

**KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİ
KONTROL ETMEDE KULLANILABİLECEK
ARAÇLAR**

Şenay AÇIKGÖZ

Yüksek Lisans Tezi

Danışman: Yrd. Doç. Dr. Mahmut MASCA

Eylül, 2008

Afyonkarahisar

T.C.
AFYON KOCATEPE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

**KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİ
KONTROL
ETMEDE KULANILABİLECEK ARAÇLAR**

**Hazırlayan
Şenay AÇIKGÖZ**

**Danışman
Yrd. Doç. Dr. Mahmut MASCA**

AFYONKARAHİSAR 2008

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans tezi olarak sunduğum “ Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerini Kontrol Etmede Kullanılabilecek Araçlar” adlı çalışmanın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin Kaynakça’da gösterilen eserlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanmış olduğumu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

05.09.2008

Şenay AÇIKGÖZ

TEZ JÜRİSİ KARARI VE ENSTİTÜ ONAYI

JÜRİ ÜYELERİ

İMZA

Tez danışmanı: Yrd.Doç.Dr. Mahmut MASCA

Jüri Üyeleri: Prof. Dr. İsmail AYDOĞUŞ

Yrd. Doç.Dr. Mehmet ERKAN

İktisat Anabilim dalı yüksek lisans sanatta yeterlik öğrencisi Şenay AÇIKGÖZ'ün, "Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerini Kontrol Etmede Kullanılabilecek Araçlar" başlıklı tezi 05/09/2008 tarihinde, saat 11'de Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca, yukarıda isim ve imzaları bulunan jüri üyeleri tarafından değerlendirilerek kabul edilmiştir.

Doç. Dr. Mehmet KARAKAŞ

YÜKSEK LİSANS TEZ ÖZETİ

KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİ KONTROL ETMEDE KULLANILABİLECEK ARAÇLAR

Şenay AÇIKGÖZ

AFYON KOCATEPE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

EYLÜL 2008

TEZ DANIŞMANI: Yrd. Doç. Dr. Mahmut MASCA

Uluslararası ekonomik sistem hızlı bir değişim süreci geçirmiştir. Bu süreçte yeni eğilimler ortaya çıkmıştır. Bunlar arasında en belirgin olanı globalleşmedir. Son yıllarda yaşanan ekonomik globalleşme olgusu daha çok finans piyasalarında görülmektedir. 90'lı yıllardan sonraki dönem, birçok gelişmekte olan ülke açısından uluslararası finansal entegrasyon uygulamalarının hız kazandığı dönem olarak kabul edilmektedir. 20. Yüzyılın son çeyreğinde, dünyada küreselleşme sonucunda ortaya çıkan mali liberalizasyon ile birçok gelişmekte olan ülke, sermaye hareketleri üzerindeki kontrolleri kaldırmıştır. Ancak kısa vadeli yabancı sermayenin, ekonomik veya siyasi olaylara aşırı duyarlılığı ve spekülatif ataklar nedeni ile kısa sürede ülkeyi terk etmesi, son on yılda yaşanan ekonomik krizlerin temel nedenini oluşturmuştur.

Bu çalışmanın amacı, kısa vadeli sermaye hareketlerinin, girdiği ülkelerdeki makroekonomik etkilerini ve son yıllarda yaşanan krizlerdeki rolünü belirleyerek, olumsuz etkilerini gidermek için ne tür önlemler alınması gerektiğini ortaya çıkarmaktır. Tobin Vergisi bu kontrollerin üzerinde en çok tartışılan örnek olarak karşımıza çıkmaktadır. Kazançsız rezerv uygulaması ve çoklu döviz kuru sistemi gibi önlemler literatürde sıkça tartışılır hale gelmiştir.

Anahtar Kelimeler: Sermaye hareketleri, Tobin Vergisi, Sermaye Kontrolleri

ABSTRACT

INSTRUMENTS TO BE USED FOR CONTROLLING THE SHORT TERM CAPITAL MOVEMENTS

Şenay AÇIKGÖZ

**AFYON KOCATEPE UNIVERSITY
THE INSTITUTE OF SOCIAL SCIENCES
DEPARTMENT of ECONOMY**

September 2008

Advisor: Yrd.Doç. Dr. Mahmut MASCA

International economic system displays a rapid changing process in which new trends occurred. The remarkable development in this process is globalization. In the recent years economic globalization has mostly been observed in financial markets. It has been accepted that the practices of International financial integration have been accelerated the period following the 90 years. In the last quarter of 20th century, many developing countries have removed the controls on the capital movements with the financial liberalization, which appeared as a result of globalization. But short term capitals have been run away as reaction to the speculative attacks or economic or politic effects. That is the main reason for economic crises in last decade.

The purpose of this paper is to analyze the macroeconomic effects of short term capital movements together with their role on the recent economic crises and to find out what measures should be taken in order to prevent their negative effects. Tobin tax is seen as most discussed one of these controls. Measures such as unremunerated reserve requirements and multiple exchange rate system are among other control means and often discussed in literature.

Key Words: Capital Movements, Tobin Tax, Capital Controls

İÇİNDEKİLER

Sayfa

YEMİN METNİ.....	ii
TEZ JÜRİSİ VE ENSTİTÜ MÜDÜRLÜĞÜ ONAYI.....	iii
ÖZET.....	iv
ABSTRACT.....	v
İÇİNDEKİLER.....	vi
TABLolar DİZİNİ.....	ix
GRAFİKLER DİZİNİ.....	x
KISATMALAR DİZİNİ.....	xi
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE AKIMLARININ TANIMI, ÇEŞİTLERİ, ÖZELLİKLERİ

1.SERMAYE AKIMLARININ TANIMI VE ÇEŞİTLERİ.....	4
1.1. UZUN VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ.....	9
1.2. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ.....	10
2. SERMAYE AKIMLARININ FAYDALARI, MALİYETLERİ VE ETKİLERİNİN TEORİK YÖNÜ.....	11
2.1. SERMAYE AKIMLARININ BELİRLEYİCİLERİ VE SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ.....	13
2.2. SERMAYE AKIMLARININ GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE YÖNELME SEBEPLERİ.....	15
2.2.1. Çekici Faktörler.....	15
2.2.2. İtici Faktörler.....	16

İKİNCİ BÖLÜM

KÜRESELLEŞME VE SERMAYE HAREKETLERİ

1. MALİ KÜRESELLEŞME.....	18
2. MALİ KÜRESELLEŞME VE SERMAYE AKIMLARI.....	19

2.1. SERMAYE HAREKETLERİNİN LİBERALİZASYONU VE GELİŞİMİ.....	21
2.2. SERMAYE HAREKETLERİ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER.....	26
2.2.1. Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülke Ekonomileri Üzerine Etkileri.....	30
3. SERMAYE HAREKETLERİ VE KRİZ İLİŞKİSİ.....	35
3.1. DÜNYADA FİNANSAL KRİZLER.....	37
3.1.1. 1992-1993 Avrupa Döviz Kuru Mekanizması Krizi.....	38
3.1.2. 1994-1995 Meksika Krizi.....	41
3.1.3. 1997 Güneydoğu Asya ve 1998 Rusya Krizi.....	43
3.1.4. 1999 Brezilya Krizi.....	48
3.1.5. 1994-2001 Türkiye Krizleri.....	49

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

SERMAYE HAREKETLERİNİN KONTROLÜ VE UYGULAMA ÖRNEKLERİ

1. SERMAYE HAREKETLERİNİN KONTROLÜNÜN GEREKÇELERİ.....	54
2. SERMAYE HAREKETLERİNİ KISITLAMA ÇEŞİTLERİ.....	58
2.1. DOĞRUDAN KONTROLLER.....	61
2.1.1. Sermaye Hesabı ve Bankacılık Denetlemelerini Arttırmaya Yönelik Kontroller.....	62
2.2. DOLAYLI KONTROLLER.....	64
2.2.1. İşlemlerin Vergilendirilmesi (Tobin Vergisi).....	65
2.2.1.1. Tobin Vergisinin Amacı, Gelişme Nedenleri.....	66
2.2.1.2. Tobin Vergisinin Uygulanması.....	69
2.2.1.3. Tobin Vergisinin Avantaj ve Dezavantajları.....	73
2.2.1.4. İki Aşamalı Tobin Vergisi.....	82
2.2.2. Çoklu Döviz Kuru Uygulaması.....	85
2.2.3. Kazançsız Rezerv Gereksinimi.....	86
2.2.4. Yerel Finansal Düzenlemeler.....	88
2.3. DÖVİZ PİYASASININ İSTİKRARINA YÖNELİK ÖNLEMLER.....	89
2.3.1. Hedef Bölge Sistemi.....	90

2.3.2. Para Kurulu Sistemi.....	92
3. SERMAYE HAREKETLERİNE GETİRİLEN	
KISITLAMALARIN ETKİLERİ.....	94
4. SERMAYE KONTROLLERİ UYGULAMALARI.....	95
4.1. ŞİLİ DENEYİMİ.....	96
4.2. MALEZYA UYGULAMASI.....	105
4.3. BREZİLYA UYGULAMASI.....	111
SONUÇ VE ÖNERİLER.....	115
KAYNAKÇA.....	120

TABLULAR DİZİNİ

Sayfa

Tablo1. Dolaysız Yabancı Sermaye Yatırımlarının Belirleyicileri.....	8
Tablo 2. Gelişmekte olan piyasalar ve gelişen ekonomiler: Net Sermaye Akımları	35
Tablo 3. Krizdeki Ülkelere Yönelen Net Sermaye Akımları.....	44
Tablo 4. Asya Ülkelerinde Cari İşlemler Açığı (1990-1997).....	46
Tablo 5. Asya Ülkelerinde Geri Dönmeyen Borçların Toplam Borçlara Oranı (1996).....	46
Tablo 6. Türkiye Ekonomisine Net Sermaye Akımları: (1989-1999).....	50
Tablo 7. Türk Bankacılık Sektöründe Toplam Açık Pozisyon (1988-1993).....	51
Tablo 8. Döviz İşlemlerinin Sıklığına Göre Yıllık Efektif Tobin Vergisi Oranları.....	71
Tablo 9. Tobin Vergisinden Sağlanacak Tahmini Gelir.....	72
Tablo 10. Sermaye Kontrollerine İlişkin Ülke Örnekleri.....	112
Tablo 11. Bazı Doğu Asya Ülkelerinin Sermaye Akışlarının GSYİH'a Oranı.....	114

GRAFİKLER DİZİNİ

Sayfa

Grafik 1.	Türkiye'ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri.....	53
Grafik 2.	Tobin Vergisinin Maliyeti.....	70
Grafik 3.	İki Aşamalı Tobin Vergisi.....	84

KISATMALAR DİZİNİ

AB: Avrupa Birliği

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

BM: Birleşmiş Milletler

C : Cilt

Çev: Çeviren

GSYİH: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla

KRZ : Kazançsız Rezerv Gereksinimi

S : Sayı

s : Sayfa

vb: Ve benzeri

vd: Ve diğerleri

GİRİŞ

Son yıllarda uluslar arası piyasalarda görülen küreselleşme ülkeler arası ticaretin ve sermaye akışının önündeki engelleri kaldırıcı bir etki yapmaktadır. İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra başlayan ve günümüze kadar devam eden dünya finans piyasalarındaki değişim, teknoloji, ulaşım, iletişim alanlarında yaşanan yeniliklerle beraber sermayenin daha hızlı hareket etmesine yol açmaktadır.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler bu değişim sürecine uyum sağlamak amacı ile serbestleşme politikaları uygulama yoluna gitmişlerdir. Özellikle 1980'lerin başlarından 1990'lı yıllara kadar uzanan dönemde gelişmekte olan ülkeler mali sistemlerini serbestleştirmek amacı ile bir dizi reform yapmışlar; faiz oranları üzerindeki baskıyı kaldırarak sermaye ve tasarruf artırımına gitmişlerdir. 1990'ların başında itibaren de gelişmiş ülkelere doğru yoğun bir sermaye akışı gözlenmektedir. Az gelişmiş ülkeler kalkınmaları için gerekli olan sermaye faktörünü bu yolla ülkelerine çekerek ulusal yatırımları yabancı sermaye ile finanse etme düşüncesindeydiler. Bu fikri benimseyen birçok ülke 1980-1990 yılları arasında finansal serbestleşme politikaları uygulamıştır.

Finansal piyasalardaki bütünleşme tasarrufların ve yatırımların dünya genelinde etkin dağılmasına olanak sağlamıştır. Ülkeye giren sermayedeki artış, yatırımları arttırarak büyümeyi olumlu yönde etkileyecektir. Ancak finans piyasalarındaki gelişimi tamamlamadan bu sürece dahil olan az gelişmiş ülkelerde finansal serbestleşme politikaları bekleneni vermemekle kalmamış; birçok ülkede finansal istikrarsızlığa ve krizlere neden olmuştur.

1990'lı yıllarda Meksika, Güneydoğu Asya, Meksika, Rusya, Arjantin, Brezilya gibi gelişmekte olan ülkelerde ve Türkiye'de de 1989 yılında tamamlanan sermaye hareketleri liberalizasyonundan sonra ortaya çıkan 1994-2001 krizleri hem krizlerin oluştuğu ülke ekonomisine, hem de dünya ekonomisine büyük zararlar vermiştir. Yaşanan krizlerin bu denli tahribatlara yol açması tüm dikkatleri krizlerin altında yatan sebepleri incelemeye sevk etmiştir.

Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerin nedenlerine ilişkin yapılan çalışmalarda krizlerin ortaya çıkış sebebi; ülkelerin bazı ekonomik altyapı eksikliklerinin yanı sıra 1990'lı yıllarda bu ülkelere yönelen yabancı sermayenin sıcak para olarak da adlandırdığımız kısa vadeli sermayeye dönüşmesi olarak gösterilmektedir.

Özellikle finansal liberalizasyon sürecinden sonra kısa vadeli sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelerin uluslar arası sermaye hareketlerinde önemli bir bileşen haline gelmesi ve portföy akımlarının bu ülkelere yönelmesi dikkatleri tekrar kısa vadeli sermaye üzerine çekmiştir.

Kısa süreli sermaye hareketlerinin günümüzde ulaştığı büyüklük ve gelişmekte olan ülke ekonomilerinde yarattığı tahribat tüm ekonomistleri bu konu üzerinde düşünmeye sevk etmiştir.

Yapılan birçok araştırmadan çıkan sonuç, sermaye akımlarının yüksek tasarruf açığı olan ülkelerde açığı kapatarak; yatırımları, ekonomik büyümeyi, teknolojik gelişmeyi arttırıp; ekonomik destek sağlamak, dışa açılmak, ülke içinde dengeli bir rekabet ortamı yaratmak gibi olumlu tarafları bulunduğudur. Ancak aynı çalışmalar liberalizasyon dalgası sonucunda kısa vadeli sermaye akımlarının hacminin günlük milyon dolarları bulması ve spekülâtif nitelikteki bu hareketlerin makroekonomik dengeleri bozup krizlere yol açtığı tezi üzerinde de önemle durmaktadır. Oluşan krizler ekonomideki tüm sektörleri etkileyerek, büyük daralmalar oluşturur.

Sermaye darlığı çeken gelişmekte olan ülkelerin kalıcı amaçlar ile gelen sermaye hareketlerinden istifade etmeleri mümkündür. Ancak gelen sermayenin ne ölçüde kalıcı olduğunu kestirmek oldukça güçtür. Kısa vadeli bu fonlar, dünyadaki faiz oranlarının artış veya düşüşü, döviz kurlarındaki değişiklik, vergi oranlarındaki olası değişimler, enflasyon, siyasi istikrarsızlık gibi küçük değişmeler ile yer değiştirebilecek niteliktedirler. Bu durum da milli paranın aşırı değer kaybetmesine sebep olup olumsuz ekonomik gelişmeleri başlatmaktadır.

Bu açıklamalar çerçevesinde bu çalışmanın amacı; gelişmekte olan ülkeler açısından kısa vadeli sermaye hareketlerinin gelişimini, etkilerini incelemek ve yaşanan krizler içerisinde bu hareketlerin ekonomik sorunlar oluşturduğunu

vurgulayıp, kısa vadeli sermaye hareketlerini kontrol etmek için yapılması gereken düzenlemeleri ülke örnekleri ile ortaya koymaktır.

Çalışmanın birinci bölümünde sermaye akımları incelenecek, tanımı, çeşitleri, belirleyicileri üzerinde durulacak, fayda ve maliyetleri, az gelişmiş ülkelere yönelme sebeplerinden bahsedilecektir. İkinci bölümde mali küreselleşmenin tanımı yapılacak; mali küreselleşmenin sermaye akımlarına ve gelişmekte olan ülkelere etkileri anlatılacaktır. Ayrıca bu bölümde kısa vadeli sermaye hareketlerinin krizlerdeki etkileri belirlendikten sonra 1990'lı yıllarda yaşanan bazı önemli krizlere yer verilecektir.

Üçüncü bölüm, sermaye hareketlerine getirilen kontrollerin anlatıldığı bölümdür. Döviz piyasasının istikrarına yönelik önlemler, sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamaların gerekçeleri ve ne tür kısıtlamalar getirilebileceğinin anlatılmasının yanı sıra spekülatif sermaye hareketlerini önlemek amacı ile Amerikalı iktisatçı James Tobin tarafından önerilen ve son yıllarda literatürde geniş çaplı tartışmalara yol açan "Tobin Vergisi" üzerinde durulacaktır. Sonrasında ise sermaye hareketlerinin kontrolü için çalışma boyunca anlatılan uygulamaları yürürlüğe koyan ülke örnekleri yer almaktadır. Son olarak da konu ile ilgili genel bir değerlendirme yapılacaktır.

BİRİNCİ BÖLÜM

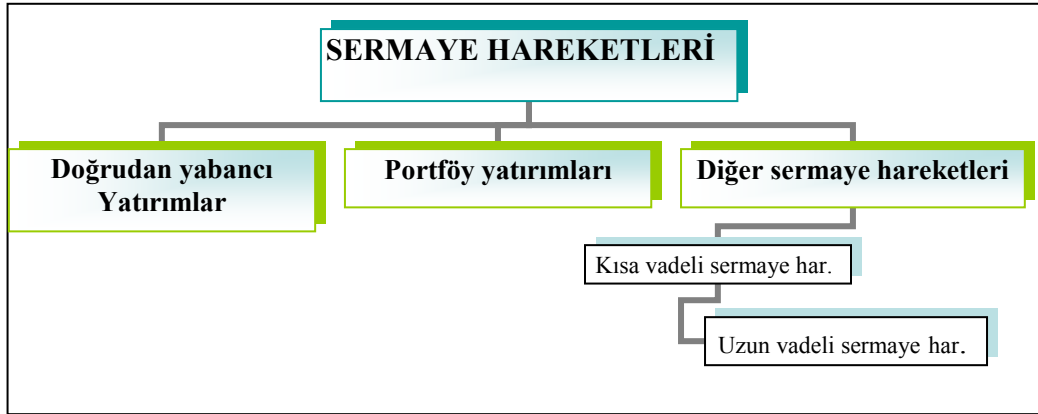
SERMAYE AKIMLARININ TANIMI, ÇEŞİTLERİ, ÖZELLİKLERİ

1. SERMAYE AKIMLARININ TANIMI VE ÇEŞİTLERİ

Uluslar arası sermaye hareketleri, uluslar arası sınırları aşarak ülkeye giren ya da ülkeden çıkan fonları ifade eder. Bir başka deyişle uluslar arası çok yanlı anlaşmalar ile ileri sanayi ülkelerinden kalkınan ülkelere sermaye transferi şeklinde tanımlanabilir. (Özberk, 1981:109)

Sermaye işlemleri bir ülkedeki yerleşik kişi ve kuruluşların yabancı bir ülkede yaptıkları fiziki yatırımlar (üretim tesisi, bina, arazi...) ile sınır ötesine aktarılan mali fonlardan (yabancı tahvil, hisse senedi, hazine bonosu.. vs alım satımı, yabancı ülke bankalarında vadeli hesap açtırılması... gibi) oluşmaktadır.

Şekil 1: Sermaye Hareketlerinin Kapsamı



Kaynak: Sever, Demir ve Yıldırım, (2008:5)

Şekil 1’de sermaye hareketlerinin kapsamı görünmektedir. Ödemeler dengesi istatistikleri sermaye hareketlerini 3 kategoriye ayırmaktadır.(Kula, 2003:143) Bunlar, doğrudan (dolaysız) yabancı yatırımlar (foreign direct investment), portföy yatırımları (portfolio investment), ve diğer yatırımlar (other investment) olarak belirtilebilir. Genel olarak dolaysız yabancı sermaye yatırımları dışındaki uluslar

arası sermaye hareketleri hisse senedi tahvil gibi finansal araçlar yardımı ile ülkeye girdikleri için portföy yatırımları ile diğer yatırımlar toplamını finansal yatırımlar olarak da adlandırmak mümkündür.

Doğrudan (dolaysız) Yabancı Yatırımlar: Yatırılabilir kaynakların kişi veya kuruluşlar tarafından bir başka ülkeye taşınması doğrudan yabancı yatırımlar olarak tanımlanır. (Kar ve Kara, 2002:2) Dolaysız yabancı sermaye yatırımı, yatırımcının, kendi ülkesi dışında faaliyet gösteren bir işletmede kalıcı çıkar elde etmek ve yönetimde etkin rol oynamak için yaptığı yatırım olarak da tanımlanabilir. Bu tanımdaki kalıcılık ve kontrol kelimeleri dolaysız yabancı sermaye yatırımı için ayırt edicidir. (IMF, 1993: 86)

Bir veya birden fazla uluslararası yatırımcının tamamına sahip olarak ya da yerli bir veya birkaç firma ile ortaklık halinde gerçekleştirdiği yatırımlar da doğrudan yabancı yatırımlardır. Bu tür yatırımlar bir firmanın yabancı ülkede şube açması; mevcut bir yerli firmayı satın alarak veya sermaye arttırarak kendine bağlı bir şirket kurması şeklinde gerçekleşebileceği gibi, kalıcılık ve kontrol özelliklerini içeren hisse senedi alımları da dolaysız yabancı sermaye yatırımlarıdır. Uluslararası ticari ilişkileri tamamlayıcı niteliğiyle doğrudan yatırımlar, ekonomiler arasında daha doğrudan ve daha derin bağlar oluşturmaktadır. (Delice:2006,1)

Dolaysız yabancı sermayenin bir özelliği de döviz transferidir. Ancak dolaysız sermayenin ülkeye her zaman dolar şeklinde girmesi gerekmez. Bunun yanı sıra makine ve donatım şeklinde girebileceği gibi lisans, patent, teknik bilgi gibi fikri haklar ve hizmetler şeklinde de girebilir.

Dolaysız dış yatırımların nedenleri ile ilgili bir dizi etken söz konusudur. (Seyidoğlu, 2003:724) Bunlardan biri hammadde kaynaklarının yeryüzünde etkin dağılmış olmamasıdır. Hammadde işlenmesine yönelik yatırımların, kaynakların bulunduğu yerlerde kurulma zorunluluğu vardır. Firmalar üretimle ilgili sahip oldukları teknik bilgileri, patent veya lisans anlaşmaları şeklinde diğer üretici firmalara satabilirler. Ancak bazen öyle durumlar olur ki geliştirilen üretim yöntemi veya patentin firma elinde bulundurulması gerekir. Böyle durumlarda da doğrudan üretim gerekliliği ortaya çıkar. Benzer biçimde bazı firmalar isim veya markaya sahiptir. Ürün kalitesinin düşürülmemesi için firma yurtdışında doğrudan üretim yapmayı seçebilir. Üretime ilişkin sırlar varsa bunların dışarı taşınmaması için de

doğrudan yatırımlar tercih sebebidir. Üretici ülke alıcı ülkenin koyduğu tarife ve kotalar dolayısıyla o ülke piyasasını kaybetmemek için doğrudan yatırım yolunu seçebilir. Emek ve doğal kaynak maliyetleri ülkeden ülkeye farklılık gösterir. Dolayısıyla ucuz emek ve doğal kaynak kullanımı maliyetleri düşürür. Bu ve bunlara benzer birçok sebepten dolayı ülkeler dış yatırımlara yönelirler.

Doğrudan yabancı yatırımlar az gelişmiş ülkeler için öncelikli yatırımlarını finanse edebileceği bir dış kaynaktır. Ayrıca getirdiği gayri maddi varlıklar ve döviz ile birlikte sermaye birikimini hızlandıracaktır. Kısa dönemde ortaya çıkabilecek bazı problemlere rağmen doğrudan yabancı yatırımlar uzun dönemde hem ev sahibi ülkeye hem de yatırımcı ülkeye kazanç sağlayacaktır.

Doğrudan yabancı yatırımların etkilerini “etkinlik, dağılım ve egemenlik” olarak sıralamak da mümkündür. (Kula, 2003:143) Bu tür yatırımların sermaye birikiminin hızlandırması “kaynak dağılımı etkinliği”dir. Doğrudan sermaye yatırımlarının üretimi arttırması ise “üretim etkinliği”, artan üretime bağlı olarak üretim faktörlerinin üretimden aldıkları paydaki değişim ise bu tür yatırımların “dağılım” etkinliğidir.

Kaynakların kullanımının doğrudan yabancıların elinde olması, ev sahibi ülke için kaynakları üzerindeki kontrol yetkisini sınırlayarak bağımlılığı arttıracaktır. Bu etki ise dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının bağımsızlık etkisidir.

Doğrudan yabancı yatırımlar düşük tasarruf oranına sahip gelişmekte olan ülkelerin finansman ihtiyaçlarını karşılamak ve üretim kapasitelerini arttırmanın yanı sıra, üretim teknolojilerinin transferi, yönetsel ve örgütsel tekniklerin yeni ekonomilere tanıtılması ve gelişmekte olan ülkelere, uluslar arası pazarlara açılma imkanı sağladığı için önemli rol oynamaktadır. Bu nedenle son yıllarda gelişmekte olan ülkelerde doğrudan yabancı yatırımları çekme yönünde girişimler yoğunlaşmıştır. Bu yatırımlar yeni yatırımlar gibi sermaye stokuna net katkı yapmasalar bile yöneldiği ülkede yatırıma yönelebilecek fonları serbest bıraktığı için dolaylı olarak sermaye stokunda artışa neden olabilmektedir. Ayrıca sermaye stokunun büyümesini sağlayıp, var olan stokun el değiştirmesi niteliğinde bile olsa doğrudan yabancı yatırımlar yönetim deneyimi, pazarlama teknikleri, işyeri örgütlenmesi gibi konularda gelişmekte olan ülkelere bir bilgi aktarımı sağlamaktadır.

Dolaysız yabancı sermaye yatırımlarını etkileyen bir dizi etken söz konusudur ki bu etkenler üç başlık altında toplanabilir. (Gövdere, 2003:1) Tablo 1’de görüldüğü gibi bunlar; ekonomik faktörler, yatırım ortamına ait faktörler ve politik faktörlerdir.

Yabancı yatırımcının hakkını koruyacak uluslar arası anlaşmalar ve ihtilaf durumunda hangi uluslar arası mahkemelerin net belirlenmesi de önemli bir faktördür. Piyasaların rekabetçi yapısını geliştirecek düzenlemelerin yapılması, dolaysız yabancı sermaye yatırımlarını etkileyen önemli faktörler, yatırım için gerekli altyapının tamamlanmış olması yatırım teşvikleri ve yatırımı özendirici unsurların varlığıdır.

Dolaysız yabancı sermaye yatırımları yapılırken dikkat edilen bir diğer unsur bürokratik engellerin azlığı ve şeffaflıktır. Bir yatırım ileri aşamalarında hesaba katılmayan, yatırımın geleceğini belirsizliğe itecek unsurlar yatırımcılar için caydırıcı olmaktadır.

Portföy Yatırımları: Doğrudan yatırımlar dışında tahvil dış satımı ya da menkul kıymetler alım satımlarıdır. Portföy yatırımı sınır ötesi menkul yatırımları kapsamaktadır.

Ödemeler dengesi sermaye hareketleri içerisindeki portföy yatırımları, varlıklar ve yükümlülükler olmak üzere iki ana başlıktan oluşmaktadır. Varlıklar kısmında yurt içi yerleşiklerin dış piyasalardan menkul alım ve satımları gösterilmekte ve varlıkların (-) bakiye vermesi dış piyasalardan alımların satımlardan fazla olduğunu, (+) bakiye vermesi ise satımların alımlardan fazla olduğunu göstermektedir. Yükümlülükler kısmında ise iki alt başlık yer almaktadır. Bunlardan birincisi bankalar, kamu sektörü ve diğer kurumların tahvil ihracı yoluyla borçlandığı miktarlar, diğeri ise yurt dışı yerleşiklerin yurt içi piyasalarda yapmış oldukları menkul kıymet alım satımlarıdır. (Kar ve Kara, 2002:9)

Tanım olarak ele alındığında doğrudan yabancı yatırımlar ile portföy yatırımlarını birbirinden kesin çizgiler ile ayırmak kolay değildir. Yabancı bir yatırımcı bir miktar hisse senedi aldığı anda bu yatırımın dolaysız mı yoksa portföy yatırımı mı olarak tanımlanacağını belirleyen unsur, şirketin toplam hisse senedi miktarının ne kadarını satın aldığıdır. (Walter, 2002:75)

Tablo:1 Dolaysız Yabancı Sermaye Yatırımlarının Belirleyicileri

Faktör Grupları	Ev Sahibi Ülkenin Belirleyicileri	
I. Politik Faktörler	Ekonomik, politik ve sosyal istikrar, Yabancı yatırımlara ilişkin uluslar arası anlaşmalar Vergi politikası Ticaret politikası ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının tutarlılığı, Özelleştirme politikası Piyasaların yapısı ve işleyişine ilişkin politikalar (özellikle; rekabet ve şirket satın ve birleşme politikaları) Yabancı iştiraklerin anlaşma standartları	
II. Yatırım Ortamına İlişkin Faktörler	Yatırımların promosyonu (imaj yaratması, ülkenin pazarlanması.. gibi) Yatırım teşvikleri Maliyetler (rüşvet, bürokratik etkinlik.vb) Yatırım sonrası hizmetler (yaşam kalitesi.vb) Sosyal etkenler	
III. Ekonomik Faktörler	Yatırım stratejileri	Faktörler
	Pazara Yönelme	Pazar büyüklüğü ve kişi başına milli gelir Piyasanın büyümesi Bölgesel ve global piyasalara giriş imkanı Tüketici tercihleri Piyasaların yapısı
	Kaynağa/stratejik varlığa yönelme	Hammaddeler Düşük ücretli vasıfsız işgücü Vasıflı işgücü Fiziki altyapı (havaalanları, enerji, yollar ve telekmünikasyon) Araştırma Geliştirme Teknolojik, yenilikçi ve diğer yaratılmış varlıklar (markalar vb)
	Etkinliğe Yönelme	Kaynakların/varlıkların maliyeti ve işgücünün verimliliği Diğer girdilerin maliyeti (iletişim, ara mallar) Bölgesel entegrasyon anlaşmasına üyelik, ölçek ekonomisi

Kaynak: UNCTAD, www.unctad.org.

Şirketin kontrolünde etkili olmak önemli bir ayırt edici unsur olarak karşımıza çıkar. Eğer şirketin kontrolüne etki edecek miktarda bir satın alım söz konusu ise dolaysız yabancı sermaye yatırımlarından bahsedilebilir. Şirketin kontrolünü etkileyecek miktar ülkeden ülkeye ve şirketten şirkete değişiklik gösterebileceğinden bu oran için net bir sınır belirlemek mümkün değildir. Ancak IMF standartlarına göre oy hakkının %10 ve fazlası durumundaki yatırımlar direkt yatırım olarak adlandırılırken bunun aşağısındaki durumlar ise portföy yatırımları olarak adlandırılmaktadır. (Serin, 1998:756)

Portföy yatırımları da az gelişmiş ülkeler için bir dış finansman kaynağıdır. Bu yatırımları dolaysız yabancı yatırımdan ayıran en önemli fark, yabancı ülkede yapılan yatırımın yönetimi konusunda kendini gösterir. Dolaysız yabancı sermaye durumunda yabancı ülkede kurulan şirket ana şirketin doğrudan yönetimi altındadır. Oysa portföy yatırımlarında yabancı tahvil veya hisse senedi alınırken şirket yönetiminin bizzat denetlenmesi söz konusu değildir.

Portföy yatırımlarını tasarruf sahibi gerçek kişiler yapabilir. Yatırımcı belli bir risk düzeyinde farklı şirketlerin hisse senetlerini, tahvillerini katarak optimum bir portföy oluşturur. Bu portfolyo üzerinden gelir elde etmeyi amaçlar. Bu tür yatırımlarda yatırım yapılacak ülkenin faiz oranları ve döviz kurundaki değişimler önemlidir. Sermaye hareketleri sürelerine göre de değerlendirilebilir.

1.1. UZUN VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ

Ülkenin, vadesi bir yıldan daha uzun olan sınır ötesi sermaye işlemleri uzun vadeli sermaye hareketleridir. Doğrudan yabancı yatırımlar uzun vadeli sermaye hareketleri içinde yer alır. Ayrıca sınır ötesi tahvil ve hisse senedi alım satımları, resmi kuruluşlarca yabancı ülkelere veya uluslararası finansman kuruluşlarından sağlanan proje ve finansman kredileri de bu grupta yer alır. Yatırım ve kalkınma kredileri de aynı şekilde daima uzun vadeli sermaye hareketleridir. Portföy yatırımlarından hisse senedi yatırımları ve devlet tahvilleri prensip olarak uzun vadeli yatırımlardır. Ancak pratikte bu tür yatırımlar sonucunda elde edilen senetler her an likit piyasada satılabildiğinden her zaman uzun vadeli olamamaktadır. Diğer sermaye hareketleri olarak adlandırdığımız banka mevduatı, sınır ötesi kredi verme ve yatırım yapma hareketleri de dış ticaretin finansmanı ile ilgili olup bu gruptadır.

Doğrudan yabancı yatırımların amacı uzun dönem karlılık olup uluslar arası faiz oranlarındaki değişmelere çok az duyarlılığı bulunmaktadır. Bu özelliği ile kısa vadeli sermaye hareketlerinin değişken yapısını taşımayan doğrudan yabancı yatırımlar özellikle gelişmekte olan ülkelerin dış borçlanmalarının alternatif bir politika aracı olarak önerilmektedir.

Doğrudan yabancı yatırımlar ve dış borçlanma yolu ile finansman, alıcı ülkeler açısından daha az maliyetli olduğundan gelişmekte olan ülkelere daha çok tercih edilmektedir. Örneğin büyüme oranı yüksek bir ülke mali yapısı zayıf olduğundan portföy yatırımlarını cezp etmez, dolayısıyla doğrudan yabancı yatırımları teşvik etmeyi daha kolay bulabilir.

1.2. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ

Süresi bir yıldan az veya bir yıla kadar olan özel ve resmi nitelikteki uluslar arası sermaye akımları kısa vadeli sermaye hareketleridir. Ticari bankalar, finansman bonoları, ihracat kredileri, vadeli banka mevduatları kısa vadeli yatırım araçları arasında sayılabilir. Kısa vade ile hisse senetleri alımı, kısa vadeli borç senetleri, yurtiçinde bankalarda kısa vadeli olarak açılan mevduatlar da bu gruba girer. Kısa vadeli sermaye hareketleri ülkeler arasındaki faiz farklılıklarından ve döviz kuru değişmelerinden yararlanmak amacıyla yönelik sermaye hareketleridir. Söz konusu sermaye kur ve faiz değişmelerine karşı son derece duyarlı olup kolayca bir ülkeden diğerine hareket edebilecek yapıdadır. Bu yüzden bu yapıdaki hareketlere sıcak para fonları da denir.

Kısa vadeli sermaye akımlarında yatırımcılar yatırım yapacakları ülkedeki iç faiz oranlarına, yatırımcının kendi ülkesindeki faiz oranına ve kurlardaki değişmelere dikkat etmektedir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin neden gerçekleştiğini açıklamaya çalışan Faiz Oranı Paritesi Kuralı Teorisi'ne göre bu konudaki en önemli iki parametre döviz kuru ve faiz oranıdır. Dolayısıyla faiz oranı paritesi şu şekilde ele alınır. (Mishkin, 2007:441)

$$i^D < i^F - [E_{t+1}^e - E_t] / E_t$$

i^D : ev sahibi ülke faiz oranları (portföy yatırımlarının yöneleceği ülkede)

i^F : yatırımcı ülke faiz oranları

E_{t+1}^e : t+1 dönemi döviz kuru beklentisi

E_t : t döneminde döviz kuru

Bu kurala göre yatırımın yapılacağı ülkedeki finansal varlıkların getirisi yatırımcı ülkedeki finansal varlıkların getirisini geçiyorsa, yatırımın oluşması için birinci neden gerçekleşmiş olur. Yatırımın yapılacağı ev sahibi ülkede, yatırımın vadesi boyunca finansal varlık getirisini nötrleyecek miktarda döviz kuru değer kaybı söz konusu olabilir. Bu nedenle yatırımcı yerel paranın kaybı konusunda bir beklenti de oluşturmak zorundadır. Bu beklenti de hesaba katılarak yapılacak planlama sonucu yatırımın getirisi hala pozitif ise yatırım gerçekleşir. Yatırımcıların elinde birçok ülke alternatifi olduğu için fonlar, getirisi en yüksek olan ülkelere kayacaktır.

Sıcak paranın doğasında istikrarsızlık söz konusudur ve girdiği ülke ekonomisinde de istikrarsızlığa yol açar. Kısa vadeli sermaye yatırımlarının geri çekilmesi doğrudan yabancı yatırımlara nispeten daha az maliyetli olması nedeniyle de kısa vadeli akımlar yüksek oynaklığa sahiptir.

2. SERMAYE HAREKETLERİNİN FAYDALARI, MALİYETLERİ VE ETKİLERİNİN TEORİK YÖNÜ

Farklı türdeki sermaye hareketlerinin kendilerine göre faydaları ve maliyetleri mevcuttur. Farklı ekonomik yapılara sahip ülkeler farklı sermaye türlerini tercih edebilmektedirler. Finans piyasasında henüz serbestleşmeyi tamamlamamış veya tamamlamak üzere olan ülkelerin tercih ettiği sermaye hareketleri genellikle uzun vadeli ve doğrudan yabancı yatırımlar biçimindedir. Bunun en önemli sebebi bu tür

sermaye akımlarının beraberinde ülkeye yönetim becerileri, teknolojik gelişmeler, gibi faktörleri getirmekte olup, risksiz hareketler oluşudur. Kısa vadeli sermaye hareketleri girdikleri ülkede tüketim harcamalarını arttırmaktadır. Ancak bu tüketim de sürdürülebilir nitelikte değildir. Ayrıca kısa vadeli sermaye hareketlerinin çabuk terse dönebilir yapıda olması az gelişmiş ülkeler için olumsuz bir özelliktir. Yatırımcılar yatırım yaptıkları ülkenin döviz kurunda ani bir değişiklik yaşandığında özellikle kriz gibi olağandışı durumlarda yatırımcılar ellerindeki değerleri (hisse senedi, bono) yabancı varlıklara çevirme eğiliminde olacaktır. Bu da ülkenin döviz rezervlerinin hızlı bir biçimde tükenmesi demektir.

Sermaye akımlarının özellikle yabancı yatırımların ülkenin döviz rezervlerinde ve para arzındaki etkisi değerlendirildiğinde de doğrudan yatırımlar tercih sebebidir. Bu değerler üzerinde doğrudan yatırımların etkisi sınırlıdır. Ancak kısa vadeli fon şeklinde giren sermaye para politikası açısından da büyük problemlere yol açmaktadır.

Tüm bu farklılıklara rağmen sermaye hareketlerini kesin sınırlar ile birbirinden ayırmak zordur. Sermaye hareketlerinin her bir türünün finansal sistem üzerindeki etkileri de farklıdır.

Sermaye hareketlerinin etkileri teorik olarak değerlendirildiğinde neo-klasik kurama göre bu hareketler gelişmişlik düzeyi farklı olan ülke ekonomileri arasındaki farkı azaltmaya yardımcı olabilecek niteliktedir. Gelir seviyesi yüksek ülkelerde sermaye stoku oldukça yüksek düzeydedir. Dolayısıyla gelişmiş ülkelerde sermayenin getirisi düşüktür. Gelişmekte olan ülkelerde ise kıt bir faktör olan sermaye bu ülkelerde daha fazla getiri sağlama imkanı bulacaktır. Gelişmekte olan ülkelere sermaye hareketleri yolu ile gelişmekte olan ülkelere akan sermaye ekonomik büyümeyi arttıracak, ülkeler arası gelişmişlik farkı da azalacaktır. Bir ülkeye sermaye girişi olduğunda toplam talep artmakla birlikte bu talep artışı ekonomide genişlemeye yol açar. Yerli para değer kazanmaya başlar, ödemeler dengesinde sorunlar oluşur. Tüketim ve yatırım harcamalarındaki artış eğer ihracattaki düşüştüden fazla olursa milli gelir artış gösterir. (Cihan, 2005:27)

Gelişmekte olan ülkelere yabancı sermaye akımlarının artması bu ülkelerde ekonomik büyümeyi de beraberinde getirmiştir. Sermaye akımları ulusal tasarrufların da tamamlayıcısıdır. Finansal serbestleşme kıt kaynakların dağılımını geliştirecek

yatırım fonları düşük tasarruf düzeyine sahip ülkelere kayacaktır. Mali piyasalarda faiz oranları eşitlenene kadar bu süreç devam edecektir. Ancak son yıllarda yaşanan krizler sistemin bu şekilde çalışmadığını göstermiş sermaye hareketlerine yoğun bir şekilde maruz kalan ülkelerde makroekonomik dengelerin ve gelir dağılımının bozulması gibi olumsuzlukların ortaya çıktığı görülmüştür.

İhracat dövizin temel kaynağıdır. Büyük sermaye akımlarının olduğu dönemlerde aşırı değerlenen ulusal para sebebi ile ithalat da artış göstermektedir. Eğer ithalattaki artış ihracattaki büyüme hızı birbirini dengelemiyorsa cari işlemler dengesi ile ilgili şüpheler ortaya çıkar.

Neo-klasik kuram sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelerin tasarruf açığını kapatarak büyümeye katkıda bulunacağını savunmaktadır. (Cihan, 2005:29) Ancak yaşanan krizler ülkeye giren sermayenin yerli paranın değerini arttırarak cari işlemler dengesini bozduğunu göstermiştir. Özellikle de kısa vadeli sermaye hareketlerinin istikrar bozucu etkileri çok fazladır ve bu tür fonların kontrol edilmesi gerekmektedir.

2.1.SERMAYE AKIMLARININ BELİRLEYİCİLERİ VE SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ

Sermaye hareketleri makroekonomik faktörler, vergiler, düzenleyici faktörler gibi faktörlerden etkilenmektedir. Sermaye kontrollerinin kaldırılması, finansal sistemin liberalizasyonu, ticaretin serbestleştirilmesi gibi sebepler ile sermaye akımları son yıllarda gelişmekte olan ülkelere kaymıştır. Bir ülkenin finansal piyasalarının gelişmişlik düzeyi ve büyüme potansiyeli de yabancı yatırımlar ile yakından ilişkilidir. Büyüme potansiyeli yüksek fakat finansal piyasaları gelişmemiş ülkelerde sermaye yatırımları doğrudan yabancı yatırımlar şeklinde olup, portföy yatırımları tercih edilmemektedir.

Bir başka belirleyici faktör olan sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamalar doğrudan yabancı yatırımların toplam sermaye akımları içindeki payını arttırmakta iken, kısa vadeli hareketlerin payını azaltmaktadır. Dalgalı döviz kuru rejiminde ise sermaye akımları yerli paranın değer kazanmasına yol açar, ülkenin ihracatı azalırken ithalatı artar. Bu durum da doğrudan yatırımlara yönelik olan isteği arttırır, kısa

vadeli borçların artmasına yol açar. Dalgalı döviz kuru portföy yatırımlarını da olumsuz etkilemektedir.

Reel faiz oranları da sermaye akımlarının belirleyici bir faktördür. Kısa dönem yüksek faiz oranları kısa vadeli sermaye hareketleri için çekici bir ortam oluşturmaktadır.

Sermayenin girdiği ülkeler açısından yatırımın yüksek getiri oranı, düşük enflasyon gibi faktörler de önemlidir. Doğrudan yatırımlar için faiz oranlarından ziyade makroekonomik şartlar; kısa vadeli sermaye hareketleri ve portföy yatırımları için ise faiz oranı ve borsa endeksi gibi finansal göstergeler önemlidir. Örneğin Tayland'da düşük vergi oranları sermaye hareketlerinin ülkeye girişini özendirirken, Türkiye, Kolombiya gibi ülkelerde yüksek faiz oranları aynı etkiyi doğurur.

Bu açıklamalar ışığında sermaye akımlarının belirleyicileri politik ve ekonomik istikrar, faiz oranları, döviz kuru rejimi, finansal piyasaların gelişmişlik düzeyi, büyüme potansiyeli olarak gösterilebilir.

Sermaye hareketlerinin sürdürülebilirliği de sermaye hareketlerine neden olan faktörlere bağlıdır. Eğer ülkede ekonomik reformlar, ve ülkenin makroekonomik performansı gibi çekici faktörler olması durumunda gelişmekte olan ülkelere ani sermaye çıkışı ihtimali düşüktür. Sermaye girişi sürdürülebilir. Bu tür akımların sürdürülebilirliğinde söz konusu sermayenin türü de önemlidir. Eğer sermaye doğrudan yatırımlar şeklinde ise bu durum sermayenin girişinde etkili olan faktörün ülkenin makroekonomik yapısı olduğunu ve kısa süreli şoklardan etkilenmeyeceğini gösterir. Ancak sermaye kısa sürede yüksek getiri amaçlayan kısa vadeli spekülasyon sermaye biçiminde ise ani şoklarda elde ettiği kazancı da alarak ülkeyi terk edecektir.

1990'larda gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hareketlerinin sürdürülebilirliğini korumada bazı ülkeler diğerlerine göre daha başarılıdır. Ani sermaye çıkışlarına uğramayan ülkelerin bazı ortak özellikleri vardır. Bu özellikler şöyle sıralanabilir. (Kaya, 1998:31)

- İstikrarlı makroekonomik politikalar yürütülmesi
- Reel kurun uzun vadeli değerlenmesinin önlenmesi
- Yüksek yurtiçi tasarruf
- Dış ticarete konu olan sektörlerde yüksek yatırım oranları
- Cari işlemler açığının kontrol altında tutulması

- Yüksek ihracat büyümesi
- Kısa vadeli sermaye girişlerinin toplam sermaye hareketleri içindeki payının küçüklüğü

2.2. SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE YÖNELME SEBEPLERİ

Sermaye hareketleri genellikle yatırımcıların sermaye aktaracakları ülkedeki getiri oranlarının kendi ülkelerindeki getiri oranlarından fazla olduğunu fark etmeleri ile başlar. Finansal serbestleşme ve teknolojik gelişmeler sermaye hareketlerini geliştirmekte olan ülkelere çekmektedir. Özellikle son 20 yıl içerisinde geliştirmekte olan ülkelere yönelik fon hareketlerinde önemli gelişmeler olmuştur. Bu gelişmelere neden olan faktörler çekici faktörler ve itici faktörler olmak üzere ikiye ayrılabilir. (Alp, 2002:126)

2.2.1. Çekici Faktörler

Çekici faktörler, geliştirmekte olan ülkelerin daha etkin bir piyasa ekonomisi yaratabilmek için yapmış oldukları reform hareketlerini kapsar. Geliştirmekte olan ülkelerin ekonomik altyapı ve mevzuatla ilgili tüm değişiklikleri çekici faktörler arasındadır. Makroekonomik istikrar, mali piyasaların liberalizasyonu, hızlı ekonomik büyüme, yatırımcının güvenini arttıran unsurlardır. Fiyat istikrarı da yalnız yabancı yatırımcılar için değil ulusal yatırımcılar için, yatırımlarını planlayabilme, yatırım kararı oluşturma aşamasında önemli rol oynar. Yabancı yatırımcılar yatırım yapacakları ülkelerin geçmişteki fiyat hareketlerini dikkate alarak başarılı fiyat istikrar programına sahip ülkelere yatırım yapma eğilimindedirler.

Yabancı yatırımcılar için önemli bir diğer konu döviz kuru politikasıdır. Çünkü yatırımcılar yatırım yapacakları ülkeye getirdikleri fonlarını o ülke parasına çevirdikten bir süre sonra ya kendi paralarına ya da konvertibilite sahip diğer dövizlere dönmek isteyeceklerdir. Dolayısıyla yatırımcılar ülkenin kur politikasına önem vermektedirler. Özellikle yüksek reel faiz ve düşük döviz kuru sermayeyi çeker. Yurda giren bir birim yabancı para dönem başındaki kurdan ulusal paraya çevrilir, yüksek faiz geliri elde eder ve tekrar döviz cinsinden yurt dışına çıkar.

Ancak yatırımcı yatırım kararı verirken sadece kur politikası değil, vergi sonrası kara veya parayı geri çevirip çeviremeyeceği gibi faktörlere de dikkat etmek zorundadır.

Yatırımcıyı koruyucu önlemler alınması da çekici bir faktördür. Herhangi bir sorun ile karşılaşıldığında kamusal idarelerin çözüme yaklaşımı, yargı sisteminin etkin işleyişi de yabancı yatırım kararında etkilidir. Teknoloji de bir diğer çekici faktör olup potansiyel yatırımcıların gelişen piyasalara yönlendirilmelerinde oldukça etkilidir. Bölgesel ticaret antlaşmaları sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelere yönelmesini sağlayan bir nedendir. Örneğin 1992’de imzalanan Kuzey Amerika Serbest Dış Ticaret Antlaşması (NAFTA) Latin Amerika ülkelerine yönelen sermaye hareketlerini olumlu etkilemiştir.

Gelişmekte olan ülkelerdeki koşullar, büyüme oranları, yapılan yatırımların yüksek getirisi gibi faktörler uluslar arası sermayeyi çeker. Burada en önemli faktör finansal serbestleşme bağlamında sermaye kontrollerinin kaldırılmasıdır. Ülke koşulları ne olursa olsun ülkeye yatırımı sınırlayan etkenler bulunduğu sürece sermaye hareketleri gerçekleşmez. Gelişmekte olan ülkeler de zaman zaman bu kontrolleri kaldırmış ve yabancı fonları ülkelerine çekmeyi başarmıştır.

Sonuç olarak; son yıllarda özellikle yüksek getiri güdüsüyle hareket eden sermayenin gelişmekte olan ülkelere yönelmesinde, söz konusu ülkelerle ilgili siyasi ve ekonomik birçok faktör etkili olmaktadır. Ancak, bu etki, dönemler ve etkiyi sağlayan gelişmeler bazında farklılık gösterebilmektedir. (İnandım, 2005:20)

2.2.2. İtici Faktörler

Sermayenin getirisinin düşmesine ve daha iyi getiri olanaklarından yararlanmak için ülkeyi terk etmesine neden olan faktörler itici faktörlerdir. Gelişmiş ülkelerde yaşanan ekonomik durgunluk itici bir faktördür. Bu durum piyasa katılımcıları açısından elverişli bir ortamı ifade etmeyeceğinden, sermaye hareketleri ekonomik durgunluğun yaşanmadığı alternatif ülkelere yönelir.

Faiz oranlarında azalma olması yabancı fonların diğer merkezlere yönelmesine sebep olacaktır. Piyasa koşullarında değişme olmayan ülkeler göreceli olarak avantajlı konuma gelerek uluslar arası sermaye hareketlerinden daha fazla pay alacaklardır. Politik istikrarsızlıklar da yatırımcılar açısından güvenilir bir ortam yaratmadığından itici faktörler arasında sayılabilir.

Gelişmiş ülkelerden sermaye çıkışları genellikle kısa dönemli bir istikrarsızlığa tepki olarak gerçekleşir. Daha yüksek kısa vadeli getiri arayan sermaye ülkeyi terk eder. Örneğin İngiltere’de Eylül 1992.de sterlinin döviz kuru mekanizmasının dışına çıkması ve faiz oranlarının düşmesi sonucu sermaye çıkışı olmuştur. Bu biçimde ülkeyi terk eden sermaye ülke koşulları iyileştiğinde tekrar geri dönmektedir.

Sermaye girişlerinin belirlenmesinde dış dünya koşullarının, yani uluslar arası konjonktürün de önemi büyüktür. Ülkede yaşanacak ekonomik bir durgunluk itici bir faktör olarak sayılabilirken diğer ülke ve bölgelerde yaşanan durgunluk, fonların piyasa koşullarında değişme olmayan ülkelere kaymasına neden olan çekici bir faktör olacaktır.

Uluslar arası portföy dağıtılması yolu ile gelişmiş ülkelerdeki yatırımcıların kazançlarının artması bu ülkelerdeki sermayenin gelişmekte olan ülkelere yönelmesine neden olabilmektedir. Gelişmiş ülkelerdeki ekonomik aktivitelerde yaşanan düşüş sonucu karlılığın iç piyasada azalması da sermayenin gelişmekte olan ülkelere yönelmesine neden olmuştur.

İKİNCİ BÖLÜM

KÜRESELLEŞME VE SERMAYE HAREKETLERİ

1. MALİ KÜRESELLEŞME

“Küresel” kavramının kökeni 400 yıl öncesine gitmekle beraber kelime anlamı ile bütün dünyayı kapsayan anlamına gelmektedir. Bu kelimedenden hareketle bugün toplum hayatında hemen her alanda yeni kavramlar üretilmektedir. Küresel pazar, küresel ürün, küresel şirket bunlardan bazılarıdır. “Küreselleşme” kavramı ise ilk olarak 1960’larda ortaya çıkmış; 1980’lerde sıkça kullanılmaya başlanmış; 1990’lara gelindiğinde ise bilim adamlarının önemli kabul ettiği anahtar bir sözcük haline gelmiştir. Küreselleşme, yoğunlukla son iki on yılda ekonomik, politik, teknolojik ve entelektüel alanlarda kapsamlı bir dönüşü içeren sürecin adıdır. Kavram, politik, ekonomik, kültürel boyutları da kapsadığı için tanımı ve anlamı da kişiden kişiye değişir. Kimilerine göre küreselleşme çok uluslu şirketlerin kullandığı bir propaganda sloganı, kimilerine göre ise dünyanın çehresini değiştiren ulusal sınırların önemini ortadan kaldıran bir süreçtir. (Aydemir, 2007:263) Küreselleşme ideolojik olarak değerlendirildiğinde kapitalizmin kendisini devam ettirebilmesi için daha çok üretmek, daha çok mal satmak ihtiyacını karşılamak amacı ile dünya pazarında serbestleşme ve sınırların kaldırılması sürecidir. (Milli, 2003:2) Küreselleşme bu anlamda her ülkenin bir diğerini etkilemesini sağlamaktadır. Diğer bir deyişle politik, kültürel yapının bir dizi ulus ötesi gelişme ve koalisyonudur.

Küreselleşme ile sınırları birbirinden ayrılmamış bir dünya toplumu düşünülmektedir. (Eşkinat, 1998:7) Büyük değişimlere söz konusu olan küreselleşme sürecinin bazı özellikleri: (Kevük, 2007:3) Tüketim alışkanlıklarının değişmesi ve tüketici davranışlarında tüketim hızına yönelik artış, bilgi ve iletişim teknolojilerinin gelişmesi, mal ve hizmet üretiminde ileri teknoloji kullanılması, global değişim, hızlı gelişen teknoloji, kaynakların üretiminin, dağılımının, tüketiminin, pazarlanmasının ülke ölçeği bazından uluslar arası ölçeğe dönüşmesi, artan rekabet, yenilik, ticaretin liberalizasyonu, araştırma geliştirme faaliyetlerinin artması, olarak sayılabilir.

Küreselleşme insanlık tarihi yönünden oldukça yeni bir fenomendir. 16. yüzyıl öncesine kadar ülkeler ve kıtalar arasındaki emeğin, ürünün ve fikirlerin hareketi bir hayli sınırlı durumdaydı. Dünya ekonomisinin gelişim trendi incelendiğinde günümüzde ekonomiler arası ilişkilerin ve bağlantıların geçen iki yüzyıla göre hızla arttığı görülmektedir. (Kevük, 2007:5)

Küreselleşmenin ticaretin küreselleşmesi, mali küreselleşme, kültürel küreselleşme ve üretimin kültürelleşmesi olmak üzere dört yönü bulunmaktadır. (Kaplan, 2000:3) Ticaretin küreselleşmesi; ülkeler arasındaki mal ve hizmet akımları üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması veya azaltılması sürecini kapsar. Üretim küreselleşmesi kavramı da ekonomik küreselleşmenin bir boyutu olmakla beraber, şirketlerin sınır ötesi sabit sermaye yatırımı, sınır ötesi iştirak, fason imalat anlaşmaları ve başka yöntemler ile mal ve hizmet üretim faaliyetlerini kendi ülkeleri dışında yaymalarınıdır. Kültürel küreselleşme ise küreselleşme boyutlarının bir sonucudur. Global bir köy olan dünyada yaşam biçimlerinin, kültürel kalıpların birbirine benzer bir hal alması durumudur. Ancak küresel düzeyde ekonomik krizleri harekete geçiren temel küreselleşme alanı mali küreselleşmedir. Dar anlamda mevduat ve kredi faiz oranları üzerindeki kontrollerin kaldırılması olarak tanımlanan mali 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 rollerin artmasıdır. (Durusoy, 2000:1) Dikkat edilirse mali küreselleşme hem küreselleşmenin bir parçası hem de küreselleşmeyi hızlandıran önemli bir unsuru oluşturmaktadır.

2. MALİ KÜRESELLEŞME VE SERMAYE AKIMLARI

Küreselleşme sürecinin en önemli yansıması mali piyasalarda kendini göstermiştir. Küreselleşme tartışmalarında sermaye akımları merkezi rol oynar. En geniş, en yaygın serbestleşme finans kesiminde kendini gösterir. Bu süreç ile birlikte sermaye ve iş gücünün de hareketliliği artış göstermiştir. Ancak sermayenin serbest

dolaşımı, hizmetlerin malların ve işgücünün serbest dolaşımının çok önündedir. Özellikle teknolojik gelişmeler, bilgisayar kullanımının yaygınlaşması para, mal ve diğer faktörlerin akışkanlığını arttırmıştır. Teknoloji ile hızla bütünleşen finans piyasaları sermaye akımlarının kaynak, kanal ve hacmini de değiştirmiştir. Mali piyasalardaki küreselleşme olgusu 1970'li yıllarda kendini göstermiştir. Bretton Woods sisteminin çökmesi , doların 1973 teki devalüasyonu ile birlikte; (Akdiş, 2000:8)

- Serbest değişken kur sisteminin gelişmesi
- 1980'li yıllarda zirvesini yakalamış olan liberalizasyon döneminde hükümetlerin finansal serbestleşmeye imkan tanımaları
- Bazı küçük ekonomilerin dış ödemeler dengesinde ortaya çıkan yapısal dengesizlikler
- Dünya bankası gibi kuruluşların büyük çaplı sermaye yatırımı gerektiren projeleri desteklemesi
- Banka ve diğer ödünç veren kurumların üçüncü dünya ülkelerinin borçlanmalarına yardım konusunda istekli olmaları
- Dünya ticaretindeki gelişmeler
- Çok uluslu şirketlerin yatırımlarındaki artış
- Finansal araçların çeşitliliğinin artması (future , option ,swap gibi araçlar ödünç alanlarla, ödünç verenleri faiz oranları ve kurlardaki dalgalanmanın getirdiği risklerden korumakta dolayısıyla riskli ve büyük yatırımları teşvik etmektedir.)
- Finans piyasalarının uluslar arası rekabete açılmaya başlaması sermayenin dolaşımını arttırmıştır.

Özellikle 1980'lerde yaşanan borç krizi sonunda gelişmekte olan ülkeler kalkınma ve büyümelerini geliştirmek amacıyla gereksinim duydukları sermaye birikimini sağlamak için özel sermaye akımlarının bileşimini değiştirerek (dış borç ve ticari banka kredileri şeklinde) yabancı sermayeye (portföye ve doğrudan yatırımlara) kaymıştır.

Bu durum uluslararası sermaye akımlarının ticaretle ilişkili akımlarda kopmasına ve ödeme bilânçosu dışında arbitraj kazancı amaçlayan sermaye büyüklüklerinin oluşmasına yol açmıştır. Dolayısıyla finansal piyasalarda bir tarafta üretilmiş mal ve hizmet ticaretinin yapıldığı reel ekonomi diğer tarafta para tüccarları ile spekülâtörlerin yer aldığı ikili bir yapı oluşmuştur. Küreselleşme ile beraber bütün dünyada finansal sektörün önüne geçmiştir.

2.1. SERMAYE AKIMLARININ LIBERALİZASYONU VE GELİŞİMİ

Finansal liberalizasyon genellikle hükümetlerin gelişmiş ülkelerin uluslararası finansal faaliyetlerini kendi ülkelerine çekmek için bankacılık finans sistemi üzerindeki denetim ve kısıtlamaları kaldırdığı ya da önemli ölçüde azalttığı deregülasyon uygulamalarının bir sonucu olarak gösterilmekte ve ekonomilerin uluslararası sermaye akımını açılma süreci olarak ifade edilmektedir. (Durusoy, 2000:3) 1980'li yılların başlarından 1990 yıllarına kadar uzanan dönemde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler, mali sistemlerini serbestleştirmek amacıyla bir dizi reformlar yapmışlardır. Bunların en önemlileri, faiz oranlarının serbest bırakılarak kredi tavanlarının kaldırılması, bankaların merkez bankasında tutmak zorunda oldukları mevduat munzam karşılık oranlarının indirilmesi ya da tamamen kaldırılması, bankacılık sektörünün hem yabancı hem de yerleşiklere açılması, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesidir. Bu tür politikalar genel olarak finansal serbestleşme politikaları olarak adlandırılmıştır. Finansal serbestleşme politikalarının esas amacı ekonomik büyümeyi hızlandırmaktır. Bu da iki şekilde gerçekleşir : (Altunoğlu ve Güloğlu 2002:3)

Birinci olarak, faiz oranlarının serbest bırakılmasıyla birlikte ekonomide tasarruflar artar ve kişiler gelirlerinin büyük bir kısmını finansal aktif biçiminde tutmaya başlarlar. Finansal aktif stokunun artması likidite ihtiyacının azalmasına yol açar ve yatırımlar için gerekli kredilerin bulunmasını kolaylaştırır. Faiz oranlarının artması müteşebbüslerin yatırım talebini bir miktar olumsuz etkilese de, ekonomide ödünç verilebilir fonların miktarı artacağından yatırımlar ve dolayısıyla ekonomik büyüme artar. Ancak mevduat faiz oranı, sermayenin marjinal verimlik oranını

aşmamalıdır. Eğer aşarsa girişimciler yatırım yapmak yerine faiz geliri elde etmeyi tercih ederler.

İkinci olarak finansal serbestleşmeyle birlikte yatırımların finansmanı için, iç ve dış kredi bulma olanakları artar. Mevcut bankacılık sistemi, yatırılabılır kaynakların sadece bir kısmını yatırıma dönüştürse bile, tasarrufların yatırımlara kanalize edilmesinde büyük rol oynar. Finansal aracılar, gerçekleşme ihtimali yüksek yatırım projelerini bulup finanse ettiği sürece, bankacılık sisteminin gelişmesi ve rekabetin artmasıyla birlikte çoğalan ve daha verimli hale gelen aracı kurum faaliyetleri, getirisi çok yüksek projelerin finanslanmasını sağlar. Sonuçta yatırımların ortalama verimliliği ve yatırım hacmi artarak ekonomik büyüme hızlanır.

Bu fikirlerden etkilenen birçok ülke 1980-1990 yılları arasında finansal serbestleşme politikaları uygulamış ancak birkaç Güney Doğu Asya ülkesi dışında bu politikaların birçoğu başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Finansal serbestleşme politikaları bekleneni verememekle kalmamış, uygulandığı ülkelerin birçoğunda finansal krizlere neden olmuştur.

Finansal liberalizasyon ekonomide geçmişten bugüne dek tartışılan bir konu olmuştur. Geçmişte yabancı sermaye sadece;

- sermaye açığını kapatmak,
- üretimi artırmak,
- işsizliğe çözüm getirmek ,
- üretim maliyetlerini düşürmek; ucuz işgücü, taşıma giderlerinden tasarruf sağlamak, düşük vergi avantajlarından faydalanmak,
- ucuz hammadde kullanmak ,
- döviz rezervlerini genişletmek gibi nedenlerle cazip bulunuyordu.

Günümüzde ise, yabancı sermaye yatırımlarından beklenenler daha da artmıştır. Yukarıdaki faktörlere ilave olarak,

- ülke içinde sağlıklı bir rekabet ortamı yaratmak,
- ülkeye yeni teknolojiler kazandırmak,

- gelişmiş ve sermaye ihraç eden ülkelerin politik ve ekonomik desteğini sağlamak,
- promosyon,
- dışa açılmak,
- çevre korumak,
- insan kaynaklarının geliştirilmesi gibi nedenler de bulunmaktadır. (Oksay. 1999:5)

Finansal küreselleşme yanlılarına göre serbestleşme hareketi uluslararası tasarrufların dünya ölçeğinde etkin dağılımını sağlayacak ve ekonomik büyümeye olumlu etki yapacaktır.

Dünyada sermaye hareketlerinin doğuşu ve gelişimi 1945-1980 Altın Çağ olarak adlandırılan dönemin kapanması ile başlamıştır. Altın Çağ, İkinci Dünya Savaşı sonrasındaki 30 yıllık dönemi kapsayan, şimdikine göre daha eşitlikçi ve sosyal bir dönemdir. Bu dönemde ülkelerin şimdikine göre dünya ekonomisi ile daha az entegre olduğunu söylemek mümkündür. 1970'li yılların ortalarında ise uluslararası para sisteminin sona ermesi, petrol şokları, sorunların giderek artmasına neden olmuştur. Dünyanın önde gelen Batı ekonomileri çözümü tam serbestleşmeye geçişte bulmuşlardır.

1980'lerde serbestleşme hareketinin benimsenmesinde ve desteklenmesinde o dönemdeki iktisadi düşüncenin de rolü büyüktür. Neo-klasik teori bağlamında ki bu düşünce yerli tasarrufların yetersiz kaldığı durumlarda yabancı tasarrufların yerli yatırımlar ve büyüme için önemli bir kaynak oluşturacağı temeline dayanmıştır. Bu düşünceye göre sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonucunda tasarruflar sermaye darboğazı çeken ülkelere akacak, diğer bir deyişle ekonomik etkinliği geliştirerek büyüme ve istihdamı gerçekleştirmek için yurt içi tasarrufları yeterli olmayan gelişmekte olan ülkelere faiz oranını yükselterek tasarruf fazlası olan ülkelerin tasarrufları çekilecektir. Bu süreç gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranları uluslararası faiz oranına inene kadar devam etmektedir. Sonunda ülkeler arasındaki faiz oranları eşitlenirken, rekabetin artması finansal piyasaların daha verimli çalışmasını sağlayacaktır. Bu durum da yatırımcıların daha iyi olanaklara sahip olmasına neden olacaktır.

Bu yaklaşımı eleştirenlere göre, finansal liberalizasyonu savunan görüşler iki temel varsayımdan yola çıkmaktadır. (İnsel ve Sungur, 2003:4) Bunlardan birincisi rekabetçi piyasaların etkin çalıştığı (Pareto optimalitesini sağladığının), ikincisi ise finansal piyasaların etkin çalıştığı (bilgiyi en etkin şekilde kullandığının) kabulüdür. Dışsalıkların olmadığı, ekonomilerin her zaman dengede olduğu tam rekabet koşullarını esas alan Pareto Optimalitesi, bu koşulların geçerli olmadığı durumlarda anlamını yitirirken, finansal piyasaların etkin çalışmaması, bu piyasaların tasarruf ve yatırımlardan bağımsız hareket etmesi günümüz piyasaları için daha geçerlidir.

Mali serbestleşmeye olumsuz bakan görüşe göre ulusal mali piyasaların serbestleşmesi küresel piyasaların entegrasyonunun olduğu bir ortamda mali kurumların fonların reel kesime aktarılması yönündeki temel fonksiyonunu yitirmesi uluslararası düzeyde sermaye hareketlerinde bir oynaklığın oluşmasına yol açmıştır. Bu süreçte mali piyasalar tasarruf ve yatırımı uyumlu yapan aracılık işlevinden uzaklaşmış aşırı oynak aktiflerin veya buna ilişkin beklentilerin sürüklediği kısa vadeli sermaye hareketlerinin oyun alanı haline gelmiştir.

Bu açıdan kısa vadeli ve spekülatif bir yapıya bürünen gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları hızla artmış olmasına rağmen kaynakların etkin dağılımı ve istikrarın oluşmasına katkıda bulunmadığı aksine istikrarsızlığa yol açarak ters etkiler yarattığı yönünde görüşler oluşmuştur. Küreselleşme sonucu, yüksek kazanç sağlamayı amaçlayan sermayenin, dünya çapında hareketliliğe kavuşması mali piyasaların belli merkezler dışında dünya çapında çok merkezli bir hale gelmesine neden olmuştur. Sermeye hareketi girdiği ülkeden başlayarak zincirleme bir etki yaratarak yakın ülkelere de yayılmaktadır. Dünya üzerindeki serbestleşme uygulamalarına bakıldığında 1980 yıllarında Latin Amerika'da, 1990 yıllarında Asya'da sürecin hızlandığı görülmektedir. (Engin, 2007:5)

Geleneksel literatür sermaye hesabı liberalizasyonunu bir bütün olarak ele almaktadır. Sermaye akımları ülke içine ve dışına yönelik akımlar, uzun vadeli ve kısa vadeli akımlar şeklinde kısımlara ayrılmaktadır. Uzun vadeli, içe dönük ve ticaretle ilgili sermaye akımlarının serbestleştirilmesi kalkınmanın başlangıç aşamasında ülkelerin için yararlı olabilecektir. Ancak kısa ve uzun vadeli sermaye

çıkışları üzerindeki kontroller sağlam bir kamu maliyesi kurulduktan, kamu ve para piyasasında denge sağlandıktan ve dış ticaret açığı kapatıldıktan sonra kaldırılmalıdır. Bankacılık sektöründe yeterli rekabet düzeyi oluşturulup sağlam bir bankacılık düzenleme ve denetleme sistemi oluşturuluncaya kadar sermaye hareketlerinin sınırlı tutulması gerekmektedir.

Sermaye girişlerinin serbestleştirilmesi için bu serbestleşme hareketine katılacak ülkelerde bir takım ön koşulların gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Bu ön koşullar şöyle sıralandırılabilir:

- a) Sermaye kontrolleri kaldırılmasından en az iki yıl önce ticari serbestleşmenin başlatılması
- b) Deregülasyondan en az iki yıl önce yurtiçi finansal liberalizasyonun başlatılması
- c) Bankacılık sektörüne girişlerin serbestleştirilmesi
- d) Kamu yatırım ve tüketim harcamalarının kısılması
- e) Kamu teşebbüslerinin özelleştirilmesi; sübvansiyonlara son verilmesi
- f) Dış ticaret dengesinin sağlanmış olması
- g) Finansal alt yapının sağlam temellere oturtulması etkin bir fon aktarım mekanizmasının oluşturulması

Bütün bu gerekçelerin sağlanmayıp mali serbestleşmenin gerçekleştiği ülkelerde sermaye hareketlerinin niteliği değişmiş, önceki dönemlerden farklı olarak ticaret ile bağlantısı zayıflamıştır. Sermaye akımları kısa vadeli sermaye niteliğinde olan portföy yatırımları, tahviller, mevduat sertifikası, ticari kağıt, hisse senedi gibi yatırımlara kaymıştır. Finansal piyasalardaki değişim ile birlikte başta gelişmekte olan ülkeler dahil, tüm dünyada finansal sektör, sanayinin; rantiyeler de yatırımcıların önüne geçmiştir. Gelir paylaşımında da sermayenin emeğe baskınlığı artmış ve kar payları yükselmiştir. Bu olumsuz durumlar uluslar arası adalet ve

eşitlik durumlarını zedeler hale gelmiş ve ulusal egemenliği sınırlandırmıştır.(Engin, 2007:8)

2.2. FİNANSAL SERBESTLEŞME VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER

Küreselleşme, ülkelerin uluslar arası sisteme uyum sağlamak için önemli adımlar atmasına neden olmuştur. Belli başlı sanayileşmiş ülkeler kendi finansal piyasalarını liberalleştirmek için gerekli ekonomi politikaları uygulamaya başlamışlardır. Gelişmiş ülkeler ile başlayan bu liberalleşme hareketini geliştirmekte olan ülkeler de takip etmişlerdir.

Dışa kapalı ekonomilerde ulusal tasarruflar sermaye birikiminin tek kaynağıdır. Ancak dışa açık ekonomilerde ulusal yatırımlar yabancı sermaye ile de finanse edilebilir. Yabancı sermaye bir ülkeye sabit sermaye yatırımı yapmak için gelir. Bu amaçla gelen para bir yere bağlandığı için kolay kolay dışarı çıkamaz. Ayrıca yabancı sermaye; kredi olarak, mevduat olarak, hisse senedi almak için veya bono ve tahvil almak için yani portföy yatırımı olarak da ülkeye gelir. Sıcak para dediğimiz bu tür sermaye kalıcı değildir. Her an ülkeyi terk edebilir. Ancak dış ödeme gücünü çeken az gelişmiş ülkeler faiz oranlarını yükseltmek suretiyle bu fonların ülkeye girişini özendirmeye çalışırlar. Bunun en önemli sebebi söz konusu ülkelerde büyüme ve kalkınma için gerekli olan sermaye faktörünün az olmasıdır.

Gelişmekte olan ülkelerde İkinci Dünya Savaşı sonrasında sermaye hareketleri büyük ölçüde resmi borçlanma niteliğinde ve genellikle ulusal ekonomilerin finansman gereğini karşılama işlevi üstlenmişti. Dolayısıyla bu dönemde geliştirmekte olan ülkelerin finansal piyasalara girişi sınırlı kalmıştır. İkinci Dünya Savaşı'ndan 1970'lere kadar olan dönemde uygulanan yeni teknolojilerin üretimde verimliliği arttırması, hammadde fiyatlarının ucuzlaması, gelişmiş ülkelerde yapılan kurumsal düzenlemeler sonucu söz konusu ülkelerde refah düzeyi artmıştır.

Söz konusu ülkelerde ilk liberalleşme uygulamaları 1970'lerde gerçekleşmiştir. Bu dönemde geliştirmekte olan ülkeler sermaye ve beşeri sermaye kıtlığı, ödemeler dengesi sorunları yaşamışlardır. Ülkeler, sermaye açıklarını gidermek için dış tasarruflara yönelmişlerdir. Ancak bu kez de dış tasarrufların sermaye birikimine katkıda bulunup bulunmayacağı tartışma konusu oldu.

Gelişmekte olan ülkelerde finansal serbestleşmeyi savunan görüşe göre yabancı sermaye yurt içi yatırım ve tüketim harcamalarındaki dalgalanmalar sonucunda ortaya çıkabilecek riski ortadan kaldırmaktadır. Finansal dışa açılmanın doğrudan faydaları yanında dolaylı faydaları da bulunmaktadır. Özellikle yabancı sermaye bilgi taşıma etkisi yaratacak, kaynak dağılımının etkinliğini arttıracak, gelişmekte olan ülkelerin finans piyasalarını güçlendirecektir.

Gelişmiş ülkelerdeki düşük getiriye sahip sermayenin az gelişmiş ülkelere kayması dünya kaynaklarının dağılımının etkinliğini arttıracaktır. Ancak son 20 yıl içinde yaşanan finansal krizlere finansal serbestleşmenin sebep olması dolayısıyla bu görüş oldukça eleştirilmiştir. Ancak 1970'lerin başından itibaren gelişmiş ülkelerde kullanılan teknolojilerin emeğin verimliliğini artırma kapasitesi düşmüş, hammadde fiyatları artmış ve kar oranları da azalmıştır. Bretton Wood Konferansında tasarlanan uluslar arası sermaye hareketleri 1970'li yıllarda yaşanan ekonomik krizi taşıyamayarak çökmüştür. Özellikle 70'li yıllardan sonra uygulanan sermaye akımlarına kapılarını açan gelişmekte olan ülkelerde yabancı sermaye beklenen etkiyi yaratmamıştır. Bu durumun en önemli sebebinin serbestleşme öncesi ülkelerin yapısal sorunlarını çözmemiş olmaları olduğu düşünülmektedir. Benzer biçimde bu dönemlerde portföy akımlarının gelişmekte olan ülkelere yönelmesinin nedenleri arasında OECD ülkelerinde devresel olarak gevşek bir para politikasının izlenmesi, uluslar arası faiz oranlarındaki düşme ve buna bağlı olarak büyüme hızındaki azalma, bir yandan da yeni gelen yatırım fırsatlarını değerlendirme isteği olarak belirlenebilir.

Gelişmekte ve gelişmiş olan birçok ülkede 1980 öncesi sermaye hareketlerini sınırlayıcı politikalar uygulanmıştır. Sermaye hareketlerini engellemek amacıyla ülkeler, özellikle vatandaşlarının döviz bulundurmalarını yurt dışında döviz hesabı açmalarını, yabancı firma ve kuruluşların hisse senedi ve tahvillerini almalarını yasaklamakta veya sınırlamaktadırlar. Ülkeleri sermaye hareketlerine sınırlama getiren politikaların ekonomik temelleri:

- Sermaye hareketlerinden kaynaklanan finansal işlemlerin vergilendirilmesini sağlamak,

- Yeniden yapılanma sürecine giren ülkelerin ekonomik reform programlarını uygulamak amacıyla ekonomik istikrarı bozucu sermaye hareketlerini önlemek,
- Yurtiçi tasarrufların yurtdışı varlıklara yönelmesini engelleyerek, yurtiçi tasarrufları yatırımların finansmanında değerlendirmek,
- Yurtiçi yatırımların yabancıların kontrolüne girmesini engellemek,
- Kısa vadeli sermaye akışının döviz kurlarında yarattığı istikrarsızlığı ve ödemeler dengesindeki açıkları önlemek anlayışına dayanmaktadır. (Kar ve Kara, 2002: 3)

Ancak yapılan araştırmalar bu tür politikaların kısa vadede etkili olabildiklerini, uzun vadede etkilerini kaybettiklerini ortaya koymuştur. Az gelişmiş ülkeler 1980'lerin başlarında OPEC'in petrol fiyatlarında yaptığı zamların doğurduğu yüksek ithalat giderlerinin finansmanı için uluslar arası finans piyasalarına çıkmışlardır. (Seyidoğlu ve Altınay, 2008:5) O dönemde uluslar arası rezerv fazlasının bulunması ve bu kuruluşların az gelişmiş ülkelere kredi sağlama yönündeki girişimleri az gelişmiş ülkelerin bağlı oldukları resmi dış yardımlardan kurtulduğu biçiminde değerlendirilmiştir. 1980'den sonra yeni bir küreselleşme evresi başlamış, sermaye kontrollerinin etkinliği azaltılmış, dış finansal işlemler üzerindeki kısıtlamalar kaldırılmış, sermaye hareketleri artan bir biçimde devam etmiştir. Gelişmiş ülkelerdeki yatırımcılar reel yatırımlardan kaçarak finansal yatırımlara yönelmiştir. 1980'lerin başından itibaren gelişmekte olan ülkeler dış borç ödemelerinde sorunlar yaşamaya başlamışlardır. Dünya genelinde ekonomik bir yavaşlama yaşanırken uluslar arası faizler de hızla artmıştır.

Gelişmekte olan ülkeler bu dönemde yurtdışında borçlanmak yerine dış kaynağın yabancı yatırımlar veya portföy yatırımları şeklinde ülkeye girmesini teşvik edici politikalar uygulamaya başlamıştır.

Ülkelerin sermaye hareketlerine uyguladıkları kısıtlamaları ortadan kaldırması ve portföy yatırımlarını teşvik etmelerinden bekledikleri faydalar şu şekilde sıralanabilir: (Kar ve Kara, 2002:4)

- Sermaye hareketlerinde serbestleşmenin getirdiği rekabet nedeniyle, sermaye piyasasının uzmanlaşmayı teşvik etmesi ve uluslararası ticarete verimliliğin artışı,
- Tasarrufların en verimli alanlarda kullanılması sağlanabileceğinden, ekonomideki kaynakların etkin kullanımı,
- Bireylerin, portföy çeşitlendirmesine giderek ve yurt içi şoklardan etkilenmeyen istikrarlı bir gelir elde etme imkanına sahip olabilmeleri.

Bu dönemde birçok ülke devletçi politikalarından vazgeçerek liberal politikalara yönelmiştir. Gelişmiş ülkeler de devletin ekonomideki rolünü azaltma yoluna gitmiştir. Yaşanan ekonomik krizler sonunda az gelişmiş ülkeler yeni bir uyum süreci ile makro ekonomik dengelerini dışa açık bir ekonomiye uygun hale getirmek zorunda kalmışlardır. Ancak ekonomilerin dışa açılması sonunda ticaret hacmi büyümüştür ki bu da az gelişmiş ülkelerde yabancı kaynak ihtiyacını arttırmıştır. Bu çerçevede kambiyo rejimi serbestleştirilmiş ve sermaye giriş çıkışları kolaylaşmıştır.

Dünya üzerindeki uygulamalara bakıldığında finansal liberalizasyonun tasarrufları arttırdığını destekleyen görüş kanıt bulmamıştır. Aksine sermaye piyasasındaki bu eğilimin gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinde, bazı sorunları da beraberinde getirdiği ve hatta finansal krizlere yol açtığı tartışılmaktadır.

Denetimsiz bir biçimde finansal liberalleşmeye ortak olan gelişmekte olan ülkeler yaşamış oldukları krizler sonrasında IMF programları uygulamak zorunda kalmışlardır. Bu politikalar ülkelerin makro ekonomi politikalarında denetim güçlerini azaltmıştır. Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile devletin ekonomi üzerindeki etkinliği de azalmıştır. Ancak ekonomik gelişmelerini kendi öz kaynakları ile tamamlayamayan gelişmekte olan ülkeler yabancı sermayeye ihtiyaç duymaktadır.

Yabancı sermaye ülkeye birçok fırsatı sunduğu gibi, birçok engeli de beraberinde getirmektedir. Özellikle gelişmiş ülkelerin küreselleşme sürecini kontrol ettikleri göz önünde tutulması gereken bir konudur. Gelişmekte olan ülkeler de bu sürece gelişmiş ülkelerin öngördüğü şartları kabul ederek katılmaktadırlar.

2.2.1. Finansal Serbestleşmenin Gelişmekte Olan Ülke Ekonomileri Üzerine Etkileri

Gelişmekte olan ülkelerin karşı karşıya kaldığı en önemli ekonomik problemlerden birini kalkınma için gerekli kaynakları bulmak oluşturmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin belli bir iktisadi büyüme ve kalkınma düzeyini yakalayabilmeleri için yatırımlara ihtiyaçları vardır. Yatırımların kaynağı ise tasarruflardır. Ancak, bu ülkelerde milli gelir seviyesinin düşük olması nedeniyle yurtiçi tasarrufların kıt ve sermaye miktarının sınırlı olmasına bağlı olarak yurtiçi kaynaklar sınırlı olmakta, dolayısıyla dış kaynağa yönelme zorunlu olmaktadır. (Ünal, 2005:7)

Yabancı yatırımların büyüme ve kalkınma hedeflerini gerçekleştirmek isteyen ülke ekonomilerine faydaları ya da maliyetleri konusunda birbiri ile kısmen ya da tamamen örtüşen ya da birbirini tamamlayan birçok görüş ifade edilmektedir. (Kaymak, 2005:79)

i) Olumlu Etkiler

Yabancı sermayenin ev sahibi ülkeye sağladığı ekonomik yararlar şunlardır: (Dura, 2005:7)

- Yabancı sermaye ev sahibi ülkenin toplam tasarruf oranını yükseltir.
- Ülkeye ileri teknoloji ve işletmecilik bilgisi getirir.
- İthal ikamesi ve ihracatı artırma etkileri ile dış açığı azaltır
- Yurtiçi rekabeti artırır; tekelciliği kırar.
- İşsizlik sorununun çözümüne katkıda bulunur.
- Sağladığı karlar yolu ile vergi gelirini artırır.

Verimliliği Artırması: Bu süreç ile gelişmekte olan ülkeler daha geniş ticari pazarlara, daha büyük sermaye girişlerine sahip olurken, ithal ve ihraç edilebilir malların genişlemesine ve bu ülkelerin teknolojik gelişmelerden daha fazla yararlanmasına olanak tanımaktadır. Ayrıca ulaşım ve iletişim maliyetlerini düşürerek verimliliği arttırmaktadır. Artan verimlilik de

gelişmekte olan ülkelerin uluslar arası rekabet gücünü arttırmasına imkan tanımaktadır.

Üretimi Arttırması: Yabancı sermaye, hem başlangıçta getirdiği sermaye ile, hem de sağladığı karları yeniden yatırarak (kar dağıtımına gitmediği varsayımı altında) gittiği ülkenin üretim kapasitesini arttırır. (Yazıcıoğlu, 2003:2) Gelişmiş ülkelerde liberalizasyon sürecine girilmesi ile birlikte bu ülkelerde üretim sektörü önemini yitirirken hizmet sektörleri önem kazanmaya başlamıştır. Bu yolla imalat sektöründe ortaya çıkan boşluk gelişmekte olan ülkeler tarafından doldurulmaktadır. Bu durum da gelişmekte olan ülkelerde üretimi arttırmaktadır.

Maliyetleri Düşürmesi: Serbestleşme hareketleri ile herhangi bir malın üretimi aşamalara ayrılarak karşılaştırmalı üstünlüğe göre dünyanın değişik bölgelerinde gerçekleştirilebilmektedir. Bu yolla ticaret ve yatırım engelleri azalmakta taşıma giderleri de düşmektedir.

Teknoloji Transferi: Daha önce fiziki uzaklıkların neden olduğu engeller ve yüksek maliyetler ülkeler arasındaki ekonomik ilişkileri, teknoloji ve bilgi alışverişini kısıtlamakta idi. Teknolojik gelişmeler de yeni olanaklar sağlayarak ve var olan araçların kullanım maliyetini düşürerek serbestleşme sürecine katkıda bulunmaktadır. Radyo, televizyon, telefon gibi kitle iletişim araçlarındaki hızlı gelişim bilgi akış maliyetlerini de düşürmektedir.

Refahı arttırması: Gelişmekte olan ülkelerin global ekonomiye hızlı entegrasyonu bu ülkelerde ekonomik refahın artmasına katkıda bulunacaktır.

ii) Olumsuz Etkiler

Yabancı sermaye yatırımları kısa dönemde bir ülkenin gayri safi milli hasılasında olumlu etkiler meydana getirmesine rağmen uzun dönemde karların yatırım yapan ülkeye geri dönmesi nedeni ile ulusal ekonominin bütünü üzerinde olumsuz etkilere neden olmaktadır. Bu olumsuz etkiler özetlenirse: (İstemihan, 2002:5)

- Döviz kurunun aşırı değerlenmesi (kısa vadeli yatırımların yurtdışına çıkışında diğer paralar ülke parasına göre aşırı değerlenir)
- Ekonomi uluslar arası piyasalardaki dalgalanmalara karşı daha duyarlı hale gelmektedir.
- Ulusal ekonomi politikalarının etkinliği azalmaktadır.
- Mali piyasalarda ani ve aşırı fiyat artışları ve düşüşler şeklinde dalgalanmalar yaşanmaktadır.
- Genel fiyat düzeyinde yükselmeler görülmektedir.

Dünya üzerindeki ülkelerin tümü aynı özelliklere sahip olmadıkları için bir kısmı yeterince yabancı sermaye çekememektedir. Bu durum bu ülkelerin dünya ekonomisi ile yeterince entegre olamamasına neden olmaktadır. Dolayısıyla tüm ülkeler küreselleşmenin sonuçlarından aynı ölçüde yararlanamamaktadır. Bu ülkeler yabancı fonları ülkelerine çekmek için vergi muafiyeti vermekte, sübvansiyonları azaltmakta, serbest ticaret bölgeleri kurmakta ve yabancı sermayeyi çekmek için diğer ülkeler ile bir yarış içine girmektedir.

Artan serbestleşme hareketleri ile kuzey-güney, zengin-fakir ayrımı yeniden gündeme gelmiştir. Bunlara gelişmekte olan ülkelerin kendi içinde bozulmakta olan gelir dağılımı, fakirlik, orta sınıfın giderek yok olması gibi sorunlar da eklenmiştir. Zengin-fakir arasındaki uçurumun büyümesi ve nüfus artışının hızla devam etmesinin kitle halinde göç olaylarına neden olacağı yönünde görüşler bulunmaktadır.

Ekonomik küreselleşmenin yarattığı bir diğer olumsuzluk ülke ekonomilerinde yapısal dengelerin bozulmasına yol açmasıdır. Mali küreselleşme bir dünya para ve sermaye piyasası yaratmış, portfolyo yatırımlarının giderek çoğalmasına ülke ekonomilerinin dünya para hareketlerine karşı oldukça hassas olmalarına neden olmuştur.

Ekonomik entegrasyon sonucu ulus devletlerin etkinliği de azalmıştır. Ulus devlet sınırları içindeki ekonomi politikalarını artık kontrol edememekte böylece iç politika araçları etkisini yitirmektedir. Bir bakıma ulus devlet, rolünü, sorumluluklarını ve politik ilişkilerini yeniden tanımlamaya zorlanmaktadır. Ulus

devler yetkilerinin bir çoğunu bir taraftan uluslar arası kuruluşlarla, diğer taraftan yerel otoritelerle paylaşmaya mahkum olmuştur.

Özellikle az gelişmiş ülkelerde spekülasyon girişleri nedeni ile artan faiz oranları reel yatırım kararlarını da olumsuz bir biçimde etkilemekte ve hükümetlerin ulusal hedeflerine ulaşmak amacı ile yatırımlar için faiz oranlarını bir enstrüman olarak kullanabilme olanaklarını azaltmaktadır. Bu hükümetlerin iktisat politikası uygulama özerkliklerinin kaybedilmesi olarak bilinmektedir. (Yentürk, 2003:106)

Dünya üzerinde sınırlar özellikle para akışı konusunda sınır olma özelliğini kaybetmiştir. Bu konudaki bazı sorunlar diğer ülkeler ile işbirliği ile çözümlenebilmektedir. Yani sorunların da küreselleştiği bir ortamda devlet otoritesinin nerede başlayıp nerede biteceği, devletin görevinin ne olması gerektiği giderek berrak bir konu olmaktan çıkmaktadır.

Serbestleşme ile birlikte sermaye hareketlerinin hacmi artmakla beraber sermaye hareketleri hem biçim değiştirmiş, hem de hem de kısa vadeli ve spekülatif bir hal almıştır. Arbitraj peşinde koşan kısa vadeli hareketler gelişmekte olan ülkelerde finansal kriz potansiyelini de arttırmaktadır.

Sermaye hareketleri serbestleştirilirken makro ekonomi üzerinde de birtakım zorluklar ve olumsuzluklara neden olacaktır. Yüksek miktarda sermaye girişleri finansal piyasaları yeterince gelişmemiş, gelişmekte olan ülkelerde olumsuz sonuçlar yaratmakta, fonların etkin bir biçimde verimli yatırımlarda kullanılmaması geri ödeme sürecinde problemlere neden olmaktadır. Bu fonlar özellikle spekülatif nitelikte ise finansal krizin ilk adımını teşkil etmektedir.(Kaya. 1998:39)

Gelişmekte olan ülkelerde, sermaye hareketleri serbestleşmesinin en önemli olumsuz sonuçlarından biri de dış ticaret alanında gerçekleşmektedir. Aşırı sermaye girişi sonucunda yerli para yabancı paralar karşısında değer kazanmakta, bu durum ihracatı pahalı hale getirerek ihracatçı sektörlerin rekabet gücünü azaltmakta, ucuzlayan ithalat nedeniyle ekonominin ithalata bağımlılığı artmaktadır. Hızla büyüyen dış ticaret açıkları, ülkelerin cari işlem açıklarının da artmasına yol açmakta, ancak sermaye girişi sürdükçe bir ödeme sorunu ortaya çıkmamaktadır. Sermaye girişleri sırasında döviz kuru sabit tutulursa sıcak para olarak giren dövizleri

karşlamak için piyasaya ulusal para sürülmesi gerekecektir. Böylece sıcak para, para politikasında da istikrarsızlığa neden olacaktır. (Arestis ve Demetriadeis, 1999:5)

Esas olarak faiz ve döviz kuru arasındaki dengesizlikten kaynaklanan arbitraj ögesine dayanan sermaye girişi, faiz oranlarının devamlı olarak yüksek, döviz kurunun ise değerli olmasını gerektirmekte, bu ise ekonomilerin gerek iç gerekse dış dengelerinin daha da bozulmasına neden olarak tam bir kısır döngünün yaşanmasına yol açmaktadır. Bu süreçte ortaya çıkan iktisadi büyüme dışa bağımlı ve yapay bir hale gelmekte, faiz ve döviz kuru arasındaki hassas dengelerin bozulmasıyla çöküntüye uğrayabilmektedir. Dolayısıyla az gelişmiş ülkeler sermaye birikimi sağlamak amacı ile olumsuz tarafları olmasına rağmen bu fonlardan yararlanma isteğindedirler. Bu durum az gelişmiş ülkeleri dış tasarruflara yönlendirir.

Gelişmekte olan ülkeler yatırımların finansmanında bu fonları kullanmak isteseler de yabancı sermaye her ülkeye aynı etkiyi yapmamış bazı ülkelerde yüksek kazançlar elde ederek ülkeyi terk etmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin 1990 öncesinde finansal piyasalarını, kambiyo mevzuatlarını sermayenin dolaşımına açık hale getirmesi, ayrıca gelişen iletişim teknolojisinin dünya genelindeki yatırımları daha rahat izlenmesini kolay hale getirmesi, yabancı yatırımcılar için sınır ötesi yatırımları kolaylaştırmıştır.

Özellikle 1990'lı yılların ilk yarısında hız kazanan finansal piyasalardaki küreselleşme olgusu dünya üretim ve ticaretinin çok üzerinde para hareketlerine neden olmuş, bu dönemde gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları adeta katlanarak büyümüştür. Belirtilmesi gereken gelişmekte olan ülkelere yönelik bu sermaye akımlarının esas olarak “Yükselen Piyasalar” (Emerging Markets) olarak adlandırılan yaklaşık 20 ülkede (Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Mısır, Endonezya Malezya, Hindistan, Meksika, Pakistan, Peru, Filipinler, Güney Kore, Güney Afrika, Tayland, Türkiye) yoğunlaşmış olduğudur. Bu süreçte ortaya çıkan sermaye hareketlerinin niteliği de önceki dönemlerden büyük ölçüde farklıdır. Daha önceki dönemlerde ulusal ekonomilerin temel dengesizliklerinden doğan finansman gereğini karşılama işlevini yüklenen sermaye hareketleri, bu işlevinden uzaklaşarak, daha çok arbitraj kazancı kovalayan, spekülatif nitelikli para hareketlerine dönüşmüştür. Bu nitelik değişimine paralel olarak bu dönemde ortaya çıkan sermaye

akımlarının vadesi kısalmış, daha oynak ve hareketli hale gelmiştir.1990 ve sonrasında da sermaye hareketleri artarak devam etmiştir.

3. SERMAYE HAREKETLERİ VE KRİZ İLİŞKİSİ

Gelişmekte olan ülkelerin kalkınmaları için gerekli sermayeyi kendi bünyelerinde bulamamaları yabancı kaynak arayışına girmelerine sebep olmuştur. Ancak son yıllarda yabancı sermaye giriş ve çıkışlarındaki artış ve azalışların gelişmekte olan ülkelere görülen finansal krizlerin oluşumunda veya derinleşmesinde büyük rol oynadığı tartışılmaktadır.

Son yıllarda sermaye hareketleri ile ilgili ülke deneyimleri üzerinde yapılan birçok araştırmadan elde edilen sonuçlar gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hareketlerinin kısa vadeli ve spekülasyon bir şekil aldığını doğrulamaktadır.

Tablo 2: Gelişmekte olan piyasalar ve gelişen ekonomiler: Net Sermaye Akımları

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Net Özel sermaye	74,4	72,1	80,6	90,1	168,3	239,4	271,1	220,9	495,4	291,3
Net özel doğrudan	177,5	172,0	185,9	154,7	164,4	191,5	262,7	258,3	302,2	293,9
Net özel portfolyo	61,7	64,0	12,5	79,8	-11,7	21,1	23,3	-111,9	20,6	-93,1
Net Diğer sermaye	-166,8	-110,6	-25,8	26,0	14,5	25,1	-17,0	73,6	171,0	88,8
Resmi akımlar net	18,2	-32,3	0,1	-2,7	-48,7	-67,2	-146,4	-165,8	-132,1	-141,2
Rezervler	713,3	802,5	897,5	1398,2	1398,2	1850,9	2341,4	3044,0	4094,6	4942,5
Rezervlerdeki	-98,1	-137,6	-122,6	-195,4	-359,2	-509,2	-595,3	-754,2	-	-887,1
Cari Denge	36,4	124,2	87,5	133,0	227,7	298,3	522,4	691,7	689,9	715,8

Kaynak: Masça ve Karagül, 2008:6

Hızla bütünleşen finans piyasaları uluslararası sermaye hareketlerinin kaynak ve kanalların yanı sıra hacmini de değiştirmiştir. Az gelişmiş ülkelere yönelik

sermaye akımları konusundaki istatistiklere bakıldığında da bu özellik açıkça görülmektedir.

Tablo 2’de 1999 yılından 2008 yılına kadar olan net sermaye akımları rakamsal olarak ifade edilmektedir. Finansal krizlere neden olduğunu belirttiğimiz portföy yatırımları 1999 yılından 2008’e kadar inişli çıkışlı bir grafik sergilemekle birlikte 2003, 2006 ve 2008 yıllarında gelişmekte olan ülkelere portföy yatırımı yapılmamış, aksine bu ülkelerden kaynak transferi yaşanmıştır. Doğrudan yatırımlardaki değişime bakıldığında ise dalgalanmaların şiddetinin portföy yatırımlarına göre daha az olduğu görülmektedir.

Kısa vadeli sermaye akımları faiz ve döviz kuru arasındaki dengesizliklerden kaynaklanan arbitraj özelliğine dayanan istikrarsız sıcak para hareketi niteliği taşımaktadır. Dolayısıyla kısa zamanda tersi yöne dönüp dönmeyeceği belirgin değildir. Uluslararası sermaye hareketleri makro ekonomik politikalara, bankacılık sistemine ve beklenmedik politik ve ekonomik gelişmelere karşı aşırı duyarlıdır. Sermaye girişi karşısında aşırı değerlendirilen yerli para uluslar arası sermayenin bu duyarlılığına bağlı olarak kaçması sonucunda değer kaybına uğramakta ve bunun sonucunda da finansal krizler yaşanmaktadır.

Öte yandan, aşırı sermaye girişine bağlı olarak yerli paranın değer kazanması ihracatçı sektörlerin rekabet gücü ve dış ticaret dengesi üzerinde olumsuz etki yarattığı gibi ekonomiyi ithalata bağımlı hale getirmekte, bunun sonucunda özellikle dışa açık bir sektör olan imalat sanayii olumsuz etkilenerek uluslararası rekabet gücü azalmaktadır. Ayrıca, aşırı sermaye girişi ile bir süre sonra artan kamu açığı ve cari açık nedeniyle devalüasyon beklentisi içine girilmesi sermaye kaçışına neden olduğu gibi, doğrudan yatırımlara yönelik sermaye girişinin de olumsuz etkilenmesine yol açmaktadır. Erdoğan (2006)’a göre uluslar arası sermaye girişlerinin gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan etkileri şu şekilde özetlenebilir:

- Sermaye girişleri ekonomilerde sermaye arzını artırır.
- Sermaye girişlerinde ülkelerin kambiyo kurları önemli ölçüde değerlendirilir.
- Sermaye girişleri ülkede uygulanan politikaları önemli ölçüde etkiler.

- Sermaye girişleri dünya finans piyasalarındaki yatırımcılara fırsat yaratır.

Bütün bunların dışında finansal liberalizasyona bağlı olarak artan kısa vadeli sermaye akımlarının önemli bir diğer etkisi de reel getirilerin önemini yitirerek spekülative güdülerin üretken yatırımlara baskın çıkması ve sermaye denetimini engellemesi ile birlikte sermaye piyasalarında krizler doğurmasıdır.

1970 öncesi dönemlerde gelişmekte olan ülkeler dış finansman ihtiyaçlarını büyük ölçüde dış yardımlar ve uluslar arası resmi kuruluşların desteği ile sağlamışlardır. Dolayısıyla bu dönemdeki krizler ya döviz darboğazından ya da üretim için gerekli ithalatın yapılmamasından kaynaklanmıştır. Ancak 1980'li yıllarda söz konusu ülkelerin büyüme hedeflerini gerçekleştirebilmeleri için dış kaynaklara olan ihtiyaçları artınca önceki dönemdeki ödemeler dengesi krizleri yerini borç krizlerine bırakmıştır. 1990'lı yıllarda ülke ekonomileri kısa vadeli fonlara ve mali şoklara karşı oldukça kırılğan bir hal almıştır. Dolayısıyla 1990'larda yaşanan krizler yani liberalizasyonla ortaya çıkan krizler, önceki yıllarda yaşanan krizlerden farkı özellikler taşımaktadır. Olumsuz gelişmelerden etkilenerak sermayenin aniden kaçıışı ile meydana gelen bu krizler, ulusal paranın değer kaybetmesi, bilançoların kötüleşmesi, güvensizliğin yaygınlaşması ve üretimin finanse edilememesi gibi sonuçlara yol açmıştır. Finansal krizlerle karşılaşan ülkelerde, kriz öncesi dönemlerde mali bilançoların sağlıklı bir yapı içerisinde büyümesi, açık döviz pozisyonları, döviz kuru ve kredi riskleri de krizlere hassas bir yapı oluşturmuştur. Bu koşullarda herhangi bir olumsuz olayın etkisiyle ortaya çıkabilecek bir likidite daralması, sermaye kaçıışı veya devalüasyon, bilançolarda öz kaynakların erimesine neden olduğundan kriz reel sektöre yansiyabilmektedir.

3.1. DÜNYADA FİNANSAL KRİZLER

Etimolojik kökeni Latince ve Yunanca'ya dayanan kriz sözcüğü sosyal bilimler alanında buhran ve bunalım gibi kavramlarla eş anlamlı olarak kullanılmakta olup beklenmedik bir sosyal, ekonomik veya psikolojik gelişme karşısında normal ilişkilerin ciddi olarak sarsılması, karşılaşılan sorunun halledilmesinde, mevcut çözüm yollarının yetersiz kalması sonucu ortaya çıkan

durumları ifade için kullanılır. Bir başka tanımı ile kriz, önceden bilinmeyen ya da görülemeyen bazı gelişmelerin ekonomide sorunlara neden olmasıdır.(Duranlar vd. 2008:6) Ekonomik kriz ise, *ekonomide aniden ve beklenmedik bir şekilde ortaya çıkan olayların makro açıdan ülke ekonomisini, mikro açıdan ise firmaları ciddi anlamda sarsacak sonuçlar ortaya çıkarması anlamına gelir.* (Delice, 2003:58)

Bir spekülâtif etki sonucunda bir ülke parasını devalüe ya da değer kaybetmesiyle sonuçlanan spekülâtif saldırıların sonucunda ülke yetkililerinin uluslar arası rezervleri önemli ölçüde harcayarak, faiz oranlarını hızlı bir şekilde yükselterek ulusal parayı savunmaya zorlaması durumunda oluşan krizler olarak adlandırılan para krizleri kavramı ise 1990'lı yıllardan itibaren dünya ekonomisinin gündeminde önemli bir yer tutmaya başlamıştır. (Karluk, 2002:475) 1992–1993 Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM) Krizi; 1994 Meksika; 1997–1998 Güneydoğu Asya (GDA), 1998 Rusya, Brezilya ve 2001 Türkiye, Arjantin Krizleri kısa vadeli sermaye hareketlerinin neden olduğu ciddi kriz örnekleridir. (Örnek, 2003:63) Bu krizler 1990'lı yıllar boyunca tartışmaların devamına neden olmuştur. Her kriz kendinden önceki krize göre bazen benzer; bazen de farklı nedenlere dayanmıştır.

3.1.1. 1992-1993 Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM) Krizi

Avrupa Para Sistemi temeli döviz kuru mekanizması olan bir parasal istikrar çerçevesini oluşturmak için 1979 yılında hayata geçirmiştir. Sistem üye ülkeler arasında enflasyon oranlarını yakınlaştırmak amacı taşımaktadır. 1988'de 7 üye ülke paralarını sabit kur sistemiyle Alman markına bağlamıştır. Her üye ülkenin dalgalanma marjı +/- %2.5'tur. (Yay.,vd, 2001:31) 1987'nin başından itibaren üye ülkeler (Almanya, Fransa, Hollanda, Belçika, Danimarka, Lüksemburg ve İtalya) arasında döviz kurları, faiz oranları ve enflasyon farklılıklarının hızla azaldığı görülmektedir. 1989'da İspanya, 1990'da İngiltere, 1992'de de Portekiz sisteme dahil edilmiştir. Döviz kuru istikrarına olan inanç bu ülkelere yönelik yabancı sermaye akımlarını hızlandırmıştır. Sisteme sonradan dahil olan İngiltere, İspanya, İtalya,gibi ülkelerde sıkı para politikaları ve faiz oranlarını diğer ERM ülkelerinden farklı kılmaktadır. Bu da yabancı sermayeyi cezpt etmektedir.

ERM' de bant sınırlarına yaklaşıldığında, merkez bankalarının, döviz kurunu belirlenen bant aralığında tutabilmek için müdahale etme zorunlulukları bulunmaktaydı. Ülkeler istedikleri durumda bantları zorlamadan da müdahale etme imkanına sahiptiler. Bunun için ise, diğer üyelerin paralarına ihtiyaçları bulunmaktaydı. Bu amaçla merkez bankaları arasında bir kredi sistemi oluşturulmuştur. 1987 yılına kadar bantlar arası müdahaleler için ERM üyeleri dolar kullanmışlardır. Örneğin, Fransa frangın değer kaybetmesini engellemek istediğinde mark yerine dolar satıp yerine frank satın almaktaydı. Pratikte bu, kur tavan orana yaklaştığında satmak, tabana düştüğünde ise almak anlamına gelmekteydi. Taban noktasına gelindiğinde sıkıntıdaki bir ülkeye kısa dönemli destek vermek için çeşitli kredi mekanizmaları oluşturulmuştur. (Kava, 2005:7)

Almanya'nın 1990 Ekiminde Doğu Almanya ile birleşmesinden sonra politikalarında değişiklikler başlamıştır. Bu dönemde Almanya'da hem büyüme, hem enflasyon, hem de faiz oranları artmıştır. Mark diğer ERM paralarına göre nominal olarak değer kazanmasa da Almanya'daki enflasyonun daha yüksek olması nedeni ile Mark reel olarak değer kazanmıştır. Bu durumda diğer ülkelerin devalüasyon yaparak tepki göstermeleri gerekirken enflasyon veya işsizliğin artması korkusuyla ülkeler devalüasyona yönelemediler. Ayrıca Maastricht Anlaşması gereği Avrupa Para Birliğine giren ülkelerin 2 yıl devalüasyon yapamayacakları şartı ve anlaşma gereği sermaye hareketlerinin sınırlandırılmaması sıkıntı yaratmaktaydı.

Avrupa Birliği'nin parasal birlik konusunu kararlaştırdığı Maastricht Anlaşması'na Danimarka'nın red oyu vermesi ERM içinde döviz kurları üzerindeki baskıların artması sonucunu doğurmuştur. Bu gelişme sonrasında ilk olarak, İtalyan bütçe açıklarının Liret'in desteklenmesine yol açacağı düşüncesi ile Liret üzerinde spekülasyon işlemleri gerçekleştirilmiştir. Finlandiya ve İsveç üzerinde denenen spekülasyon ataklarının sonuç vermesi ve İtalyan Liret'inin baskılara dayanamayarak %7 oranında devalüe edilmesi, spekülasyoncuların dikkatlerini İngiliz Sterlini'ne çevirmiştir. İngiliz Sterlini'ne yönelik ataklar sonucu 16 Eylül 1992'de Bank of England'ın yoğun müdahalelerine rağmen İngiltere'de faiz oranları bir günde %5 oranında yükselmiştir.

1992 Sonbaharında dev boyutlu sermaye akışı İngiltere, İtalya ve İspanya'nın Avrupa Para Sisteminin döviz kuru mekanizmasının dışına çıkmasına neden olmuştur. Yani bu ülkeler sistemin içinde olmalarına rağmen mekanizmanın öngördüğü dalgalanma bantlarının dışına çıkmışlardır. 1993 yazında Fransız Frangının öngörülen değişim bandında kalmasını sağlamak için döviz kuru bandının genişletilmesi yönünde bir karar alınmıştır. 1993'te para bandı %5'ten (+/-%2.5); %30'a (+/-%15) genişletilmiştir. Sonraki yıllarda Fransa Frangı kullanmayı reddetmiş; Alman Markı karşısındaki dalgalanma bandına dönmüştür. Diğer yandan Avrupa ülkelerinde krizden önce uygulanan genişletici maliye politikası ile sıkı para politikası sonuçlarının verimli olmaması da krizin çıkmasında etkili olmuştur. Yabancı sermayeyi çekmek için yüksek tutulan faiz oranları yatırımı ve iş yaratmayı engellemiş ve daha sonra da resesyona neden olmuştur. Ayrıca paralarını Alman Markına bağlayan Avrupa ülkeleri de resesyona itilmiştir.

Finansal serbestleşme sonrası Avrupa Birliği Ülkelerinde ortaya çıkan ERM Krizi sabitlenmiş döviz kurunun, aşırı değerli paraların finansal liberalizasyonunun, çelişkili politikaların ve uluslar arası sermaye piyasalarındaki spekülasyonların bir sonucu olarak oluşan ilk büyük para krizidir. (Yay vd., 2001:32) Krizin çıkmasında özellikle ABD faiz oranlarına göre yüksek olan Avrupa ülkeleri faiz oranlarının yabancı sermayeyi bu istikrarlı bölgelere çekmesi, ülke paralarının aşırı değerlendirilmesi ve cari açıkların artması en önemli faktörlerdir.

ERM'den çıkan tüm ekonomilerin hemen her açıdan sistemden çıktuktan sonra daha iyi duruma geldiği görülmektedir. Özellikle İngiltere'de enflasyon oranında bir artış olmaksızın işsizlik oranı önemli ölçüde azalmıştır. (Özer, 1999:88)

ERM Krizi'nden anlaşılan şudur ki; sermaye hareketlerini yüksek olduğu bir dünyada döviz rezervleri krizleri önleyici bir fonksiyona sahip değildir. Çünkü ERM Krizi sırasında İngiltere ve İtalya Merkez Bankaları yeterli döviz rezervine sahiptiler. Bunun yanında ERM düzenlemeleri çerçevesinde Almanya'dan kredi alma hakkına da sahiptiler. Döviz kuruna müdahale edebilecek konumdaydılar. İngiltere'nin birkaç gün içinde 50 milyar dolar değerinde Sterlin satın aldığı tahmin edilmektedir. Bu durum bile beklenen etkiyi göstermemiştir. Yüksek döviz rezervleri ve müdahaleye rağmen kriz devam etmiş ve yayılmıştır. (Miynat, 2002:190) Kriz finansal piyasalar

tarafından beklenmedik bir kriz olarak görülmektedir. Çünkü hedef paralar arasındaki faiz farklılıkları, krizden 1 ay öncesine kadar yani 1992 yılının ağustos ayına kadar pek fazla açılmamıştır. ERM' de meydana gelen krizler spekülasyon saldırılara iyi bir örnek teşkil etmekte ve bu bağlamda incelenmektedir.

3.1.2. 1994–1995 Meksika Krizi

1980'li yılların ortalarından itibaren Meksika ekonomisinde başlayan yapısal değişim sürecinde istikrarlı büyüme hedeflenmiştir. 1994–1995 yıllarındaki Meksika krizi makroekonomik istikrarın nispeten sağlandığı bir ortamda ortaya çıkmıştır. Ülkenin ekonomik durumu, gelişmekte olan birçok ülkeye örnek olabilecek kadar sağlıklı gözükmekteydi. Yani Meksika'da diğer ülkelerde görülen devasa bütçe açıkları mevcut değildi ve enflasyon oranı düşüktü.

Meksika, 1980'li yılların ortalarında kamu maliyesini ıslah programı ile başlamış, bunu özelleştirme ve büyük çapta finansal reformlar izlemiştir. Aynı zamanda dış borçlarını yeniden yapılandırmış ve Kuzey Amerika Serbest Ticaret Antlaşmasını (NAFTA) imzalayarak dış ticaretini serbestleştirme yönünde önemli mesafeler kaydetmiştir. 1990'lı yıllarda iki sene gibi kısa bir sürede 1982 yılında kamulaştırılan 8 kamu bankası özelleştirilmiştir. Bunların yanında diğer Latin Amerika ülkelerinde olduğu gibi Meksika'da da faiz oranları serbest bırakılmış, kredi sınırlamaları ve bankaların kasalarında likit tutma zorunluluğu kaldırılmıştır. (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002:9)

Meksika 1970'den itibaren 1976–1982 ve 1994'te 3 büyük ekonomik kriz geçirmiştir. Bu süre zarfında 6 yıllık bir periyot ile kriz geçirme kuralının tek istisnası 1988 yılıdır ve bu yıl 1987 Aralık ayında başlatılan çok köklü bir istikrar programının olumlu etkilerinin hissedilmeye başlandığı yıldır. 1987 Aralık ayında hükümet %159 seviyelerinde olan enflasyonu aşağıya çekmek üzere döviz kuru tabanlı, IMF destekli istikrar programı başlatmıştır. Program çerçevesinde ulusal telefon şirketi Telmex ve büyük kamu bankaları dahil binlerce kuruluş özelleştirilmiştir. Finansal piyasaların liberalleşmesi konusunda da önemli adımlar atılmıştır. (Blaine, 1998:33)

1989 Ocak ayından Kasım 1991'e kadar 3 yıl, önceden belirlenmiş oranda devalüasyon yapıyordu. Enflasyon beklentilerini kırmak için devalüasyon oranı enflasyon oranının altında tutulmaktaydı. Kasım 1991'den itibaren sistemi esnek kılmak için taban ve tavanı belli bir asimetrik bant saptanmıştır. 1993 Ekimine kadar dolar/peso paritesi oldukça istikrarlı seyretmiştir. Enflasyon oranı 1990-93'te %100'den %56'ya gerilemiş ekonomi %3 büyümüştür. (Yay vd. 2001:33) Bu oran ABD'ye göre çok yüksek olmakla beraber ülkede para politikası da karmaşıktı. Kurun istikrarı, enflasyon oranının düşmesi ve faiz gelirlerinin cazip olması yabancı sermayeyi Meksika'ya çekmiştir. Bu yolla cari açıklar kolayca finanse edilebilmektedir.

1994 yılında para politikası uygulamasında önceden belirlenmiş döviz kuru rejiminin korunması ancak zayıf bankacılık sisteminin etkilenmemesi koşuluna bağlı kalmıştır. Ne var ki Meksika parası pezonun aşırı değer kazanması ekonomik dengeleri bozmuştur. 1990'lı yıllarda finansal serbestleşme ve büyük sermaye girişleri ile birlikte oluşan kırılmalara ilaveten 1994 yılında ekonomide yaşanan iç ve dış şoklar, döviz kuru baskı altında iken Aralık 1994'de bir ödemeler dengesi krizi ve finansal krize yol açmıştır.

Bunların dışında özel sektöre açılan kredilerin hızla artması çığpaya dayalı döviz kuru politikasının devam ettirilmesi, uluslararası faiz oranlarının özellikle A.B.D' deki faiz oranlarının yükselmesi gibi faktörler Meksika ekonomisine olan güveni oldukça zayıflatmıştır. Meksika'ya giren yabancı sermaye azalış göstermiştir. Ancak 1994 yılının seçim yılı olması iktisat politikası tedbirlerini etkilemiş, sıkı maliye ve kredi politikaları rafa kaldırılmıştır. Tek yapılan şey kurun en alt sınırına düşmesine izin verilmesidir. Seçim öncesi siyasi suikastlerin politik belirsizliği arttırması sonucu sermaye çıkışları artış göstermiştir.

Dolayısıyla 1994 yılında Meksika'da yaşanan krize bakıldığında temel nedenin, 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 olduğu görülmektedir. Meksika hükümetinin 20 Aralık 1994 tarihinde döviz kuru bandını yüzde 15 oranında genişletme kararından sonra, pezo

beklenenden çok daha hızlı şekilde değer kaybetmeye başlamış, uluslararası rezervler iki gün içinde 6 milyar dolar eridikten sonra (ülke döviz rezervleri 26 milyar dolardan 6 milyar dolara gerilemiştir) bunun yeterli olmayacağı düşünülmüş ve 22 Aralıkta pezo dalgalanmaya bırakılmıştır. Bu durum faiz oranlarının fırlamasına yol açmış ve bankaların portföylerinin bozulmasını hızlandırmıştır. Panik içindeki uluslararası yatırımcılar hızlı biçimde fonlarını geri çekmeye başlamışlar ve krize neden olmuşlardır.

Ulaşılan ekonomik başarılarla rağmen 3 nedenle ülkede kalıcı bir istikrar sağlanamamıştır. (Özer, 1991:94) Bunlardan ilki büyüme oranının hem mutlak olarak hem de %3 oranında büyüyen işgücüne oranla çok düşük düzeyde kalmasıdır. İkincisi her ne kadar belli oranda düşük düzeylere çekilse de enflasyonun devam etmesidir. Üçüncüsü de pesonun artan bir biçimde reel olarak değerlendirilmesidir.

Meksika’da dalgalı döviz kuru rejimine geçiş sonrasında, bu rejimi uygulayan diğer ülkelere benzer şekilde döviz kurunda istikrarlı bir seyir izlenmiştir. Dalgalı döviz kuru kısa dönemli sermaye hareketlerinin caydırıcı olmasında etkili olmuştur.

3.1.3. 1997 Güneydoğu Asya Krizi ve 1998 Rusya Krizi

Dünya ekonomisi ve finans piyasalarını etkileyen Güneydoğu Asya Krizi Tayland’da başlayıp kısa sürede büyüyerek tüm Asya’ya yayılmıştır. IMF'ye göre kriz dört temel başlık altında özetlenebilir. Bunlar; yabancı sermaye yatırımlarının verimli alanlara yönlendirilememesindeki sorunlar ve kısa vadeli borçlardaki artışlar, dış faktörler, son yıllardaki tutarsız makro ekonomi ve döviz kuru politikaları ile finans kesimindeki yapısal zayıflıklardır.

Bölge ülkeleri kriz öncesi yıllarda yabancı sermaye girişini değişik politika ve araçlarla özendirmişlerdir. Ancak özellikle Çin, doğrudan yabancı yatırımları özendirirken, krizden en fazla etkilenen Güney Kore, Endonezya, Tayland, Malezya ve Filipinler gibi ülkelere yönelen yabancı sermayede kısa vadeli borçların önemli bir yer tuttuğu dikkati çekmektedir. Krize uğrayan Asya ülkelerine toplam sermaye akımlarını Tablo.3’de izlemek mümkündür.

Tablo:3 Krizdeki Ülkelere Yönelen Net Sermaye Akımları (Milyon Dolar)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
-Toplam Net Özel Sermaye Akımları	24.2	26.8	26.6	31.9	33.2	62.5	62.4	-19.7	-46.2
-Net Doğrudan Yatırımlar	6.0	6.1	6.3	6.7	6.5	8.7	9.5	12.1	4.9
-Net Portföy Yatırımları	0.3	3.4	5.3	16.5	8.3	17.0	20.0	12.6	-6.5
-Banka Kredileri ve Diğer Serm. Akım	17.9	17.3	15.0	8.7	18.4	36.9	32.9	-44.5	-44.5

Kaynak: AKDİŞ, 2000:10

Asya ülkelerine yönelen toplam net özel sermaye akımlarında 1994–1996 döneminde yaklaşık %100'lük bir artış görülmektedir. Sadece portföy yatırımlarına bakılsa bile aynı dönemdeki artışın %150 dolaylarında olduğu anlaşılmaktadır. Bölgeye açılan krediler ve yabancı sermayenin bölge ülkelerinin gayri safi yurt içi hasıllarına oranları incelendiğinde de 1996 yılı itibariyle bu oranların %2.5 ile %10 arasında değiştiği görülmektedir. Bu veriler ise Asya ülkelerine yönelen yabancı sermaye akımlarının kriz öncesi dönemde önemli boyutlara ulaştığını ortaya koymaktadır.

Güneydoğu Asya Ülkeleri'nin 1990'lı yıllardaki performansına bakıldığında, Endonezya, Malezya ve Tayland'ın 1992 yılından bu yana ortalama % 7'nin üzerinde bir büyüme hızı gerçekleştirdiği, Güney Kore'nin ise yaklaşık % 9'luk bir büyüme hızına ulaştığı gözlenmektedir. (Turagay. 2000:1)Gelişme sadece büyüme oranı ile kalmamış, hayat beklentisi ve okur yazarlık oranı da artmıştır. Bu göstergeler iktisadi büyüme gerçekleşirken gelir dağılımının bozulmadığına dikkat etmektedir. Örneğin Endonezya'da fakirlik sınırının altında yaşayanların toplam nüfusa oranı 1960'larda ortalama %60 iken 1996'da %15'tir. (Radelet ve Sachs,

1999:48) Yüksek büyüme hızıyla beraber, enflasyon oranının sadece tek haneli rakamlarla ifade edilir düzeyde olması, önemli oranda bütçe açıklarının bulunmaması nedeniyle izlenen maliye politikalarının sağlıklı bir görünümde olması, tasarruf oranlarının yüksek olması, yabancı yatırımcılar tarafından bu ülkelerde makroekonomik istikrar açısından herhangi bir sıkıntı bulunmadığı şeklinde yorumlanmış ve gelişmiş ülkelerde faiz oranlarının düşmesinin de etkisiyle, gelişen pazarlar olarak kabul edilen ve sermaye piyasası araçlarının getirilerinin yüksek olduğu söz konusu ülkelere yönelik yabancı sermaye akımı hızla devam etmiştir.

Asya Krizi birçok iktisatçı için sürpriz bir gelişme olmuştur. Bu krizin gelme ihtimali ile ilgili öngörüler son derece sınırlı kalırken, küçük bir kesim Doğu Asya ülkelerinin iktisadi büyümelerinin üretkenlikten ziyade sermaye girişlerine dayalı hale geldiğini belirtmiştir. (Nixon, 1999:496)

Bölge ülkeleri 1990'lı yıllardaki büyüme rakamlarına rağmen bazı yapısal sorunlarını çözmeye yoluna gitmemişlerdir. Yabancı sermayeye aşırı bağımlılık, yanlış ve verimsiz yatırımlar, ihracatta rekabetin zayıflaması gibi nedenlerde krizin belirtisi olmuştur. Dolayısıyla Güneydoğu Asya Krizinin ana nedeni ülkelerin finansal sistemlerindeki yapısal eksiklikler ve bu eksikliklerin yabancı yatırımcılar tarafından farkına varılmasıdır.

Adı geçen ülkeler dış tasarrufları ülkelerine çekmek için para birimlerini ABD dolarına endekslemişler, doların güçlenmesi de bu ülke paralarının aşırı değerlenmesine neden olmuştur. Bu durum ülkelerin ihracatlarını pahalılaştırmış; rekabet gücünü kaybetmelerine yol açmıştır. Ülkeler cari açık vermeye başlamışlardır. Tablo 4'te Asya ülkelerindeki cari açıklar görünmektedir.

Cari işlemler hesabındaki açığı yabancı sermayeyi teşvik ederek kapatmaya çalışan hükümet kısa vadeli borçlarının artmasına zemin hazırlamıştır. Sıcak para şeklinde ülkeye giren fonlar kısa vadeli olmuştur. Bu fonlar da gelir getiren yatırımlar yerine altyapı yatırımlarında kullanılmıştır.

Tablo 4: Asya Ülkelerinde Cari İşlemler Açığı, 1990-1997

EKONOMİ	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Kore	-0,69	-2,83	-1,28	0,3	-1,02	-1,86	-4,75	-1,85
Endonezya	-2,82	-3,65	-217	-1,33	-1,58	-3,18	-3,37	-2,24
Malezya	-2,03	-8,69	-3,74	-4,66	-6,24	-8,43	-4,89	-4,85
Filipinler	-6,08	-2,28	-1,89	-5,55	-4,6	-2,67	-4,77	-5,23
Singapur	8,33	1,29	11,38	7,57	16,12	16,81	15,65	15,37
Tayland	-8,5	-7,71	-5,66	-5,08	-5,6	-8,06	-8,1	-1,9
Çin	3,09	3,27	1,33	1,94	1,26	0,23	0,87	3,24
Tayvan	4,74	4,39	1,69	1,6	1,66	1,61	3,45	2,35

Kaynak: YAY vd., 2001:38

Ayrıca sermaye girişi döviz kurlarının aşırı değerlenmesine banka kredilerinde hızlı bir genişlemeye yol açmıştır. Kredi dağıtımını sorunlu olduğu yönündeki iddialardan biri de kredilerin üretken alanlara yönelmemesidir. Son 10 yılda bu bölgede çok büyük gayrimenkul yatırımlarına girişilmiştir.(Tunca, 2000:64)

Tablo 5: Asya Ülkelerinde Geri Dönmeyen Borçların Toplam Borçlara Oranı (1996)

ÜLKE	%
Kore	8
Endonezya	13
Malezya	10
Filipinler	14
Singapur	4
Tayland	13
Hong Kong	3
Çin	14
Tayvan	4

Kaynak: YAY vd.,2001:39

Tablo 5'te de görüldüğü gibi kısa vadeli borçların geri ödenmesinde sıkıntılar yaşanmış; dolar karşısında baht değerlenmeye başlayınca ülkeye giren fonlar ülke

dışına çıkmaya başlamıştır. Krizden sonra Güneydoğu Asya ve Güney Kore'den toplam 203 milyar dolar tutarında sermaye kaçıışı olmuştur. Hızlanan sermaye çıkışı ise yüksek oranlı devalüasyonlara ve hisse senedi fiyatlarının dibe vurmasına yol açmıştır. Bu çerçevede, Tayland'da başlayan kriz benzer ekonomik tablo sergileyen diğer ülkelerin de ekonomilerine ilişkin güven bunalımını gündeme getirmiş ve aynı senaryo o ülkelerde de yaşanmaya başlamıştır.

IMF Endonezya'ya 35 milyar, Tayland'a 224 milyar, Kore'ye 57 milyar dolar gibi büyük rakamlar vermeyi taahhüt etmiş ve tarihinin en büyük kurtarma operasyonuna girişmiştir. IMF bu ülkelerden bütçe dengesini kısıtlayıcı bir net iç varlıklar hedefi, döviz kuru istikrarı, finansal sistemin yeniden yapılandırılması, tekellerle mücadele, özelleştirme ve borçların düzenli ödenmesi gibi taleplerde bulunmuştur. (Fisher 2002)

Bu krizden çıkarılabilecek en önemli sonuç kısa vadeli sermaye hareketlerinin niteliği ve yönünün uygun bir şekilde analiz edilmesidir. Kısa vadeli borcun kullanılabilir dış rezervlere oranı makul ve uluslar arası boyutta kabul edilebilir seviyede olmalıdır. Kriz döneminde bu oran Endonezya, Kore ve Filipinler'de %170-200 rakamlarına ulaşmıştır. Bu oran diğer gelişmekte olan ülkelerde gerçekleşen ortalama yüzde 70 oranı ile karşılaştırıldığında oldukça yüksek bir düzeydedir.

Böyle bir krizin önceden tahmin edilememiş olması, hem uluslararası mali sistemin yönetimi ve denetimi sorununu hem de krizde önemli rol oynayan spekülasyon sermaye hareketlerini yeniden gündeme getirmiştir.

Güneydoğu Asya'da bu gelişmeler yaşanırken Rusya'nın tüm bu gelişmelerden etkileneneği görüşü hızla yaygınlaşmıştır. Nitekim Rusya'nın cari işlemler dengesinde oluşan açık, dış borç, anapara ve faiz ödemelerinde görülen artış, vergi gelirlerindeki düşme, bankacılık sisteminin içine girmiş olduğu sıkıntılı durum ve mali açıdan Rusya'nın ihtiyaçlarını karşılayamaması, birçok alanda serbest piyasa ekonomisinin sağlıklı bir şekilde işlemlerini sağlayacak kurumsal ve yasal altyapı eksikliği ve ortaya çıkan kamu açıkları, ödenemeyen ücret ve maaşlar, bir türlü yapılamayan sosyal güvenlik reformunun bütçeye getirdiği yük Rusya'yı da kriz ile karşı karşıya bırakmıştı. Rusya 1992'den itibaren piyasa ekonomisine geçiş ve

özelleştirme çabalarını hayata geçirmeyi başarmış 1995'te IMF ile Stand-By anlaşması yapılmış ve Rusya enflasyon oranını düşüreceğini taahhüt etmiştir. Ancak hükümet vergi gelirlerini arttırmak, sübvansiyonları azaltmak hedeflerini parlamentonun tutucu kararlarına takılarak başaramamıştır. Vergi gelirlerinin arttırılmaması hükümeti iç borçlanmaya yöneltmiştir. Devlet kağıtlarının getirileri diğer ülkelere göre yüksek olduğundan yabancı sermaye akımları Meksika Krizi sonrası Rusya'ya yönelmiştir. Ancak yabancı sermaye 1997'nin ortalarında tersine dışarı çıkmaya başlamıştır.

Rusya Federasyonu içine girmiş olduğu bu finansal krizi aşmak için elindeki araçları da tam olarak kullanamamaktaydı. Zira, tüm bu sıkıntılara paralel olarak, Merkez Bankası'nın başarı ile yürüttüğü enflasyonla mücadele programı çerçevesinde izlediği sıkı para politikası nedeniyle, söz konusu açıklar para basımı ile finanse edilemiyordu. Bu durum karşısında Rus Hükümeti, borçlarını, kamu kesiminde çalışan işçilerin ücretlerini ve emekli maaşlarını ödeyebilmek için 1995 yılından itibaren yoğun bir şekilde kısa vadeli borçlanma yoluna gitmiştir. Rus Hükümetinin bu yolla elde ettiği kaynakları, yapısal sorunları çözmek, gerekli yatırımları yapmak için kullanmak yerine, bir türlü düzeltilemeyen sosyal güvenlik sistemi ve maaş ödemeleri gibi karşılıksız transferler için kullanmış olmasıdır.

Bu krizin kökleri eskilere dayanmakla birlikte, oluşumda kısa vadeli karlar peşinde koşan kısa süreli sermayenin spekülatif davranışlarının da etkisi bulunmaktadır. Rusya Merkez Bankası Başkanı Sergey Dublinin'e göre krizden yabancı spekülâtörler sorumludur, çünkü piyasaları onlar karıştırmışlardır. Macera arayan ve çoğu genç olan batılı bankerler, ticaret yapmaktansa daha kolay bir kazanç yolu olan büyük miktarlarda devlet bonusu almayı tercih etmişlerdir.

3.1.4. 1999 Brezilya Krizi

Brezilya ekonomisi kriz öncesinde dünyanın en büyük dokuzuncu ekonomisi konumundaydı. 4.5 yıl içinde enflasyonu %2700'lerden %1-3 düzeyine indirmeyi başarmıştı. Daraltıcı politikalar ile birlikte yıllık yüzde 4'lük büyüme hızına ulaşan; gerçekleştirdiği başarılı özelleştirme programı ile gelişmekte olan ülkelere model

olarak gösterilen ve yakın zamana kadar uluslararası sermayenin akın ettiği Brezilya'da 13 Ocak 1999 tarihinde patlak veren mali kriz herkesi şaşırtmıştır.

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.

Latin Amerika ülkelerine yönelen özel sermaye akımlarında öncelikle Rusya krizinin yaydığı güvensizlik etkili olmuş, bu kriz uluslararası kısa süreli sermayenin gelişmekte olan ülkelere çekilmesine hız kazandırmıştır. 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.

Bayramoğlu 2002'ye göre 7 Ağustos 2002 tarihinde Uluslararası Para Fonu (IMF) Brezilya'ya, krizle cebelleşen piyasaların düzeltilebilmesi için 30 milyar dolarlık rekor bir yardım paketi ile destek vereceğini açıklamış, ancak bu yardım paketi yeterli olmamıştır. Brezilya para birimi Real, bu yıl içinde üçte bir oranında değer yitirmiştir.

3.1.5. 1994–2001 Türkiye Krizleri

Türkiye'de 1989 yılında sermaye hareketlerinin tamamen serbestleşmesiyle birlikte artan sermaye girişleri, Türkiye'nin iç dinamiklerinden kaynaklanan sorunları geçici olarak bertaraf etmeyi başarmış ancak uzun vadeli sürdürülebilir bir büyüme sürecini beraberinde getirememiştir. Nitekim 1990 sonrası dönemde patlak veren iki büyük kriz de, Türkiye'deki finansal serbestleşme ile yakından ilgilidir. Dış sermaye hareketleri üzerindeki tüm kontrollerin ve denetimlerin kaldırılması ile birlikte, Türk

finans piyasaları kısa vadeli sıcak paranın spekülasyonuna açılmıştır. Ulusal piyasalarda merkez bankası, döviz, kur ve faiz oranlarını birbirinden bağımsız birer politika aracı olarak kullanabilme olanağını kaybetmiş ve finans piyasaları kısa vadeli spekülatif yabancı sermaye hareketlerinin denetimi altına girmiştir.

1986 yılından itibaren artan mali açıklar yurt içi borçlanmalarla giderilmeye çalışılmış, ancak bu durum özel yatırımları dışlayıcı bir etki yaratmıştır. Bu açıkların kapatılmasında ikinci bir alternatif olarak görülen yabancı fonların ülkeye girişini sağlamak amacıyla sermaye hesabı serbestleştirilmiştir. 1990'lı yıllardan itibaren yabancı sermaye girişleri, özellikle de kısa vadeli sermaye girişlerinde artışlar olmuştur.

YILLAR	Kısa Vadeli Sermaye	Portföy Yatırımları	Diğer Uzun Vadeli Ser.	Doğrudan Yatırımları	Toplam Ser. Hareketleri
1989	-584	1386	-685	663	780
1990	3000	547	-210	700	4037
1991	-3020	623	-783	783	-2397
1992	1396	2411	-938	779	3648
1993	3054	3917	1370	622	8963
1994	-5127	1158	-784	559	-4194
1995	3713	237	-79	772	4643
1996	5945	570	1636	612	8763
1997	1761	1634	4788	554	8737
1998	2601	-6711	3985	573	448
1999	759	3429	345	138	4671

Kaynak: Insel ve Sungur, 2003:8

Tablo 6'da 1989 ile 1999 arası dönemde Türkiye'ye yönelik sermaye akımları görülmektedir. 1991 yılında Körfez Savaşı'nın etkisiyle önemli bir çıkış gözlemlenmektedir. Savaşı izleyen iki yıllık dönemde toplam sermaye girişlerinde yine önemli bir artış olmuş, nominal olarak yaklaşık 9 milyon dolara ulaşmıştır. Ne var ki söz konusu süreç 1994 yılında tersine işlemiş, bu sefer 4.2 milyon dolar civarında sermaye çıkışı yaşanmıştır. (Alp, 2003:35)

İlgili dönem itibarı ile bankalar savaşın olumsuz etkilerini azaltmak için yurt dışından sendikasyon kredileri ile finansman gereksinimlerini gidermeye çalışmışlar

ve açık pozisyonlarında artışlar oluşmuştur. (Eser, 1995:52) Tablo 7’de 1988-1993 Türk bankacılık sektöründeki açık pozisyon görünmektedir.

YILLAR	AÇIK POZİSYON
1988	-0,25
1989	-0,72
1990	2,02
1991	1,14
1992	3,19
1993	4,97

Kaynak: Eser, 1995:52

Sermaye girişleriyle birlikte T.L.'sı aşırı değerlenmiş, bu değerlenme ise bankaların uluslararası finans piyasalarından uygun koşullarda borçlanmasını ve toplanan bu fonların yüksek getirili kamu menkul değerlerine yatırılmasını ya da yurt içi piyasalara kredi olarak verilmesini cazip hale getirmiştir. Artan kredilerle birlikte iç pazarın canlanması, tüketim ve hammadde malları ithalatını artırır iken, TL'nin yabancı paralar karşısında değer kazanması da ihracatı zorlaştıran, ithalatı kolaylaştıran bir unsur olarak ortaya çıkmıştır. Bunun sonucu dış ticaret açığı 1993 yılında 6.4 milyar dolara yükselmiş ve bu açıkların finansmanında da sermaye hareketleri önem kazanmıştır. Söz konusu dönemde Türk bankacılık sisteminin dövizdeki açık pozisyonu da artmış ve 4.9 milyar dolara yükselmiştir. Diğer yandan faiz oranlarının idari kararlarla indirilmeye çalışılması, sisteme çok büyük miktarda likidite sürülmesi ve kamu kağıtlarına vergi getirilmesi döviz talebi artırmış ve Türk Lirasının değer kaybı yönündeki bekleyişler yaygınlaşmıştır. Baskı altında tutulan döviz kurları serbest piyasada yükselir iken, yabancı sermaye çıkışlarıyla birlikte de döviz rezervleri hızla erimeye başlamıştır. Kasım 1993 tarihinde resmi rezervler 7.2 milyar dolar seviyesindeyken, 8 Nisan 1994 tarihine kadar resmi rezervlerdeki azalış devam etmiş ve bu tarihte 3 milyar düzeyine inmiştir.

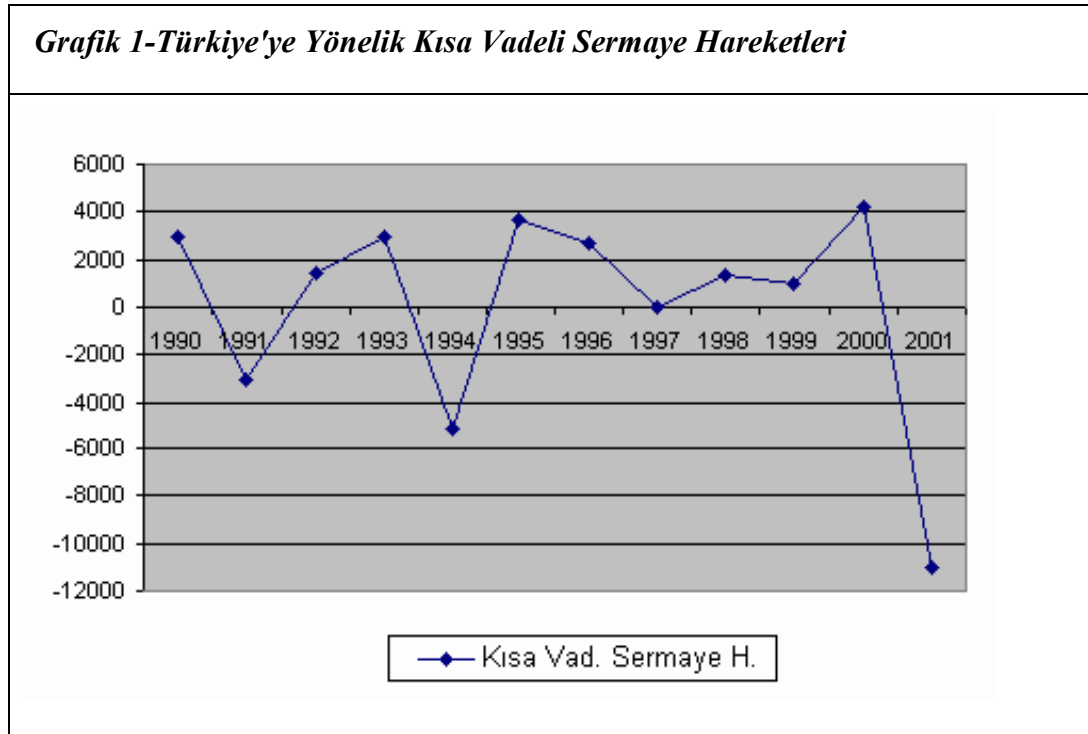
5 Nisan 1994 tarihinden itibaren hükümet tarafından bir takım önlemler alınmış, ancak alınan önlemler kısa vadede toparlanmaya yardımcı olmakla beraber, bu durumun sağlıklı bir iyileşme olduğu sonradan anlaşılmıştır. 5 Nisan istikrar programı, yapısal reformlara yer verilmemesi nedeniyle de piyasalar tarafından

güvenle karşılanmamıştır. (Karabulut, 2002:129) Özellikle hükümetin izlediği politikalarda iki önemli nokta dikkati çekmektedir. İlki kısa vadeli sermaye girişlerinin teşvik edilmesi ve yurt dışına sermaye kaçışının önlenmesi amacı ile faiz oranlarının çok yüksek tutulması, yurt içi borçlanmanın hızlı bir şekilde artmasına neden olmuş, bunun olumsuz sonuçları da 1990'lı yılların sonunda ortaya çıkmıştır. İkincisi ise, krizin ortaya çıkması ile birlikte mevduat hesaplarının tam sigorta kapsamına alınması bankacılık sektörünü daha sonraki dönemlerde olumsuz yönde etkilemiştir.

Türkiye'de meydana gelen Kasım ve Şubat krizleri de finansal nitelikteki krizlerdir. Bu tip krizlerin para piyasasına yansıma şekli faiz ve kurlardaki artış şeklinde olur. Finansal krizler ya spekülasyon amaçlı ataklar ya da piyasadaki likidite ihtiyacından doğan dolar talebinin genişlemesi ile ortaya çıkar. Kasım krizi likidite ihtiyacı sebebiyle doğmuş bir krizdir. Finansal krizleri kontrol etmede döviz kuru ve faiz oranı droş olarak kullanılır. Kriz sebebi spekülasyon ise her iki araç birlikte kullanılmalıdır. Döviz talebi artarken bu talebi karşılamak için döviz rezervleri kullanılır. Ayrıca TL'ye olan talebi arttırmak içinde faiz oranları yüksek tutulur. Krizden kurtulmak için döviz rezervleri kullanılırken artan faiz oranlarını da kabul etmek gerekir. Krizin sebebi likidite yetersizliği ise faiz arttırılarak döviz talebini kısma zorlaşır. Türkiye deki son krizlerde krizi gidermek için önce rezervler kullanılmış sonra bu uygulamadan vazgeçilmiştir. Sonuçta likidite ihtiyacı karşılanmış faiz oranları ve kurlardaki artış hızlanmıştı. Kasım krizinde dövize TL'ye olan talep artmış bu talep piyasa tarafından karşılanamamıştır. Merkez Bankası piyasaya TL ve döviz vermede geç kalmıştır. Artan talebin IMF'den sağlanmasıyla faiz ve kur artışının önüne geçilmiştir aslında kriz önlenmemiş sadece üzeri örtülmüştür.

Her iki krizde de uluslararası sıcak paranın hareketleri 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.

Grafik 1’de görüldüğü gibi Türkiye’ye yönelik kısa vadeli sermaye hareketlerinde 1990’lı yıllarda, artışlar olmuş ancak 1991 Körfez Savaşı ve 1994’de yaşanan ekonomik krizle beraber ülkemizden büyük miktarda kısa vadeli sermaye çıkışı yaşanmıştır. 2000 yılında net kısa vadeli sermaye girişi en yüksek seviyesine çıkmış, bu fonların ülkeden çıkışı ise 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizleri ile gerçekleşmiştir.



Kaynak: Kar ve Kara, 2002:12

Bu krizlerden sonra finansal serbestleşme politikaları birçok eleştiriye uğramış ve yeniden ele alınmıştır. Finansal serbestleşme teorisinin öncülerinden olan Mckinnon gibi iktisatçılar dahi daha kontrollü bir finansal serbestleşmeden söz etmeye başlamışlardır. (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002:4)

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

SERMAYE HAREKETLERİNİN KONTROLÜ VE UYGULAMA ÖRNEKLERİ

1.SERMAYE HAREKETLERİNİN KONTROLÜNÜN GEREKÇELERİ

Sermaye kontrolleri uluslar arası sermaye hareketlerini etkileyen resmi düzenlemelerdir. Sermaye kontrolleri terimi sermayenin hacmini, yönünü, karakterini veya zamanlamasını değiştiren her türlü resmi önlemleri kapsamaktadır. (Vergil, 2002:20) Ülkeler sermaye kontrollerini ekonomik veya politik nedenlerden dolayı koyabilmektedir.

Uluslar arası mal ticareti ile karşılaştırıldığında sermaye akımlarının daha sınırlı bir serbestliğe sahip olduğu görülür. Hükümetler ulusal tasarrufları çok riskli girişimlere karşı korumak amacı ile daha çok sermaye ihracına müdahale ederler. Burada asıl amaç ülkenin dış ödeme açıklarının önüne geçmek ulusal fonların yabancılara kullanılmasını kısıtlamak veya üretim tesislerinin yabancılara eline geçmesini caydırmaktır.

Dış ödeme açıkları özellikle az gelişmiş ülkelerin karşılaştığı en önemli sorunlardan biridir. Dış açıklarını, kısıtlayıcı önlemler ile baskı altına almak isteyen ülkeler ithalat akımlarından önce sermaye ihracını engelleme yoluna giderler. Sermaye hareketlerine getirilen sınırlamaların önemini savunan görüşe göre de kontroller, ödeme dengesi ve makroekonomik politikaların rahatlıkla yürütülmesini sağlayacaktır. Ayrıca kontroller faiz oranı ve kurun izlenmesini ve kontrolünü de olanaklı hale getirecektir. Sermaye hareketliliğinin çok fazla olması ülkede uygulanan faiz ve kredi politikasının da etkinliğini azaltmaktadır. Talhaoğlu (2002)'ye göre sermaye hareketlerinin kontrol edilmesinde 3 gerekçe gösterilebilir. Bunlar, parasal politika bağımsızlığını sağlayabilmek, sosyal refahı arttırmak, makro ekonomide daha yüksek bir noktada denge sağlanmasıdır. Uluslar arası sermaye hareketlerinin kontrolü, bankaların iyi risk yönetimi anlayışları ve devletin sermaye piyasalarına getireceği düzenlemelerden sonra ancak üçüncü kademe bir savunma mekanizması olarak düşünülebilir.

Literatürde sermaye hareketleri kontrolleri üzerine yapılan teorik çalışmalar neoklasik teori, Keynesyen teori ve ikinci en iyi teori şeklinde gruplandırılabilir. (Ay ve Mangır, 2002:129) Standart neoklasik teori etkin piyasa koşulunun sağlanması, sermaye piyasalarında belirsizlik ve istikrarsızlığın olmaması gibi varsayımlara dayandığından, her türlü müdahalenin refahı azaltacağını savunmaktadır. Sermaye kontrollerinin keynesyen analizleri ise, uygulamada kısa vadeli istikrar için, kontrolleri faydalı bulmaktadır. Kapasite kullanmayı artıran ve yüksek büyüme hızını kolaylaştıran genişlemeci parasal ve mali politikaların sermaye kontrollerini kullanmayı gerektirdiğini söylemektedir. 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. Piyasalarda ücret-fiyat katılığı, uluslararası finans piyasalarının etkin işlememesi ve ülke riski gibi piyasaların aksadığı durumlarda sermaye hareketlerine konan engellerin faydalı olabileceğini ileri süren görüş ise “ikinci en iyi teori”sidir. Buna göre, serbest piyasada var olan aksaklıklar başka bir şekilde düzeltilemiyorsa, bu aksaklıkları düzeltmek için konulan vergiler veya miktarsal sınırlamalar refahı artırıcı yönde etkide bulunacaktır.

1945 ile 1971 yılları arasındaki Bretton Woods sabit döviz kuru sisteminin tek edilişinden bu yana hükümetler sermaye hareketlerine koydukları engelleri kaldırma yoluna gittiler. Sermaye hareketliliği üzerindeki kısıtlamaların giderek azaltılması sonucu başta kısa vadeli spekülatif akımlar olmak üzere uluslar arası sermaye akımlarının hacmi dünya ticaret hacminden daha hızlı bir biçimde artmaya başlamıştır. Sonuçta ülkeler ödemeler bilançosu sorunları yaşamaya başlayınca korumacı politikalar tekrar yaygınlaşmaya başlamıştır.

Kontrol uygulayan bir çok ülke incelendiğinde söz konusu kontrollerin para ve sermaye piyasasındaki enstrümanlar ve türev enstrümanlar, ticari ve mali krediler, doğrudan yatırımlar ile ilgili düzenlemeler ile yapıldığı tespit edilmiştir. Bu ülkeler ödemeler dengesinin etkin yönetimi, mali piyasalar ve kurumların gelişmesi, ekonominin büyüklüğü ve gelişmişlik durumu gibi nedenler ile sermaye hareketlerine kontroller uygulamışlardır.

Yakın zamana kadar sermaye hareketleri, birçok ülkede yoğun şekilde düzenlemelere maruz kalmıştır. Sermaye kontrollerinin asıl gerekçesi ülkenin dış likiditesini kontrol ihtiyacıdır. Ancak bu yolla ülkenin iç mali piyasaları da kontrol altına alınmaktadır. Hem dış likiditenin kontrolü, hem de iç mali piyasaların kontrolü para politikasının etkinliğini de arttırmaktadır. Faiz oranlarının bu yolla kontrolü ile bankaları kredi hacmi kısıtlanmakta, kredinin dağılımı da kontrol edilmektedir. Ancak çok geniş kapsamlı düzenlemeler ülkeleri ödemeler dengesi sorunları ve bazen de döviz krizlerinden koruyamadı.

1990'ların başındaki Avrupa Döviz Kuru Mekanizmasında (ERM) karşılaşılan sorunlar ve 1990'ların sonundaki Güneydoğu Asya'da çıkan krizler nedeni ile 1990'ların sonlarına doğru sermaye kontrolleri üzerinde yoğun bir tartışma başladı. Kriz yaşanan ülkelerin ekonomik yapılarında farklılıklar olmasına karşın hepsinin ortak özelliği finansal liberalizasyonu gerçekleştirerek uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki tüm kontrolleri kaldırmış olmalarıydı. Bu gelişmeler sermaye akımlarının ulusal ekonomiler üzerindeki etkilerinin yoğun olarak tartışılmaya başlanmasına neden olmuş, bu tartışmalar içinde, sermaye hareketlerinin ekonomik krizlerin en önemli dinamiği olduğu görüşünün ağırlık kazanmaya başlamasıyla birlikte sermaye akımlarının kontrolü ve bu kontrolün nasıl gerçekleştirileceği gündeme gelmiştir. Ortaya çıkan mali krizlerin küreselleşme olgusu ile birlikte yeni dünya düzeni çerçevesinde nasıl önleneceği veya meydana getirdiği olumsuzlukların nasıl hafifletileceği konusunda yeni fikirler ileri sürülmeye başlandı. Bu tür krizleri önleyebilmenin sermaye hareketlerinin engellenmesi ile mümkün olacağı düşünülmekteydi. Sermaye hareketlerinin finansal krizlere yol açtığını savunan görüşe göre;

- a. Ülkeye giren finansal yabancı sermaye yatırımları öncelikle döviz birikimi sağlamaktadır.
- b. Döviz birikimi ortaya çıkardığı ithalata ve para arzındaki artışa bağlı olarak tüketim ve yatırım harcamaları artmakta ve ulusal tasarruflar azalmaktadır. Tüketim ve yatırım harcamalarındaki artış yurt içi hasılayı arttırmaktadır.

- c. Ülkeye gelen sermaye akımlarının hızının yavaşlaması veya durması ve ithalattaki artışa bağlı olarak ülke büyük bir cari işlemler bilançosu açığı ile karşı karşıya kalmaktadır.(Kula. 2003:144)

Finansal liberalleşme süreci bu etkiler sonucu büyük bir finansal kriz ve buna bağlı olarak ortaya çıkan ekonomik krizler ile son bulmaktadır. Bu nedenle sermaye hareketlerine; döviz hareketlerine vergi koymak, bankacılık denetlemelerini arttırmak gibi yollar ile kontroller getirmek finansal krizleri engellemede bir yöntem olacaktır. Sermaye kontrolleri birçok ülkede şu nedenlerle gerekli bulunmaktadır: (Mathieson ve Rojaz-Suarez. 1992:42)

- Sermaye kontrolleri ödemeler dengesi sorunları özümsemeye yardım etmektedir. Döviz kuru istikrarsızlıkları sermaye kontrolleri ile giderilmektedir.
- Sermaye kontrolleri ile üretim faktörlerinin yabancıların kullanımına sunulması sınırlandırılmış olmaktadır.
- Hükümetlerin finansal aktifleri, geliri ve serveti vergilendirme gücünü arttırmaktadır.
- Sermaye kontrolleri yapısal istikrar programının uygulanabilmesi için, sermaye akımlarını istikrar bozucu faaliyetlerden korumaktadır.

Sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamaları savunan görüşü eleştirenlere göre, bu kontroller etkin olmama, maliyetinin yüksek olması ve ekonomiyi olası bir panik durumunda tam olarak koruyamama gibi özelliklere sahiptir. Ayrıca sermaye kontrollerinin rüşvet, finansal mühendislik ve diğer mekanizmalar yoluyla çalışması mümkün olmamaktadır. Örneğin Endonezya maliye bakanı Mari'e Muhammed ülkesinde yaşanan ekonomik krize rağmen eski kısıtlamaların yeniden canlandırılması yerine ekonomik ve finansal serbestleşmenin arttırılması yönünde hareket etmiştir. Durusoy (2000)'e göre Endonezya'ya karşı olumsuz yaklaşımı önlemenin tek yolu ekonomiyi daha fazla serbestleştirmek olarak görmüştür. Öyle ki bu görüş Endonezya eski Merkez Bankası başkanı Soedradjac Djwandono tarafından da desteklenmiştir. Djwandono yaşanan krizlerin kaçınılmaz olduğunu belirterek bu tür gelişmelerden ülkenin soyutlanamayacağını ve bunların üstesinden gelebilmek için yetkililerin finansal ve ekonomik liberalleşme konusunda kararlı olmaları

gerektiğini dile getirmiştir. Gerek Endonezya gerekse Tayland Maliye Bakanları ticaret ve finansal alanda yeni korumacı girişimlerin yarardan çok zarar getireceğini vurgulamışlardır.

Genel olarak gelişmekte olan ülkelerde uygulanan sermaye kontrolleri para politikası bağımsızlığını sağlamak ve döviz kurundaki dalgalanmaları engellemek amaçlıdır. Yoğun sermaye hareketlerinden olumsuz bir biçimde etkilenen ülkelere bakıldığında çoğunda sabit döviz kuru politikasının uygulanmakta olduğu görülmektedir. Dolayısıyla sermaye hareketlerinin tersine dönmesi durumunda ülkelerin merkez bankaları sabit döviz kurunu sağlayabilmek için rezervlerini kullanmak zorunda kalmaktadır. 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 görülmektedir.

2. SERMAYE HAREKETLERİNİ KISITLAMA ÇEŞİTLERİ

Tarihi olarak sermaye kontrolleri 1970'lerin ilk yıllarına kadar bir politika aracı olarak kullanıldı. Bretton Woods sisteminin 1970'lerin ilk yıllarında dağılması ile birlikte gelişmiş ülkeler sermaye kontrollerini azaltmaya başladılar. 1980 ve 1990'larda gelişmiş ülkeleri takip ederek az gelişmiş ülkeler de sermaye kontrollerini kaldırmaya başladılar. Ancak sermaye akımlarının oynaklığı, birçok ülkedeki krizler, bu akımların aniden geri dönüşü, döviz kuru rejimlerinin çöküşü dikkatleri sermaye piyasalarının entegrasyonu ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinden uluslar arası sermaye hareketlerinin krizleri tetikleyeceği düşüncesine ve bu hareketlerin bir şekilde kontrol edilmesine kaydırmıştır. Ancak finansal krizlerin hiç olmaması veya tamamen engellenmesi sıcak para hareketlerinin hiç olmadığı veya yasaklandığı ülkelerde mümkündür. Küreselleşen bir dünyada ise bu durum mümkün değildir. Finansal krizler ile karşı karşıya olan ülkelerde amaç; bu tür krizlerden en az zararla kurtulmak için bir takım tedbirler almak olmalıdır. Bu anlamda sermaye hareketlerinin kontrolüne yönelik birçok yöntem bulunmaktadır. Bugün gerek miktar

gerekse çeşitlilik olarak kontroller önemli derecede azalmış olsa da hükümetlerin politikalarında hala rol oynamaktadır.

Kontroller fiyat temelli, miktar temelli, doğrudan kısıtlama şeklinde olabileceği gibi içeriye yönelik ve dışarıya yönelik sermaye kontrolleri şeklinde de sınıflandırılabilir. (Kaya. 1998:81) Fiyat temelli kontroller giriş vergileri şeklinde olurken, miktar temelli kontroller yabancı fonların girişine veya mali kurumların ve bankaların dış yükümlülük pozisyonlarına limit getiren kontrollerdir. Doğrudan kısıtlamalar dediğimiz kısıtlama da iki şekilde gerçekleşir: (Cihan, 2005:59)

- ✓ Kantitatif kısıtlamalar
- ✓ Vergi tabanlı kontroller

Kantitatif kısıtlamalar fonların girişini ve çıkışını yasaklamaktadır. Bu tür kısıtlamalar genellikle ani sermaye çıkışlarından dolayı döviz kuru dalgalanmalarının önüne geçmek için kullanılmaktadır. Malezya'nın 1997 eylülde açıkladığı kontroller bu gruptadır.

Vergi tabanlı kontroller ise sınır ötesi sermaye hareketlerini daha maliyetli kılan kontrollerdir. Sonraki bölümlerinde anlatılacak olan ülke uygulamalarında bahsedileceği gibi Şili'nin 1991 yılında tüm sermaye girişlerine vergi koyması bu kontrole örnektir.

Bu kısıtlamaların amacı ülkelerin makro ekonomik politika oluşturmalarında bağımsız olmalarını sağlamak ve aşırı şekilde olumsuzluklara yol açtığı düşünülen sermaye akımlarından ülkeleri korumaktır.

Sermaye kontrolleri daha geniş anlamda sınıflandırılırsa;

- Döviz kuru ve döviz kuru rejimi üzerine olan kontroller
- Yatırımlar ve krediler üzerine olan kontroller
- Vergiler şeklinde olan kontroller

- Ticari alışverişler üzerine olan kontroller olarak sayılabilir (Vergil, 2002:20)

Bu alt sınıflandırmaların içerisinde sermayenin içeri girmesini veya dışarı gitmesini özendiren veya engelleyen yasal veya bürokratik engeller şeklinde olan çeşitli sınırlandırma araçları da bulunmaktadır. (Vergil, 2002:20)

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin yol açtığı finansal krizleri önleme konusunda döviz piyasasının istikrarına yönelik olarak ve diğer amaçlarla ortaya atılmış değişik öneriler de mevcuttur. Bu öneriler gruplandırılırsa şu şekilde olur:

- İşlemlerin vergilendirilmesi (Tobin Vergisi)
- Kurların sabitleştirilmesi veya kur limitlerinin belirlenmesi,
- Katlı döviz kuru uygulanması (sermaye piyasası işlemleri için ayrı, reel piyasalar için ayrı kur uygulanması)
- Uluslararası bankacılık denetiminin arttırılması, sermaye kaçışının engellenmesi,
- Kriz ortamında finansal işlem piyasalarının kapatılması,
- Hedef bölge sistemi (uluslararası işbirliği ile gerçek olmayan kur değişikliklerinin önlenmesi)
- Uluslararası uyarıcı bir sistemin kurulması,
- IMF kotalarının arttırılması,
- IMF garantili borçlanma kolaylığı,
- Finansal hareketlerin GATT'a benzer bir süreç çerçevesinde düzenlenmesi, başlıkları altında incelenebilir. (Duranlar vd., 2008:20)

Finansal krizlere engel olmak veya krizle karşılaşıldığında bunu giderecek; yayılmasını önleyecek tedbirler konusunda farklı ülke ve iktisatçıların farklı düşünceleri bulunmaktadır.

Mishkin, Meltzer, Fisher gibi iktisatçılara göre IMF yeni bir olağanüstü durum kredi fonu oluşturmalı ve bu fonla spekülatif ataklarda son başvuru kurumu

işlevi görmelidir. Fisher ve Gianni'ye göre son başvuru kurumunun görevi sadece kriz yönetimi olmalıdır.

Uluslararası iflas mahkemesi: Bu önerinin amacı ödeme güçlüğüne düşen ülkeler bir soluklanma fırsatı verme ülkenin tavsiyesini ve yüksek getirili yatırım projenin yarım bırakılmasını önlemektir.

Uluslararası mevduat sigorta Kurumu : Saros'a göre borç olan ülke borç alma esnasında borcunu sigorta ettirmeli ve sigorta primi ödemelidir. IMF, ülkenin borç alabileceği borç limitini saptamalı, ve GF ülkeleri sigortalanmamış ödeyememe güçlüğüne kabul etmemelidir.

Dünya para otoritesi: Bu öneride dünya üzerinde tek bir Merkez Bankası olması önerilmektedir.

2.1. DOĞRUDAN KONTROLLER

Sermaye küresel dünyada en hızlı hareket eden unsurdur. Reel faizin yüksek olduğu yerlere kaymaktadır. Eğilmez (2005)'e göre geçmişte sermaye bu kadar hızlı hareket edemeyip; çeşitli kısıtlamalara tabi tutulmaktaydı. Ayrıca dış borçlanma ihtiyacı da bu kadar fazla değildi. Oysa günümüzde sermaye uluslararası son derece serbest biçimde hareket edebilmektedir.

Hareket hızı bu denli yüksek olan sermayenin doğrudan kontrolü mümkündür. Doğrudan kontroller, açık yasaklamaları, miktar kısıtlamaları, yani sermaye üzerine limitler koyma, ya da onay süreci ile sermaye işlemlerinin veya ilgili ödemelerin ve fon transferlerinin kısıtlanmasıdır. İdari kısıtlamalar ilgili sınır ötesi finansal işlemlerin hacmini etkilemeyi amaçlar. Doğrudan kontroller genel olarak aşağıdaki biçimde özetlenebilir: (Alp, 2002:149)

- Yabancı sermaye hareketlerine belirli sınırlamalar getirilmesi ve işlemlerin izne tabi olması.
- Döviz kurları ve faiz oranları üzerine sınırlamalar getirilmesi
- Yabancıların, özellikle kısa vadeli menkul kıymetler başta olmak üzere, yatırım yapabilecekleri aktiflere sınırlamalar getirilmesi.

- Yabancı yatırımcıların mali kurumlara sahip olmalarının yasaklanması ve zorlaştırıcı koşullar getirilmesi.
- Bankaların yurtdışı işlemlerine ve yabancılar ile yaptıkları yurtiçi işlemlerine yüksek munzam karşılıklar getirilmesi
- Bankaların ve diğer mali kurumların açık döviz pozisyonu tutmasına sınırlamalar getirilmesi.
- Kısa vadeli yurtdışı borçlanmalara sınırlamalar getirilmesi ve bu sınırlamalar üzerine vergiler konulması

Doğrudan kontroller sermaye hareketleri için belli izin alma gibi uygulamalar ile de gerçekleşir. Doğrudan kontrollerin yaptırım gücü çok daha keskin ve güçlü görünmektedir. Bu kontrollerin genel özelliği sermaye akımlarının kontrolü için bankacılık sistemine idari yükümlülükler getirmesidir.

2.1.1. Sermaye Hesabı ve Bankacılık Denetlemelerini Arttırmaya Yönelik Kontroller

Kambiyo denetimi uygulayan ülkelerde sermaye işlemlerine genellikle izin verilmez. Serbest ulusal döviz piyasasına sahip ülkelerde modern iletişim teknikleri, hızlı ulaşım yolları ile sermaye ihracatı kolaylaşmaktadır. Dolayısıyla bu ülkelerde sermaye ihracatını engellemeye yönelik kısıtlamalar uygulanır. Sermaye ihracında bulunmak için yetkili makamların izninin gerekmesi, bu konuda kota konması veya tümünden yasaklanması bu kısıtlamalara örnek verilebilir. Bu tür kısıtlamalar dolaysız, içeriye yönelik ve sermaye hesabı transferine olan kontrol gruplarında sayılabilir. Ayrıca bunların yanında dış sermaye yatırımı kazançlarının ağır biçimde vergilendirilmesi biçiminde dolaylı kısıtlamalara da başvurulabilir. Aşırı sermaye girişlerinin olduğu dönemlerde korunma sağlamak için kısa vadeli sermaye akımları üzerindeki dış borçlanma üzerindeki değişken karşılık alanları gibi bazı kontrollerin tutulması gerekmektedir.

Sıcak para ile mücadelede daha ciddi önlemler alınması da mümkündür. Ertem (2000)'e göre bu bağlamda ülkelerdeki kambiyo mevzuatının değiştirilmesi, yerleşiklerin döviz ile işlem veya yatırım yapmalarının önüne geçilmesi, döviz ticaretinin sınırlandırılması, sadece ithalat ve ihracat işleri için döviz kullandırılmasının sağlanması, bankaların döviz cinsinden borçlanmalarının sınırlandırılması, yerleşiklerin yurt dışına kayıtlı sermaye aktarımlarının yasaklanması, yerleşik olmayanların ve kayıt dışı TL borçlanmalarının sınırlandırılması, yerleşik olmayanların yurt içinde döviz borç vermelerinin sınırlandırılması gibi önlemler alınabilir. Ayrıca ileri boyuttaki bu önlemler arasında belli bir miktarın üzerinde döviz bulundurulması sınırlandırılarak, dövizin bankada tutulması özendirilmelidir. Döviz bulundurma sınırı yabancı ülke vatandaşları için daha yüksek belirlenebilir. Yurt dışına belli miktarın üzerindeki tek taraflı döviz transferinde ticari amaçlı alanlarda, ülkeye kar transferi diğer hallerde ise belli oranda bir defalık vergi ödeme yükümlülüğü getirilmesi de sayılabilir.

Kısıtlama uygulayan ülkelerin tam dolarizasyon (ülke içinde yabancı paralar ile işlem yapılması) yaşamaması için yabancı parayı kullanmasını kısıtlayıcı yönde düzenlemeler yapılmalıdır. Geçici olarak konvertibilitenin kaldırılması ve kambiyo mevzuatındaki değişimler kontrol uygulayan ülkenin –eğer sahipse- borçlarını ödemesinde güçlük yaşamasına neden olabilir. Bu noktada borç ödemeleri uzun vadeye yayılırsa veya dondurulursa politika uygulaması kolaylaşır. Bu noktada cari işlemler için konvertibiliteye izin verilmeli, sermaye işlemleri için kontroller uygulanmalıdır. Ayrıca ülke hükümeti özel nedenler ile döviz ticareti yapmak isteyenlerin yabancı döviz lisans almasını şart koşarak konvertibiliteyi yönetebilir. (Kindleberger, 1970:125)

Bilançoların net hata ve noksanlar kaleminin kayıt dışı yerleşiklerin hareketlerini gösterdiğini düşünürsek bu kaleme konu olan işlemlerin mutlak suretle kayıt altına alınıp vergilendirilmesi de bir başka kontrol yöntemidir. Bu tür yöntemler ile spekülasyon sermaye hareketlerinin yarattığı ucuz döviz bolluğunun yol açtığı kriz sarmalının önüne geçilmeli, sermaye akımları munzam karşılıklar, finansal vergilendirme ve Merkez Bankasının benzeri aktif politikaları ile denetim altına alınmalı ve caydırılmalıdır.

Bir başka politika önerisi, bankacılık denetlemelerinin artırılması yolu ile sermaye çıkışlarının engellenmesine yöneliktir. Bankalar hem gelişmiş; hem de gelişmekte olan ülkelerin finansal sistemlerinde önemli rol oynarlar. Bu nedenle bankacılık kesiminin sorunları finansal istikrarsızlığı artırıcı en önemli unsurlardan birisidir. Bankaların istikrarsızlık kaynağı olma özelliklerini azaltacak uygulamalardan ilki devletin bankalara yönelik bazı güvenlik standartları oluşturmasıdır. Standartlar sadece mevduatları garanti etmekle kalmamalı aynı zamanda panikleri önleyici nitelikte olmalıdır. Bankaları denetlemekle yükümlü kamu organları her türlü politik baskıdan arındırılmalıdır. Ödeme gücüğü içine düşen bankaların sahipleri ve yöneticileri cezalandırılmalıdır. (Duman, 2002:141)

Bankacılık sistemin kaynak yapısını sağlıklı ve uzun vadeli hale getirmek, sermaye akışkanlığını yavaşlatmak ve spekülasyon amaçla döviz alımlarını azaltmak amacı ile kısa vadeli mevduat ve kısa vadeli tevdiat hesaplarında tutulan TL ve dövizler ile günlük vadelere bulunan paralar karşılığı ödenen faizler üzerindeki vergi yükü artırılmalı, vade uzadıkça faiz üzerinden alınan vergiler azaltılmalıdır. Kısa vadeli hesaplara ödenen faizler üzerinden alınacak vergi, tasarruf sahiplerini paralarını uzun vadeli yatırmaya teşvik edeceğinden önemli bir kontrol yöntemidir.

Ayrıca kısa vadeli mevduat, döviz tevdiat hesapları ile elde edilen kazançların yüksek oranda vergilendirilmesi bir başka politika önerisidir. Hem spekülasyonu azaltmak hem de uzun vadeli yatırımı özendirme bu önerinin temelinde yatmaktadır.

Kısa vadeli sermaye akımlarını azaltmak için yerli bankaların kısa dönem yükümlülüklerine limit koymak, sermaye akımlarının mevduat sistemine giriş engelleri getirmek, yabancı kısa vadeli bonoların satılmasına kısıtlama koymak gibi kontroller de getirilebilir. Bazı ülkeler de yabancı sermaye bol olduğunda kontrolleri arttırmak veya yabancı sermaye kıt olduğunda kısıtlamaları azaltmak yoluyla isteğe bağlı kontrol sistemleri getirmişlerdir.

2.2. DOLAYLI KONTROLLER

Diğer bir kontrol yöntemi dolaylı kontroller olarak adlandırılır. Dolaylı kontroller; sınır ötesi finansal akımların açık ya da gizli vergilendirilmesi (Tobin

Vergisi), çift ya da çoklu döviz sistemleri, kazançsız rezerv gereksinimi uygulaması ve yerel finansal düzenlemeler olarak sayılabilir.

2.2.1. İşlemlerin Vergilendirilmesi: Tobin Vergisi

Amerikalı iktisatçı James Tobin, Bretton Woods sisteminin çöküşünün ve güçlü ülkelerin para birimlerinin serbest dalgalanmaya bırakıldığı bir dönemde 1972 yılında Princeton Üniversitesi'nde Joseph Schumpeter anısına verdiği konferansta döviz kurlarındaki oynaklığı minimize etmek için, ülkelerin makroekonomik performansına yardımcı olmak ve sağlanan gelir ile uluslar arası kalkınma çabalarına katkıda bulunmak için spot döviz işlemleri üzerine bir vergi konulmasını önermiştir.

Kaplan (2000)'e göre 1981 yılında portföy teorileri konusunda yaptığı bir çalışma ile Nobel Ekonomi Ödülü'nü almış olan Tobin bu vergi önerisini ilk kez 1978 yılında teorileştirmiştir. Adını James Tobin'den alan Tobin Vergisi sıcak para olarak ifade ettiğimiz kısa vadeli sermaye hareketlerinden doğan sorunları ortadan kaldırmak için düşünülmüş olup, kontrol şekilleri arasında en ünlü olanıdır.

Kısa vadeli sermaye hareketleri kontrolü özellikle Güneydoğu Asya Krizinden sonra tartışılmaya başlanmıştır. Bu hareketlerin vergilendirilmesi konusunda Tobin'in fikirleri Keynes'in fikirleri ile yaklaşım göstermektedir. Tobin 1960 ve 1970'lerde monetarist meydan okuyuşa karşılık Keynesgil iktisadın en hararetli savunucularından biridir.

Keynes risklerin ve ek maliyetlerin uzun dönemli yatırımları engellemeden kısa vadeli akımları azaltabileceğini belirtmiştir. Az miktardaki bir transfer vergisinin teşebbüsler üzerindeki spekülasyon etkisini hafifleteceğinden bahsetmiştir. Getirilen verginin sadece para hareketlerinden kar elde etmek isteyenleri cezalandıracağını, bu akımları ticarete ve kalıcı yatırımlarda kullananlara ise bir etkisinin olmayacağını belirtmiştir.

İstatistiki olarak bu nispi caydırıcı etki herhangi bir değişimin yıllık maliyeti ile gösterilebilir. Bu ise yıllık bazda bu gibi değişimlerde %8000, bir haftada %180, bir aylıkta %27, on yıllık değişimde ise sadece %0,2'lik bir maliyet getirmektedir.

(Akdiş, 2001:40) Bu da uzun vadeli ve kalıcı olarak gelen yabancı sermaye üzerinde önemli bir yük oluşturmamakta sadece kısa vadeli yabancı sermayeyi etkilemektedir.

2.2.1.1 Tobin Vergisinin Amacı ve Gelişme Nedenleri

Tobin vergisi uluslararası sermaye hareketleri üzerine değer esasına dayanan, (advalorem) düşük oranlı, bütün ülkeler için geçerli olacak bir döviz işlem vergisinin konulması esasına dayanmaktadır. Nobel ödüllü iktisatçı Tobin, küresel dünyada mali krizlerin önemli nedenlerinden birinin yüksek hacimde döviz spekülasyonu olduğunu belirtmekte ve dövizle yapılan günlük al sat işlemlerinin dünyanın tüm borsalarında oluşan işlem hacminden daha fazla olduğuna dikkat çekerek, spekülasyon maliyetlerini yükseltip, kısa vadeli veya gecelik spekülasyonlardaki kar elde etme olasılığını azaltarak, uluslar arası sermaye hareketleri üzerine yüksek oranda bir vergi getirilmesini önermiştir. (Tülay ve Erdönmez, 1999:45)

Bu önerinin amacı ulus devletlerin yeni gelişmeler sonucu yarattığı otonomilerini güçlendirmek ve döviz kurundaki dalgalanmaları azaltmaktır. Finansal piyasaların globalleşmesi sonucu Tobin vergisinin tabanını oluşturan uluslar arası finansal işlemlerin hacminde büyük oranda artışlar meydana geldi. Yapılan birçok istatistiğe göre döviz piyasalarında gerçekleşen günlük işlem hacmi 3,2 trilyon, yıllık işlem hacmi ise 360 trilyon ABD dolarına ulaşmıştır. Bu tip finansal işlemlerin yaklaşık %80'i bir haftadan az; %40'ı ise iki gün veya daha az vergiye sahip işlemlerden oluşmaktadır. (Vural, 2004:95)

Gelişmekte olan ülkelere yoğun, kısa vadeli ve büyük bir kısmi spekülatif sermaye akımları gözlenmeye başlamış olması ve ardı ardına gelen krizler de dikkatleri tekrar spekülatif sermaye hareketlerinin olumsuz etkileri üzerine çevirmiştir. Bu dönemde finansal krizlerin nedeni olarak gösterilen spekülatif sermaye akımlarının vergilendirilmesi fikri tekrar popüler hale gelmiştir. Yoksul ülkelerin finansmanında bir gelir kaynağı olarak da kullanılabilen Tobin vergisi önerisi Tobin tarafından 1994 İnsani Gelişme Raporu'nda yenilenmiş ve 1997'de Le Monde Diplomatique gazetesi editörü Ignacio Ramonet tarafından

yeniden ele alınmıştır. Bu yaklaşım Tobin vergisini yaygınlaştırmak şeklinde bir harekete dönüşmüştür. (Aytemiz, 2007:20)

Tobin Vergisi karşıtlarının varolmasına rağmen finansal serbestleşme, globalleşme ve finansal piyasaların gücüne karşı direnmenin sembolü ve yoksul ülkelerin karşılaştıkları sorunlara karşı bir çözüm olarak görülmekte ve ABD muhalefetine karşı birçok grup tarafından desteklenmektedir.

Polley (2003)'e göre Tobin vergisi hakkındaki ayrıntıları belirtmeden önce vergi üzerindeki iki önemli yaklaşımın üzerinde durmak gerekmektedir. İlki Tobin vergisinin olası uygulamalar arasında en iyi önlem olduğu düşüncesi olup, diğeri ise verginin, ekonomiye dışarıdan gelecek etkileri durduramadığıdır.

Ekonomik globalleşme sonucu kaybedilen egemenliğin bir kısmının geri alınabilmesi için ciddi bir fırsat olduğu varsayılan Tobin Vergisinin ana amacı; döviz kurunda keskin dalgalanmalara yol açan ve ekonomilere zarar veren spekülasyonları önlemek, para krizlerinin önüne geçmek, merkez bankalarının özerkliğini arttırmak, özellikle kriz dönemlerinde hükümetlerin ekonomi politikalarını uygulamada onlara manevra alanı bırakmak, çevre, yoksulluk, barış gibi sorunların çözülmesinde uluslar arası işbirliği sağlamak ve kalkınmanın finansmanında gerekli kaynağı temin etmektir. Bu amaçların tümü önemli olmakla birlikte iki ana amaç vergini ilk önerildiği dönemden itibaren ön plana çıkmaktadır. (Vural, 2004:90)

i) İstikrar Bozucu Spekülasyonların Engellenmesi

Düzgün bir biçimde işleyen bir piyasada döviz fiyatları ekonomideki temel faktörlerin tam bilgi ve analizine dayanan yatırım kararları ile belirlenmektedir. Tam bilginin eksikliği halinde döviz fiyatları tahminlere ve dolayısıyla spekülatörlere bağlı olarak belirlenir. Spekülatörler döviz kurlarındaki değişiklikleri tahmin ederek yatırımda bulunur ve beklenen değişiklik olursa orijinal para birimine dönerek kar elde ederler. Tam bilgiye dayalı yapılan spekülasyonlar piyasaların etkin bir biçimde çalışmasına yol açarak istikrar sağlayıcı işlev görebilirler. Ancak günümüzde uluslararası finansal sistemde ortaya çıkan sorunlar piyasalarda sapmalara yol açmakta, kamusal müdahaleler gerektirmektedir.

Kısa vadede portföylerinin değerini arttırmak isteyen kurumsal yatırımcılar esnek döviz kuru uygulamasında döviz kurunun yükseleceği beklentisi ile yabancı döviz olarak istikrar bozucu spekülasyon oluşmasına neden olabilmektedirler. Bu tür davranışlar yolu ile ekonomide risk ve belirsizliklerin artması ve sonuçta ciddi bir iktisadi krizin oluşması söz konusu olabilmektedir. İstikrar bozucu spekülasyonlar genellikle çok sayıda spekülâtörün planlı saldırılarıdır. Spekülâtörler başarı şanslarının olmadığına inandıkları durumlarda harekete geçmezler. Harekete geçtiklerinde de ülkelerin mevcut duruma uyum sağlamak veya tedbir almak için yeterli zamanları olmamaktadır. Bu tür spekülasyonlar finansal krizleri tetikleyerek ciddi sosyal maliyetlere yola açmaktadır. Birçok krizin ardından ülkeler işsizlik, enflasyon, yoksulluk gibi sorunlarla karşı karşıya kalmışlardır.

Bu biçimde ekonomik istikrarı bozan finansal ve sosyal krizlere yol açan, hükümetlerin gerekli tedbirleri almasına vakit bırakmayan ve globalleşme sürecini tehdit eden istikrar bozucu spekülasyonları ortadan kaldırmak için vergilendirmenin hem ekonomik hem de sosyal adalet açısından gerekli olduğu yönündeki varsayımlar bu işlemler üzerinden vergi alınmasının ana gerekçesini oluşturmaktadır.

ii) Global Refahın Adaletsiz Dağılımını Engellemesi

Globalleşme tüm dünya için olumlu sonuçlara yol açtığı gibi sorunların globalleşmesine de neden olur. Globalleşmenin sermayenin getirisini, verimliliğini, ve dış ticareti arttırmak sureti ile refahı arttıracığı, bu artıştan da tüm ülkelerin otomatikman faydalanacağı varsayımı her zaman gerçekleşmemektedir. Hatta globalleşme çok sayıda yoksul ülkenin mevcut kazancını bile koruyamadığı bir oyundur. Global gelir dağılımında adaletsizliğin artması yoksulluğun küreselleşmesi, globalleşme sürecinin sürdürülmesini de zorlaştırmıştır.

Global refahın adaletsiz dağılımı sorununun çözümü vergilendirme yolu ile global düzeyde bir yeniden dağıtım sisteminin kurulmasına bağlıdır. Tobin Vergisi bu sorunu ortadan kaldırdığı gibi uluslar arası finansal istikrarsızlığı azaltma gibi işlevleri de yerine getirebilir.

2.2.1.2 Tobin Vergisinin Uygulanması

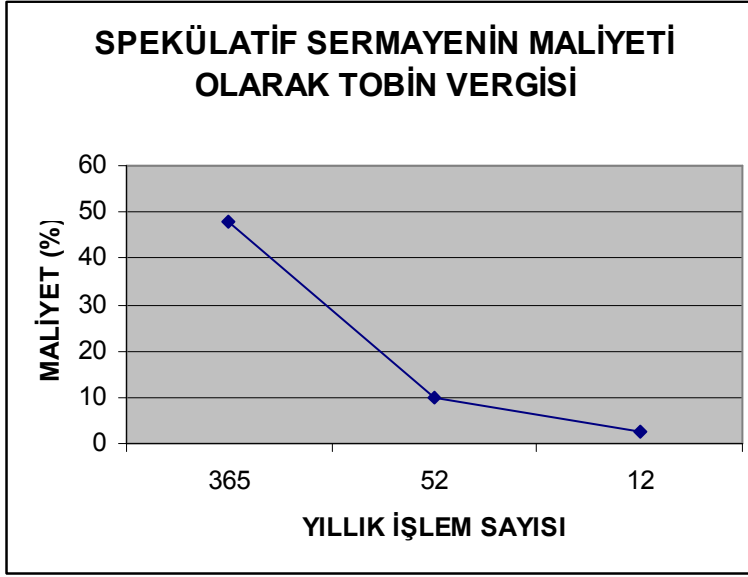
Tobin vergisi, döviz kurundaki oynaklığı azaltacak ve döviz kurunda kısa vadeli beklentiler yerine uzun vadeli beklentileri yansıtacağı varsayılarak kısa vadeli parasal işlemlerin maliyetini arttırmak sureti ile spekülasyon para akımlarını azaltacak ve istikrar bozucu ekonomik faktörlere karşı ulusal politikaların daha özerk olmasını sağlayacaktır. Bu durumda Tobin vergisi için kısa vadeli sermaye hareketlerini engelleyici bir filtre görevi yaptığını söylenebilir. Bu amaç doğrultusunda Tobin vergisini uygulaması basit bir mantığa dayanmaktadır. Vergi filtre işlevini her bir parasal işlem başına ılımlı bir vergi salarak kısa vadeli yatırımcıları engellemek yolu ile gerçekleştirecektir.

Küçük oranda belirlenmiş bu vergi bir dövizin değerine dönüşen her birimi için talep edilecektir. Tobin'in kendisinin önerdiği bu oran %0.1 ile %0.5 arasındadır. (Göktaş, 2002:83) Daha sonraları bu oran % 1'e kadar yükselmişse de son zamanlarda % 0.2 oranı daha bir kabul görmüş, en azından uygulanan oranın % 1'den küçük olmaması ilkesi benimsenmiştir. Yıldız (2003)'e göre Tobin'in uygun gördüğü en son oran da %0.2'dir.

Grafik 2 üzerinde de görüldüğü gibi söz konusu işlemlere %0.2'lik bir vergi uygulanması durumunda işlem her gün yapılıyorsa %48, her hafta yapılıyorsa %10, her ay yapılıyorsa %2.4 oranında maliyet unsuru teşkil eder.

Dolayısıyla işlem süresi uzadıkça maliyet de düşmektedir. Bu orandaki bir vergi uzun vadeli portföy veya sermaye yatırımları için ise ihmal edilebilir bir orandır. Örneğin verginin oranının %0.5 olduğu düşünülürse bile bu oran 20 yıllık bir yatırım projesine %0.05'lik bir yıllık maliyet ilavesi yapacaktır. Ancak kısa vadeli değişimlerde bu orandaki bir vergi değişim maliyetleri üzerinde önemli bir yük oluşturacaktır. Böylelikle kısa vadeli sermaye hareketlerine belirli bir engel getirilmiş olacaktır.

Grafik 2: Tobin vergisinin maliyeti



Kaynak: Gökkaya 2001:3

Aşağıda Tobin tarafından formüle edilen biçimde, yılda 240 işlem olduğu varsayımı ile her gün bir kez alım ve aynı tutarda satım yapıldığı durumda yıllık efektif maliyetin ne olacağı belirtilmektedir.

Yıldız (2003)'e göre böyle bir vergilendirmenin spekülâtörler üzerine etkisi şöyle bir örnekle de açıklanabilir; Doların değerinin Euro karşısında yükseleceğini tahmin eden bir spekülâtör düşünelim. Spekülâtör 1 milyon Euroyu bir haftalığına satarak 1.1 milyon Dolar satın alacaktır. (Parite:1.1 Dolar=1 Euro) Eğer bir hafta içinde Dolar Euro karşısında değer kazanırsa yani parite 1 Dolar=1 Euro olursa 1.1 milyon Dolarını Euroya satacak ve 100 bin Euro (%10) kar elde edecektir.

Şüphesiz bu oranda bir spekülâtif kazanç normal vergiler ile engellenemez. Ancak Tobin vergisi kazanç üzerinden değil, toplam işlem hacmi üzerinden alınmakta ve bu da spekülâtif kazançlar üzerinde önemli yükler oluşturabilmektedir. Örneğin, bu olayda %0.5 oranında bir değişim vergisi uygulansa idi dolar satın alındığında 5000 euro vergi ödenirdi. İkinci dolar satımında ise yine 5.500 dolar ödenir bu durumda toplam vergi 10.500'e çıkardı ki bu da gerçekleşen toplam karda %10.5 oranına denk bir orana ulaşırdı. Dolayısı ile küçük bir işlem vergisine normal vergi de ilave edildiğinde spekülâtif dönüşümler üzerinde oldukça caydırıcı bir

oransal büyüklüğe ulaşırdı. Eğer beklenen kur değişimi gerçekleşmez ve dolar euro paritesi bir hafta boyunca sabit kalır ise bu durumda da Tobin vergisi döviz değişimleri üzerinden ödenmek durumunda kalınacaktır. Örneğimizdeki spekülâtör bu defa başlangıçta dolar alırken 5000 euro öder hafta sonunda da dolar satarken 5500 euro öder, dolayısı ile herhangi bir kazanç elde etmese bile 10500 euro ödeyecektir. Yani beklentilerin gerçekleşmemesi halinde ise hem Tobin vergisi ödenecek, hem de kur zararı üstlenilmiş olacaktır. Bu da spekülâtif işlemler için önemli bir caydırıcılık unsuru olacaktır.

Tablo 8: Döviz İşlemlerinin Sıklığına Göre Yıllık Efektif Tobin Vergisi Oranları **

Nominal vergi oranı (%)	Efektif vergi oranı (yıllık % olarak)					
	1 GÜN/TİCARET YAPILAN GÜN SAYISI *	1 HAFTA	1 AY	3 AY	1 YIL	10 YIL
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	73.0/48.0	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	148.0/96.0	20.0	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	365.0/240.0	56.0	12.0	4.0	1.0	0.1
1.0	730.0/480.0	104.0	24.0	8.0	2.0	0.2

* Yıllık oranlar 1 yılda 240 ticaret yapılan gün olduğu varsayımı ile döviz alışverişleri her gün gerçekleşir ise bir alış-verişin maliyeti üzerinden Tobin formülüne göre hesaplanmıştır.

** Döviz kurunun sabit olduğu varsayılmaktadır.

Kaynak: VURAL vd., s.96

Burada iki önemli ayrıntı ön plana çıkmaktadır. İlk olarak döviz değişim işlem sayısı arttıkça sermaye üzerindeki efektif vergi oranı 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 spekülâtif işlemleri karsız veya imkansız hale getirmeyecek, sadece risk oranını yükseltecektir. Ancak kurlardaki yüksek hareketlilik hallerinde karlılık mümkün olabilecek, yanlış kararların ise zararları büyük olacaktır.

Tobin vergisi henüz öneri aşamasında olduğu için bu verginin ne kadar gelir getireceği konusunda farklı tahminler bulunmaktadır. Vural ve Tekin (2002)'ye göre

günlük işlem hacminin 1 trilyon dolar olduğu, bu işlem hacminin %20'sinin vergiden istisna edildiği ve % 20'sinin vergi kaçağı olduğu varsayımı altında vergi oranının % 0.1 ve 0.2 arasında değişmesi ve verginin parasal işlemlerde % 50 azalma oluşturması halinde elde edilecek gelirin 132 ile 300 milyar dolar arasında olacağı hesaplanmaktadır.

Tablo:9 Tobin Vergisinden Sağlanacak Tahmini Gelir Miktarı		
Yıllık Vergi Hasılatı (milyar dolar)		
Vergilendirilebilir Döviz İşlemi	% 5 Vergi Oranına Göre	% 1 Vergi Oranına Göre
i. Bir yıldaki işlem günü sayısı 240 olduğu ve günlük işlem hacminin trilyon dolar olduğu varsayımı ile yıllık vergilendirilebilir döviz işlemi 240 trilyon dolar, ii. vergi istisnası % 20 ise 192 trilyon dolar iii. vergi kaçağının %20 olması halinde 144 trilyon dolar iiii. vergi nedeniyle işlem hacminde % 50 azalma var ise efektif vergi tabanı ; $144-(144*0.50)=72$ trilyon dolar	360	720

Kaynak: Handorf, (2001) www.gwu.edu.

Vergi oranının % 0.05 olması ve verginin parasal işlemlerin değerinde % 67 bir azalma olması halinde bile verginin yıllık gelirinin 75 milyar dolar civarında olacağı düşünülmektedir. Tobin vergisinden sağlanacak tahmini gelir tablo 9'da gösterilmektedir.

Tobin vergisi uygulamasında ilk tereddüt uyandıran konu hangi işlemlerin vergiye dahil edilip hangilerinin istisna edileceğidir. Finansal piyasalardaki sapmaları sınırlandırmak için uluslar arası finansal işlemler üzerinden alınacak verginin tabanının olabildiğince geniş olması ve tüm işlemlerin vergiye tabi tutulması gerekir. Ancak uluslar arası finansal piyasaların normal işleyişinin bozulmaması ve etkinliğinin artırılması için bazı işlemlerin vergiden istisna edilmesi zorunlu olabilir. Merkez Bankası tarafından yapılan müdahaleler, uluslar arası örgütler ve kurumlar tarafından yapılan işlemler, piyasa yapımcıları tarafından yapılan işlemler, piyasadaki likiditeyi arttıran işlemler ve istikrar sağlayıcı olduğu varsayılan finansal araçların gerçekleştirdiği döviz alım satım işlemleri Tobin vergisinden istisna

tutulur. Çünkü bu tür döviz işlemlerinin spekülatif sıcak para akımı olarak değerlendirilmesi mümkün değildir. Ayrıca çok küçük çaplı işlemlerin de (örneğin 10000 Euro ve altı) verimlilik ve etkinlik gerekçeleri ile vergilendirilmesinin çok anlamlı olmayacağı belirtilmektedir.

Tobin'in orijinal önerisinde para birliği bölgelerinde gerçekleşen işlemler için de vergi istisnası söz konusudur. Bu istisna sadece parasal birlikler için değil parasını başka para birimine endeksleyen ülke paraları için de geçerlidir.

Tobin vergisinin uygulanacağı işlemlerin neler olduğu da tartışılan konulardan birisidir. Orijinal Tobin vergisinde piyasaların etkinliğini arttıran ve istikrarı sağlayan işlemler ile istikrar bozucu işlemler arasında herhangi bir ayırım yapılmaksızın tüm döviz işlemleri vergiye tabi tutulur. Tobin vergisi farklı ulusal para birimleri arasındaki alış verişi içeren bütün finansal işlemleri kapsar. Vergiye tabi işlemler tüm spot (peşin) uluslar arası finansal işlemlerdir. Ancak mevcut finansal sistemde çok çeşitli türev araçları mevcuttur. Bu durum spekülörlerin döviz alım satımını başka türlü araçlar ve işlemler ile gerçekleştirip aynı sonuca ulaşmalarını ve vergiden kaçışın söz konusu olabileceği anlamına gelmektedir. Tobin vergisinin kapsamı future, opsiyon ve swap piyasalarını da kapsayacak kadar genişletilmelidir. Uzun vadeli ticareti kısa vadeli ticarete dönüştürme yeteneğine sahip olan finansal türevlerin döviz işlemlerindeki payı son yıllarda artış göstermiştir. Bu durumda vergi kaçırma olasılığı her zaman olacaktır. Sonuçta türev işlemlerin vergi kapsamına alınması için vergi kaçırma bir gerekçe oluşturmaktadır. Ayrıca gün geçtikçe gelişen piyasalarda yeni türev araçların da icat edilebileceği düşüncesi ile vergi kapsamının ileride ortaya çıkabilecek menkul kıymet veya türev piyasa aracı türlerini de kapsayacak şekilde genişletilmesi gerekir.

2.2.1.3 Tobin Vergisinin Avantajları ve Dezavantajları

Tobin vergisi bir çok avantaj ve dezavantaja sahiptir. Özellikle bu vergiyi savunanlar vergiye çok sayıda işlev yüklerler. Spekülatif amaçlı uluslar arası sermaye hareketlerinin giderek artmasının neden olduğu finansal ve ekonomik dalgalanmaları önlemek, uluslar arası döviz kurlarında istikrar sağlamak, global sorunların çözümü için gerekli olan finansmanı sağlamak, artan gelir dağılımı

eşitsizliğini azaltmak yolu ile iktisadi büyümeyi sağlamak tobin vergisinin avantajları arasında sayılabilse de vergi, uygulama güçlüğü, finansal serbestleşmeye aykırı olması gibi dezavantajları da beraberinde getirmektedir.

i) Tobin Vergisinin Avantajları

Vergi spekülasyon amaçlı döviz hareketlerini önleyerek döviz piyasasında oynaklığı azaltır. Tobin vergisinin ilk ve en önemli amacı budur. Kısa vadeli döviz işlemleri üzerinden alınacak küçük oranlı bir vergi kısa vadeli spekülasyon işlemleri uzun vadeli döviz işlemlerine yönlendirerek piyasalar üzerinde olumlu etki yapacaktır. Döviz işlemleri ne kadar sık yapılırsa yıllık efektif Tobin vergisi oranı da o kadar yüksek olacaktır. Bu da verginin kısa vadeli döviz işlemlerinin maliyetini önemli ölçüde arttırırken uzun vadeli üretken yatırımlara olumlu etki yapmaktadır.

Spekülasyon döviz hareketlerinin döviz piyasaları üzerindeki istikrarı bozucu etkisi bu piyasalardaki işlem hacminin azalması ile önlenecek, döviz volatilitesi düşecektir. Bu finansal yapı ile istikrar ise mal ve hizmet ticaretini hareketlendirecektir.

Tobin vergisi ulusal makroekonomik politikalar üzerindeki olumsuz etkileri minimize eder; ulus devletleri güçlendirir. Spekülasyon amaçlı döviz hareketleri gelişmekte olan ülkelerin makroekonomik dengelerini olumsuz yönde etkilemektedir. Dolayısıyla döviz hareketlerinin süreklilik taşıyan bütün ülkelerde eşanlı olarak uygulanacak, tek ve düşük oranlı, değer esasına dayalı bir döviz işlem vergisi ile caydırılması gerekir. Ülkeler bu vergi sayesinde ekonomi politikası tercihlerini daha özgürce yapabileceklerdir.

Ulus devletlerin egemenliğinin azaldığı bir ortamda Tobin vergisi devletin kaybettiği vergileme potansiyelinin bir kısmını geri alma fırsatı sağlar. Kısa vadeli spekülasyonları caydırarak, ulus devletlerin daha bağımsız ve kendi önceliklerini dikkate alan para ve maliye politikaları uygulamalarına imkan sağlar.

Spekülasyon saldırılar olmaksızın döviz kurunda istikrarı sağlayan ülkeler ulusal çıkarlarını daha iyi koruma potansiyeline kavuşurlar. Ayrıca bu vergi ile ulusal

otoriteler döviz kurundaki değişimleri sürekli izleme olanağına sahip olurlar ki bu da ulus devletlerin krizlere karşı zamanında önlem alma yeteneklerini arttırır.

Tobin vergisi istikrar bozucu spekülasyonlar dışında kalan reel işlemler üzerinde çok az saptırıcı etki yaparak, önemli ölçüde gelir sağlar. Gelir sağlama verginin temel amacı değildir. Ancak Tobin vergisi en düşük gelir tahminleri dikkate alınsa bile gelişmekte olan ülkelere yönelik resmi kalkınma yardımlarından fazla gelir sağlar. Arıkoğa (2000)'e göre döviz işlemleri üzerinden %0.5 oranında alınacak bir vergi ile küresel olarak yılda 300-400 milyar Dolar gelir elde edileceği düşünülmektedir.

Gelir sağlama amacını gerçekleştirirken diğer iktisadi faaliyetler üzerinde (reel ekonomi) saptırıcı etki oluşturmaz. Ancak tek tip bir Tobin vergisinin uygulanması otomatik istikrar sağlayıcı bir enstrüman olarak işlev görür. Spekülasyonun arttığı dönemlerde vergiden elde edilen gelir artarken istikrar bozucu spekülasyonları engelleme gücü de artar. Tobin vergisi ile ülke merkez bankaları ulusal para birimlerini daha kolay koruyabilecek ve vergi geliri elde edeceklerdir. (Tülay ve Erdönmez, 2004:15) Tobin vergisi küresel kamusal mallar sağlamak için de iyi bir kaynak olacaktır. (Erdoğdu 2001:151)

Tobin vergisi adil ve politik açıdan avantajlı bir vergidir. Verginin büyük bölümünün yüksek gelirli bireylerin sermaye üzerinden elde ettikleri gelirlerinden alınması verginin artan oranlı yapısının sağlayacağı etkiler vergide adalet ve eşitlik ilkelerinin sağlanmasında önemli bir fonksiyon görmektedir. (Saraçoğlu ve Şahan 2002:77)

Alantar (2001)'e göre ulusal politikaları piyasanın diktatörlüğünden koruyan Tobin vergisi, vergi yükünün de daha adil dağıtılabilmesine olanak sağlayacak bir nefes alma alanı yaratır. Global bir vergi olması nedeni ile vergi yükünü piyasadaki tüm yükümlüler paylaşır. Finansal piyasalar ile doğrudan bağlantısı olmayan yükümlüler vergiyi hissetmezler. Tobin vergisi globalleşmenin olumsuz yönlerini törpüler iken gelir dağılımını daha adil bir hale getirme potansiyeline de sahiptir.

Tobin vergisi döviz kurunu istikrarlı hale getirmede para politikası araçlarına göre daha avantajlıdır. Tobin vergisi uygulamasında para politikası araçlarına benzer bir sürpriz yoktur. Vergi spekülatif beklentilere yol açmaz. Oysa

para politikası uygulamaları spekülasyonu besler. Döviz kurunun yüksek olduğu dönemlerde Tobin vergisi gelir sağlarken geleneksel araçlar döviz rezervlerini eritir veya faiz oranlarını yükseltir. Denge değerinin üzerine çıkan faiz oranları son olarak kriz dönemlerinde ulusal para birimini spekülasyona açık hale getirir. Tobin vergisi hem spekülatif kaynaklı krizleri önler hem de bağımsız para politikası uygulamasına yardımcı olur. Ülke ekonomisine spekülasyon yolu ile verilen zarar azaltılarak merkez bankalarının ulusal para birimlerini daha kolay koruyabilecek konuma getirir.

Tobin vergisi iktisadi büyümeyi olumlu yönde etkiler. Bu vergi uluslar arası döviz kurlarında da istikrar sağlayarak ekonomideki kırılganlıkları azaltır. Öte yandan sermayeyi uzun vadeli yatırımlara yönlendirir ki bu da iktisadi büyümeyi olumlu etkiler.

Vergi ekonomiler arası işleyişlerde de mali destek sağlayacaktır. Çünkü döviz kurları tehdit altında olan ülkeler bu kurları koruyabilmek için kısa dönemli kısa vadeli faiz oranlarını yüksek belirleme eğilimindedirler. Bu da sermaye girişi ile sağlanabilecek olan istihdam ve büyüme etkilerinin zararına olmaktadır.

Tobin vergisi ekonomiye zararı olan daraltıcı para politikası yöntemi veya faiz oranlarının arttırılması ve döviz kurunun düşürülmesi gibi hoş olmayan politika tercihi yapma konusunda karar vericilerin yükünü azaltacaktır. Dolayısıyla ulusal ekonomi politikalarını belirlerken ve uygularken daha bağımsız kararlar alabilecek ve uygulayabileceklerdir. Yılmaz (2001)'e göre bu durum esasen spekülasyonun azalmasının dolaylı bir sonucu niteliğindedir.

Tobin vergisi aynı zamanda, bankalara verilen ve iflasa gitmelerini önleyen, devlet güvencesinden kaynaklanan mali kayıp sorunlarını, bankaların yoğun risk almalarını, spekülasyonun maliyetini arttırmak sureti ile durduracaktır. Böylece bankalar verilen devlet garantilerinin istismarını önleyecektir. Ayrıca bir dövizden diğerine geçiş de engellenecektir.

ii) Tobin Vergisinin Dezavantajları

Tobin Vergisinin lehine olan görüşlerin yanı sıra böyle bir verginin spekülatif amaçlı sermaye hareketlerini engellemeyeceği, uygulamada çeşitli sorunlar

doğurabileceği, vergi oranının belirsiz olduğu, mali egemenlik sorununa ve politik sorunlara neden olabileceği gibi aleyhte görüşler de bulunmaktadır. Ayrıca Spahn (2000)'e göre verginin hangi işlemlerde kullanılacağı, oranının ne olacağı, gelirin nasıl dağıtılacağı gibi sorular verginin etkisini sınırlandırmaktadır.

Tobin vergisi spekülâtif amaçlı sermaye hareketlerini engellemez. Tobin vergisi karşıtlarına göre bu vergi piyasalarda fiyatların dengeye ulaşmasında birer aracı olarak işlev gören spekülâtörlerin bu işlevlerini gereği gibi yerine getirmesini engelleyerek piyasaların etkin bir biçimde çalışmamasına yol açan istikrar bozucu spekülasyonları önlemede başarısız kalan bir vergidir. Yapılan çalışmalara bakıldığında verginin finansal piyasalardaki dalgalanmaları azalttığını gösteren az sayıda bulgu vardır.

Verginin büyük çaplı spekülasyonları caydırıcı etkiye sahip olması için önerilen oranın çok üzerinde bir vergi oranına sahip olması gerekir. Böyle bir durumda Tobin vergisi kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde bir parça etkili olabilir. Büyük çaplı devalüasyonların meydana geldiği dönemlerde spekülâtörlerin vergi nedeni ile katlandıkları maliyetin çok üzerinde gelir elde ettikleri açıktır. Bu tür durumlarda Tobin vergisinin kısa vadeli sermaye hareketlerini caydırıcı etkisi ortadan kaybolur.

Tobin vergisinin spekülâtif amaçlı döviz hareketlerini özendirmeyecek şekilde işlemesi için spekülâtörlerin kurlara ilişkin beklentilerinin, Tobin vergisi oranından daha düşük olması gerekir. Ayrıca döviz kuru spekülâtif ataklar ile karşı karşıya ise spekülâtörler yaptıkları işlemler üzerindeki vergi yükünü de dikkate alarak harekete geçerler, bu da volatilitiyi düşürmeden çok artırır. Vergi oranının çok yüksek tutulması likiditeyi azaltırken %0.1'den daha düşük oranlı bir vergi dış ticareti ve uzun vadeli yatırımları engellemeksizin kriz öncesi dönemlerde spekülâtif işlemlerin ancak bir kısmına engel olur.

Tobin vergisi finansal piyasalarda etkinsizliğe yol açarak iktisadi büyümeyi engeller. Tobin vergisi uygulandığı ülkede tüm parasal ve finansal işlemler üzerinden alınacaktır. Bu durum işlem maliyetlerini arttırarak reel ticareti caydırır. Alınan vergi düşük olsa bile finansal piyasalar üzerine bir maliyet yükler. Sermayenin maliyetinin

artması düşük sermaye birikimine yol açar. Sonuçta iktisadi büyüme olumsuz etkilenir.

Tobin vergisi finansal serbestleşmeye aykırıdır. Gerek ülkeler gerekse uluslar arası mali kuruluşlar finansal faaliyetler üzerindeki kısıtlamaları kaldırmayı ya da en azından hafifletmeyi amaçlarken diğer taraftan bu faaliyetler üzerine Tobin vergisi gibi bir vergi konulması finansal serbestleşmeye aykırı olacaktır. Yasaklar ya da sermaye kontrolü uygulamaları kadar olmasa bile Tobin vergisinin finansal piyasalar üzerinde sınırlayıcı bir etkisi vardır.

Tobin vergisinin uluslar arası sermaye piyasalarında istikrarı sağlayacağı şüphelidir. Tobin vergisi zararlı spekülasyonlar ile yararlı üretken iktisadi faaliyetler gereği yapılan spekülasyonlar arasında ayırım yapamaz. İstikrarsızlığa yol açan spekülasyonların maliyetini arttırdığı gibi döviz kurlarındaki istikrarsızlıktan kaynaklanan riskleri azaltan *hedging** gibi işlemlerin maliyetini de artırarak istikrarsızlığa neden olabilir.

Ayrıca vergi ulusal sınırlar içinde olmayıp uluslar arası uygulamalara konu olduğunda mali egemenlik tartışmalarına neden olabilir. Tobin vergisi temelde verginin uygulamaya sokulması ile karşılaşılabilecek teknik problemlerden çok verginin uygulanmasına karşı doğan direncin yaratacağı politik kaygılar nedeni ile eleştirilmektedir. Bu konudaki en önemli engellerden biri de dünya çapında finans sektörünün vergilendirilmeye karşı gösterdiği tepkidir. (Saraçoğlu ve Şahan, 2002:78)

Vergi, işlem ve likidite hacmini olumsuz yönde etkiler. Tobin vergisi kısa vadeli sermaye hareketlerini azaltsa bile döviz kurlarındaki oynaklığın azalmasını garanti etmeyebilir.

Tobin vergisinin uygulaması oldukça güçtür. Uygulanabilirlik Tobin vergisinin en zayıf noktasını oluşturmaktadır. Zorluğunun politik ve teknik sorunlardan meydana geldiği söylenebilir. Verginin uygulanabilmesi için verginin toplanması, denetimi ve yeniden dağıtımı için yeni bir ekonomik alt yapının

* Finansal piyasalarda risklerden korunmak amacıyla yapılan işlemlerdir. Hedging işlemi para kaybetmekten endişe eden herkes tarafından kullanılabilir. Kurların artacağına inanan ithalatçılar ve ihracatçılar muhtemel kur hareketlerine karşı forward, opsiyon...vb türev ürünleri ile kendini koruyabilir. Altın, gümüş ya da değerli metal işleriyle uğraşanlar future ya da swap gibi ürünler ile kendilerini muhtemel kayıplardan koruyabilirler.

oluşturulması gerekebilir. Vergiden kaçınmmanın önlenmesi gibi durumlarda ne yapılacağı ve kesin bir vergi oranının nasıl ve neye göre saptanacağı ile ilgili sorunlar ortaya çıkabilir.

Öncelikle Tobin vergisinin uygulamasında uluslar arası iş birliğine ihtiyaç vardır. Verginin dünya genelinde ve aynı oranda uygulanması vergiden beklenen amaçlara ulaşmak için hayati önem taşımaktadır. Tobin vergisi belli başlı finansal merkezlerde uygulandığında etkili olmayacaktır. Dolayısıyla vergi dünya ölçeğinde kullanılmaz ise işlemler verginin olmadığı bölgelere kayacaktır. (Kızılot ve Durmuş, 2002:138) Bu yolla vergi kaçırma söz konusu olabilecektir.

Tobin vergisinin özellikle belli başlı para birimlerinin ait olduğu ülkelerde uygulanması gereklidir. Verginin New York, Londra, Hong Kong, Tokyo gibi dünyanın önde gelen finans merkezlerinde eşanlı ve sürekli olarak uygulanması gerekir. Belirlenecek vergi oranı da tüm dünya ülkelerinde eşit olmalıdır. Stotsky 2001'e göre Tobin vergisi karşıtlarına göre de böyle bir verginin tüm ülkeler tarafından aynı anda yürütülmesi teknik ve politik açıdan uygulanabilir değildir. Dolayısıyla böyle bir verginin dünya ölçeğinde uygulanamaması vergini başarı şansını azaltmaktadır.

Verginin planlanması ve uygulanması IMF gibi resmi bir kuruluşun doğrudan sorumluluğu altında yürütülmesi mümkündür. Akdiş (2001)'e göre eğer Tobin vergisinin yürürlüğe konması IMF gibi bir kuruluşa üye olmak ya da ondan fon kullanmak için ön şart olarak görülürse, ülkeler arasındaki vergi rekabeti yolu ile vergi kaçırılması imkanlarının daraltılmasında da önemli mesafe kaydedilmesi mümkündür.

Tobin vergisinin uygulaması ile alakalı sorunları çözmek için daha kapsamlı planlar da ileri sürülür. Bankalararası düzeyde ödemeler sistemi için dizayn edilen mevcut finansal altyapı Tobin vergisi için de kullanılabilir. Vergi kaybını önlemek için finansal işlemlerin gerçekleştirildiği yerlerde Tobin vergisi toplanır ve vergi ödemekle yükümlü kurumlar arasındaki ödeme riskini ortadan kaldırmak için merkez bankaları aracılık edebilir. (Vural, 2004:104)

Verginin uygulanmasını güç kılan bir başka sebep Tobin vergisinin politik bir takım engeller ile karşılaşmasıdır. Verginin konusu dövizli işlemlerdir. Dünyada

döviz işlemleri sıklıkla yapılmakta ve özellikle %86'sı dokuz ülkede gerçekleşmektedir. Bu ülkeler sırası ile İngiltere, ABD, Japonya, Singapur, İsviçre, Hong Kong, Almanya, Fransa, Avustralya'dır. Böyle bir uygulama, üzerine vergi konulan işlemlerin hacmini daraltacağından bu saydığımız ülkeler vergiye karşı direnmektedir.

Tobin vergisi global bir vergi önerisidir. Dolayısıyla verginin başlangıçta ulus devletlerce toplanması kabul edilebilir bir durum olsa bile sonraları Birleşmiş Milletler gibi global bir güce devredilmesi önerilmektedir. Zira bu verginin BM'ye devredilmesi durumunda ABD'nin tüm BM'ye yaptığı yardım ve katkıları BM veya BM'nin uzlaşmış kurumların gelirlerini arttırmak için ABD vatandaşlarına katkı sağlamaya yönelik herhangi bir çaba içinde olmaması koşuluna bağlanır.(Vural 2004:104) Ayrıca verginin uygulanması günlük 2 trilyon gibi bir rakamın döndüğü piyasaya bürokratik bir yük de getirecektir.

Verginin uygulanmasında teknik bir takım sorunlar da mevcuttur. Bunlardan ilki verginin konusudur. Çünkü Tobin vergisinin spekülasyon amaçlı döviz işlemlerini frenlemede etkili olabilmesi büyük ölçüde hangi işlemlerin bu vergiye tabi tutulacağına bağlıdır. Tobin'in yaklaşımı sadece spot işlemlerin vergiye tabi tutulması yönündeyken, günümüz global dünyasında spekülasyon amaçlı döviz alım satımı yapabilecek finansal araçların hem çeşidi, hem de hacmi artmıştır. Bu sebeple finansal piyasalardaki sapmaları sınırlandırmak için verginin tabanının olabildiğince geniş tutulması gereklidir. Verginin kapsamı swap, forward, future ve option işlemlerini kapsayacak biçimde genişletilmelidir. Aksi halde vergiden kaçınma durumları söz konusu olacaktır. Döviz işlemleriyle uğraşanların az sayıda, genellikle örgütlenmiş büyük bankalar olmaları ve bu bankaların tüm düzenleyici yükümlülüklerini yerine getirmek zorunda bulunmaları başlangıçta Tobin vergisinin kolaylıkla toplanır olacağını düşündürmüştür. Ancak yeni türev piyasalarının icat edilmesi bu düşüncenin aksine vergi kaçığını önemli bir sorun haline getirecektir.

Eğer vergilendirmeye bir alt sınır getirilirse yani belli bir miktarın altındaki döviz hareketleri vergi dışı bırakılsa da vergi kaçığı söz konusu olacaktır. Örneğin bireysel fonlar (turizm, ticaret vb. amaçlarla kullanılan bireysel fonlar) korumak gayesiyle 10000 dolar gibi bir alt sınır getirilip bu sınırın altındaki miktarlar vergiden

müstesna tutulunca spekülâtorlerin paralarını küçük parçalara bölerek vergiden kaçınabilecekleri durumu ortaya çıkabilmektedir. Zira bazı iktisatçılara göre de böyle bir durumda bile vergi amacına ulaşmış olacaktır. Küçük parçalar halinde sıcak para girişi daha az zararlı olabilecektir. Ancak uygulamada büyük fonların küçük parçalara bölünmesi gibi bir zorluk da mevcut olacaktır.

Tobin vergisi sayesinde finansal araçlar birbiri yerine ikame edilebilir hale gelecek ; uzun vadeli yatırımlar kısa vadeli araç gibi işlev görebilecektir. Böylesine karmaşık bir ortamda finansal hareketlerin yerini ve yönünü belirlemek kolay olmayacaktır. Dolayısıyla spekülâtorler her zaman vergiden kaçınma ve/veya vergi kaçırma olanağı bulacaktır.

Vergiden istisna ve muafiyetlerin neler olacağı da bir diğer teknik sorundur. Finans piyasalarının normal işleyişinin bozulması ve etkinliğinin arttırılması için bazı işlemlerin vergiden istisna edilmesi zorunlu olabilir. Merkez Bankası tarafından yapılan müdahaleler; uluslar arası kuruluşların piyasada gerçekleştirdiği işlemler, kamu kuruluşları arasındaki işlemler, piyasalarda likiditeyi arttıran işlemler vergiden muaf tutulmalıdır. Ancak bu tür işlemlerin Tobin vergisinden muaf tutulup tutulmayacağı henüz netlik kazanmış değildir. İstikrar sağlayıcı olduğu varsayılan finansal araçların gerçekleştirdiği işlemler de vergiye tabi olmamalıdır. Tobin vergisini eleştirenlere göre piyasalarda kısa vadeli işlem yapanlar spekülâtor değil; piyasanın gereksinim duyduğu zamanlarda alım ya da satım yapmak için bulunan uzmanlardır. Dolayısıyla %1 oranında vergi uygulanması durumunda bu oran spekülasyonu engellemeyecek, spekülasyonu engelleyici bir oranda vergi konulması da bu uzmanların mali aracılık görevini tehlikeye düşürecektir. Tobin vergisi nedeniyle sermaye gereksinimi duyan piyasalar ihtiyaç duydukları sermaye temininde güçlük çekeceklerdir. Bu durum da finansal piyasaların gelişimine olumsuz etki yapabilecektir.

Vergi oranının ne olacağı ve neye göre saptanacağı bir başka problemidir. Verginin tüm türev işlemleri kapsamaması gerektiğinden kesin bir vergi oranı belirlemek zordur. Yüksek oranlı vergilendirilmesi durumunda uzun vadeli yatırımları ve hatta normal finansal piyasa işlemlerini olumsuz yönde etkilemesi mümkündür. Ayrıca yüksek oran, finansal piyasaların daralmasına ya da büyük vergi kaçırma çabalarına

neden olabilecektir. Düşük oranda uygulanması ise döviz kurlarından spekülative kazanç sağlamayı amaçlayan spekülativeörleri caydırmayacak, bu etki düşük olacaktır. Tobin vergisi açısından optimal bir vergi oranının belirlenmesi büyük önem taşımaktadır. Literatürde bu oranın nasıl ve neye göre tespit edileceğine dair bir netlik olmasa da verginin %0,1 ile %0.25 arasında olabileceği kabul görmektedir. (Kapusuzoğlu, 2002:65)

Verginin piramitleşmeye yol açma olasılığı vardır. Küçük ülke paraları arasındaki kur Dolar, Euro, Yen gibi güçlü para birimleri (çapraz kurlar) üzerinden sağlandığından bu paralar Tobin vergisine iki defa maruz kalmış olacaklardır. Bunun sonucunda da diğer ülke paralarına geçiş maliyetli olacağından küçük ülkelerdeki fon yöneticileri portföylerinde ulusal paralarına daha fazla ağırlık vereceklerdir.

Tobin vergisinden elde edilen gelirin nerede ne amaçlı kullanılacağı konusunda akademisyenler arasında henüz bir uzlaşma sağlanmış değildir. Vergiden sağlanan gelirin global, kamusal malların finansmanında kullanılabileceği savunulmuştur. Bir başka görüşe göre global faaliyetlerin önlenmesi, barış gücü faaliyetlerinin gerçekleştirilmesi gibi alanlarda da kullanılabileceği gibi krizlerle mücadele için IMF'nin finansal kaynaklarının arttırılmasında da kullanılabilir. Şişman (2002)'ye göre bu vergi sonucu oluşan fonlar, az gelişmiş ülkelerden başlayarak, yoksullukla mücadelede ve vergi sorunlarının giderilmesinde de kullanılabilir.

Tobin vergisi güçlü devletler ile desteklenmediği veya yaptırım gücü olan bir global örgüt tarafından uygulanmadığı sürece bedavacılık sorunu ortaya çıkar. Tüm kamusal mal ve hizmetlerde olduğu gibi global finansal istikrarın sağlanması, global yoksulluğun önlenmesi gibi global kamusal malların sunumunda ve finansmanına katkı sağlamayı hedefleyen Tobin vergisi global düzeyde etkin bir mekanizma ile devreye konulmadığı sürece bu sorunla az veya çok karşı karşıya kalacaktır.

2.2.1.4. İki Aşamalı Tobin Vergisi

Tobin vergisi normal iktisadi faaliyetleri engellemeksizin parasal işlemleri azami %1 gibi ılımlı bir vergi oranı ile vergilendirerek istikrar bozucu spekülasyonları engellemeyi amaçlar. Ancak verginin dezavantajlarında da

belirttiğimiz gibi bu oranda bir verginin özellikle kısa vadeli devalüasyon beklentisi çok büyük olan yatırımcıları engellemesi çok zordur.

Tobin vergisi özellikle kriz dönemlerinde birbirleri ile koordineli çalışan spekülörleri engelleme yeteneğine sahip değildir. Çünkü bu dönemde spekülörler çok yüksek gelirler elde edebilirler. Dolayısıyla Tobin vergisi bir engel olmaktan çıkar. Vergi oranının yüksek tutulması reel ekonomideki normal iktisadi işlemleri (dış ticaret, dolaysız yabancı sermaye yatırımları...) engeller. Vergiden beklenen yarar elde edilemediği gibi global ekonomik faaliyetlerde durgunluğa yol açar. Yüksek vergi alındığında piyasaların normal işleyişinin engellenmesi, düşük vergi alındığında ise yüksek kar peşinde koşan spekülörlerin engellenememesi sorununu çözmek için Spahn 1996 yılında “ikili sıra uyarlaması veya iki aşamalı Tobin vergisi” olarak adlandırılan bir vergi önermiştir. Bu öneriye göre döviz oranlarında bir istikrarsızlık görüldüğü dönemlerde arttırılmış bir vergiye başvurulabilir. (Kapusuzoğlu, 2002:68)

Spahn’ın Tobin Vergisine eleştirileri şu yöndedir:

1) Bütün işlemlere vergi uygulanması spekülasyonla ilgisi olmayan finansal kurumları ve piyasa yapımcılarını cezalandıracaktır.

2) Vergilendirilecek işlemler spot işlemlerle sınırlı kalırsa işlemler, finansal türev işlemlere doğru yönelebilir.

3) Küçük oranlı bir vergi büyük spekülatif amaçlı kazançların olduğu bir durumu engelleyemeyecektir. Çok yüksek bir vergiyse finansal aracılık sektörünü olumsuz yönde etkileyecektir.

Spahn’ın iki aşamalı Tobin vergisi ise şu esaslara dayanır :

- 1) Her zaman uygulanan düşük oranlı bir genel Tobin vergisi
- 2) Spot döviz işlemleri üzerinden %2 oranında bir vergi
- 3) Türev işlemlerinden %0.1 oranında
- 4) Spekülatif işlemlerin yoğunlaştığı dönemlerde uygulanacak yasaklayıcı ek vergi.



Kaynak: Spahn, 2002:26

Spahn'ın önerdiği iki aşamalı vergi yalnızca döviz kurunda büyük çalkantıların oluştuğu kriz dönemlerinde uygulanacak bir ek vergiden oluşmaktadır. Minimum oranlı vergi sürekli olarak uygulanacak, piyasaların normal likidite fonksiyonuna zarar vermeden önemli miktarda gelir elde edecektir. Amacı gelir olmayan ikinci vergi ise ulusal para birimine karşı spekülasyon saldırıları olduğunda otomatik bir fren gibi işlev görecektir. Spekülasyon giriş çıkışlarının artmaya başladığı dönemlerde bu uygulama ile vergi oranı artmış, sermaye çıkışlarının yaratacağı etki en aza indirilmiş olacaktır. (Spahn, 2000:26)

Grafik 3'te Spahn tarafından önerilen iki aşamalı Tobin vergisi yer almaktadır. Bu öneriye göre döviz kuru için bir alt ve üst sınır belirlenir. Grafikte katlanılabılır en düşük ve en yüksek döviz kuru olarak gösterilen sınırlar içinde kurun serbestçe dalgalanmasına izin verilir. Döviz kuru bu sınırlar içinde kaldığı sürece minimum vergi oranı uygulanacak ve döviz kurunun bu oranları aştığı durumlarda uluslararası parasal işlemler ek vergiye tabi tutulacaktır. Böylece döviz kuru uluslararası rezervlerin kullanılmasına veya merkez bankasının müdahalede bulunmasına gerek kalmaksızın vergileme yolu ile hedeflenen aralık içerisinde tutulabilecektir.

2.2.2. Çoklu Döviz Kuru Uygulaması (Katlı Kur Uygulaması)

Çeşitli mal ithal ve ihracı ya da sermaye hareketlerinde uygulanan döviz kurunun bir dış ticaret politikası aracı olarak farklılaştırılmasına katlı kur sistemi denir. Bir başka tanımı ile sermaye piyasası işlemleri için ayrı, reel piyasalar için ayrı kur uygulamasıdır. Döviz gelirlerinin arttırılmasının amaçlandığı katlı kur uygulamasına devalüasyon yapmak istemeyen ülkeler başvurur. IMF ve GATT katlı kur uygulamasına karşı çıkar.

Farklı işlemlere farklı döviz kurlarının uygulandığı çoklu döviz kuru sisteminde genellikle yüksek kısa dönemli faiz oranlarının ülke içi yerleşikler için büyük yük oluşturduğu durumlarda para otoriteleri finansal kuruluşları spekülasyon amaçlı krediler vermesini yasaklayarak yerli para piyasalarını bölümlere ayırır. Hükümet ticaret için kullanılan kurun istikrarını sağlamaktadır. Sermaye işlemleri için kullanılan kur ise dalgalanmaya bırakılır.

Sermaye çıkışı yerel para biriminin değerini kaybetmesine neden olsa da ticaret ile uğraşan kesim hükümetten istikrarlı kur şartlarında döviz alacaktır. Özellikle ithalatın maliyetlerinde bir artış olmayacaktır. Özünde ikili piyasa yerli para cinsinden kısa pozisyonda kalmak için yerli kredi ihtiyacı olan spekülasyoncuların maliyeti yükseltirken spekülasyon olmayan kredi talebinin normal piyasa oranından karşılanmasını sağlar. İkili sistemde aynı zamanda aşırı sermaye girişi ile cari işlemler döviz kurunun etkilenmemesi amaçlanır. Bu sistem hem sermaye işlemlerinin fiyatını hem de miktarını etkilemeyi amaçlar. İdari kurallarda olduğu gibi bunlarda belirli kurallara uymayı zorlayarak cari ve sermaye işlemlerini ayırmak için yerleşiklerin döviz kuru işlemleri ile yerleşik olmayanların yerli para işlemlerinin idaresi anlamına gelmektedir.

Katlı kur döviz kuru uygulaması ile sermaye hareketleri alanındaki döviz kurunun spekülasyon belirlenerek dış ticaret ve enflasyon üzerinde oluşabilecek istenmeyen etkilerden korunulması düşünülmektedir. (Akdiş, 2000:107) Çoklu döviz kuru sistemi ile farklı kategori işlemleri için farklı döviz alım satım fiyatı uygulanarak, ülke ekonomisine katkısı fazla olan işlemlerin teşvik edilmesi; az olan işlemlerin cezalandırılması amaçlanmaktadır. Devlet kendine özgü kriterler ile

“faydaları” sınıflandırmaktadır. Böylece fiyat mekanizmasının ekonomiyi düzenlemesine izin verilmemektedir. (Parasız, 1986:19)

Türkiye’de de 1953 yılından sonra ortaya çıkan sıkıntılar sebebi ile 1956’dan sonra katlı kur sistemine gidilmiş, turistik dövizlerde 1 dolar=5.25-5.5 lira kuru uygulanmaya başlanmış, faiz oranları ve fiyat denetlemeleri arttırılmıştır. Bunun sonucunda ödemeler dengesi açığı bir miktar azaltılmıştır. İnan (2005)’e göre 24 Ocak 1980 kararlarına kadar, kontrollü ve katlı kur politikası uygulayan Türkiye, bu tarihte aldığı kararlar çerçevesinde, daha gerçekçi ve esnek bir kur rejimine geçmeye karar vermiştir.

2.2.3. Kazançsız Rezerv Gereksinimi

Kazançsız rezerv gereksinimi faizsiz zorunlu rezerv/mevduat karşılığı ayrılması şekliyle en çok başvurulan piyasa merkezli kontrollerden birisidir. Bu uygulamaya banka ya da banka dışı kurumların kredi hesaplarındaki sermaye girişlerinin ya da yabancı para pozisyonlarının belirli oranını yerli para ya da döviz cinsinden merkez bankasına faizsiz mevduat olarak yatırmaları gerekmektedir. Bu uygulama bir tür vergi olup, yatırımcının vergi sebebi ile ülkeye hiç girmeden gitmesi engellenmektedir. Hunter (2006)’ya göre uygulamanın amacı kısa vadeli sermaye girişlerini uzun vadeye yaymak, borç yaratan enstrümanlardan, borç yaratmayan sermayeye prim vererek ülkeyi spekülatif sermayenin zararlarından korumaktır.

Rezerv gereksinimini ulusal düzeyde bankalara getirilen rezerv zorunluluğunun bir bakıma ülke içerisinde gerçekleştirilen sermaye işlemlerine uygulanması olarak görebiliriz. Yerleşik ve yerleşik olmayanların yaptıkları sermaye işlemlerinin belirli bir tutarı kadar miktarı merkez bankası hesabında faizsiz tutulmasını şart koşan bu uygulama “Asimetrik Tobin Vergisi” olarak da adlandırılmaktadır. Tobin vergisi sermaye akımının sabit bir oranı kadar vergileme yaparken asimetrik Tobin vergisi sermayenin giriş ya da çıkışlarına fark gözeterek uygulanmaktadır. Rezerv gereksinimi sermayenin tümüne, miktarına ve süresine göre değişiklik gösterebilir. Gereksinimin esneklik özelliği sabit oranda vergilemeye oranla onu daha cazip kılmaktadır.

Şili 1991 yılında ve Kolombiya 1993 yılında rezerv gereksinimini uygulamaya koymuşlardır. İki ülke uygulama sırasında gereksinimin ağırlığı, zamanlaması konusunda değişik rotalar çizmiştir.

Her iki ülkenin düzenlemeleri üç noktada birleşmektedir.

- ❖ Düzenlemeler miktar bazlı değil, fiyat bazlı uygulanmıştır.
- ❖ Düzenlemeler sermaye çıkışlarını değil, sermaye girişlerini etkilemiştir.
- ❖ Düzenlemeler kısa dönemli girişler üzerinde etkili olmuştur.

Engin (2007)'ye göre bu uygulamanın yararları şu şekilde belirtilebilir:

Parasal Bağımsızlık: Yerli ya da yabancı faiz arasındaki farktan doğacak arbitrajı önlediği ölçüde, para politikasının hem şoklara hem de enflasyona karşı mücadelesinde yararlı olur.

Dış Borç: Kazançsız rezerv gereksinimi ülkenin kısa vadeli borç miktarının azalttığı ölçüde, ülkenin krizlere karşı kırılganlığını azaltır.

Sermaye Girişlerinin Kompozisyonunu Değiştirme: Kazançsız rezerv gereksinimi sermaye girişlerinin kompozisyonunu kısa vadeden uzun vadeye çeker.

Kazançsız rezerv gereksiniminin sermaye akımlarının hacmini etkilemediği sonucunu çıkaran çalışmalar da mevcuttur. Bunu savunan araştırmacılara göre; kazançsız rezerv gereksinimi yerel faizleri, yerel faizler de sermaye akımlarını etkilemektedir. Rezerv gereksinimi yerel faizleri yükseltecektir. Faizlerin yükselmesi sermayenin ülkeye girmesi için cezp edici neden olacaktır. Bu anlamda sermaye akımları üzerinde rezerv gereksiniminin etkisi belirsiz olacaktır. Bu da uygulamanın olumsuz tarafını göstermektedir.

2.2.4. Yerel Finansal Düzenlemeler

Yerel finansal düzenlemeler de dolaylı yoldan sermayenin spekülâtif hareketlerine sınırlamalar getirmektedir. Asya krizi sonrasında ortaya atılan ahlaki çöküntü ve ters seçim olguları ışığında yerel finansal düzenlemelerin gelişmekte olan ülkelerin finansal entegrasyonlarını daha sağlamlaştıracağı düşünülmüştür. Uluslar arası finansal sistemi istikrara kavuşturmak için öncelikle ülkelerin kendilerini disipline etme ve denetleme yöntemlerinin, banka ve müşterilerinin etkileşim biçimlerinin değişmesi gerekmektedir. (Özer, 1991:184) Bu çerçevede finansal sektörün gelişmekte olan ülkelerdeki lokomotifi sayılan bankaların sermaye yeterlilik rasyolarını yükseltmeleri, yapılan işlemleri raporlamaları, risk yöntemine önem vermeleri ülkenin karşılaştığı riskleri sınırlayacaktır.

Finansal serbestleşmenin ekonomide yaratacağı olumsuz etkileri en aza indirebilmek için, finansal serbestleşmeye gitmeden önce çok güçlü bir denetleyici ve düzenleyici kurumsal çerçevenin yaratılması gerekir. Eğer böyle bir çerçeve yoksa finansal serbestleşme gerçekleştiği zaman risk alma davranışları üzerinde kısıtlamalar getirmek daha da zorlaşacaktır. Batık krediler artacak buna bağlı olarak bankaların bilançoları ileride kötüleşecektir. Bankaların istikrarsızlık kaynağı olma özelliğini azaltacak uygulamalar da getirilmelidir. Bunların başında devletin bankalara yönelik bazı güvenlik standartları uygulamalarına girmesi gelir. Bu standartlar sadece mevduatları garanti altına almakla kalmamalı panik anlarında da olumsuz havayı önleyici durumda olmalıdır.

Öncelikle bankaları denetleyecek ve düzenleyecek birimlerin her türlü olanaklarla donatılması gerekmektedir. Bankacılık faaliyetine giriş zorlaştırılmalı ve buna bağlı olarak faaliyet sınırlamaları ve sermaye sınırlamalarına gidilmelidir. Yerel finansal düzenlemeler ve de para cinsi uyumsuzluklarını ve ülkeye akan spekülâtif sermayenin içeriğini düzenleyerek ülkeyi finansal çalkantılardan koruyabilmektedir. Ayrıca devlet, yabancı para cinsinden olan veya yabancı bir paraya endeksli ulusal para cinsinden olan yükümlülüklerini, ülkenin finans kesiminin döviz pozisyonu ve hatta özel sektörün döviz pozisyonunu yakından izlemeli ve yönetmelidir. (Kabaş, 2005:58)

Bu düzenlemeler sermaye kontrollerinden ayrı görülmektedir. IMF'nin yerel finansal düzenlemeleri iyi, sermaye kontrollerini kötü olarak göstermesi ideolojik bir ayrımı göstermektedir.

Bankalardaki düzenlemeler dışında 1990'lı yıllarda yaşanan krizler finansal sektörde şeffaflık kavramının önemine de işaret etmiştir. Hükümetlerin ekonomi ve maliye politikaları hakkında daha çok bilginin piyasa disiplini güçlendireceği ve politika yapanların düzeltici önlemler alma ihtiyacını ortaya çıkaracağı, dolayısıyla şeffaflığın artmasının finansal krizlerin tekrarlanma oranını azaltabileceği belirtilmektedir. (Duman, 2002:51) Daha açık ve kapsamlı bilgi paylaşımının kamuoyunun politik kararlar hakkında bilgi sahibi olmasına imkan vereceği, hükümetlerin yapacağı düzenlemelerin de bu doğrultuda olacağı düşünülmektedir. Şeffaflığın artması hem piyasaların etkin olarak işlemlerini sağlayacak, hem de iyi yönetim anlayışının yerleştirilmesi yoluyla kamuoyunun yararına olacaktır.

Yerel finansal düzenlemelerin sermaye kontrollerinin tamamlayıcısı olduğu çok açıktır. Pratikte de yerel finansal düzenlemeler ile sermaye kontrolleri birbirinden ayrılamaz.

2.3. DÖVİZ PİYASASININ İSTİKRARINA YÖNELİK ÖNLEMLER

Sermaye hareketleri üzerine getirilen kontrolleri ana sınıflandırma şekli ile doğrudan kontroller (açık yasaklamalar, miktar kısıtlamaları, sermaye üzerine limitler koyma, sermaye hareketleri için izin alma) ile dolaylı kontroller (çift ya da çoklu döviz kuru sistemleri, vergileme, kazançsız rezerv gereksinimi, yerel finansal düzenlemeler) olarak sınıflandırırken döviz piyasasının istikrarına yönelik önlemler konusunda da dört temel yaklaşımdan söz edilebilir. Bunlardan ilki işlemlerin vergilendirilmesidir. Önceki kısımda detaylı bir biçimde yer verilen Tobin vergisi döviz piyasasının istikrarı konusunda önemli bir yer tutmaktadır. Tercih edilen diğer bir politika aracı "hedef bölge" yaklaşımıdır. "Kurların sabitlenmesi" ve "para kurulu" da bu grupta sayılabilecek politika araçlarıdır. Döviz piyasasının istikrarına yönelik önlemlerin tüm amacı finansal işlemler alanındaki spekülasyon unsurlarının azaltılması veya finansal işlemlerin reel iktisadi etkilerinin asgariye indirilmesidir. (Akdiş 2000:107)

2.3.1. Hedef Bölge Sistemi (Target Zone)

Genel anlamı ile hedef bölge, “merkezi bir kur etrafında dalgalanma sınırı”dır. Piyasada tam esnek ve sabit kur sistemi iki uç döviz kuru uygulamasıdır. Tam esnek döviz kuru sisteminde Merkez Bankası müdahalesini en aza indirmekte ve bağımsız para politikası uygulamasına olanak tanımaktadır. Sistemin getirdiği esnekliğin maliyeti ; daha yüksek enflasyon ve kredibilite kaybıdır. Diğer uç örnek olan sabit kur sistemi ise daha yüksek kredibilite ancak daha az esneklik sağlamaktadır. Özdemir ve Şahinbeyoğlu (2005)’e göre sistemden çıkılmadığı sürece gerçekleşen makro ekonomik disiplin olumlu beklentiler yaratacak; enflasyon oranı daha düşük seviyede gerçekleşebilecektir.

Ancak bu iki uygulama arasında farklı sistemler de mevcuttur. Temelde hedef bölge sistemi de bu uygulamalar arasında yer alan uluslar arası işbirliği ile gerçek olmayan kur değişikliklerinin önlenmesini amaçlayan bir sistemdir.

Hedef bölge sisteminde kurların belirlenen aralık içinde serbestçe dalgalanmasına izin verilmektedir. Serbest dalgalanan ve sabit kur sisteminin bir birleşimi gibi algılanacak bu kur sistemi esnekliği ve istikrarı beraberinde getirir. Merkez parite olarak belirlenen aralığın ortalama değeri kurlara bir belirlilik kazandırırken, kurların bu aralık içinde dalgalanabilmesi dışsal şokların etkisini azaltmaktadır.

Nominal döviz kuru belirlenen merkez parite etrafında aşağı yukarı belli bir aralık içinde dalgalanır. Sapmalarda parasal otorite piyasaya müdahale eder. Aralık genişliği değişir. Daraldıkça sabit kur sistemine; genişledikçe dalgalı kur sistemine yakınsar. Aralık ve merkez parite gibi anahtar bilgiler piyasanın beklentilerini şekillendirir. Aralık içinde gerçekleşen dalgalanmalar piyasadaki şok değişimleri absorbe eder. Hedef alanı sisteminin amacı hem sabit kurun hem de tamamen serbest kur sistemlerinin avantajlarından yararlanmak ve dezavantajlarını ortadan kaldırmaktır.

Sisteme göre iki ülke merkez bankası bir araya gelerek iki para birimi paritesinin ne olması gerektiğini belirtir. Merkezi parite adı verilen paritenin belli limitler içinde dalgalanmasına izin verilir ve merkez bankaları bu limitler içinde kura

dokunmaz. Özgül vd. (2002)'ye göre kur piyasalar tarafından bu açıklanan limitleri zorladığı anda her iki merkez bankası ortaklaşa müdahale eder. Limitlerin simetrik olması gerekmemektedir.

Sistemin amacı kurları hedef alanı sistemi ile birbirlerine yaklaştırarak enflasyon ve faiz oranlarını da birbirine yakın oranlara getirmektir. Hedef alanı 1979–1992 yılları arasında Avrupa Birliği'nde kullanılmıştır. Sistemin çıpa parası DM idi. AB üyesi ülkelerin para birimleri DM etrafında %2.25'lik alt ve üst sınırlar içinde dalgalanıyordu. Sistem Hollanda Florini (HF); Fransız Frankı (FF); Belçika Frankı (BF); gibi ülkelerde çok iyi sonuçlar vermiştir. Bu ülkelerde merkez bankalarının çok güçlü olduğunun düşünülmesi ve limitlere yaklaşıldığında merkez bankalarının rahatlıkla kuru hedef alanı içine tekrar döndüreceği beklentisi hakim olduğundan kur limitlerinin yanına bile yaklaşılmamıştır.

Hedef kuru sistemi döviz piyasalarında bu boyutta bir istikrar yarattığı için günümüzde finans piyasalarında oluşan spekülasyon dalgalarını önlemede bir politika aracı olarak kullanılması önerilmektedir. Bu önerideki para birimleri de Euro, Yen ve Dolar olarak belirlenmektedir. Üç güçlü merkez bankasının arkasında duracağı bir sistem gerçekten döviz piyasalarını istikrara getirecektir.

Sistemin olumsuz tarafları da mevcuttur. Sisteme giren tüm ülkeler artık diğer ülkenin para politikasından çok farklı bir politika izleyemeyeceklerdir. Eğer ülkenin biri ekonomik bir problem yaşarsa sisteme üye diğer ülkenin de bu sıkıntıyı yaşamaması kaçınılmaz olmaktadır.

Sistemin en önemli ön şartı; ekonomileri birbirin yakın özellikte olan ülkelerin para birimlerinin hedef alanına dahil edilmesidir. Bu yolla merkez bankaları en başta zorlanmayacaklar ve sistem olumlu sonuçlar verecektir.

Bir başka olumsuz taraf aralığın neye göre belirleneceğidir. Aralığın çok dar olduğu ve makro politikaların sisteme uyumlu olmadığı durumlarda uygulama istikrar önleyici olabilir ve spekülasyon ataklarına neden olabilir. Sistemin esnekliği aralık ve merkez parite değerlerinin revize edilmesine olanak tanır. Bu ise uygulamanın kredibilitesini düşürmektedir. Uslu (2000)'e göre aralığın sürdürülebilir olması da sistemin güvenliği için şarttır. Devamlı ayarlanan aralık beklenen faydaları yok edebilmektedir.

Sistemin en büyük faydası merkez parite olarak belirlenen aralığın ortalama değerinin kurlara bir belirlilik kazandırması ve kurların bu aralık içinde dalgalanabilmesi ile dışsal şokların etkisinin azaltılmasıdır. Hatta bazı durumlarda şokun etkisini tamamen ortadan kaldırmaktadır. (Parasız, 1997:98)

2.3.2. Para Kurulu

Ülke Parasının seçilecek olan yabancı bir para ve sabit kurdan değişimini öngören ve belirli yasal düzenlemeleri gerektiren bir sistemdir. 1998 yılının ortalarında itibaren ortaya çıkan ve dünya ekonomilerini derinden etkileyen Asya krizi ile birlikte para politikaları uluslar arası sistemde yeniden ön plana çıkmıştır. Cömert (2006)'ya göre bu çerçevede merkez bankacılığı sistemine bir alternatif aranmaya başlanmış ve para kurulu rejimi gündeme getirilmiştir.

Bu uygulamada yeni para basımı sadece sabit bir kur üzerinden aynı miktarda bir döviz girişi olması durumunda mümkün olmaktadır. Bu durumda para otoritesinin kurları değiştirebilme, parasal düzenlemeler ve son kredi mercii gibi geleneksel fonksiyonları elinden alınmış olmaktadır. Bir başka ifade şekli ile para kurulu merkez bankasının yerini almaktadır.

Aslanoğlu (2005)'e göre sistemin amacı kurlarda istikrarı sağlayacak enflasyon ve faiz seviyesini parası çıpa olarak seçilen ülkenin seviyesine getirmektir. Böyle bir ortamda ticaret ve yatırımların da gelişmesi beklenir.

Para arzı ülkeye döviz girişi olması durumu dışında hiçbir şekilde arttırılamaz. Yabancı paraya talep olduğu zaman yerli para arzı azalmakta ve faizler cazip olana kadar yükselmektedir. Dolayısıyla Türkiye ve az gelişmiş ülkelerde dövize talep yaratan nedenler var oldukça ya da ortadan kalkmadıkça para kurulu sağlıklı işleyemez.

Sistem 1992'de Arjantin, 1993'te Estonya, 1994'lerin başında da Litvanya tarafında uygulamaya koyulmuştur. Hong Kong'da 1983, Arjantin'de ise 1991'den 2001 yılına kadar kullanılmış etkili bir politika olan para kurulunda aynı sabit kur sisteminde olduğu gibi para birimi güçlü bir dövize veya döviz sepetine sabitlenir. Sabit kur sisteminden farkı kendine özgü bir takım kuralları olmasıdır. Bu kuralların

amacı sermayenin aniden yurt dışına çıkmasına engel olunamadığı durumlarda da merkez bankasının zor durumda kalmamasını sağlamaktır. Hatta yabancı sermayeye güvence vererek dışarı kaçışını engellemektir.

Bu kurallardan ilki merkez bankasının ekonomide ne kadar yerli para varsa kasasında o kadar döviz bulundurması zorunluluğudur. Döviz rezervleri günlük olarak açıklanmaktadır. Bu yolla yabancı yatırımcılar istedikleri zaman piyasadaki toplam yerli para karşılığı dövizin merkez bankasında veya sistem için kurulan ayrı bir para kurulunda bulunduğundan emin olduğu için döviz sorunu çıkabileceği paniği ile dövize saldırmayı düşünmez. Spekülasyon güdüsü ile para talebi söz konusu olmamaktadır. Bu sebeple para kurulu uygulaması sıcak para hareketlerinin kontrolünde bir politika aracı olarak kullanılabilir.

Bir başka kural ise merkez bankasının kanunen döviz olmadıkça yerli para basamayacak ve piyasaya süremeyecek olmasıdır. Bu da devlet bütçesi ne kadar açık verirse versin merkez bankasının bunu borçlanarak karşılayamayacağı anlamına gelmektedir. Tabi ki bu anlamda istikrar sağlayan bir sistemin kullanma koşullarından ilki merkez bankasının sabit parite üzerinden piyasadaki banknot miktarı ve mevduat munzam karşılıkları kadar bir büyüklüğe eşit rezervlere sahip olması ve bunu nakit olarak her an ödeyebileceğini taahhüt etmesidir. Makro ekonomik anlamda piyasalarda para kurulu mekanizmasından faydalanarak faizleri kolaylıkla yukarı itebilecek ya da çok düşürerek enflasyona sebebiyet verebilecek bir ortam olmaması gerekir. (Saruhan, 2000:56)

Para kurulu sisteminin; makroekonomik disiplinin sağlanması, otomatik dış ödeme mekanizmasının kurulması ve ulusal paraya güvenin yeniden sağlanması gibi olumlu taraflar olmasına karşı, ulusal paranın aşırı değerlenmesi, senyoraj gelirinde azalma, kısa dönemli makroekonomik yönetimin zorluğu gibi olumsuz tarafları da mevcuttur. (Gültekin ve Yılmaz, 1996:31)

Bir ülkenin para kurulu sistemine geçebilmesi için siyasal kurumsal koşulların gerekliliği de aranmaktadır. Geçiş için ilk koşul bütçe açıklarının kontrol altına alınması, ikinci koşul ise mali sektörün sağlamlılığıdır. Bu koşulların gerçekleşmemesi halinde Arjantin’de olduğu gibi ülkeler para kurulundan bekledikleri para birimi ve fiyat istikrarından istediği sonucu alamaz.

3. SERMAYE HAREKETLERİNE GETİRİLEN KISITLAMALARIN ETKİLERİ

Sermaye hareketlerine kısıtlamaların uygulanmasını savunan görüşe göre teorik olarak sermaye kontrolleri portföy çeşitliliğinde risk dağılımını engellemektedir. Sermaye kontrolleri uzun dönemde sınır ötesi sermaye hareketlerinin etkilerini sınırlandırmaktadır. Sermaye çıkışları üzerine geçici kontroller önemli uzun dönem maliyetlerini de beraberinde getirmektedir.

Sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamalardan dolayı bir şekilde bu akımların yasal olarak kontrol edilebileceği varsayılmaktadır. Oysa bunların kontrolünün bu kadar kolay olmadığını gösterir kanıtlar mevcuttur. Özel sektör bu tür kısıtlamaları atlatmak için çeşitli yollar geliştirmektedir. Ticarete fatura düzenlememe, kısıtlamadan muaf hareket gibi göstermek, rüşveti de içeren yasal olmayan yollar bunlar arasında sayılabilir. Sermaye kontrollerini atlatma çabaları aynı zamanda mali türev araçlarının da artmasına yol açmıştır.

Finansal sistem üzerine konulan kısıtlamalar ve yükümlülüklerin azalması sistemde yer alan piyasa ve firmaların daha etkin çalışmalarına, ekonomi kurallarına uygun olarak faaliyet göstermelerine ve temel fonksiyonlarını daha iyi yerine getirmelerine katkıda bulunacağı öngörülmektedir.

Sermaye hareketlerine getirilen hiçbir kısıtlama finansal krizden korunmayı garanti edemez. Finansal krizler ve yoğun sermaye hareketlerine karşı en iyi koruma sürdürülebilir ekonomi politikası, bankaların risk alma ve sermaye yeterliliğinin etkili denetiminin olduğu güçlü finansal sistem ve seçilen döviz kuru rejiminin sermayenin serbest hareketliliği ile uyumlu olduğundan emin olmaktır. Ayrıca finansal sistemin risk alanların herhangi bir kriz ortamında sorumluluk da almalarını sağlaması çok önemlidir. Bundan dolayı gelişmekte olan ekonomilerdeki stok piyasalarının geliştirilmesi önemlidir. Bu, şirketler borçlanma yerine hisse senedi temelinde finansmanı kullanmaları nedeni ile, finansal sistemin hassasiyetini azaltacak, yani kısa vadeli sermayeye bağılılıkları düşecektir.

Birçok ülkedeki deneyimler, bankacılık sistemini güçlendirmeden ve denetimleri yoğunlaştırmadan yapılan sermaye hareketlerindeki deregülasyonun

ülkeyi sadece döviz krizine karşı değil aynı zamanda bankacılık krizleri ve mali krizlere karşı da savunmasız hale getirdiğini göstermektedir.

Sermaye hareketlerini kısıtlamaya yönelik önlemlerin yarattığı olumsuz etkileri şu başlıklar altında toplamak mümkündür. (Aslan 1997:56)

- Sermaye kontrolleri ile ulusal para otoritelerinin yetkileri artacağından istedikleri anda piyasaya müdahale yeteneği kazanmaktadırlar.
- Sermaye kontrollerinin etkisi ile işlem maliyetleri artacağından, portföy çeşitlendirme faaliyeti azalmakta, sermaye piyasaları etkinliğini kaybetmektedir.
- Kontrollerin ileride daha da artacağı düşüncesi ile sermayenin dönüş hızında sapmalar oluşmaktadır.
- Kambiyo kontrolleri uygulayan ülkeden daha liberal politika izleyen ülkelere doğru sermaye kaçıışı olacağından sermaye kontrolleri ülke parasının dış değerini düşürecektir.

Özet olarak sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamaların ilk etkisi, kısıtlama uygulayan ülkenin bağımsız bir para politikası uygulamasını sağlama üzerinde kendisini göstermektedir. Bunun da nedeni kriz yaşayan ülkelerin kriz öncesinde sabit döviz kuru rejimini uygulamalarıdır. Kısıtlama uygulayan ülkeler olan Şili, Malezya ve Brezilya gibi birçok gelişmekte olan ülke kriz öncesinde sabit kur rejimine sahiptir. Bu rejimden ayrılmadan döviz kurunun istikrarını ve para politikasının devamlılığını sağlamaya çalışan ülkelerin sermaye hareketlerine kontrol uyguladıkları görülmektedir. Sermaye hareketlerine getirilen kontrollerin de daha çok kısa vadeli şokları önlediği uzun vadede ise etkinliğinin azaldığı anlaşılmaktadır.

4. SERMAYE KONTROLLERİ UYGULAMALARI

Sıcak para hareketlerinin kontrolü için uluslar arası önlemlerin alınması en doğru çözüm yoludur. Bu doğrultuda kararların alınması için gelişmiş ülkelerin somut adımlar atması yeterli olacaktır. Fakat küreselleşme adı altında gelişmiş ülkeler tarafından yayılan görüşün temelinde sermayenin sınırsız özgürlüğü yatmakla

birlikte sıcak paranın uluslar arası ölçekte kontrol edilmesinin oldukça güç olduğunu söylenebilmektedir.

Ulusal sermaye kontrolleri sıcak para karşısında ulusal ekonomileri koruyabilecek önemli politika araçlarıdır. 1990'lı yıllar boyunca yaşanan krizler bu politika araçlarının gerekliliğini yeterince ortaya koymuştur. Şili, Kolombiya ve Malezya sermaye hareketlerine karşı kontroller uygulamışlardır. Şili ve Kolombiya uygulamalarında sermaye hareketleri ülkeye girerken; Malezya uygulamasında ise sermaye hareketleri ülkeden çıkarken kontrole tabi tutulmuştur. İki Latin Amerika ülkesi kazançsız rezerv gereksinimi, dolaylı kontrolleri kullanırken, Malezya doğrudan kontroller kullanmıştır. İki Latin Amerika ülkesi Malezya ile karşılaştırıldığında daha yumuşak önlemler almıştır. Sonuç olarak iki Latin Amerika ülkesi kısmi başarılı; Malezya ise tam başarılı sayılmaktadır.

4.1. ŞİLİ UYGULAMASI

Şili, istikrar sürecinde yapısal reformları diğer Latin Amerika ülkelerine göre daha önce tamamlayan ve diğer ülkelere çeşitli yönlerden örnek olmuş bir ülke konumundadır. Şili'nin küreselleşmeye doğru olan kapsamlı yükselişi, ekonomisini dünyanın en açık ekonomileri arasına yerleştirmiştir. Bayar (2000)'e göre çok sayıda serbest ticaret; ticari işbirliği ve ekonomik anlaşmaları imzalamış bulunan Şili sağlam ve güvenilir bir ticaret ortağıdır.

Şili ekonomisi birkaç maden ihracatına bağlı olan küçük bir ülkedir. Bakır ve nitrat madenleri ekonomide önemli bir yer tutmakta; bunların ihracatından elde edilen gelir, döviz ihracatının büyük bir bölümünü karşılamaktadır. Bu nedenle dünya bakır fiyatlarındaki değişimler ekonomide büyük dalgalanmalara neden olmaktadır. Uzun yıllar ithal ikameci büyüme strateji ile bu etkilerden korunmaya çalışmıştır. Ekonomi yönetiminde yaşanan radikal değişimler ve politik çekişmeler nedeni ile ağır ekonomik faturalar ödenmiştir. (Bahçeci, 1997:38)

Şili'de 1977-79 yıllarında sermaye kontrollerinin kaldırılması ile artan sermaye hareketleri yurtiçi mal talebindeki artışı karşılamayı kolaylaştırmış; rezervler artış göstermiştir. 1979-82 dönemine sabit kur politikası uygulandığından reel kur değerlenmiş, bu da ithalatın artması ve ihracatın azalması yönünde etkiler

yaratmış, dış ticaret dengesi bozulmuştur. 1981 yılında dünya bakır fiyatlarının %10 oranında düşmesi Şili'nin ihracat gelirlerinde önemli kayıplara neden olmuştur. Bu gelişmeler ekonomik daralmayı beraberinde getirmiş; merkez bankası sermaye girişlerini sterilize etmeye çalışmış; faiz oranları artış göstermiştir. Aşırı değerli kur politikası, devalüasyon beklentileri sonucu 1981 yılında finansal kriz başlamıştır. %15 oranında bir devalüasyondan sonra kur dalgalanmaya bırakılmış ve sermaye çıkışları gözlenmiştir. Bu gelişmeler sonrasında sermaye piyasalarını düzenlemeye yönelik olarak bazı yasalar çıkartılmıştır. Bankacılık sisteminin ve iş çevrelerinin güçlendirilmesi; tasarrufların artırılması ve bankacılık zararlarının en aza indirilmesi hedeflenmiştir.

Yeni düzenlemeler ile bankaların öz sermayelerinin %2'sinden fazla borç vermeleri yasaklanmıştır. Bankaların sadece vadesiz mevduatları devletin sigorta kapsamına alınmıştır. (Bahçeci, 1997:42)

1980'li yıllardaki bu gelişmelerden alınan deneyimlerden dış şoklara zamanında müdahale etme gereği öğrenildiğinden bundan sonraki süreçte sermaye girişlerinin yeniden artırılması ile oluşabilecek spekülasyon hareketleri engellemek için sermaye hareketlerine bir takım kısıtlamalara getirilmiştir.

Ülkenin sermaye hareketlerine karşı en son kontrol uygulama girişimi 1989 sonrasında meydana gelen olaylar çerçevesinde gelişmektedir. 1989 yılında enflasyonu önlemek için faiz yükseltmesi, aynı tarihte gerçekleşen sermaye bolluğu ile çakışınca ülkeye büyük bir sermaye girişi yaşanmıştır. Ancak aynı dönemde Latin Amerika ülkelerinde yaşanan yüksek enflasyon deneyimleri nedeni ile yüksek maliyetler ödemek pahasına ülkede enflasyonun artmasına izin verilmiştir.

1990'lı yıllar boyunca ülkenin yüksek sermaye girişine maruz kalmasını 1989 yılında gelişmekte olan ülkelerin borçlarının borç senetlerine dönüştürülmesi; 1992-1993 yılları arasında Amerika'da son 30 yılın en düşük faiz oranlarının görülmesi ve 1995 sonrası Meksika krizinden yara almaması nedeni ile açıklanabilmektedir.

Şili kontrollerinin temel amaçlarının sıcak para kontrolünün temel amaçlarından farkı yoktur. Sermaye akımları yerel talebi şişirdiği için cari işlemler hesabı giderek büyüyen açıklar verecektir. Dolayısıyla sermaye kontrolleri düşük faiz ve yerel paranın değerlenmesine yönelik sermaye hareketlerini caydırmaktadır.

Sermaye kontrolleri uluslar arası finansal çevredeki ani değişmelere karşı yerel ekonominin kırılğanlığını azaltmaktadır. Şili'nin de kontrollerdeki amacı toplam sermaye akımları içinde likit ve kısa dönemli yükümlülükleri en aza indirerek bu kırılğanlığı azaltmaktır.

Sermaye kontrolleri yabancı tasarrufların ekonomiye, yerli tasarrufların tamamlayıcısı olarak katılmasını sağlamaktadır. Tüketimi finanse eden kısa vadeli sermaye yerine üretken yatırımları finanse eden uzun vadeli sermaye akımlarına yönelişi sağlamaktadır. Tüm bu sebeplerden dolayı Latin Amerika'nın en güçlü ekonomilerinden birine sahip Şili 1991-1998 yılları arasında sıcak paranın ülkeye girişine sermaye kontrolleri ile cevap vermiştir. Şili fiyat (piyasa) yönlü kontroller uygulaması nedeni ile birçok akademisyen tarafından takdir edilmiştir. Şili bu kontroller ile 1994 Meksika krizinden etkilenmemiş; Asya krizini de hafif bir resesyon ile atlattır.

Şili 1991 yılında kısa vadeli sermaye akımları üzerine zorunlu karşılık oranı koymak sureti ile uygulamaya başladığı kontrol piyasa odaklı sermaye kontrollerine en güzel örnektir. Ülkenin rezerv gereksinimi uygulaması konuya tabi olan sermayenin kanunda ön görülen kısmı kadar miktarının Şili Merkez Bankası bünyesinde belli bir süre için karşılıksız olarak tutulmasından ibarettir. Bu kontrolün amacı sermaye akımlarının daha uzun dönemli girmesini sağlamak aşırı değerli yerli paranın değerini düşürmek; merkez bankasının bağımsız bir şekilde para politikasını yönetmesini sağlamak ve uluslar arası mali piyasalardaki krizler karşısında iç piyasanın kırılğanlığını azaltmak için kısa vadeli sermayenin ülkeye girişini yavaşlatmaktır.

Şili'de sermaye hareketleri üzerine getirilen kontrol mekanizması şu şekilde gerçekleştirilmiştir. Şili 1991 yılında ülkeye giren sermayenin %20'si oranında faiz işletilmeyen karşılık koymuş ve uzun vadeli hareketleri bu kısıtlamanın dışında bırakmıştır. Kazançsız rezerv gereksinimine konu olan işlemler, ticari krediler haricindeki bütün yabancı borçlanma işlemleridir. Ticari krediler ve borç yaratmayan akımlar rezerv gereksiniminden muaf tutulmuştur. Politikanın uygulama sebebi kısa dönemli borçlanmayı sınırlandırmaktır. Merkez bankasına yatırılan para, yabancı borçlanmaya konu olan para birimi cinsindedir.

Merkez bankasına yatırılan bu karşılıkların ne kadar süre ile bankada kalacağı ise sermaye işlemlerinin uzunluğuna bağlıdır. Şili’de 1991’deki ilk uygulamalarda 90 günlük işlemler 90 gün; 90 gün ile 12 ay arasındaki işlemler işlem uzunluğu kadar; 12 aydan uzun işlemler ise 12 ay boyunca merkez bankası bünyesinde tutulacaktır. Kısaca bu süre 30 günden 12 aya kadar belirlenmektedir. Rezerv oranına alternatif olarak orta vadeli yatırım yapanların kısa vadeli hareketleri; başka isimler altında uzun vadeli olarak gösterip, bu kısıtlamayı delmek isteyenlerin önüne geçmek için bu tür yatırım yapanlar merkez bankasına rezerv oranının masraf tutarında bir ödeme yapmak durumunda kalmışlardır.

Şili ekonomi yönetimi bu uygulamaya geçiş yaptığı tarihten 10 gün sonra merkez bankası bünyesinde tutulan paraların karşı taraf tarafından satın alınmasını sağlayacak bir uygulamaya imza atmıştır. Ülkenin 1 yıla kadar olan yerli krediler üzerinden aldığı vergi (1.2 düzeyinde) dış borçlanma için de geçerli olmuştur.

1992 yılında rezerv gereksinimine konu olan işlemlere döviz tevdiat hesapları ve yabancılar tarafından alınan hisse senedi alımları da eklenmiştir.. Aynı yıl makro ekonomik istikrarı sağlamak için yerel faiz düzeyi arttırılmak istenmiş; fakat bu arttırımın sermaye girişlerini arttıracığı düşünülerek kazançsız rezerv gereksinimi %30’a yükseltilmiş, ayrıca bu gereksinime tabi tutulan sermayenin merkez bankasında tutulma süresi vade farkı gözetmeksizin 1 yıl olarak düzeltilmiştir. Bu dönemde doğrudan yabancı yatırımlar çok sıkı denetlenerek kısa vadeli yatırımların şekil değiştirerek net varlık yatırımlarının altında yapılmasının önüne geçilmiştir.

1995 yılı Şili’de bu uygulamanın en etkin olduğu yıl olarak görülmektedir. New York borsasında işlem gören Şili kağıtları da bu uygulamaya dahil edilmiştir. 1996 yılında ise spekülatif olduğuna inanılan doğrudan yatırımların da bu uygulamaya dahil edilmesine karar verilmiştir.

Şili’nin uyguladığı bu politikalar sayesinde ülkeye giren kısa vadeli sermaye akımlarında büyük düşüşler meydana gelmiştir. LIBOR* faiz oranı %5 iken uygulanan kısıtlamalar nedeni ile yıllık faiz oranı %39’a; 3 aylık faiz oranı %11’e yükselmiş ve Şili’nin kısa vadeli borçlarının toplam borçları içindeki payı hızlı bir

* Londra para piyasasında yürütülen işlemlerde birinci sınıf bankaların kullandığı kredilere uygulanan faiz oranını gösteren ve uluslar arası kredi işlemlerinde kullanılan ölçüdür.

biçimde düşmüştür. 1998 yılında ise dış borçlanmanın maliyetini ve 1997 yılında yaşanan krizin yan etkilerini azaltmak için (kriz döneminde Şili’de yabancı sermaye hızlı bir biçime ülkeden kaçmıştı) ve likidite ihtiyacının karşılanması amacıyla zorunlu karşılıklar Haziran 1998’de 10 puan düşürülmüş; Temmuz 1998’de ise %0’a çekilmiştir.

Şili’de uygulanan bu faizsiz karşılık oranının etkisi, sermaye hareketlerine vergi koymanın etkisine benzer olmuştur. Engin (2007)’ye göre bunun bir vergi olduğu düşünüldüğünde kazançsız rezerv gereksiniminin maliyeti şöyle hesaplanır:

$$t = [r (i+s) T / 1r] / D$$

t : kazançsız rezerv gereksiniminin vergi cinsinden maliyeti

r: kazançsız rezerv gereksiniminin oranı

i: yabancı faiz oranı

s: risk primi

T: kazançsız rezerv gereksinimi süresi

D: yabancı yatırımın işlem süresi

Formülden de anlaşılacağı üzere yatırımın işlem süresi ne kadar kısalsın o yatırım üzerindeki vergi o kadar artmaktadır. Şili ekonomi otoritelerinin kazançsız rezerv gereksinimi uygulamasının en önemli nedeni para politikasını bağımsız uygulamak ve sermaye hareketlerini caydırmaktır ki Şili’nin büyük ölçüde bu amacına ulaştığı söylenebilir. Şili’ye giriş yapan sermaye 1991 yılından önce kısa vadeliyken bu kontroller sonucunda uzun vadeli hale dönüşmüştür. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülkeye giren toplam sermaye içerisindeki payı kontrol öncesi %73 iken bu oran 1998 yılında %3’e düşmüştür.

Şili 1998 yılı itibarı ile faiz farkını istediği derecede yüksek tutabilmiştir. Ülkenin enflasyon ile mücadelesinde bu gelişmenin büyük rolü olmuştur. 2002 yılı itibarı ile ülkede enflasyon oranı %6 düzeyindedir. Ayrıca uygulanan bu kontrol yönteminin ülkeye giren toplam sermaye miktarını azaltıp azaltmadığı da birçok

ekonometrik çalışmaya konu olmuştur. Ancak 1991 yılında kazançsız rezerv gereksinimi uygulanmaya başlamasından itibaren doğrudan yatırımlar hızlı bir şekilde yükselmiş, diğer özel akımların vadesi önemli derecede kısalmıştır. 1996-1997 sonrasında ise ülkede özel yatırımlar artış göstermiştir. Bunun nedeni ise ülkenin Meksika krizinden etkilenmemiş olmasıdır.

Ülkeye yüksek faiz için gelen sermaye akımlarının ülkenin parasının değerlendirilmesine neden olup, ülkenin rekabetçiliğini de olumsuz etkilediği kesindir. Şili’de politika yapıcıları duruma müdahale için kazançsız rezerv gereksinimi uygulamasına kadar olan dönemde sterilizasyon ve kur politikasından oluşan bir politika seti kullanmışlardır.

Şili’de 1989 yılında başlayan sıcak para hareketlerine karşı 1991 yılına kadar ağırlıklı olarak sterilizasyon politikası ile cevap verilmiştir. Ülkede bu politikanın 1990’lı yılların ilk yarısında dönemin ikinci yarısına göre daha sert bir biçimde kullanıldığı söylenebilir. Sterilizasyon parasal taban üzerindeki yabancı para girişinden kaynaklanan etkilerin nötrlenmesidir.

Sermaye akımlarının tam ve döviz kurlarının dalgalı olduğu koşullarda para stokunda meydana gelen gelişmeler nominal fiyatlar genel seviyesinde de aynı yönde değişmelere neden olmaktadır. Bu durum sermaye akımlarının sterilizasyonunu gerekli kılmaktadır. Aklan (2005)’e göre sterilizasyonun dar anlamda parasal tabanın değişmeden kaldığı; sermaye akımlarının etkilerinin devlet iç borçlanma senetleri ihracı ile giderdiği bir yöntem olarak tanımlanabilmektedir.

Merkez bankası elinde, düşük faiz getiren parayı tutmaktadır. Tam sterilizasyon durumunda, piyasadaki yerel para açık piyasa işlemleri yolu ile çekilmektedir. Yükselen faiz oranları da spekülasyon sermayeyi tekrar yurt içine çekmektedir. Bu anlamda kısmi sterilizasyonun daha başarılı olduğu söylenebilir. Sterilizasyon politikaları bu açık pozisyon varlığı riskinden dolayı merkez bankası için önemli bir kayıp oluşturmaktaydı.

İlkorur (2007)’ye göre kur politikası uygulamalarına bakıldığında Şili 1999 yılına kadar bir bant içinde “crawling peg” kur politikasını uygulamıştır. Şili’de 1980 sonrası uygulanan bir başka kur politikası yönlendirilmiş sabit aralık (crawling band) uygulamasıdır. Yönlendirilmiş sabit aralık sisteminde ülke parasının değeri önceden

açıklanmış sabit bir değer etrafında belirli limitler içinde dalgalanır. Fakat esas alınan sabit değer seçilmiş ekonomik göstergeler ve özellikle ödemeler dengesindeki gelişmelere bağlı olarak ayarlanabilmektedir.

Yönlendirilmiş sabit parite sisteminde ise ülke parasının değeri sabitlenmiştir. Ancak bu sabit değer aynı yönlendirilmiş sabit aralık sisteminde olduğu gibi o ülkenin seçilmiş ekonomik göstergelerine ve özellikle ödemeler dengesindeki gelişmelere bağlı olarak ayarlanabilmektedir.

Sterilizasyon ve kur politikası karşıtları bu uygulamaların enflasyonun kemikleşmesini sağladığını ve spekülative saldırılara açık kaldıklarını belirtmektedirler. Uygulamanın taraftarları ise bu uygulamaların sermaye kontrolleri ile desteklenmesi durumunda hem spekülative saldırıların önüne geçileceğini hem de imkansız üçleme hipotezinin geçerliliğini yitireceğini savunmaktadırlar. İmkansız üçleme hipotezi; bir ülkenin döviz kuru istikrarı parasal bağımsızlık ve finansal serbestleşme hareketlerini aynı anda gerçekleştiremeyeceğini bunlardan en az birinden vazgeçilmesi gerektiğini ifade etmektedir. (Alpay, 2007:712) Çünkü bu üç ilke ekonomide aynı anda gerçekleşmez.

Sterilizasyon ve kur politikası uygulamalarına karşı çıkanlar olmasına rağmen yönlendirilmiş sabit aralık uygulaması sermaye akımlarının neden olduğu yerli paranın değerlenmesine karşı daha etkili olmaktadır. Şili’de 1989 yılında iki yönde %3 olan kur bandı %5’e; 1992 yılında %5’ten %10’a; 1997 yılında ise %10’dan %12.5’e genişletilmiştir. Bu düzenlemelerin amacı yerel paranın değerlenmesine izin vermek ve yabancı rezerv birikiminden kaynaklanan parasal baskıları azaltmaktır.

Şili uygulamasının ülkenin yerel parasının değerlenmesini önleyip önlemediği literatürde hala tartışma konusudur. Ülkenin para otoritesi bandın genişlemesine izin verirken, ülkenin verimliliğinin diğer ülkelere nazaran daha yüksek olacağını düşünmüştür. Aynı zamanda 1990’lı yılların ikinci yarısı itibarı ile yerel paranın değerlenmesine yönelik baskılara ve bu baskıların maliyetine katlanmak giderek güçlenmiştir. Gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerinin sonucu olan uluslar arası rezerv birikimi parasal baskılar meydana getirmiş, sterilizasyonun maliyetleri giderek artmış, ve merkez bankasının yerel paranın değerlenmesine yönelik baskılara direnmesi giderek güçleşmiştir.

Bant uygulaması içerisinde nominal kur dönemin büyük bir bölümü boyunca bandın alt bölümüne yapışık bir şekilde hareket etmiştir. Dönem boyunca Şili ekonomi otoriteleri döviz kurunun istikrarını sağlamak için sürekli piyasa müdahalelerinde bulunmuşlardır. Ayrıca bant uygulamasının yerel paranın aşırı değerlenmesine yönelik baskıları daha rahat kontrol ettiği görülmektedir.

Bant uygulaması içerisinde yerel paranın değer yitirmesine yönelik bir baskı ile karşılaşıldığında piyasaya döviz sürülmesi, yerel faizlerin arttırılması veya bandın genişletilmesi gerekecektir. Aksi yönde bir baskı ise piyasadan döviz çekilmesi, yerel faizlerin düşmesi veya bandın genişletilmesi yolu ile çözülecektir. Bant uygulaması paranın değer yitirmesi yönündeki baskılara karşı güçsüz bir uygulama olarak görülmektedir. Şili'nin 1999 yılında yaşadığı ılımlı resesyonda ve 2000 yılında serbest kura geçişinde bant uygulamasının bu eksik yönü önemli rol oynamıştır. Ülke 1992 yılında yerel parasını dolar yerine üç dövizden oluşan bir sepete (Dolar, Yen, Mark) bağlamıştır. Bu girişim de spekülasyon akımlarının caydırılması yönündeki girişimlerden biridir.

Şili'de sermaye girişleri üzerine kontrol koyulurken, sermaye çıkışları önündeki engeller kaldırılmıştır. Bu konu Şili uygulamasının en çok tartışılan yönlerinden birisidir. 1991 yılında ülke içinde var olan büyük finansal kurumların yurt dışına çıkış yapmaları yönündeki engeller göreceli olarak kaldırılmaya başlamıştır. Şili ekonomi otoriteleri sermaye girişlerinin yaptığı baskıyı sermaye çıkışları yönündeki hareketler ile azaltmak istemişlerdir.

Şili'nin sermaye hareketleri için uyguladığı vergi, sermaye girişleri üzerine ex-ante, sermaye çıkışları üzerinde ex-post niteliğindedir. Araştırmalara göre Şili'de uygulanan bu tip kontrol sermaye hareketlerinin vadesini orta ve uzun döneme çıkarmış, ancak sermaye akışları ve döviz kuru için etkisi çok olmamıştır. Bunun nedeni olarak şirketlerin bu vergi sisteminde kaçmayı başaran politikaları gösterilmektedir. Ayrıca yapılan araştırmalar (örn; Sato ve Valges-Prieto) Şili'de yapılan sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin sermaye girişlerini etkilemediği sonucuna varmışlardır. (Ay ve Mangır, 2002:135)

Ayrıca ülkenin yaşadığı ılımlı resesyonda sermaye çıkışlarının serbestleşmesi de önemli rol oynamıştır. Çünkü çıkışların serbestleştirilmesi ile yerel piyasada işlem

gören değerlere olan talep düşeceğinden aynı değerlerin fiyatları da düşecektir. Bu durum sermaye girişi için cazip bir neden oluşturacak; ayrıca sermaye çıkışları önündeki engellerin kaldırılması da sermaye çıkışı için çekici bir neden olarak görünecektir.

Şili'nin sermaye girişlerinin etkisini azaltmak için kullandığı en önemli silah sermaye kontrolleri olarak görülmektedir. Ülke sermaye girişlerini azaltmak için hem doğrudan hem de dolaylı kontroller uygulamıştır. Doğrudan kontroller ülke içerisinde yabancı doğrudan yatırımların ve yabancı portfolyo yatırımlarının bir yıl kalması zorunluluğu biçiminde olurken, dolaylı sermaye kontrolleri 1981 sonrası yerel finansal düzenlemeler ağırlık vererek başlamıştır. Ülkenin 1981 yılında krize sürüklenmesinde ülke içinde denetlenmeyen bankacılık sisteminin rolü büyüktür.

Ülkenin yerel finansal düzenlemeler konusunda 1989 sonrası yoğun çaba içerisinde olduğu görülmektedir. Bankalar yabancı ticari krediler haricinde yabancı döviz ile borç vermeleri, bankaların rezerv ya da sermayelerinin %20'si düzeyinde dövizde açık pozisyonda kalmaları, ve vade uyumsuzlukları gibi temel konularda düzenlemeler yapılmıştır. Bu düzenlemeler hem bankaların dövizde açık pozisyonda kalmalarını sağlamış, hem de vade uyumsuzluğunu sınırlandırarak merkez bankasının kriz anında döviz kurunu faiz oranlarını yükselterek müdahale etmesini olanaklı kılmıştır.

Şili'nin kısa vadeli sermaye hareketlerine koyduğu tüm bu kontrollerin ülke ekonomisindeki sonuçları şu şekilde sıralanabilir:

- a. Tüm sermaye akımları içinde kısa vadeli işlemlerin payını azaltmıştır.
- b. Para politikasına yerli parayı aşırı düzeyde değerlendirme baskısı yapmadan yabancı faize göre yerli faizi yükseltmiştir. Yerli faizdeki yükseliş sebebi ile bankalar üzerindeki denetim artmış, bankalar kısa süreli yatırım projeleri gerçekleştirememişlerdir.
- c. Rezerv gereksinimi hızlı yabancı borç birikimini ve cari işlemler dengesinin bozulmasını önleyememiştir.
- d. Kazançsız rezerv gereksinimi (KRZ) uygulaması yabancı sermayeye karşın Şili Merkez Bankası para politikasını daha bağımsız kılmıştır.

- e. Kazançsız rezerv gereksinimi uygulaması dış borçları geçiş süreci içinde azaltmıştır.
- f. Uygulama sonrası sermaye hareketlerinde görülen düşüş yabancı rezervlerde GSYİH'ın %0.5'i kadar azalma meydana getirmiştir.
- g. Kazançsız rezerv gereksinimi sonrası uygulanan yüksek faiz oranları yatırımların azalmasına, böylece büyümenin 1990 öncesi ile karşılaştırıldığında sadece %0.5 olarak artmasına yol açmıştır. (Engin, 2007:10)

Yukarıdaki maddelerden de anlaşıldığı üzere, birçok ekonomi politikası uygulamasında olduğu gibi Şili'de de sermaye kontrollerinin uygulanması ülke ekonomisine olumlu katkı yaparken , birtakım maliyetleri de beraberinde getirmiştir.

4.2. MALEZYA UYGULAMASI

Sermaye hareketleri üzerine kontroller getiren bir diğer ülke de Malezya'dır. Malezya Güneydoğu Asya ülkeleri içerisinde yıllık kalkınma oranı en fazla olan ülkelerden biridir. Malezya, ekonomik açıdan kendi kendine yeterli bir ülkedir. Enflasyonu düşük, güçlü bir sermaye yatırımına sahip ekonomisi sürekli gelişme içerisinde. Malezya piyasa odaklı uygulamalarda bulunan Şili'nin tersine kanuni kontroller uyguladığı için yabancı sermaye akımları üzerindeki baskısı daha olumlu olmuştur.

Malezya hükümetinin serbestleşme deneyimi 1970'li yılların ortalarında başlamıştır. Ülkenin literatürde 1998 yılında sermaye çıkışları üzerine getirdiği sermaye ve döviz kontrollerine değinilmesine rağmen ülkenin 1994 yılında sermaye girişleri üzerine getirdiği kontroller es geçilmektedir. Oysa Malezya ilk olarak 1993 yılında ülkeye giriş yapan büyük miktardaki spekülatif sermayenin ülke ekonomisini kötü yönde etkilemesi; 1990'lı yılların ilk dönemlerinde sermaye hareketlerine karşı geliştirilen sterilizasyon politikalarının etkisiz kalması ve faizleri yükseltmesi sebebi ile 1994 yılında sermaye girişlerini kısıtlayıcı önlemler alma yoluna gitmiştir.

1994 yılında uygulamaya konulan sermaye kontrollerinin kısa keskin şok içerikli bir yapıya sahip olmaları sebebiyle Şili uygulamasından çok daha etkili olmuştur. 1994 yılında yerleşik olmayanların kısa vadeli yatırım yapmalarını doğrudan engelleyen önlemler alınmıştır. Yerleşiklerin bir yılın altında Malezya para piyasasında işlem gören hisse senetlerini satması, ticari bankaların yerleşik olmayanlarla ticari olmayan forward ve swap işlemlerinin yasaklanması, bankaların dış yükümlülük pozisyonlarına sınırlamalar getirilmesi ve ticari bankaların hesaplarında yabancı bankalara ait yerel para hesaplarına kazançsız rezerv gereksinimi uygulaması bu dönemde gerçekleşmiştir.

Bu uygulamaların yürürlüğe girdiği zaman diliminde faiz hadleri düşürülmüştür. Ancak uygulamaların çoğu 1994 Ağustos ayında kaldırılmaya başlanmış,ve aynı yıl tamamen kaldırılmıştır. Ancak uygulamalar sermaye hareketlerinin 1994 yılı içerisinde keskin bir şekilde azalmasını sağlamıştır.

1997 Asya krizinden önce Malezya portföy yatırımları ile ilgili sermaye hareketlerindeki düzenlemeleri ticaret ve finansmanla ilgili yabancı hareketleri deregüle etmiştir. Dornbusch (2000)'e göre 1997 yılı ortalarında başlayan Asya krizi ve onu izleyen Rusya ve Brezilya krizleri gelişmekte olan ülke piyasalarına akan sermaye sonucu bu ülke borsalarında ve gayrimenkul fiyatlarında oluşan balonu patlatmıştır.

Yaşanan krizler sebebiyle IMF politikaları ağır eleştirilere muhatap olmuş ve yeni bir uluslar arası finansal yapının oluşturulması hususunda akademisyenler ve politikacılar arasında yeni görüşler ortaya atılmaya başlamıştır. Asya krizi Doğu Asya ülkelerini derinden etkilediği gibi Malezya'da da etkili olmuştur. Ancak Tayland, Güney Kore, Endonezya hükümetleri IMF öncülüğünde politikalar izlemek için IMF yardımı alma yolunu seçerken, Malezya temelde IMF'nin krizden çıkış için öngördüğü politikaların tersini yürürlüğe koyarak krizi aşmaya çalışmıştır. IMF'nin yardımını kabul etmemiştir. Çetin (2001)'e göre sermaye hareketleri üzerine denetim uygulayan Malezya ekonomisi, IMF destekli program uygulayan Tayland ekonomisine göre de daha başarılı olmuştur.

Malezya tek bir reçeteden oluşan programdan ziyade birçok reçete içeren krizle mücadele programı uygulamıştır. (Ekinci, 2003:26) IMF destekli politikalar;

dalgalı kur rejimi, faiz oranlarını yükseltme, sıkı maliye politikası, geniş özelleştirme uygulamalarını içermektedir. Malezya ekonomisinin uyguladığı program ise sabit kur rejimi, faiz oranlarını düşürmek, genişletici maliye politikası ve sermaye kontrollerini içermektedir.. Asya krizinden sonra Malezya ekonomisi çökmüş ve iktidarını kaybetmiştir. Yıldızoğlu (2006)'ya göre Malezya devlet başkanı Muhatir Muhammed IMF programını reddetmiş, sermaye kontrolleri getirmiş, ekonomiyi dünya ekonomisinden bir süre için yalıtarak ve zaafalarını giderecek biçimde yerel gereksinimlere öncelik vererek yeniden yapılandırmaya girişmiştir.

Ülkenin kriz karşısında aldığı ilk önlemler faizlerin yükseltilmesi ve yerel paranın değer yitirmesine izin vermek olmuştur. Yani ülke sermaye kontrollerini uygulamadan önce IMF tipi krizden kurtuluş politikası izlemiştir. Malezya'da ortodoks politikalar yürürlüğe konulmuştur ve Kasım 1997 tarihinde faizler yükseltilmiş; hükümet harcamalarında %18 kesinti yapılmıştır. Bu politika ülkeyi daha derin bir kriz içerisine sürüklemiştir. Ülkenin politika değişiminin ilk sinyalleri yerel faizlerin azaltılması yönündeki girişimlerde görülmektedir. Faizleri düşürmeye yönelik girişimler off shore piyasalarda ülkenin yerel parasına karşı büyüyen spekülasyon tarafından kesilmekteydi.

Asya krizi sonrasında ülkenin döviz rezervleri çökmüş, Malezya para birimi olan Ringgite karşı spekülatif ataklar yaşanmıştır. Ulusal para devalüe edilirken 1997 yılında tüm bölge ülkeleri ekonomik büyümede yavaşlama göstermiş ve 1998 yılında önemli ölçüde küçülme ile karşı karşıya kalmışlardır. Tüm bu olumsuz durumların önüne geçmek amacı ile 1998 yılı eylül ayında Malezya hükümeti yoğun sermaye akımlarını engellemek için sermaye hareketleri üzerine çeşitli doğrudan kısıtlamalar uygulama kararı vermiştir. Kriz öncesi Malezya ekonomisine ait temel makroekonomik verilerin sağlıklı olması kontrol kararının alınmasını kolaylaştırıcı bir etken olmuştur.

Güney Asya krizi başlamadan evvel Ocak 1997 tarihinde 1 Dolar=2.5 Ringgit iken haziran ayında Tayland'da krizin başladığı 1997 yılı sonunda 1 Dolar=7.2 Ringgit olmuştur. 6 Ocak 1998 tarihinde 1Dolar=7.2 Ringgit, 12 Şubat 1998 tarihinde ise krizde en kötü değeri olan 7.9 Ringgit değerine zıplamıştır. Gökçe (2004)'e göre bundan sonra düzelme başlamış, 3 Mart 1998 tarihinde dolar 5.4 ve

ağustos 1998’de ise 4.2 Ringgit değerine gerilemiştir. Kriz başlangıcından 1.5 yıl sonra ve döviz kuru patladıktan kabaca bir yıl sonra 2 Eylül 1998, kur 1 Dolar=3.8 Ringgit değerine gerilemişken kur sabitlenmiş ve kambiyo kontrolleri getirilmiştir.

Kriz ile beraber ringgitin aşırı değer kaybetmesinin en önemli sebebi de Singapur kaynaklı spekülörlerin yüksek faiz teklif ederek topladıkları ringgiti devalüasyon beklentisi ile düşük fiyattan satmaları olmuştur. Malezya bankaları bir anda ringgit sıkıntısı çekmeye başlamışlardır. Bunu önlemek için Malezya hükümeti yurt dışına çıkan ringgitin bir ay içerisinde geri dönmemesi durumunda bir daha yurda dönmeye izin verilmeyeceğini ilan etmiştir. Malezya’ya dönen fonların da belirlenen hesaplarda bir yıl tutulmasına karar verilmiştir.

Sermaye hareketlerine kontrol getiren hükümet vatandaşlara kişi başına 2 bin dolar, işletmelere de büyüklüklerine göre 1 ila 10 milyon dolar arasında yurt dışına döviz çıkarma sınırlaması getirerek döviz rezervlerinin erimesinin ve borsanın çökmesinin önüne geçmiştir. Sermaye kontrolleri kapsamında kriz döneminde yurt dışına çıkış yapmak isteyen yabancı sermayenin uzun vadeli çıkışlarına tedrici vergi yükümlülükleri getirilmiştir. Döviz ticaretine büyük oranlı sınırlamalar getirilmiştir. (Ekinci, 2003:27)

Malezya hükümeti bu dönemde Keynesyen mantığa dayanarak genişletici politikalar benimsemiştir. Gelişmiş ülkelerde bu tür uygulamalar uluslar arası finans çevreleri tarafından normal karşılanırken, gelişmekte olan ülkelerin aynı yöndeki girişimini finans kesimi olağan dışı olarak karşılamakta ve sermaye çıkışı ile tehdit etmektedir.

Malezya ekonomi yönetimi 1998 ve 1999 yılında aşağıdaki kontrolleri yürürlüğe koymuştur: (Rodric ve Kaplan, 2001:36)

1 Eylül 1998 kontrolleri

1. Döviz kuru 1 Dolar=3.80 Ringgit olarak sabitlenmiştir.
2. Yabancıların forward ringgit alım satımı izne tabi tutulmuştur.
3. Ringgite dayalı tüm varlıkların satışının onaylanmış yerli bir aracı kurum vasıtası ile yapılması zorunlu hale getirilerek off shore ringgit piyasaların kapanması sağlanmıştır.

4. Doğrudan yabancı sermaye yatırımı sonucu yapılan satışlardan elde edilen gelirin değişimi ve yurtdışına transferi hariç, yabancıların yurtdışı hesaplarında tuttukları ringgiti dövize çevirmek için merkez bankası onayı alınması zorunlu kılınmıştır.
5. İhracat ve ithalat ödemelerinin döviz ile yapılma zorunluluğu getirilmiştir. Diğer taraftan tüm cari işlemler hareketi için serbestçe döviz temin edilmiş ve Malezya mallarını ihraç eden yabancılar da ticari kredi sağlanmıştır.
6. Yurtdışına çıkarken yolcuların yanlarında bulundurabilecekleri para miktarı Malezya vatandaşları için 10000 Ringgit, yabancılar için ise 1000 Ringgit olarak sınırlandırılmıştır.
7. Yabancıların Malezya menkul değerlerinin satışından elde ettikleri geliri yurtdışına transfer etmeden önce 12 ay ülkede tutmaları zorunlu kılınmıştır.

1999 yılı kontrolleri

1. 5 Şubat 1998 tarihinde yatırımların yurtdışına çıkarılabilmesi için Malezya'da en az bir yıl süre ile tutulması zorunluluğu aşamalı vergi sistemi ile değiştirilmiştir. Bu tarihten önce Malezya'ya giren sermaye yurtdışına çıkarılmak istenmesi durumunda şu vergilere tabi kılınmıştır: Sermaye Malezya'ya girişinden sonraki 7 ay içerisinde çıkartılıyor ise %30; girişinden sonraki 7 ve 9. aylar arasında çıkartılmak isteniyorsa %20; girişinden sonraki 9 ve 12. aylar arasında çıkartılmak isteniyorsa %10 vergi alınacak; bir yıldan uzun kalan sermayenin yurtdışına çıkartılmasında vergi alınmayacaktır.
2. 15 Şubat 1999 tarihinden sonra Malezya'ya girecek fonlar için sermayenin giriş veya çıkışında vergilendirilmesi söz konusu olmayıp; ancak bir yıldan önce Malezya dışına çıkarılması durumunda bunlardan sağlanacak karın %30'u; bir yıldan sonra çıkarılması durumunda ise %10'u oranında vergilendirilecektir.

Malezya hükümetinin hayata geçirdiği uygulamalar uluslar arası alanda büyük bir tabu olarak görülen sermaye kontrollerinin de yeniden tartışılabilir hale gelmesini sağlamıştır. Ülkedeki kısıtlamaların amacı spekülatif sermaye çıkışını engellemek için dövize yönelik hareketlerin gerçekleştiği off shore piyasalara son vermeye çalışmaktır.

Malezya deneyimi diğer iki Latin ülkesine kıyasla daha etkili olmuştur. Malezya hükümetinin daha etkili önlemler almasında ülkenin yerel piyasasına karşı off shore hesaplardan yapılan saldırıları durdurmak önemli rol oynamıştır. Malezya sermaye kontrolleri diğer iki Latin Amerika ülkesine kıyasla piyasa karşıtı bir uygulamadır. Yabancıların Malezya senetleri satışından elde edilecek ringgit cinsinden gelirlerin çevrilebilmesi için 12 ay bekleme zorunluluğu getirmesi piyasa mantığına aykırı bir uygulama olarak değerlendirilmiştir.

Malezya'da uygulanan kontroller cari işlemlerle veya doğrudan yatırımlarla ilgili sermaye hareketlerine uygulanmamıştır. Ulusal para ABD dolarına çapa olarak bağlanmıştır. Şubat 1999'da sermaye hareketlerindeki doğrudan kısıtlamalar yerini yabancı şirketlerin kar transferleri üzerine getirilen yeni bir vergiye bırakmıştır.

Malezya'nın uygulamış olduğu bu kontroller sermaye çıkışları üzerine doğrudan kontroller niteliğindedir. Burada amaç daha önce de belirttiğimiz gibi off shore piyasaların ortadan kaldırılması başta olmak üzere faiz indirimi yapılırken sermaye çıkışı tehdidini yok etmektir. Malezya'nın bu konuda başarılı olduğu da söylenebilir. Kontroller sonucunda yabancı yatırımların yapmış oldukları yatırımları geri çekmeleri; yerleşiklerin yurtdışında yatırım yapmaları zorlaştığından net sermaye hareketleri azaltılmış ve döviz kuru istikrarlı duruma gelmiştir.

Ülkenin yerel parasını dolara karşı sabitlemesi hem yatırımcıların hem de spekülatörlerin önündeki belirsizliği kaldırmıştır. Piyasanın ötesinde bir devalüasyonla ülkenin hızlı iyileşmesinin özellikle ihracatın yüksek düzeylere çıkarmasına olanak tanımıştır. Ülke sermaye çıkışlarına karşı sert önlemler almıştır.

Ülkenin kriz sürecindeki temel sorunu ülkeye giriş yapan sermayeden ziyade çıkış yapan sermaye olarak görülmektedir. Ayrıca Malezya'nın bu süreçte IMF desteği alan ülkelerden çok daha hızlı iyileştiği ve kontrollerin bir çok değişken üzerinde olumlu etkiler yaptığı kabul edilmektedir. Şili ve Malezya'nın sermaye

hareketlerine uyguladığı kontroller sermaye akımlarının toplam miktarını azaltmayıp, dış kredilerin vade kompozisyonunu değiştirdiği yönünde görüşler de mevcuttur.

4.3. BREZİLYA UYGULAMASI

Brezilya ekonomisi GSMH bakımından dünyanın dokuzuncu en büyük ekonomisidir. Tatarı (2003)'e göre nüfus açısından dünyanın beşinci en büyük ülkesi olan Brezilya Güney Amerika'nın önde gelen ekonomik gücüdür ve bölgede liderdir.

Brezilya ekonomisinin 1990'lı yılların başına kadar olan dönemdeki temel sorunu da gelir dağılımını bozan, ekonomik yapıyı sağlıksız ve verimsiz kılan yüksek enflasyondur. Sınmazdemir (2002)'ye göre 1994 yılından itibaren Brezilya Real adında yeni bir ulusal para cinsini devreye sokmuş, sabit kur rejimine geçilmiştir. Ancak bu olumlu gelişmeler yanında Brezilya'nın dış borçları da tırmanmıştır. Sıkı para ve maliye politikaları uygulanmış ancak bu önlemler realin değer kazanmasının önüne geçememiştir. 1999 Ocak ayında real serbest dalgalanmaya bırakılmış ve %100 oranında değer kaybetmiştir.

Brezilya'da 1993–1997 yılları arasında, yüksek reel faiz getirisinden kaynaklanan, yüksek miktarda spekülative sermaye girişinin bozucu etkisinden korunmak amacı ile, sermaye akımlarına geçişte çeşitli kısıtlamalar getirilmiştir. Bu kısıtlamalar hem vergi hem de zorunlu karşılıklar koymak sureti ile konulmuştur. Ancak bu uygulamalar Brezilya'da fazla etkili olmamış ve ülkeye sermaye girişi büyük bir hızla devam etmiştir. 1988–1991 yılları arasında, ülkeye giren aylık ortalama sermaye 39 milyon dolar iken, 1992–1995 yılları arasında bu tutar 170 milyon dolar düzeyinde olmuştur. Söz konusu kısıtlamalara rağmen, ülkeye giren sermayenin artması, cazip yüksel reel faizlerden ötürü yabancı yatırımcıların büyük ölçüde çeşitli finansal türev araçlar ve finansal mühendislikle söz konusu kısıtlamaları delerek piyasaya girmeleri sonucunda gerçekleşmiştir. Bundan dolayı Brezilya Merkez Bankası birçok kez nominal kur rejimini yeniden ayarlamak zorunda kalmıştır.

Brezilya'da sermaye kontrollerinin etkili olmama sebebi ülkenin özgücünün olmamasıdır. Ülke borcunu bir yolla ödese bile yeniden borçlanmak zorunda kalacaktır ya da döviz açığını kısa vadede kapatmak için sıcak para denen spekülative

sermaye akımına cazip görünmek zorunda kalacaktır. Bunun öteki adı da sermaye kontrollerinin kalkmasıdır.

Brezilya, 1999 yılında yaşadığı krizi atlatmıştır. 1999 yılının ikinci çeyreğinin itibaren döviz kuru istikrara kavuşmuş, enflasyon yılın sonlarına doğru yükselmekle birlikte kontrol altında tutulabilmiştir. Faizlerde yaşanan düşüş yatırımları teşvik etmiş; kamu finansmanını olumlu etkilemiştir. Çakmak (2003)'e göre 2000 yılında da %4 oranında büyüme sağlanmıştır. 2000 yılındaki görece büyüme sonraki yıllarda gerçekleştirilememiş; büyüme oranı %2'nin altında kalmıştır. 2004 yılındaki büyüme ise %3.1 olmuştur.

Tablo:10 Sermaye Kontrollerine İlişkin Ülke Örnekleri

<i>Kısa vadeli sermaye girişleri için sermaye kontrolleri</i>	<i>Finansal kriz esnasında sermaye çıkışları için sermaye kontrolleri</i>	<i>Finansal kriz esnasında yoğun döviz kontrolleri</i>	<i>Uzun süreli yoğun kontroller ve liberalizasyon</i>	<i>Sermaye kontrollerinin hızlı liberalizasyonu</i>
Brezilya (1993-1997)	Malezya (1998-2002)	Romanya (1998-1997)	Çin	Arjantin (1991)
Şili (1991-1998)	İspanya (1992)	Rusya (1998)	Hindistan	Peru (1990-1991)
Kolombiya (1993-1998)	Tayland (1997-1998)	Venezuela (1994-1996)		Kenya (1991-1995)
Malezya (1994)				Türkiye (1988-1991)
Tayland (1995-1997)				

Kaynak: Duman 2002:49

1990'lı yıllarda Şili, Malezya ve Brezilya'nın sermaye kontrollerinin yanında Tayvan, Hong Kong, Kolombiya, Tayland ve Slovenya'da da spekülasyonlara karşı önlemler alınmıştır. Hong Kong 1998 yılının Ağustos ve Eylül aylarında Hong Kong hisselerine zarar verebilecek çeşitli spekülatif ticaret şekillerine kısıtlamalar koymuştur. Tayvan hükümeti de Ağustos sonu ile Eylül başında spekülatörlere karşı müdahalelerini yoğunlaştırarak ülke içi ve dışına para akışını dizginlemiştir. Gülsoy (2005)'e göre Tayvan para birimi Baht'ın spekülatif kısa vadeli yatırımlar ile aşırı değerlenmesini önlemek ve bu süratle ihracatçıların karşılaştığı sorunları hafifletmek amacı ile kısa vadeli sermaye akımının bir yıldan önce çıkış yapmaları taktirde %10 oranında vergi getirilmiştir.

Malezya ve Tayland sermaye kontrolleri ile sermaye girişlerinin miktar ve bileşimini etkilemeyi başarırken Kolombiya ve Şili de sadece sermayenin bileşimi değiştirebilmiş; Brezilya'da ise finansal piyasaların çok gelişmiş olması ve türev araçlarının yaygın kullanılması ve dolayısıyla vergiden kaçmanın kolaylaşması nedeni ile başarısız olmuştur. Özellikle Şili kısa vadeli sermaye hareketlerine getirdiği kısıtlamalar ile 1994 ve 1995 Meksika Krizlerinden etkilenmemiştir.

Tablo 10'da da görüldüğü gibi sermaye kontrolleri 90'lı yıllar boyunca ülkelerde uygulanmıştır. Bu ülkelerdeki sermaye kontrollerinin amacı 90'lı yıllardaki sermaye akımlarının hacim ve değişkenliğinin olumsuz makroekonomik sonuçlarını sınırlayabilmek ve otonom para politikası sürdürebilmek olarak belirlenmiştir.

Konusu geçen ülkelerde sermaye hareketlerine karşı ilk olarak sterilizasyon politikaları uygulanmış, ancak bu politikaların sermaye girişlerini teşvik etmesi sebebi ile sermaye hareketlerine kontrol uygulamaları tercih edilmiştir.

Tablo 11'de bazı Doğu Asya ülkelerinin sermaye akışlarının GSYİH'ya oranı görünmektedir. Küreselleşme ile beraber artan sermaye akımlarının boyutlarına bakıldığında sermayenin spekülatif amaçlı yatırımlara yöneldiği görülmektedir. Birçok ülkede uygulanan sermaye kontrollerinin amacı spekülatif sermaye akımlarının yarattığı borçlanma ve aşırı risk alma olgusunun etkilerini engellemektir.

Tablo:11 Bazı Doğu Asya Ülkelerinin Sermaye Akışlarının GSYİH'ya Oranı

	1994	1995	1996	1997
Güney Kore				
Doğrudan Yatırımlar	-0,3	-0,4	-0,4	-0,2
Net Portföy Yatırımları	1,8	1,9	2,3	-0,3
Diğer Net Yatırımlar*	1,7	2,5	3,0	3,4
Endonezya				
Doğrudan Yatırımlar	1,4	2,3	2,8	2,0
Net Portföy Yatırımları	0,6	0,7	0,8	-0,4
Diğer Net Yatırımlar*	1,9	3,1	2,7	0,1
Tayland				
Doğrudan Yatırımlar	0,7	0,7	0,9	1,3
Net Portföy Yatırımları	0,9	1,9	0,6	0,4
Diğer Net Yatırımlar*	7,0	10,0	7,7	-12,6
Malezya				
Doğrudan Yatırımlar	5,7	4,8	5,1	5,3
Net Portföy Yatırımları	-	-	-	-
Diğer Net Yatırımlar*	-4,1	4,1	4,5	-0,6
Filipinler				
Doğrudan Yatırımlar	2	1,8	1,6	1,4
Net Portföy Yatırımları	0,4	0,3	-0,2	-5,3
Diğer Net Yatırımlar*	2,5	2,4	8,5	4,5
Çin Halk Cumhuriyeti				
Doğrudan Yatırımlar	5,9	4,8	4,6	4,3
Net Portföy Yatırımları	0,7	0,1	0,3	0,2
Diğer Net Yatırımlar*	-0,9	0,2	-0,3	-0,8

Kaynak: Duman, 2002:50

SONUÇ VE ÖNERİLER

Son yıllarda dünya konjonktüründe yaşanan hızlı gelişme ve çarpıcı değişimler hayatın her alanında kendisini göstermiştir. 20.yüzyılın sonlarında sosyal, ekonomik, politik ve kültürel alanda dünyada esen değişim rüzgarları yeni bir dünya düzeninin kurulmasına yol açmıştır. Dünyayı yeniden yapılandıran bu değişim küreselleşmedir. Küreselleşme süreci son 20–30 yıllık süreçte kendini belirgin bir şekilde hissettirmeye başlamıştır. Toplumları önemli ölçüde etkileyen bu sürecin, emek, kültür, sermaye gibi birçok faktör üzerinde etkisi bulunmakla beraber bunlardan en önemlisi mali alanda yarattığı etkidir. Özellikle uluslar arası ekonomik ve teknolojik gelişmeler mali sermayeye akışkanlık kazandırmıştır. Mali sermayenin aşırı akışkan olması ülkeleri belli sorunlar ile yüz yüze bırakmaktadır. Mali sermayeye ilişkin araçların gün geçtikçe çeşitleniyor olması da bu sorunları belli ölçüde de olsa belirgin hale getirmektedir.

20.yüzyılın ortalarında ortaya çıkan küreselleşme ile birlikte sermayenin dolaşımı serbestleşmiş, ülkeler de bu süreçle birlikte ekonomilerini dışa açarak mali sermayenin önündeki engelleri kaldırmışlardır. Genel olarak sermaye hareketleri bir ülkedeki gerek gerçek, gerekse tüzel kişilerin başka bir ülkede yapmış oldukları fiziki yatırımlar ile aktarılan fonlardan oluşur. Finansal serbestleşmenin kurumsal dayanağı, neo-klasik yaklaşımdır. Neo-klasik iktisat, yabancı tasarrufların girişiyle, yatırım ve büyüme için yeni kaynaklar yaratılmasını öngörür. Sermaye akımları, sermaye kıtlığı çeken ve bu nedenle de faiz oranları yüksek olan gelişmekte olan ülkelere yönelecektir. Bu ülkelere sermaye girişleri, yatırımın getiri oranları her yerde eşit olana kadar sürecektir. Ancak 19. yüzyıldan günümüze sermaye hareketlerinin yapısı, hacmi de değişerek küreselleşme sürecine uyum sağlamıştır. 19. yüzyılda sanayileşmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere sermaye hareketleri özellikle hammadde sektörüne yönelik ve sadece doğrudan yatırım olarak gerçekleşmiştir. Bu yatırımların hacmi de bugüne kıyasla oldukça düşük seviyelerde seyretmektedir. Sanayileşmeye paralel olarak dünya ticaretinin de artmasıyla sermaye hareketleri I. Dünya Savaşı'na kadar yine doğrudan yatırım ağırlıklı olmak

üzere dünya ticaretindeki artışa paralel olarak artmıştır. İki dünya savaşı arası dönem ve özellikle 1950’li yıllarda sermaye akımlarının hacmi büyümemiş hatta daralmıştır.

İki büyük savaştan sonra oldukça daralan dünya ekonomisi ve ticareti II. Dünya Savaşı’ndan sonra uygulamaya konulan Bretton Woods sisteminin etkisini göstermesiyle birlikte 1960’lı yıllarda hızla genişlemeye başlamıştır. Bu dönemde doğrudan yatırımların yanında ayrıca gelişmekte olan ülkelere yönelik ticari banka kredilerinde de büyük artışlar gerçekleşmiştir.

Sermaye akımlarının tasarruf açığı olan ülkelerde bu açığı kapatmak, büyüme için gerekli kaynak sağlamak, döviz rezervlerini arttırmak, döviz rezervlerini genişletmek, yatırımları arttırmak gibi fonksiyonları nedeniyle gelişmekte olan ülkeler bu fonları ülkelerine çekmek için yarışa girmişlerdir. Son yıllarda önemli bir kavram olarak karşımıza çıkan mali küreselleşmenin temel nedeni de budur.

1970’li yıllarda petrol krizi nedeni ile petrol fiyatlarının artması sonucu petrol ihraç eden ülkelerde cari fazla oluşurken petrol ithal eden ülkelerde açıklar meydana gelmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin bu açıklarını finanse etmek için sermayeyi ülkelere çekmek istemeleri sermaye akımlarının hacmini bu dönemde arttırmıştır. 1970’lerin sonlarına doğru ikinci defa petrol fiyatlarının artışı bir çok ülkede dış borçları arttırarak çevrilemez hale getirmiştir. 1980’lerin başında petrol ithal eden birçok ülke borç krizine girmiştir. Bu sebeple bu dönemde sermaye hareketlerinde yüksek oranlı daralma görülmektedir.

Özellikle 1980’li yıllarda birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke mali piyasalardaki kısıtlamaları kaldırmıştır. 1990’lı yıllar gelişmiş ülke yatırımcılarının yeni piyasalar aramaya başladığı yıllardır. Ancak bu yıllarda sermaye akımları yapısal değişikliğe uğramış, sıcak para dediğimiz istikrarsız para hareketlerine dönüşmüştür. Bu fonların gelişmekte olan ülkelere yönelme sebebi bu ülkelerde uygulanan sabit döviz kuru ve yüksek faiz oranıdır. Arbitraj olanaklarını ve spekülasyonu arttırarak ülkeye giren sıcak para bu ülkelerin mali piyasalarında ani akımlar oluşturmuş ve ekonomi politikalarını tehdit eder duruma gelmiştir.

1990’lı yılların başında ortaya çıkan Avrupa Para Bölgesi krizi, 1990’ların ikinci yarısında ortaya çıkmış olan Asya, Malezya, Rusya, Arjantin, ve Brezilya krizleri gibi küresel etkiler doğuran krizler üzerinde yapılan çalışmalar bu krizlerin

temelinde kısa vadeli sermaye giriş çıkışlarının olduğu sonucunu vermiştir. Ülkemizde yaşanan 1999 Kasım ve 2001 Şubat krizlerinin de tetikleyici unsuru olarak sıcak para giriş çıkışları görünmektedir. Yaşanan bu krizler ve ülkeler üzerindeki etkisi tüm ekonomistleri kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde düşünmeye sevk etmiştir. yabancı sermaye hareketlerinin kontrol altına alınması tezi gittikçe daha güçlü hale gelmiş ve bu konuda uluslar arası kuruluşlar oluşturulması kararları alınmıştır.

Teorik manada krizleri önlemenin birkaç yolu bulunmaktadır. Bunlardan biri sermayenin dolaşımının yasaklanmasıdır. Ancak son derece hızlı ve esnek hareket edebilen bu fonların dolaşımının yasaklanması ancak ihtimal olarak değerlendirilebilir.

Gelişmiş ülkelere kazanç sağlayan sermaye hareketleri geliştirmekte olan ülke ekonomilerinde büyük tahribatlara ve krizlere yol açmaktadır. Geliştirmekte olan ülkelerin uluslar arası ve ulusal manada düzenlemeler yaparak bu tahribatları asgari düzeye indirmesi gerekmektedir. Bu düzenlemelerden ilki modern bir hukuki ve sosyal mali altyapının geliştirilmesidir. Bu yapının oluşturulması tasarrufların uygun maliyetle ve ülke koşullarına uygun biçimde yatırımlara kanalize edilmesini sağlayacak; kısa vadeli, yüzeysel ve spekülatif amaçlar taşıyan ekonomik faaliyetler de engellenecektir. Ancak son dönemde yaşanan finansal krizlerin ortak özelliğine bakıldığında bu ülkelerde böyle bir mali altyapının oluşturulmadan finansal serbestleşme yoluna gidildiği görülmektedir. Bunun yanında bu ülkelerin fazla sermaye çekebilmek için uyguladıkları yanlış politikalar da bir başka sebeptir.

Geliştirmekte olan ülkelerin ortaya çıkan krizlerin etkilerinden korunabilmesi için her şeyden önce makroekonomik piyasalardaki düzenleme ve denetimi sağlamaları gerekmektedir. Uluslar arası finansal sistemin doğrudan yatırımlara ağırlık veren bir yapıya kavuşturulması da bir diğer öneri olarak düşünülebilir. Ancak finansal sistemdeki düzenlemelerin finans sistemindeki tüm tarafların güvenilir, sağlam ve etkin bir şekilde çalışmasına yöneltici nitelikte olması gerekmektedir.

Yaşanan krizlerde dikkati çeken bir nokta da kriz yaşayan ülkelerin hepsinde kriz öncesinde kontrollü döviz kuru rejiminin uygulanmasıdır. Uygulanan bu kur

rejimi ile yerli paranın değeri olması gerekenden daha yüksek seviyede kalmış, bu da ülkelerin yüksek oranlı cari açıklar ile karşı karşıya kalmasına neden olmuştur. Bu nedenle birçok ülke kontrollü kurdan vazgeçerek dalgalı döviz kuruna geçmiştir.

Kısa süreli sermaye hareketlerinin volatilitelerini azaltacak, işlem hacmini daraltacak bir başka öneri Tobin vergisidir. Sermaye hareketlerinin kontrolü konusunda gündeme gelen en kapsamlı öneri olan Tobin vergisi spekülative amaçlı sermaye hareketlerinin maliyetini arttırdığı ve caydırıcılık etkisi yarattığı için sıcak para hareketlerinin önüne geçeceği düşünölmektedir. Verginin olumlu tarafları yanında olumsuz yönleri de bulunmakla beraber böyle bir verginin gelişmekte olan ölkelerde başarı şansı yüksek olabilir. Çünkü kısa vadeli işlemlerin doğrudan sermaye girişlerinden ayrılarak vergilendirilmesi, doğrudan sermaye girişlerini olumsuz etkilemeyeceğı gibi kurun istikrara kavuşması ve kriz riskinin azalması doğrudan sermaye girişlerinde olumlu bir etki bile yaratabilir. Dolayısıyla Tobin vergisinin piyasa şartlarına göre ve uluslar arası alanda tepki çekmeyecek biçimde uygulanması önerilebilir.

Sermaye hareketlerinin kontrolünde Tobin vergisi dışında , sermaye piyasası işlemleri için ayrı reel piyasalar için ayrı kur uygulaması biçiminde açıklanan çoklu döviz kuru uygulaması da uygulanabilir yöntemlerden biridir. Bunun dışında sermaye kurumlarının işleyişlerinin şefflaştırılarak bilgi akışının hızlı bir şekilde gerçekteştirilmesini sağlayacak yerel finansal düzenlemeleri yapılması da sermaye kontrollerinde önemli bir yer tutmaktadır.

Finansal işlemlerin iktisadi etkilerinin asgariye indirilmesi ve finansal işlemler alanında spekülative unsurların azaltılması için döviz piyasalarında da istikrara yönelik önlemler alınmalıdır. Bunlardan biri olan hedef bölge sistemin kullanımı ile gelişmekte olan ülke piyasaları gerçekte olmayan kur değişmelerine karşı kontrol altına alınmış olacaktır.

Para kurulu sistemi de uygulanan ölkelerde kur değişmelerinin kontrol altına alınmasında önemli bir yöntemdir. Bu uygulama ile ülke parası hangi dövize veya sepete sabitlendiyse enflasyon ve faiz seviyesi parası çıpa olarak seçilen ülkenin seviyesine getirilmelidir. Ancak bu biçimde uygulandığında ticaret ve yatırımlarda gelişme olması beklenir.

Şili, Malezya, Brezilya gibi gelişmekte olan ülkeler sermaye hareketlerine çeşitli kısıtlamalar yürürlüğe koymuşlardır. Şili 1991 yılında yoğun bir şekilde ülkeye giren kısa vadeli sermaye hareketlerini durdurmak için ülkeye gelen doğrudan yabancı sermaye hariç her türlü sermaye akımına karşılık oranı koymuştur. Bu uygulama ile Şili’de kısa vadeli sermaye akımlarının payının azaldığı görülmektedir.

Malezya hükümeti Güneydoğu Asya krizinden sonra ülkeden hızla çıkna sermayenin önüne geçebilmek amacıyla 1998 yılında sermaye hareketlerine doğrudan kısıtlama getirmiştir. Bu yolla sermayenin dışarı çıkışının kontrolünün yanı sıra, yerleşiklerin yurtdışında yatırım yapmaları engellenmiştir. Döviz kurunda istikrar sağlanmış kontroller başarı sağlamıştır.

Az gelişmiş ülkeler açısından kısa vadeli sermaye hareketlerinin bir ölçüde de olsa önüne geçilmesi sermaye hareketleri dolayısıyla oluşabilecek krizleri engellemek veya zararlı etkilerini bir düzeye kadar azaltmak için gereklidir.

Finansal küreselleşmenin kaçınılmaz sonucu olarak ülkeler sermaye akımları önünde yer alan engellerin kaldırılması yönünde uluslararası mali kurumlarca yönlendirilmektedir. Böylelikle ödemeler dengesi içinde yer alan sermaye hesabını tam konvertibl hale getirmektedirler. Bu durumun makro ekonomik parametreleri etkilediği de bir gerçektir. Ülke ekonomisine giren sermaye akımlarının olumsuz sonuçlarını bertaraf etmek ve finansal sistemi ülke yararına uygun sonuçlar almaya yönelik yeniden yapılandırıcı önlemler almak aynı zamanda devlet egemenliğinin de önemli bir göstergesi olmaktadır.

Uygulama örnekleri de göstermektedir ki sıcak paranın kontrolünde kullanılan yöntemler genelde ulusal temellidir. Yapılan düzenlemelerin de ekonominin üretim kapasitesini arttırmak ve sürdürülebilir bir ekonomik büyüme hedefine uygun olması gerekmektedir. Ancak ülkelerin tek başına bu yöntemlerden biri ya da birkaçını kullanması kısmen başarı sağlayacaktır. Kontrol uygulamayan ülkeler var oldukça bu fonlar kontrolsüz olan bu piyasalara kayacaktır. Dolayısıyla ülke ekonomilerinde bu boyutta tahribata yol açan sermaye hareketlerini kontrol altına alabilmek için uluslar arası işbirliği şarttır. Ancak sermaye hareketlerinin maliyetinin hep gelişmekte olan ülkeler tarafından ödenmesi ve gelişmiş ülkelere kazanç sağlaması sebebiyle bu işbirliği günümüz itibarı ile imkansız görünmektedir.

KAYNAKÇA

- Akdiş, M., Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve Türkiye: Finansal Krizler-Beklentiler,
www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/TanitimKoordinasyonDb/akdis.doc
(13.05.2007)
- Akdiş, M., (2004) Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yol Açtığı Finansal Krizler ve Bu Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Araçlar: Tobin Vergisi” ,Active Bankacılık ve Finans Dergisi, S.36, s.36-48
- Akdiş M., (2000) Global Finansal Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye, Beta Yayınları
- Aklan, Adanur N., “Uluslar arası Sermaye Akımları; Etkileri, Sterilizasyon Politikaları ve Değişen Yapısı”, www.sbe.balikesir.edu.tr (03.03.2008)
- Alantar, D., (2001) “Sıcak Para Hareketleri ve Tobin Vergisi”,
www.mtk.gov.tr/eserler/para.doc (31.05.2006)
- Alp, A., (2002). Uluslar arası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye, IMKB Yayınları, Ankara,
- Alp, A.,(2003) Döviz Krizi Olası mı? Ekonomik Göstergelerdeki Gelişmeler Ne Durumda?, Active Bankacılık ve Finans Dergisi, S.5, s.30-42
- Altay, N.,(2007) Döviz Kuru Reimi Tercihini Belirlemeye Yönelik Yaklaşımlar , Ege Akademik Bakış, C.7, S.2, 2007, s.699-714
- Alunoğlu, A. ve Güloğlu B.,(2002), Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri, İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, N.27, s.2-29
- Arestis, P., and Demetriadeis P., (1999) Financial Liberalizations The Experience of Developing Countries, Eastern, Economic Journal,
- Arıkboğa, A., Tobin Vergisi Önerisi ,www.geocities.com.tr (29.05.2006)
- Aslan, N., (1997),Uluslar arası Özel Sermaye Akımları; Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri, Türkmen Kitabevi, İstanbul,
- Aslanoğlu, E., Para Kurulu İstikrar Sağlar mı? www.ntvmsnbc.com/news/94265.asp-28k. (02.02.2008)

- Ay, A., ve Mangır F.,(2002) Uluslar arası Finansal Entegrasyon Bağlamında Sermayenin Vergilendirilmesi: Tobin Vergisi, Maliye Dergisi, S.153, s.123-141
- Aydemir, C., ve Kaya M.,(2007) Küreselleşme Kavramı ve Ekonomik Yönü” , Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi, C.6, S.20, s.260-282
- Aytemiz, H., (2007) Uluslar arası Sermaye Hareketlerinin Ekonomik İstikrara Etkileri: Türkiye Örneği, İstanbul Üniversitesi, Doktora Tezi,
- Bahçeci, S., (1997) Ortodoks ve Heterodoks İstikrar Programları: Seçilmiş Ülke Örnekleri ve 1994 Türkiye Deneyimi, Devlet Planlama Teşkilatı, Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Ekonomik Modeller Dairesi Başkanlığı, DPT Uzmanlık Tezi, Ankara
- Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Brezilya, www.dtm.gov.tr. (02.01.2008)
- Bayar, S., “Şili Ülke Profili”, TC Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı İhracatı Geliştirme Etüd Merkezi, www.kobimynet.com. (30.03.2008)
- Bayramoğlu, Deniz. “Kriz Bitmedi”, Hürriyet Gazetesi, 27.08.2002, www.webarsiv.hurriyet.com.tr (14.02.2008)
- Blaine, M.s., (1998) De Ja Vu All Over Again Explaining Mexico’s 1994 Financial Crisis”, Blackwell Publishers,
- Cihan, Ö.,(2005) Gelişmekte Olan Ükelere ve Türkiye’ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Banka ve Kambiyo Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Tezi, Ankara
- Cömert, Y.Z., Türkiye İçin Para Kurulu Sistemi Önerisi, Yeni Şafak Gazetesi, 16.07.2006, www.yenisafak.com.tr. (08.03.2008)
- Çakmak, A., Neoliberal Düzen Su Alıyor, Radikal Gazetesi, 16.02.2003, www.radikal.com.tr, (06.04.2008)
- Çetin, B., Küreselleşme Tam Bir Kör Dövüşü, <http://www.dusun.org.tr/sayfalar/calismalarimiz/makaleler/bcetin3.pdf>. (01.03.2008)
- Delice, G.,(2003) Finansal Krizler, Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif, Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, S.20, s.57-81

- Delice, Güven. “Doğrudan Yabancı Yatırım İstatistikleri, Türkiye ve Euro Bölgesi Açısından Bir Karşılaştırma”
www.tuik.gov.tr/ias/ias06/oturumI6/guvendeliceduzlt.doc, (30.03.2008)
- Dornbusch, R., Malaysia: Was it Different “Malezya Ekonomik Krizi Yendi Mi?”,
www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/KonjokturIzlemeDb./malezya.doc
(10.04.2008)
- Duman, K., (2002) Finansal Kriz ve Bankacılık Sektörünün Yeniden Yapılandırılması” Akdeniz İ.İ.B.F Dergisi, S.4, s.132-145
- Dura, C., Yabancı Sermaye Türkiye’ye Zarar Veriyor, www.turksolu.org
(01.03.2008)
- Duranlar, S., Ekinvi Y., ve Zogo R., (2008), “Gelişmekte Olan Ülkelerde Fon Hareketleri, Finansal Krizler ve Önleyici Mekanizmalar”, Uluslar arası Sermaye Hareketleri ve Gelişmekte olan Piyasalar Uluslar arası Sempozyumu, Balıkesir
- Durusoy, S., Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri,
www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGİ/tem2000/finans.htm, (30.05.2006)
- Eğilmez, M., Sermaye ve Emegın Dolaşımı, Radikal Gazetesi, 05.02.2005,
www.radikal.com.tr, (09.02.2008)
- Ekinci, M., (2003) “Ülkelerin Kriz Sürecinde IMF’nin Konumu ve Türkiye’de Durum”, Askan Bülten, “IMF’ye Hayır Demek”, Temmuz Eylül, s.26-28
- Engin, Y., Finansal Sermaye Kontrolleri Uygulamaları,
<http://ansiklopedi.turkcebilgi.com/Finansal%20sermaye%20kontrolleri%20uygulamaları> (01.08.2007)
- Engin, Y., Türkiye’de Finansal Serbestleşme,
www.turkcebilgi.net/ekonomi/finans/turkiyede-finansal-serbestlesme-6410.html (01.09.2007)
- Engin, Y., .Finansal Sermaye Kontrolleri,
<http://www.genbilim.com/content/view/2981/89/>, (01.02.2008)
- Erdoğan, B., (2006) Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizler ve Finansal Kriz Modelleri, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi

- Erdoğdu, S., (2001) Küresel Mali Reform ve Tobin Vergisi, Mülkiye Dergisi, C.25, S.229, s.131-160
- Ertem, C., Türkiye’de Finansal Sermaye Kontrollerine Yönelik zm nerileri, www.ispanyol.com. (15.04.2007)
- Eser, K.,(1995) 1994 Finans Krizi ve Finans Kesiminde Reform Arayışları, İşletme-Finans Dergisi, C.10, S.114, s.48-56,
- Eşkinat, R.,(1998) Küreselleşme ve Türkiye Ekonomisine Etkisi, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir
- Fisher, S., The Asian Crisis: A View from the IMF, www.imf.org, (10.07.2008)
- Gökbel, D., Uluslar arası Bir Vergi: Tobin Vergisi, www.eso-es.net/kurumsal/yazi.asp?82, (30.05.2006)
- Gökçe, D., Stiglitz ve Malezya, Akşam Gazetesi 03.05.2004, www.aksam.com.tr, (01.03.2008)
- Gökçe, D., Malezya Nasıl Kurtuldu?, www.malezya.blogspot.com, (01.02.2008)
- Gökkaya, M., Sıcak Para Olgusunun lke Ekonomileri zerindeki Etkileri Açısından Tobin Vergisinin İncelenmesi, www.geocities.com/vergilendirme/sicakpara.doc , (01.05.2007)
- Gktş, A., Küreselleşme ve Vergi Gelirlerinin Bileşimine Etkileri, Sermaye Hareketlerinin Vergilendirilmesi nerisi ,Yaklaşım Dergisi, S.90, s.80-87
- Gövdere, B., Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Belirleyicilerinin Günümüzdeki Geçerliliği, www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/TanitimKoordinasyon_Db/yab_ser.doc. (05.04.2008)
- Gülsoy, C. ,Tayvan Yaptı Ya Biz?, www.stratejikboyut.com. (19.03.2008)
- Gültekin, N.B., ve Yılmaz K., (1996) Para Kurulu Nedir, Ne Zaman Gereklidir?, Türkiye Ekonomik ve Sosyal Etütler Vakfı TESEV,
- Handorf, W.C., Globalization and Tax Systems - Brazilian Experiante, www.gwu.edu. Erişim: 03.05.2007
- Hunter, G.,(2006)“Sıcak Para ve Vergilendirilmesi”, www.privatesozluk.com/kose.oku2.asp?entry=1852420-10k, (10.10 2007)

IMF, (1993) Balance of Payments Manuel 5th Edition

İnan, E.A., Kur Rejimi Tercih ve Türkiye”,

www.tbb.org.tr/turkce/arastirmalar/KurrejimleriyleUlverileri.doc.

(20.07.2008)

İnandım, Ş., (2005), Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile REEL Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi,

İnsel, A., ve Sungur N., Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik

Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği-1989; III-1900:IV” ,

www.tek.org.tr (20.10.2007)

İlkorur, K.,(2007) Kur-Faiz ve Enlasyon Üzerine”, Radikal Gazetesi,

www.radikal.com.tr (01.04.2008)

İstemihan, M.F., Finansal Küreselleşme ve Para Politikalarına Etkileri,

www.akademiktisat.net, (15.07.2008)

Kabaş, T.,(2005) Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizleri Belirleyen Faktörler ve Uluslar arası Finans Sistemi, Çukurova Üniversitesi Yüksek Lisans Tezi,

İktisadi Araştırmalar Vakfı Yayınları,

Kaplan, E., Küreselleşme Sürecinde Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Tobin

Vergisi”, <http://www.akademiktisat.net/makaleler%5Ckuresellesme>

[0 sermaye tobin vergisi kaplan.htm](http://www.akademiktisat.net/makaleler%5Ckuresellesme) (01.06.2006)

Kapusuzoğlu, T., (2002) Tobin Vergisi Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yıkıcı

Etkisini Önlemede Bir Çözüm Yolu Olabilir mi?, Vergi Dünyası Dergisi,

Yıl:21, S.250, s.64-73

Kar, M., ve KARA M.A., “Türkiye’ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler”

www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/TanitimKoordinasyonDb./sermaye

[%20hareketleri.doc](http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/TanitimKoordinasyonDb./sermaye) (07.07.2007)

Karabulut, G., (2002) Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri, Der

Yayınları,

Karluk, R.,(2002) Türkiye Ekonomisi, Beta Yayınları, İstanbul

Karluk, R., Güneydoğu Asya ve Rusya Krizi Karşısında Türkiye

www.econturk.org (08.09.2007)

- Karluk R., Tonus Ö., ve Çatalbaş N., Güneydoğu Asya ve Rusya Krizi Karşısında Türkiye, www.econturk.org, (19.07.2008)
- Kava, T.H., (2005) ERM II'de Gelecek Var mı?: Türkiye Açısından Olası Senaryolar ve Politika Önerileri Nelerdir?_Uzman Yeterlilik Tezi, Ankara,
- Kaya, Y.T.,(1998) Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği, DPT Uzmanlık Tezi,
- Kaymak, H.,(2005) Yabancı Doğrudan Yatırımları Arttırmak İçin Teşvikler Gerekli veya Yeterli mi?, Maliye Dergisi,S.149, s.74-104
- Kevük, S.,Küreselleşme ve Kurumsal Yapısı, www.iktisat.biz/iktisat (06.06.2007)
- Kindleberger, C P.,(1970) *Uluslararası İktisat*, Çev: Necdet SERİN, Doğan Yayınevi, İstanbul,
- Kızılot, Ş., ve Durmuş M.,(2002), Ekonomik Krizler ve Kamu Maliyesi, “Kriz ve IMF Politikaları”, Alkım Yayınevi, İstanbul
- Kula, F., (2003) Uluslararası sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler C.Ü İktisadi İdari Bilimler Dergisi, C.4, S.2, s.141-154
- Masça, M., ve Karagül M.,(2008) Uluslar arası Sermaye Hareketleri; Kriz Etkisi ve Muhtemel Önlemler, Uluslar arası Sermaye Hareketleri ve Gelişmekte olan Piyasalar Uluslar arası Sempozyumu, Balıkesir
- Mathieson, DJ.. and Rojaz-Suarez J.,(1992) Liberalizing the Capital Account, Finance and Development,
- Mishkin, Frederic S. “The Economics of Money, Banking and Financial Markets, Pearson Publishing, 2007.
- Milli, E., “Küreselleşme ve Eğitim”, www.egitirim.gen.tr. (01.03.2008)
- Miynat, M.,(2002). Liberalizasyon Sürecinde Ortaya Çıkan İstikrarsızlıklar ve Çözüm Önerileri” Yönetim ve Ekonomi, C.9 S.1-2, s.187-209
- Nixon, F.I. and Walters B.,(1999) The Asian Crisis; Causes and Consequences, The Manchester Scholl, Vol 67, Special Issue 1999
- Oksay, S., “Çokuluslu Şirketler Teorileri Çerçevesinde, Yabancı Sermaye Yatırımlarının İncelenerek Değerlendirilmesi”, <http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/oksay3.pdf>, (10.01.2008)

- Örnek, İ., “Sermaye Akımlarının Yurtiçi Tasarruflar ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği”, Ankara Üniversitesi, Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, C.63, S.2, Ankara, s.200-217
- Özberk, D.S., (1981) Uluslararası Para Sistemleri ve Parasal İlişkiler, Ankara İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Yayınları, Ankara
- Özdemir, K.A., ve Şahinbeyoğlu G., “Alternatif Döviz Kuru Sistemleri”, www.tcmb.gov.tr/research/discus/dpaper39.pdf. (08.08.2007)
- Özer, M., (1999) Finansal Krizler; Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir
- Özgül, Ayşegül , Yüksel E.D., Kendirli E., ve Aksu S., Döviz Kuru Sistemleri ve Türkiye Ekonomisine Etkileri, www.194.27.26.6/karatepe/faspa/dovizkurusis.pgf. (10.02.2008)
- Parasız, İ.,(1986) Uluslar arası Para Sistemi, Kuram, Mekanizma, Tarihçe, Politika Uludağ Üniversitesi Basımevi, Bursa
- Parasız, İ.,(1997) Para, Banka ve Finansal Piyasalar, Ezgi Kitabevi, Bursa
- Polley, T. I., The Economic Case for the Tobin Tax”, Deponting the Tobin Tax, www.new-rules.org, (15.04.2008)
- Radelet, S. and Sachs J.D ,(1999) Asia’s Reemergence , Foreign Affairs
- Rodric, D., and Kaplan E.,(2001) Did the Malaysian Capital Controls Work?, Harvard University ksghome.harvard.edu/~drodrik/Malaysia%20controls.pdf, (10.04.2008)
- Saraçoğlu, F., ve Şahan Ö., Tobin Vergisi ve Türkiye’de Uygulanabilirliği Sayıştay Dergisi, S.55, s.71-82
- Saruhan, Ö., (2000) Türkiye’de Enflasyon, Devalüasyon ve Faiz, Alkım Yayıncılık, İstanbul
- Serin, V.,(1998) . İktisat Politikası, Alfa Yayınları, İstanbul 1998
- Sever, E., Demir M., ve Yıldırım Z.,(2008) Uluslar arası Sermaye Akımlarının Döviz Kurları Üzerine Etkisi: Seçili Ülkeler Üzerine Bir Uygulama, Uluslar arası Sermaye Hareketleri ve Gelişmekte olan Piyasalar Uluslar arası Sempozyumu, Balıkesir
- Seyidoğlu , H.,(2003) Uluslararası İktisat: *Teorî Politika ve Uygulama*, Güzem Can Yayınları, İstanbul

- Seyidoğlu, H., ve Altınay G.,(2008), Sermaye Akımları ve Uluslar arası Mali Krizler”, Uluslar arası Sermaye Hareketleri ve Gelişmekte olan Piyasalar Uluslar arası Sempozyumu, Balıkesir
- Sınmazdemir, T., Uluslar arası Para Fonu ve Brezilya, Boğaziçi Üniversitesi İşletme ve Ekonomi Kulübü, www.buik.net. (03.03.2008)
- Spahn, P B., “The Tobin Tax and Exchange Rate Stability” , www.worldbank.org. (11.11.2007)
- Stotsky, J.G.(1996) Why a Two-Tier Tobin Tax Want Work, Finance and Development, s.28-29
- Şen, H.,“Enflasyonu Önlemede Döviz Kuru Rejimleri”, www.canaktan.org/ekonomi/anayasal_iktisat/monetarizm/sen_dovizkuru_rejimleri.pdf. (01.03.2008)
- Şişman, M., “Uluslar arası Para Reformu Tartışmaları”, www.geocities.com/ceteris_tr/m_sisman.doc, (20.01.2008)
- Talhaoğlu, M.,(2002) Kur Rejimi ve Sermaye Hareketleri I, Yeni Mesaj Gazetesi, www.yenimesaj.com, (10.10.2007)
- Tatari, B., Brezilya Ekonomisi ve Türkiye-Brezilya Dış Ticareti, İzmir Ticaret Odası, Dış Ekonomik İlişkiler Müdürlüğü, www.izto.org.tr, (20.04.2008)
- Turagay, R.T., Güneydoğu Asya Ülkelerinde Yaşanan Finansal ve Ekonomik Krizin Genel Değerlendirilmesi ve Dünya Ekonomisi ve Ticareti Üzerinde Yaratacağı Muhtemel Etkiler, www.dtm.gov.tr, (08.12.2007)
- Tunca, Z.,(2000) Globalleşen Sermayenin Yarattığı Kaplanlar, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Yayınları,
- Tülay, B., ve Erdönmez P.A.,(1991), “Küresel Krizlere Yeni Yaklaşımlar”, Türkiye Bankalar Birliği Bankacılık ve Araştırma Grubu, S.31,Eylül 1999, www.tbb.org.tr. (01.02.2008)
- UNCTAD (1998), World Investment Report 1998-Trends and Determinants, www.unctad.org. (05.04.2008)
- Uslu, S., Döviz Kuru Sistemleri, www.sakaryarehberim.com/others/yazi.php?xnumber2. (01.02.2008)
- Ünal, U., 1980-2003 Döneminde Türkiye’de Dış Borçlar,

www.eastweststudies.org. (05.02.2008)

Vergil, H., (2002) Sermaye Hareketlerinin Kontrolleri ve Özel Yatırımlar Üzerine Etkileri”, Kocaeli Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, S.2 , s.19-33

Vural, İ.Y.,(2004) Dış İstikrarın Sağlanması ve Kalkınmanın Finansmanında Global Vergi Önerisi: Tobin Vergisi” *Kamu Maliyesinde Çağdaş Yaklaşımlar*, Seçkin Yayınları, Ankara

Vural, İY., ve Tekin A., Global Kamusal Malların Finansman Aracı Olarak Global Vergi Önerileri”, www.sosyalbil.selcuk.edu.tr , (25.11.2007)

Walter, T.,(2002) Dünya Ekonomisi, Alfa Yayınevi, Çev: Ünal Çağlar, İstanbul
Yay, T., Yay G., ve Yılmaz E.,(2001) , Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler, İTO Yayınları

Yazıcıoğlu A., “Türkiye’de Yabancı Sermaye”,
http://www.vergidegundem.com/publication_paper.asp?publication_age_id=13paper_id=20&p (30.05.2008)

Yentürk, N., (2003) Körlerin Yürüyüşü, Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul

Yıldız, A.U., “Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Vergilendirilmesi, Tobin Vergisi”, www.geocities.com/ceteris_tr/u_yildiz.pdf , (06.02.2008)

Yoldızoğlu, E., (2006) IMF Programlarının Alternatifi Var mı?, Cumhuriyet,
www.imfdavasi.org. (30.03.2008)

Yılmaz, C., Döviz Kuru İstikrarının Sağlanmasında Vergi Politikasından Yararlanılması, Tobin Vergisi,
www.acyiline.com/active/arsiv/sayi24/doviz.html. (01.03.2007)

www.maximumbilgi.com., Katlı Kur, (01.12.2007)

www.ekonomist.com., Ekonomi Sözlüğü, (08.12.2007)

