda bir umut ışığı olduğu düşünülmektedir. Öte yandan Tobin vergisinin, uygulaması başarılı olsa bile, spekülasyon sermaye hareketlerini tamamen engelleyeceğini söylemek fazlaca iyimser olmak demektir. Verginin özellikle çok kısa vadeli sermaye hareketlerinin hızını keseceği ancak tamamen durduramayacağı kanaati yaygındır. Bu konuda kısa vadeli sermayeden en çok etkilenen ülkelerden biri olarak Türkiye için getirilebilecek öneri, Tobin Vergisi konusunda yapılan uluslararası çalışmaları desteklemek olmalıdır.

Global paranın veya Tobin vergisinin uygulanması başarılı olsa bile, ülkelere kısa vadeli giriş ve çıkış yapan ve bu suretle istikrarsızlıkları da beraberinde getiren spekülasyon sermaye hareketlerini tamamen durduramayacağı açıktır. Bu bağlamda ulusal sermaye kontrollerinin uygulanması seçeneği ortaya çıkmaktadır. Ulusal sermaye kontrolleri, sıcak para karşısında ulusal ekonomileri koruyabilecek önemli politika araçlarıdır. Sermaye kontrolü ile ilgili tartışmalarda finansal serbestliğin adeta sihirli bir kavram olduğu ve sermaye kontrollerini tartışarak bu büyümenin bozulabileceği ve kontrolleri uygulayan ülkelerin uluslararası finans dünyasından dışlanacakları inancı hüküm sürmekteydi. Fakat 1990'lı yıllar boyunca gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizler, özellikle Asya Krizi sonrası bu politika araçlarının bireysel ülkeler tarafından uygulanabileceği konusunda yoğun tartışmalar yaşanmıştır. Birçok ülke (Şili, Kolombiya ve Malezya gibi) kısa vadeli sermaye hareketlerine karşı sermaye kontrolleri uygulamışlardır.

Ulusal sermaye kontrollerini sermaye girişine ve sermaye çıkışına uygulanan kontroller olarak ikiye ayırabiliriz. Ülkelerin uygulamadaki başarılarından dolayı birinci tür kontrol Şili ile ikinci tür ise Malezya ile özdeşleşmiştir. Şili uygulamasında sermaye hareketleri ülkeye girerken, Malezya uygulamasında ise sermaye hareketleri ülkeden çıkarken kontrole tabi tutulmuştur. Şili kazançsız rezerv gereksinimi gibi dolaylı kontrolleri kullanırken, Malezya doğrudan kontroller kullanmıştır. İki ülke de kontrol uygulamalarında başarılı olarak değerlendirilmektedir. Çünkü Şili ve Malezya kontrolleri uygulayarak, benzer ülkelere göre global krizlerden daha az etkilenmişlerdir.

Gelişmekte olan bu ülkelerin sermaye giriş ve çıkışları üzerinde getirdiği sınırlamalar ülkemiz için örnek teşkil edebilir. Burada önemli olan hangi kontrol türünün ne zaman uygulanacağıdır. Çünkü iki tür kontrol de uygulandıkları zamana göre farklı sonuçlar verebilmektedir. Sermaye girişine uygulanan zorunlu rezerv gereksinimi veya sermaye vergisi uygulamasını ele alalım. Bu yöntemlerin ikisi de dolaylı ve piyasa merkezli kontrollerdir. Ülke bu politikayı ilan ettiği zaman uluslararası sermaye politikasını kar merkezli olarak belirler. Kontrolün uygulanmasını müteakip, piyasalarda bir dalgalanma oluşsa da uzun vadede piyasa belli bir dengeye oturacaktır. Bu kontrol türü zamanla kısa vadeli sermayenin girişini azaltacak buna karşılık uzun vadeyi etkilemeyecektir. Burada anahtar konu kontrolün uygulanmaya ne zaman başlanacağıdır. Zira durgun bir ekonomide uygulanacak kontrol zaten mevcut olan sermaye darlığı problemini artıracak ve ekonomiyi kötü yönde etkileyecektir. Kriz sırasında uygulanacak sermaye girişi kontrolü de hem sermaye girişini kesecek hem de sermaye çıkışını hızlandıracak, böylelikle ekonomik krizi derinleştirecektir. Öte yandan eğer bu kontrol türleri doğru zamanda, yani ülkeye sermaye girişinin yoğun olduğu zaman uygulamaya konulursa, kısa vadeli spekülasyon sermayenin hızını kesecek, belki risk primini azaltacağı için uzun vadeli sermaye girişini artıracaktır. Bu tür kontrollerin kısa vadede faizleri bir miktar yükseltmesi

beklenebilir. Ancak, daha sonra sistematik riski düşüreceğinden, uzun vadede faizler eskisinden daha aşağılara düşebilecektir.

Sermaye çıkışına yönelik kontrol uygulamalarının da zamanlaması önemlidir. Bu tür kontroller ülkeye girmiş sermayenin çıkmasını önleme amacı güttüğünden, doğrudan, fazla müdahaleci ve serttir. Dolayısıyla ülke ekonomisi normal ve sorunsuz biçimde giderken bu tür kontrollerin kullanılması beklenemez. Bu tür kontroller, Malezya örneğinde olduğu gibi, ekonomide ciddi bir krizle karşılaştığı zaman sermaye çıkışları nedeniyle krizin daha da derinleşmesini önleme amacı güder. Aslında bu tür kontroller bir zorunluluktan kaynaklanır. Ülkeye hali hazırda girmiş sermayeye, vadesi ne olursa olsun, kısa zaman diliminde terk etme izni verilmez. Malezya uygulaması göstermiştir ki ciddi krizler sonucu ekonominin çöküntüye uğramaması için bu tür kontroller oldukça gereklidir.

Gelişmekte olan ülkeler ciddi krizlerle karşılaştıklarında, ne monetizasyon, ne sermaye vergisi, ne de rantier sınıfa önemli yük bindirebilecek herhangi başka bir önlem, sermaye hesabını tamamen açmış olan bir ülkede, başarılı bir şekilde tatbik edilebilir. Bir başka deyişle, kuru dengeli tutmayı güçleştiren koşullar, aynı zamanda iç-borcun çevrim sorununu derinleştirir. Dolayısıyla, uluslararası likidite sorunları olan ülkelerde kur dalgalanmalarını stabilize etmek ve de dış ve iç-borç çevrim sorunlarını çözmek amacıyla, geçici bir süre için konvertibiliteden vazgeçmek ve dış borç ödemelerini dondurmak, uygun bir politika alternatifi olabilir (Akyüz -Korkut, 2001: 43).

Son olarak, finansal piyasalarda yaşanan manipülasyonlara da değinmek gerekir. Geniş anlamda manipülasyon, “piyasa katılımcılarını çeşitli yollar ve yöntemlerle yanıltarak finansal piyasalardaki amaçlarını gerçekleştirmek” olarak tanımlanabilir. Literatürde spekülasyon sermaye hareketlerinin zararlarından bahsedilirken manipülatif sermaye hareketleri ve sonuçlarından fazla bahsedilmemektedir. Bu husus çoğu iktisatçının spekülasyon sermayeyi manipülatif hareketlerin bir uzantısı olarak görmesinden ve manipülasyonu spekülasyonun içinde değerlendirmesinden kaynaklanmaktadır. Ülkemizde manipülasyon, sermaye piyasalarında, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından takip edilmektedir. Ancak para piyasalarında gerçekleştirilen manipülatif hareketler için etkin bir denetim yapılamamaktadır. Dolayısıyla para piyasalarında gerçekleştirilen manipülatif hareketlerin zararlarıyla karşılaşmamak için ülkemiz finansal piyasaları denetimindeki bu denetim eksikliğinin giderilmesi gerekmektedir.

Sonuç olarak, Türkiye' de kısa vadeli ve spekülasyon finansal sermayeyi kontrol etmeye yönelik aşağıda sayılan politikalar dikkate alınmalıdır:

1) Global para ve Tobin vergisi konusunda yapılan uluslararası çalışmalar desteklenmeli ve bu çalışmalarda aktif görevler üstlenilmelidir.

2) Sermaye girişlerinin yoğun olduğu bir dönemde başlatılmak üzere, kısa vadeli sermaye girişlerine yönelik kontrol yöntemleri uygulanmalıdır. Bu yöntemler, sermaye vergisi veya sermayeye zorunlu rezerv gereksinimi politikaları olabilir. Ancak uygulanacak politikanın uzun vadeli sermayeye ek bir maliyet getirmemesine dikkat edilmelidir.

3) Olası bir krizle karşılaştığında zaman kaybetmeden sermaye çıkışlarına yönelik bir kontrol politikası uygulamasına geçilmelidir. Kriz ortamında uygulanacak politikaların başarısı uygulanacak tedbirlerin geç kalmadan alınmasına bağlıdır. Bu bağlamda kriz dönemlerine yönelik uygulanacak kontrol politikalarının vakit geçirmeksizin hazırlanması ve hazır halde bulundurulması gerekmektedir. Ancak hazırlanan politikaların gizliliği, uzun vadeli sermayeyi tedirgin etmemek bakımından önemlidir.

4) Manipülasyonla, sermaye piyasalarındaki gibi, para piyasalarında da yoğun mücadele edilmelidir. Sermaye piyasalarındaki manipülasyon denetimini risk bazlı denetim esaslarına göre düzenleyip, büyük miktarda manipülasyonlarla daha etkin mücadele yapılmalıdır.

VIII. SONUÇ

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin meydana getirdiği büyük fon birikimi ve büyük işlem hacminin, gelişmekte olan ülke piyasalarına anlık giriş-çıkışlar yapabiliyor olması önemli bir sorun oluşturmuştur. Gelişmekte olan pek çok ülkede ortaya çıkan finansal krizler sonrasında, özellikle kısa vadeli spekülâtif sermaye giriş-çıkışlarının kontrollerinin reel ekonomi üzerine etkileri ve kontrollerin ekonomik krizlere çözüm olup olamayacağı, sadece iktisatçılar arasında değil politikacılar arasında da yoğun tartışmalara sebep olmuştur.

Kısa vadeli sermaye ihtiyacı içinde olan ülke ekonomileri kısa vadeli sermaye hareketlerinden, elde edilmesi çok pahalı da olsa, bazı kısa vadeli faydalar elde edebilirler. Ancak, uzun vadeli kalkınma ve büyüme amaçlarına ciddi bir katkısı olmayan kısa vadeli sermayenin, girişte ve çıkışta getirdiği olumsuzluklar ilgili ülke piyasalarında büyük dalgalanmalar meydana getirmekte, bu dalgalanmalar da finansal krizlerin başlatıcısı olabilmektedir. Nitekim özellikle 90'lı yıllarda ortaya çıkan ekonomik krizlerle (Asya, Rusya, Arjantin krizleri v.b.) sermayenin serbestçe dolaşımı sonucu oluşan sermaye akımlarındaki artışın sağladığı faydalarla birlikte maliyet ve risklerde artışa sebep olabileceği de görülmüştür.

Spekülâtif sermaye hareketlerinin ekonomik olmayan gerekçelerle hareket etmeleri, edebilmeleri sorusu ise bu durumu daha karmaşık hale getirmektedir. Yani karlılık beklentilerine dayanarak gelen kısa süreli sermaye hareketi, karlılık manipülasyonlarına da başladığı zaman ekonomi yönetiminin işi daha da zorlaşmaktadır. 1992 ERM krizinde Soros'un manipülasyonlarının krizi tetiklediği bu gün Soros tarafından da ifade edilmektedir. Meksika, Brezilya ve Arjantin'de değişik zamanlarda oluşan krizlerde de spekülâtif sermaye hareketlerinin izlerini görmek mümkündür. Hele hiçbir kriz işareti görülmeyen Güneydoğu Asya ekonomilerinde oluşan spekülâtif hareketlerin hem bu bölgeyi hem dünya ekonomilerini etkilediği düşünüldüğünde, kısa süreli sermaye hareketlerine karşı oluşan şüpheleri tümüyle reddetmek mümkün görülmemektedir. Şüphesiz tümüyle planlı ve kontrollü ekonomik politikalar artık geçerliliğini yitirmişlerdir. Ancak serbest piyasa ekonomisi kuralları içerisinde manipülasyonları önleyecek mekanizmalar da geliştirmek gerekmektedir. Yoksa haksız servet transferlerini ve beklenmedik ekonomik krizleri önlemek en azından gelişmekte olan ekonomiler açısından çok zordur (Akdiş. 2004:18).

Sermaye hareketlerinin uluslararası kontrolü için önerilen metotların en çok tartışılanı, hayata geçirilmesi çok zor bir proje olan Global Para projesinden sonra, Tobin Vergisi'dir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin volatilitelerini azaltması, işlem hacmini daraltması beklenen Tobin Vergisi'nin yakın zamanda uygulamaya geçmesi, yoğun bir uluslararası mutabakat gerektirdiğinden, zor görünmektedir. Global paranın veya Tobin vergisinin uygulanması başarılılsa bile, ülkelere kısa vadeli giriş ve çıkış yapan ve bu suretle istikrarsızlıkları da beraberinde getiren spekülâtif sermaye hareketlerini tamamen durduramayacağı açıktır. Bu bağlamda ulusal sermaye kontrollerinin uygulanması seçeneği ortaya çıkmaktadır. Ulusal sermaye kontrolleri, sıcak para karşısında ulusal ekonomileri koruyabilecek önemli politika araçlarıdır. Birçok ülke (Şili, Kolombiya ve Malezya gibi) kısa vadeli sermaye hareketlerine karşı sermaye kontrolleri uygulamışlardır.

Türkiye de kısa süreli sermaye hareketlerinin yoğun akımına uğrayan bir ülkedir. Finansal liberalleşme süreci tamamlanması, Türk mali piyasalarına uluslararası kısa süreli sermaye hareketlerinin de hızlı ve anlık giriş çıkışlar yapabilmesini mümkün kılmıştır. Bu giriş ve çıkışların 1994, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinde de etkili olduğu söylenebilmektedir. Dolayısıyla Türkiye de kısa vadeli spekülâtif sermaye hareketlerine ve bunların kontrolüne yönelik tartışmalara kayıtsız kalmamalıdır.

Sonuç olarak, Türkiye'de kısa vadeli ve spekülâtif finansal sermayeyi kontrol etmeye yönelik olarak; Global para ve Tobin vergisi konusunda yapılan uluslararası çalışmalar desteklenmeli, sermaye girişlerinin yoğun olduğu bir dönemde başlatılmak üzere, kısa vadeli sermaye girişlerine yönelik kontrol yöntemlerinin uygulanması düşünülmeli, olası bir krizle karşılaşıldığında zaman kaybetmeden sermaye çıkışlarına yönelik bir kontrol politikası uygulamasına geçilmeli, manipülasyonla, sermaye piyasalarındaki gibi, para piyasalarında da yoğun mücadele edilmeli ve sermaye piyasalarındaki manipülasyon denetimini risk bazlı denetim esaslarına göre düzenleyip, büyük miktarlı manipülasyonlarla daha etkin mücadele edilmelidir.

KAYNAKÇA

AKDIŞ, Muhammet

- 2000, Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri Ve Türkiye Finansal Krizler-Beklentiler, <http://makdis.pamukkale.edu.tr>
2000 Global Finansal Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye, Beta Yay., İstanbul.
2004 Kısa Vadeli Sermayenin Yol Açtığı Finansal Krizler ve Bu Krizleri Önlemede Araçlar:Tobin Vergisi, Active Dergisi, Mayıs- Haziran 2004, İstanbul.

AKTAN, Coşkun Can; Hüseyin ŞEN

- 1999 Globalleşme, Ekonomik Kriz ve Türkiye, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler Serbest Meslek Mensupları ve Yöneticileri Vakfı Ekonomik, Sosyal ve Siyasal Araştırmalar Serisi, No: 1, Ankara.

AKTAN, Coşkun Can ve Başk.

- 2006 Kamu Maliyesinde Çağdaş Yaklaşımlar, Seçkin Yayıncılık, Ankara, s. 97.

AKYÜZ, Yılmaz

- 1993 Financial Liberilization: The Key Issues, UN Conference on Trade And Development, Discussion Paper No:56.

AKYÜZ, Yılmaz ve CORNFORD A.

- 1999 Capital Flows To Developing Countries and The Reform of The International Financial System, Discussion Paper No:UNCTAD/OSG/DP/143 UNCTAD.

AKYÜZ, Yılmaz – BORATAV, Korkut

- 2002 The Making Of The Turkish Financial Crisis, UNCTAD Discussion Papers, Nr: 158.

ALP, Ali

- 2002 Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye, Birinci Basım. Ankara, İMKB Yayınları.

ALTINKEMER, Melike

- 2003 Recent Experiences With Capital Controls:Is There A Lesson for Turkey?, Discussion Paper, T.C. Merkez Bankası, Ankara.

AXFORD, Barrie

- 1995 The Global System, New York, St. Martin's Press.

BACCHETTA, Philippe

- 1992 Liberalization of Capital Movements and of the Domestic Financial System, Economic, 59, pp. 465-74.

BAL, Harun

- 1998 Güneydoğu Asya Ülkeleri, Dış Borç Krizi ve Gelişmekte Olan Ülkeler, Ekonomi Başak Dergisi, Yıl:22, Sayı:101, (Eylül/Ekim), s.98-105.

BALKAN, Erol-YELDAN, Erinc

- 1998 Peripheral Development Under Financial Liberalization, The Turkish Experience, http://academics.hamilton.edu/economics/home/Workpap/01_01.pdf

BALKAN, Erol - BİÇER, Gül - YELDAN, Erinc

- 2002 Patterns of Financial Capital Flows And Accumulation In The Post-1990 TurkishEconomy, http://academics.hamilton.edu/economics/home/Workpap/02_02.pdf.

BASTI, Eyüp

- 2006 Kriz Teorileri Çerçevesinde 2001 Türkiye Finansal Krizi, SPK Yayınları, No:191, Ankara.

BİÇER, Recep

- 2001 Finansal Kalkınma Ve Ekonomik Büyüme, Mali Kılavuz Dergisi, Yıl: 4, Sayı: 14, Ekim-Aralık 2001, ss. 58-70.

- BİNAY Ş. ve KUNTER K.**
1998 Türkiye’de Mali Liberalleşme Çabalarında Merkez Bankasının Rolü, Tartışma Tebliği No:9803, TCMB, Ankara.
- BLOOMFIELD, Arthur**
1946 Postwar Control of International Capital Movements. The American Economic Review Papers and Proceedings, 36, pp. 687 – 709.
- BORATAV, Korkut**
2001 2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri, İktisat, İş. ve Finans, No 186, 7-18.
- BROWN, Stephen J.-Goetzmann, WILLIAM N.-Park, James**
1998 Hedge Funds and The Asian Currency Crises of 1997, Massachusetts, National Bureau of Economic Research, Inc.
- CAMPION, Mary Kathryn ve NEUMANN, Rebecca M.**
2003 Compositional Effects of Capital Controls – Theory and Evidence, Blackwell Publishing, <http://www.ssrn.com>
- CİHAN, Ömer**
2005 Gelişmekte Olan Ülkelere Ve Türkiye’ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri Hazine Müsteşarlığı Uzmanlık Tezi- Ankara.
- ÇİMENOĞLU, Ahmet- YENTÜRK, Nurhan**
2003 Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişimi Ve Türkiye Ekonomisinin Krizleri Üzerindeki Etkisinin Modellenmesi: Körlerin Yürüyüşü Türkiye Ekonomisi Ve 1990 Sonrası Krizler İçinde, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, Birinci Basım, İstanbul, Syf: 73-102.
- CORDEN, Max**
1987 Protection And Liberalization: A Review Of Analytical Issues, IMF, Washington D.C., August.
- CROTTY, James ve EPSTEIN, Gerald**
1996 In Defence Of Capital Controls, The Socialist Register, s.118-149
- CROTTY, James**
2000 The Case for Capital Controls, Twentieth Century Fund Press: New York, 2000), edited by Jeff Madrick
- DADUSH, Uri-Dasgupta, DİPAK-Ratha, Dilip**
2000 The Role of Short-Term Debt in Recent Crises, *Finance and Development*, (December), s.54-57.
- DELİCE, Güven**
2002 Uluslararası Sermaye Hareketlerine Tarihsel Bir Bakış, Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Eylül 2002, Yıl:39, Sayı:9, s.9
- DEMİRCİ, Nedret**
2005 Finansal Krizlerin Anatomisi: Modern Kriz Teorileri Işığında Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye, SPK Yayınları No:186.
- DORUKKAYA, Şakir ve YILMAZ, H. Hakan**
1999 Liberalizasyon Politikaları Aşırı Borçlanma Sendromu ve Arkasından Yaşanan Finansal Krizler (Şili ve Meksika Deneyimleri), *Yaklaşım Dergisi*, Yıl:7, Sayı:75, (Mart-1999), s.122-127.
- DUMAN, Koray**
2004 Finansal Krizlere Karşı Politika Tercihleri, Akdeniz Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi (8) 2004, ss. 38-61.
- DURUSOY, Serap**
2000 Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/tem2000/finans.htm>
- EDWARDS, Sebastian**
1999 How effective capital controls, *NBER Working Paper Series*, 7413.

- EICHENGREEN, Barry ve MUSSA, M.**
1998 Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical Aspects, Washington D.C. IMF Occasional Paper, No:172.
- EPSTEİN, G. A. ve SCHOR, J. B.**
1992 Structural Determinants of Economic Effects of Capital Controls in OECD Countries. In T. Banuri and J. B. Schor, eds. Financial Openness and National Autonomy, Opportunities and Constraints, Oxford: Clarendon Press.
- FISHER Halif , Bernhard ve H. REISEN**
1993 Liberalising Capital Flows In Developing Countries: Pitfalls, Prerequisites And Perspectives, Paris, OECD.
- GRILLI, Vittorio ve GIAN Maria Milesi-Ferretti**
1995 Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls, IMF Staff Papers, 42, No. 3, pp. 517-551.
- GÜVEN, Samih**
2001 Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Türkiye Örneği, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Ağustos 2001, Sayı:185, 2001, s.94
- İŞLER, Habil**
2007 Küreselleşme Sürecinde Ortaya Çıkan Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Vergilendirilmesinde Tobin Vergisi, E-Yaklaşım / Sayı: 50.
- KAR, M ve GÜNAY, E.**
2003 Küreselleşme ve Bölgesel Ekonomik Bütünleşmeler: Avrupa Birliği Ortak Politikalar ve Türkiye, İstanbul. Yayın no. 1406. Beta Yayınları.
- KASAKENDE, Luis ve Başk.**
1998 Capital Inflows And Macroeconomic Policy In Sub Saharan Africa, London: Macmillian Press, s.141-184.
- KAZGAN, G.**
1985 Ekonomide Dışa Açık Büyüme, Altın Kitaplar Yayınevi, İstanbul.
- KEPENEK, Yakup – YENTÜRK, Nurhan**
2001 Türkiye Ekonomisi, Remzi Kitabevi, Onikinci Basım, İstanbul.
- KLEİN, Michael ve GIOVANNİ Olivei**
1999 Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth, National Bureau of Economic Research Working Paper, No.7384.
- KOSKA, Onur**
2005 Financial Liberalization Era In Turkey Critique On Decree No:32.
- LEMMEN, Jan J.G. ve SYLVESTER C.W. Eijffinger**
1996 The Fundamental Determinants of Financial Integration in the European Union, Weltwirtschaftliches Archiv, 132, pp. 432-456.
- MAGUD, Nicolas ve REINHART, Carmen M.**
2004 Capital Controls: An Evaluation, NBER's International Capital Flows Conference, Santa Barbara, California, December 16-18
2005 Capital Controls: Myth and Reality: A Portfolio Balance Approach to Capital Controls, <http://www.ssrn.com>
- MOR, Hıdır**
1998 Kriz ve fırsatlar, Dış Ticarete Durum Dergisi, Sayı:40, (Aralık-1998), s.6-13.
- MORENO, R.**
2000 What Explains Capital Flows?, Federal Reserve Bank, San Francisco, Economic Letter.
- ÖZER, H. Gül**
2006 Finansal Liberilizasyon Politikaları ve Kriz İlişkisi: 1990 Sonrası Asya ve Türkiye Örneği, SPk Yayınları Yayın No:189, Ankara.

- ÖZKIVRAK, Özlem ve DİLEYİCİ, Dilek**
2001 Globalleşme, Bölgeselleşme, Mega Rekabet Ve Türkiye, Dokuz Eylül Üniversitesi, İ.İ.B.F.
- PARASIZ, İlker**
1995 Kriz Ekonomisi, Bursa, Ezgi Kitabevi Yayınları.
- PATTERSON, Ben ve GALLIANO Mickal**
1998 The feasibility of an international Tobin tax, Direct. Gen. for Research, E.Parl.
- PİLBEAM, Keith**
1998 International Finance, Second Edition, London, Macmillan Perss Ltd.
- RAFFER, Kunibert**
1998 The Tobin Tax:Reviving a Discussion, World Development, Vol:26, No:33, s.529-538.
- RAZİN, Assaf ve EFRAİM, Sadka**
1991 Efficient Investment Incentives in the Presence of Capital Flight, Journal of International Economics, 31, pp. 171-181.
- RODRİK D. ve VELASCO A.**
1999 Short Term Capital Flows, Working Paper No:6390, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- RODRİK, Dani**
1998 Who Needs Capital Account Convertibility? <http://www.ksg.harward.edu/rodrık/essay>.
- SELİMATA, Selim**
2003 Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Active Dergisi, Eylül-Ekim 2003, İstanbul.
- SCHMİDT, Rodney**
1999 A feasible foreign Exchange transaction tax, Ottawa, International Development Research Centre.
- SEYİDOĞLU, Halil**
1999 Uluslararası İktisat, Teori, Politika ve Uygulama, Güzem Yayınları, 13. Baskı, İstanbul.
- SPAHN, Paul Bernd**
1996 The Tobin Tax and Exchange Rate Stability, Finance and Development, June-1996.
- SUVANTO A., ve Başk.**
2001 Ministry Of Finance Finland, “Promoting The Stability of International Capital Movements”, Research Report 1/2001, Ministry of Finance, Finland.
- ŞİMŞEK, Ali Rıza**
2007 Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri Ve Türkiye Ekonomisine Etkileri, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Balıkesir.
- TAMİRİSA, Natalia T.**
2006 Do the Macroeconomic Effects of Capital Controls Vary by Type? Evidence from Malaysia, ASEAN Economic Bulletin Vol. 23, No. 2 (2006), pp. 137-59
- TAŞ, Seyhan**
2001 Finansal Liberalizasyon, Uluslararası Sermaye Hareketleri Ve Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri, Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- TOBIN, James**
1978 A Proposal for international monetary reform, Eastern Economic Journal, 4(3-4), July/October.

TORNELL, Aaron

1990 Real vs. Financial Investment: Can Tobin Taxes Eliminate the Irreversibility Distortion? Journal of Development Economics, 32, pp. 419-444.

ULUDAĞ, İlhan

1998 1990 sonrası 2. Krizi yaşayan Rusya-1, İ.T.O. Gazetesi, 16.10.1998, s.4.

UZUNOĞLU, Sadi ve ALKİN, Kerem – GÜRLESEL, Fuat

1995 Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri Ve Türkiye, İMKB Araştırma Yayınları, No: 6.

YELDAN, Erinç

2003 Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi, Bölüşüm, Birikim, Büyüme, İletişim Yayınları, Sekizinci Basım, İstanbul.

YENTÜRK, Nurhan ve ÇİMENÖĞLU, Ahmet

2002 Impacts Of International Capital Flows On The Turkish Economy.

YILDIRIM, Zekeriya

1998 Türkiye Dünyanın Neresinde?, Açık Oturum, İktisat Dergisi, Sayı:380, (Temmuz-1998), s.136-139.

YILMAZ, Engin

2004 Türkiye'de Finansal Krizlerin Nedeni Olarak Sermaye Hareketleri ve Kontrolüne Yönelik Önlemler, Ege Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.

YILMAZ, Celali

2002 Döviz kuru istikrarının sağlanmasında vergi politikasından yararlanılması: Tobin vergisi, Active Finans Dergisi, Sayı:24.

YÜKSEL Volkan

2004 Döviz Kuru İstikrarının Sağlanmasında Tobin Vergisi, Yaklaşım Dergisi / Eylül 2004/Sayı:141.

WILLIAMSON, J. ve MAHAR, M.

1998 Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme, Çeviren: Güven Delice, Liberte Yayınları, Eylül 2002, Ankara.