

T.C
YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARI VE
SERMAYE KONTROLLERİ ÜZERİNE
BİR DENEME

132648

132648

Özge KAMA

SBE İktisat Anabilim Dalı İktisat Programında
Hazırlanan

Yüksek Lisans Tezi

Tez Danışmanı: PROF. Dr. Turan YAY

İSTANBUL,2003

T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
RESMİ MÜHÜR

İÇİNDEKİLER

TABLO LİSTESİ.....	i
ÖNSÖZ.....	ii
ÖZET.....	iii
ABSTRACT.....	iv
GİRİŞ.....	1

BÖLÜM I

ULUSLARARASI PARA SİSTEMİ VE SERMAYE AKIMLARI.....	3
1.1 ULUSLARARASI PARA SİSTEMİNİN GELİŞİMİ.....	3
1.1.1 1870'lerden 1914'e Kadar Süren Klasik Altın Standardı Dönemi.....	3
1.1.2 1914-1945 Savaş Yılları Arası Dönem.....	6
1.1.3 Bretton Woods (1945-1971) Dönemi.....	8
1.1.4 Bretton Woods Sonrası Dalgalı Kur Dönemi.....	10
1.2 MAKROEKONOMİK POLİTİKA ÜÇLEMİ.....	14
1.3 ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARI.....	15
1.3.1 Doğrudan Yatırımlar.....	15
1.3.2 Ticari Banka Kredileri.....	18
1.3.3 Yardımlar.....	19
1.3.4 Portföy Yatırımları.....	21
1.4 SERMAYE HAREKETLERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER.....	23

BÖLÜM II

ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARININ KONTROLÜNE YÖNELİK İKTİSAT POLİTİKALARI	
2.1 ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARININ SERBESTLEŞTİRİLMESİ.....	27
2.2 SERMAYE HAREKETLERİ NEDEN KISITLANMALI?	28
2.3 SERMAYE HAREKETLERİNE YÖNELİK İKTİSAT POLİTİKALARI.....	31
2.3.1 Döviz Kuru Politikası.....	31
2.3.2 Maliye ve Para Politikaları.....	33
2.3.3 İhtiyati Denetim.....	35
2.3.3.1 Sermaye Yeterlilik Oranı.....	37
2.4 SERMAYE KONTROLLERİNİN AMAÇLARI.....	37

2.5 SERMAYE KONTROLLERİNİN ÇEŞİTLERİ.....	39
2.5.1 Sterilizasyon Yoluyla Müdahale.....	39
2.5.2.1 Açık Piyasa İşlemleri.....	40
2.5.2.2 Zorunlu Rezerv Karşılık Oranları.....	41
2.5.3 Sınır Ötesi Akımların Açıkça Vergilendirilmesi.....	44
2.5.3.1 Tobin Vergisi.....	45
2.5.3.2 Uluslararası Döviz İşlemlerinin Vergilendirilmesinin Yapılabilirliği.....	48
2.5.3.3 Tobin Vergisinin Toplanmasında Karşılaşılabilecek Sorunlar.....	53
2.5.3.4 Düşük Oranlı Global Vergi Uygulaması.....	57
2.5.3.5 Yüksek Oranlı Global Vergi Uygulaması.....	58
2.5.3.6 Düşük Oranlı Global Olmayan Vergi Uygulaması.....	58
2.5.3.7 Yüksek Oranlı Global Olmayan Vergi Uygulaması.....	59
2.5.3.8 Tobin Vergisinden Elde Edilecek Gelirin Potansiyel Kullanım Alanları.....	59
2.5.3.9 Ulusal Bazda Potansiyel Kullanım Alanları.....	61
2.5.3.10 Uluslararası Bazda Potansiyel Kullanım Alanları.....	61
2.5.4 Diğer Global Vergiler.....	63
2.6 SERMAYE KONTROLLERİNE İLİŞKİN ÜLKE ÖRNEKLERİ.....	65
2.6.1 Kısa Vadeli Sermaye Girişlerini Sınırlandırmaya Yönelik Sermaye Kontrolleri.....	65
2.6.2 Finansal Krizler Esnasında Sermaye Çıkış Kontrolleri.....	75
2.6.3 Finansal Kriz Esnasında Yoğun Döviz Kontrolleri.....	77
2.6.4 Uzun Süreli Yoğun Kontroller ve Liberalizasyon.....	78
2.6.5 Sermaye Kontrollerinin Hızlı Liberalizasyonu.....	78
2.6.6 Sermaye Kontrolleri ile İlgili Ülke Deneyimlerinden Çıkarsamalar.....	79

BÖLÜM III

KÜRESELLEŞMENİN TÜRK EKONOMİSİNE ETKİLERİ.....	81
3.1 GİRİŞ.....	81
3.2 DIŞ TİCARETTE SERBESTLEŞTİRME SÜRECİ.....	82
3.3 FİNANSAL SERBESTLEŞTİRME SÜRECİ.....	86
3.3.1 Döviz Kuru Politikasında Değişme.....	86
3.3.2 Faiz Oranları Üzerindeki Devlet Denetiminin Kaldırılması.....	87
3.3.3 Devlet İç Borçlanma Senetleri İhalelerine Başlanması.....	88
3.3.4 Sermaye Piyasası Kanunu.....	88
3.3.5 Bankacılık Sektörü ile İlgili Reformlar.....	89

3.3.5.1 Merkez Bankası Bağımsızlığı.....	91
3.3.6 Sermaye Hareketlerinin Serbestleştirilmesi.....	92
3.4 SON GELİŞMELER VE REFORMLAR.....	98
3.4.1 2000 ve 2001 Yıllarında Yaşanan Gelişmeler.....	98
3.4.2 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı.....	102
3.5 DEĞERLENDİRME.....	104
SONUÇ.....	107
EK I: SERMAYE HAREKETLERİNE İLİŞKİN YASAL DÜZENLEMELER.....	109
EK II: 1999'DAN SONRAKİ YASAL DÜZENLEMELER VE MEVZUAT DEĞİŞİKLİKLERİ.....	113
KAYNAKÇA.....	120



TABLO LİSTESİ**BÖLÜM I**

Tablo 1.1: İngiltere'nin Yabancı Ülkelere Yaptığı Yatırımlar 1830-1914.....	4
Tablo 1.2: 1984-1996 Arasında Doğrudan Yabancı Sermaye Girişleri (milyar \$).....	18
Tablo 1.3: Gelişmekte Olan Ülkelere Net Özel Sermaye Akımları (milyar \$).....	19
Tablo 1.4: DAC Üyesi Ülkelerden ve Uluslararası Kuruluşlardan Yapılan Net Toplam Kaynak Akımları (milyar \$).....	20
Tablo 1.5: Gayri Safi Portföy Akımları 1990-1999 (milyar \$).....	22

BÖLÜM II

Tablo 2.1: Çeşitli Şartlar Altında Para ve Maliye Politikalarının Etkinlikleri.....	35
Tablo 2.2: Sermaye Kontrollerinin Amaçları.....	38
Tablo 2.3: Zorunlu Rezerv Karşılık Oranları: Afrika ve Asya.....	41
Tablo 2.4: Zorunlu Rezerv Karşılık Oranları: Doğu Avrupa ve Latin Amerika.....	42
Tablo 2.5: Olası Tobin Vergisine Göre Ülkelerin Yıllık Vergi Hasılatı.....	60

BÖLÜM III

Tablo 3.1: Yıllara göre İthalat ve İhracat Bileşimi.....	83
Tablo 3.2: Bazı Ekonomik Göstergeler.....	94
Tablo 3.3: Cari İşlemler Dengesi, Yabancı Mali Sermaye Akımları.....	97
Tablo 3.4: Döviz Kuru Artış Oranları (%).....	99
Tablo 3.5: Faizlerin 2000 Yılı Boyunca Seyri.....	100

ÖNSÖZ

“Uluslararası Sermaye Akımları Ve Sermaye Kontrolleri Üzerine Bir Deneme” isimli Yüksek Lisans tezimin hazırlanması sırasında değerli görüşleriyle beni yönlendiren danışmanım Prof.Dr.Turan Yay’a teşekkürü bir borç bilirim.



ÖZET

Asya Kriziyle birlikte sermaye kontrollerine olan ilgi artmıştır. Bu amaçla, sermaye giriş ve çıkışına uygulanan kontrollerin etkileri incelenmeye çalışılmıştır. Çalışmanın birinci bölümünde uluslararası para sisteminin gelişimi özetlenmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde sermaye kontrollerinin amaçları ve etkinliği incelenmiştir. Tobin vergisi önerisi ise yine bu bölümde

Çalışmanın son bölümünde ise, Türkiye’de 1980’lerde başlayan ekonomik reform süreciyle ilgili detaylı bilgi verilmektedir.

Anahtar kelimeler: Sermaye Kontrolleri, Kısa Vadeli Spekülatif Akımlar, Global Vergiler

ABSTRACT

In the wake of Asian financial crisis, there has been renewed interest in the use of capital controls. For that purpose, this study intends to examine the effects of capital inflow and outflow control experiences.

In the first part of the study, development of the international monetary system is overviewed.

Purpose of capital controls and their effectiveness is examined in the second part of the study.

The last part of the study aims to provide a detailed overview of the economic reform process in Turkey since the beginning of 1980s.

Keywords: Capital controls, Short Term Speculative Inflows, Global Taxes



GİRİŞ

Küreselleşme, 1990'lı yıllardan itibaren önemli bir tartışma konusu olmuştur. Son yıllarda yaşanan yoğun sermaye hareketlerine, gelişmekte olan ülkelerin tam anlamıyla uyum sağlayamaması ve uyum sürecinde yaşadıkları finansal krizler, sermaye hareketlerinin olumsuz yönlerini ön plana çıkartmış ve uluslararası düzeyde finansal sistemin güçlendirilmesine yönelik reform çalışmaları hız kazanmıştır. Sermaye hareketliliğinin sınırlandırılması da bu reform hareketleri ile birlikte gündeme gelmiştir. Özellikle finansal yapısı zayıf ve sermaye akımlarını masnetme kabiliyetine sahip olmayan az gelişmiş ülkeler için sermaye kontrolleri önemli bir gündem oluşturmaktadır.

1980'lerde yaklaşık olarak 190 milyar ABD Doları olan günlük döviz piyasası işlem hacmi, günümüzde 1.7 trilyon ABD Dolarına ulaşmıştır. Sermaye hesaplarını serbestleştirerek yabancı sermayenin sağladığı olanakları kullanmak isteyen gelişmekte olan ülkeler finansal sistemlerini hazır olmadıkları bir yapı içine sokarak beklemedikleri ve öngöremedikleri çeşitli sorunlarla karşı karşıya kalmışlardır. Krizlerin ardından gündeme oturan sermaye kontrolleri ile temelde uluslararası sermayenin hızlı giriş çıkışının ülkedeki makroekonomik yapıya zarar vermemesi, döviz kurlarında oynaklıklar yaşanmaması ve gerekli reformlar yapıncaya kadar hükümetlere zaman kazandırılması amaçlanmaktadır. Ancak uzmanların yaptıkları çalışmalar sermaye kontrollerini sonuna kadar destekler nitelikte değildir. Kontrollerin, piyasalarda gelişmeyi sağlayıcı reformları yapmak için gerekli zamanı kazandırmaktan çok korumacı nitelikte kullanılması ise sorunların sadece belirli bir süre ertelenmesini sağlayabilecektir. Gelişmekte olan ülkelerin temel sorunsalı yapısal sorunlarını çözmek olmalıdır.

Çalışma üç bölümden oluşmaktadır: Çalışmanın birinci bölümünde, ilk olarak, 1870'lerden günümüze uluslararası para sisteminin gelişimi ele alınmış daha sonra ise sermaye akımlarına konu olan yatırım çeşitleri ve bunların uluslararası para sistemi ile etkileşimi incelenmiştir. Aynı bölüm içinde, sermaye akımlarını etkileyen itici (push) ve çekici (pull) faktörlere yer verilmiştir.

İkinci bölümde, sermaye kontrollerinin gerekliliği tartişılmış, sermaye hareketlerine yönelik iktisat politikaları üzerinde durulmuş ve buna bağlı olarak çeşitli ülkelerin yaptıkları sermaye kontrolü uygulamaları değerlendirilmeye çalışılmıştır. Bu bölümde, ayrıca, günümüzde çok tartişılan global bir vergi türü olan Tobin vergisi ayrıntılı bir şekilde olumlu ve olumsuz taraflarıyla incelemeye çalışılmıştır.

Çalışmamızın son bölümünde ise, Türkiye örneği ele alınmakta, küreselleşme sürecinde piyasaların dışa açılma süreci incelenmektedir. Bu bölümde sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi çerçevesinde yapılan değeriklikler de değerlendirilmektedir. Son olarak 1989 sonrası dönemde mali sistem ve bankacılık kesiminin dışa açılma sürecinden nasıl etkilendiği ele alınmakta ve yaşanan krizlere yönelik bir değerlendirme yapılmaya çalışılmaktadır.



BÖLÜM I

ULUSLARARASI PARA SİSTEMİ VE SERMAYE AKIMLARI

1.1 Uluslararası Para Sisteminin Gelişimi

20. yüzyıldaki uluslararası sermaye akışkanlığının gelişimini, uluslararası para sistemlerinden hareketle dört döneme ayırabiliriz:

1.1.1 1870'lerden 1914' e kadar süren klasik altın standardı dönemi:

Sermaye hareketleri, 18.yüzyılın sonunda oluşan endüstri devrimiyle ülkelerin ellerindeki üretim fazlasını satabilmek amacıyla pazar arayışına girmeleriyle başlamıştır. Sermaye hareketlerindeki artışı bu dönemde ticaretin artışı ile ilintilendirebiliriz. Endüstri devrimiyle birlikte şehirlere göç eden nüfus sonucunda şehirler kendi üretimlerini karşılamada başarısız kalmışlar ve yetersiz kaldıkları malları komşu bölgelerden getirtmişlerdir. 19.yüzyılda iletişim ve taşımacılığın gelişmesi, dünya ekonomisinin büyümesinde çok önemli bir etkidir. Taşımacılığın gelişmesi yapılan mal ticaretini arttırmış, piyasaları genişletmiş, daha önce ulaşımı mümkün olmayan bölgelerle ticaret olanağı sunmuştur.

Yabancı yatırımlar Napolyon (1801-1815) savaşlarının bitimiyle birlikte yeni bir kimlik kazanmıştı. Değişimin ise pek çok nedeni vardı: Gerek borç alan, gerekse borç veren ülkelerde önceki dönemlere göre daha çok sayıda banka ve finansal kuruluş bulunuyordu. Bankaların varlığı, uluslararası anlamda uzmanlaşmış finansal kurumlar demektir. Yabancı yatırımı daha kolay ve daha az riskli bir halde çevresinde bulabilen yatırımcı yatırımlarını bu yönde değerlendirmeye başlamıştır (Kenwood ve Loughheed, 1999).

19. yüzyılda yabancı sermayenin en büyük kaynağı İngiltere'dir. 1870'lerden sonra sermaye zengini ülkelerden ödünç verilebilir fon çıkışı yaşanmaya başlamasıyla Almanya ile Amerika en çok yatırım yapılan bölgeler haline gelmiştir. 1914 yılı itibarıyla sermaye ihraç eden ülkelerin tüm dünyada yaptıkları yatırım miktarlarına baktığımızda toplam yatırımın beşte ikisinin bu iki ülkeye olduğunu görüyoruz.

Tablo 1.1 İngiltere'nin yabancı ülkelere yaptığı yatırımlar, 1830-1914

	1830	1854	1870	1914
	%	%	%	%
Avrupa	66	55	25	5
ABD	9	25	27	21
Latin Amerika	23	15	11	18
İngiliz İmparatorluğu:Hindistan Dominyon	2	5	22	9
Diğer bölgeler			12	37
Toplam	100	100	100	100
Toplam Yatırım (£m.)	100	260	770	4.107
(\$m.)	536	1.266	3.750	20.000

Kaynak: Kaynak:A.G.Kenwood and A.L.Lougheed, the Growth of the International Economy (London,1999), Tablo 5, ss. 30

İngiliz yatırımcılar özellikle 1820'lerin sonlarından itibaren gözlerini, demiryolu ve kanal çalışmalarını eyalet ve belediye senetleri ile finanse eden ABD'ye çevirmişlerdir. 1850'lerin ortalarında itibaren İngiltere'nin sınır dışına yaptığı yatırımının ülkeler arasındaki dağılımı değişmeye başlamıştır. Toplam yatırımlarda Avrupa ve Latin Amerika'nın payı düşerken ABD'nin payı artmaktaydı.

Sermaye ithal eden ülkelerin, yabancı yatırımcıyı çekebilmek için bazı kriterleri yerine getirmiş olması gerekmektedir. En önemli kriter, sermaye ithal eden ülkenin belirli bir büyüme oranını gerçekleştirebilmesidir. Ülkenin büyümesi alınan borçların ödenmesi açısından da önemlidir. Sermaye ithalatçısı ülkede, gelen yatırımcıyı tatmin edecek kar oranlarının olması da başka bir kriterdir. Üçüncü bir kriter sermaye ihraç edenlerden ithal edenlere doğru fon transferini gerçekleştirecek aletlerin, ortalama bir sermaye piyasası ve bankacılık kesiminin, varlığıdır. 19. yüzyıl boyunca yabancı yatırımların en çok hükümet bonolarına, imalat sektörüne, iletişim ve ulaşım sektörlerine yapıldığı gözlenmektedir. Yabancı yatırımcıların yurt dışında en çok tercih ettikleri sektörlerin başında demiryollarının gelmesine şaşırılmamak lazım; iyi bir demiryolu ağı ulusal piyasaların uluslararası piyasalar ile

bütünleşmesini sağlarken, uluslararası sermaye hareketliliği uluslararası ticaretin genişlemesine zemin hazırlamıştır (Kenwood ve Lougheed, 1999:28-32).

Bu dönemde sermaye piyasaları dışındaki piyasalar da uluslararası alanda hareketliliğe sahipti. 19.yüzyıl aynı zamanda emek mobilitesinin de en yoğun olduğu dönemdir. Yeni keşfedilen ülkelere doğru eski kıtadan büyük bir göç yaşanmıştır. Özellikle İrlanda'dan, ABD'ye doğru ciddi bir emek hareketliliği söz konusu olmuştur. 1845-47 yılları arasında ABD'ye olan göç ve yaşanan kıtlığın etkisiyle İrlanda, nüfusunun yarısını kaybetmiştir. 19. yüzyılda yaşanan bu nüfus hareketliliği, hem göç alan ülke hem de göç veren ülke açısından verimli olarak değerlendirilebilir. ABD'nin bu dönemde emek ihtiyacı bulunurken Avrupa ülkelerinde özellikle İrlanda da kötü geçen hasat dönemleri, gelişen sağlık sistemi sonucu düşen ölüm oranları nedeniyle aşırı bir nüfus oranı vardı. Emek hareketliliği her iki ülkeye de yarar sağlamıştır. Aslında yeni kıtada ilk dönemlerde, özellikle tarımsal kesimde, kölelerin emeği kullanılmıştır. 1850 yılında İngiltere'nin de çabalarıyla Brezilya'ya yapılan köle ticareti bitmiş ve Batı Afrika kıyılarının yarısı köleliğe kapatılmıştır. Aynı dönemde ABD'de pamuk üretiminin genişlemesi nedeniyle köle emeği tekrar gündeme gelse de Amerikan Sivil Savaşı (American Civil War) ile bu yasadışı ticaret sona ermiştir (Kenwood ve Lougheed, 1999).

Dünya savaşına kadar olan dönemde geçerli olan para sistemi altın standardıdır. Altın standardında her ülke parasını belirli bir altın miktarına bağlar. Her ülke için ayrı ayrı belirlenen değerler, ülkelerin para birimlerini birbirleriyle kıyaslamamızı mümkün kılmaktadır. Bir ülkenin tam altın standardına geçmesi için beş temel şartı yerine getirmesi gerekir: (i) Ülke, para birimini belirli bir miktar altın ağırlığına bağlamalıdır; ii) Yurtiçinde altın para serbestçe dolaşabilmeli ve talep edildiği takdirde banknotlar altına çevrilebilir olmalıdır, iii) Altının eritilerek külçe haline dönüştürülmesini engelleyici bir kısıtlama olmamalıdır; iv) Dolaşımdaki diğer paralar da altına bağlı olmalıdır; v) Altın külçe veya para ihracatını engelleyici bir kural olmamalıdır (Kenwood ve Lougheed, 1999:105).

Avrupa ülkeleri dışında en büyük mal ticaretini İngiltere ile yapan Almanya, İngiltere'nin altın standardı kullanması nedeniyle, İngiltere ile olan ödemelerinde altın kullanıyordu. Ülkenin, sonrasında tümüyle altın standardına geçmeye karar verdiğini görüyoruz. Kararının ardından piyasadaki altın toplamaya başlamış ve 50 milyon sterlinlik altını iki sene içinde toplamayı başarmıştır. Altın standardına geçmeden önce gümüş para standardı kullanan Almanya'nın altın almak için yüksek miktarlarda gümüş satışı yapması ve aynı dönemlerde

Nevada'da yeni gümüş madenlerinin keşfedilmesi, gümüş fiyatlarının düşmesine neden olmuştur. 1914 yılına gelindiğinde Çin dışında artık hiçbir ülkede gümüş standardı kullanılmamaktadır.

Londra sermaye piyasaları, 1870 sonrasında gittikçe artan bir önem kazanmıştır. Londra'nın önem kazanmasını sterlinin uluslararası geçerliliği olan bir para birimi olarak değerlendirilmesi ile ilişkilendirebilir. Sterlin 19. yüzyılda güçlü bir para birimi olarak görülmekteydi ve en az altın kadar da geçerli bulunuyordu. Farklı açılardan bakıldığında altından daha güçlü olduğu bile söylenebilir, çünkü dünya ticaretine yön veren İngiliz tüccarlar sterlin ile çalışmayı tercih etmekteydi. Bunun dışında sterlin tutulmasının tercih edilmesi konusunda bir başka neden de sterlinin gelir getirmesidir. Elinde sterlin tutanlar faiz oranı elde ederken, altın tutanlar faiz geliri gibi bir getiriden yoksundur.

19. yüzyılda dünya ekonomisini merkez ve çevre olarak ikiye ayırabiliriz. Büyüme merkezde gerçekleşiyor ve çevreye sığıyordu. İngiltere 18. yüzyılın ikinci yarısında meydana gelen teknolojik gelişmelerin de etkisiyle merkezde yer almaktadır. İngiltere için ilk sanayileşen ülke denilebilir. İngiltere'de yaşanan endüstrileşme neticesinde ülkede doğal kaynaklar azalmış ve tarımsal üretim hızlı artan nüfusu beslemede yetersiz kalmıştır. Böylece İngiltere giderek diğer ülkelerin gıda ve hammadde arzına bağlı kaldı. İngiltere'nin ithal etmek için ucuz mal arayışına başlaması bu döneme rastlamaktadır. İngiltere'nin arayışı diğer ülkelerin de ihracatını oluşturmaktadır. Teknolojik gelişmelerin çevreye yayılması zaman almış, Avrupa'da ve Amerika'da bile endüstrileşme 1870'li yıllardan sonra başlamıştır. İngiltere'de başladıktan neredeyse bir asır sonra.

1870'lerden I. Dünya Savaşı'na kadar sürdürülen altın standardı sistemi istikrarlı ve güvenilir bir sabit döviz kuru sistemi olmuştur. I. Dünya Savaşı ile birlikte yapılan ticaret sekteye uğramıştır.

1.1.2 1914-1945 Savaş Yılları Arası Dönem

Savaş yıllarında altın standardının devamlılığı için gerekli iki şart (dolaşımdaki paranın altına olan konvertibilitesi ve altın ihracatı) gerçekleşmeyince sistem sona ermiştir. I. Dünya savaşı sonrasında kimi iktisatçılar, savaş öncesindeki altın standardının benzerinin kurulmasının

mümkün olması halinde ülke ekonomilerinin yeniden yapılanmasının kolaylaşacağını düşünmüşlerdir.

ABD'nin 1913 yılında dünya altın rezervlerindeki payı yüzde 24 iken 1923 yılı sonunda bu oran yüzde 44 olmuştur. Aynı rakamlara İngiltere için baktığımızda yüzde 3 den yüzde 9'a çıktığını görüyoruz. Bu ülkeler dışındaki ülkelerde genelde altın kaybı yaşanıyor. 1922'de Genova konferansı ile ülkelerin rezervlerinde altın dışında yabancı para da tutabilecekleri kararı alınmıştır. Altın miktarının kısıtlı olması bu kararda en etkili nedendir (Kenwood ve Lougheed, 1999; 181).

1929 yılında yaşanan Büyük Bunalımın ardından, hammadde (primary product) üreticisi ülkeler sermaye girişlerinin azalması ve ürün fiyatlarındaki düşme nedeniyle ödemeler dengesi sorunları yaşamışlardır (Eichengreen, 1996:49). Krizin yarattığı ekonomik daralma sonucunda gelişmiş ülkelerdeki iç tasarruflar azalmıştır, yani sermaye ihracında kaçınılmaz bir azalma gerçekleşmiştir. Bazı borçlu ülkelerin dış borç geri ödemelerinde zorluk çekmeleri sonucunda riziko artmış, bu da portföy yatırımlarını olumsuz yönde etkilemiştir.

İngiltere 1931 Eylül ayında altın standardını terk ettikten sonra uluslararası paniğin merkezi haline gelen ABD'den mali yıl sonu olarak kabul edilen 1932 Haziran ayına kadar \$2000m. altın çıkışı olmuş ve sonrasında da ABD altın standardını terk etmiştir. Amerika'nın altın standardını terk etmesi altın standardının da sonu olmuştur (Kenwood ve Lougheed, 1999; 197).

I. Dünya savaşı, bölgeler ve ülkeler arasındaki ticaret akımına zarar vermiştir. Artık dengeler eskisi gibi işlememektedir. Tüm dünya ticaretine bakıldığında Avrupa'nın ticaret payı azalırken ABD'nin ticaret payı artmaktaydı. Avrupa'nın dünya ticaretindeki payı savaş yıllarında azalmaya başlamıştır. 1913'de dünya ticaretinin üçte ikisini Avrupa gerçekleştirirken bu oran 1937'de dünya ticaretinin yarısına düşmüştür. Avrupa'nın dünya ticaretindeki payının azalmasının pek çok nedeni bulunmaktadır: Sovyetler Birliğinin Avrupa ticaretindeki payının azalması (Sovyetler Birliği 1913 yılında dünya ticaretinin %4'ünü tek başına gerçekleştirirken 1920'de payı %1.5'e düşüyor), Kuzey Amerikanın öneminin artması, Asya, Afrika ve Okyanusya bölgelerinin artan payı.

İki Dünya Savaşı arası dönemde uluslararası ticarete konu olan mal dağılımına baktığımızda çok büyük değişiklikler yaşandığını görmekteyiz. 1913 yılında hemen hemen hiç payı olmayan petrolün 1929 yılında 1.170 milyon dolar olmuştur. Avrupa en büyük ithalatçıyken; ABD, Hollanda Antilleri ve Venezüella temel ihracatçılarıdır. Bunun yanında kömür uluslararası ticarete önemini korumaya devam etmektedir (Kenwood ve Loughheed, 1999; 219).

Altın standardının terk edilmesi, dünya ticaretinin sekteye uğraması, ödemeler dengesi sorunları, yaşanan savaşlar ülkelerin ekonomik yapılarında ciddi sorunlara yol açmıştır. Altın standardının terk edilmesiyle geniş kapsamlı ticari ve parasal kontroller uygulanmaya başlamış ve sermaye akımları minimum düzeye düşmüştür.

1.1.3 Bretton Woods (1945-1971) Dönemi

Bretton Woods sistemi ayarlanabilir kur sistemine dayanır. Sistemde ABD dışındaki tüm IMF ülkeleri, resmi kurdan paralarının değerini dolar cinsinden tanımlamışlardır. ABD ise parasını altına (1 ons =35\$) bağlamıştı. Her ulusal paranın dolar bazında değerinin olması, doların da sabit fiyattan altına bağlanması, tüm ulusal paraları dolaylı olarak bir altın paritesine bağlamaktaydı. Döviz piyasasında ulusal paraların değerinin parite etrafında +/- % 1 veya daha düşük oranlarda dalgalanmasına izin verilebilirdi. Buna göre bir paranın piyasada alabileceği en yüksek değer "üst destekleme noktası"nı, en düşük değer de "alt destekleme noktası"nı oluşturuyordu. Bu iki sınır arasında piyasa kurları, arz ve talep koşullarına bağlı olarak oluşabilirdi. Bununla birlikte, ancak ödemeler bilançosunda "köklü bir dengesizlik bulunması durumunda, IMF' nin onayı ile üye ülkelere paralarını dolara devalüe etme yetkisi verilmişti" (Seyitoğlu, 1996).

IMF, sabit kurlu Bretton Woods sisteminin yürütülmesinden sorumlu bir kurum olarak ortaya çıkmakla birlikte, bu sistemin yıkılışından sonra da uluslararası mali düzeni sağlamak görevini sürdürmüştür. IMF'e üye olan her ülkenin belirli bir kotası bulunmaktadır ve bu kotalar ülkelerin üretim gücüne, dünya ticaretindeki payına göre belirlenir. Üye ülke kotasının % 25'ini uluslararası rezerv paralarla geri kalan kısmını da kendi parası cinsinden tutmak zorundadır. Üye ülke ödemeler dengesinde bir sorun yaşadığı zaman para havuzundan limitleri miktarında para çekerek açığını kapatabilir.

Uluslararası para fonu ülkelerin kimi dönemlerde ödemeler dengesi sorunları yaşayabileceği varsayımına göre oluşturulmuştur. Ülkeler kimi zaman ödemeler dengesi açığı kimi zaman da fazlası verebilirler. Birkaç yıllık cari işlemler açığının ardından cari işlemler fazlası verebilir. Önemli olan dönemsel olarak bakıldığında verdiğiniz cari işlemler fazlasının cari işlemler açıklarınızı kapatması. Açık verdiğiniz zaman fon havuzundan kullandığınız parayı fazla verdiğinizde yerine koyabilirsiniz. Eğer olaylar bu şekilde gelişmez ve siz sürekli bütçe açığı vermeye devam ederseniz fon, ülke parasını devalüe etmenize izin verecektir.

Savaş sonrası yıllarda (1950-60) Batı Avrupa, Kuzey Amerika ve Okyanusya'nın büyük bir kısmında hayat standardında yükselişler yaşanmıştır. Gelir artışı ile birlikte bireyler daha önce satın alamayacakları dayanıklı tüketim mallarına yönelmişlerdir. Çalışan işgücünün artışı da kredi kullanımını arttırmıştır. Üreticiler bu dönemde mallarını reklamla ve uzmanlaşmış satış teknikleri ile pazarlamaya başlamışlardır.

19. yüzyılın sonunda portföy yatırımları ve doğrudan yatırımlar 1920'lerde ABD'den kaynaklanmaya başlamış ve ABD'den Avrupa'ya yönelik sermaye akımı hızlanmıştır. Bununla beraber 1929 Büyük Ekonomi Buhranı nedeniyle sermaye akımı kesilmiş ve 1930'lu yıllarda devalüasyon ve siyasi belirsizlikler ile sermaye akımı "sıcak para" olarak adlandırılan kısa vadeli fon akımına dönüşmüştür. I. Dünya savaşı sonrasında verdiği dış borçların geri ödenmeye başlamasıyla ABD adeta dünya bankeri konumuna sahip olmuştur. Bu bağlamda ABD'den dışarıya sermaye ihracı hızlandığı gibi ülke içinde de kredi musluklarının açılması nedeniyle özel borçlanma ivme kazanmıştır.

İkinci Dünya Savaşı'nın bitimini izleyen dönemde, ABD'nin öne çıkışının altında, savaşların diğer ülkeleri etkileyerek zayıf düşürmesi ve ABD'de finansal piyasaların o dönemde daha gelişmiş olmasını gösterebiliriz. ABD'nin savaşa doğrudan girmemesi nedeniyle ülkede sermaye birikimi yaşanıyordu. ABD'deki birikimin bir bölümünün Avrupa'ya aktarılmasıyla hem aşırı sermaye birikiminin yol açacağı olumsuz etkiler giderilmiş, hem de Avrupa'nın yeniden inşasıyla geniş bir pazara ulaşılmıştır (Sönmez, 1998:67-69).

Bretton Woods sisteminin işleyişi boyunca, genel olarak mali piyasaların ve özellikle de sermaye piyasalarının yeterince gelişmemiş olması ve bu piyasalarda bilginin üretimi ve kullanımının etkin olmaması, diğer bir deyişle, işlemlerin serbest piyasa çerçevesinde gerçekleşmesinden ziyade çoğunlukla kontrollü kamusal işlemler olarak yapıyor olması,

döviz ve uluslararası ödemelerde krizlerin ortaya çıkmasını sınırlandırmıştır (Tezcanlı ve diğerleri, 1994:80).

1.1.4 Bretton Woods Sonrası Dalgalı Kur Dönemi:

Temelde finansal hareketlerin ülkeler arasında hız kazanmasının en büyük nedeni olarak ülkeler arasındaki ticaretin gelişmesi gösterilebilir ancak toplam sermaye hareketleri içinde ticaret nedeniyle el değiştiren paranın oldukça küçük bir yer kapladığını da söyleyebiliriz. Öyle ki 1977 yılında yapılan döviz işlemleri toplam ticaretin 3.5 katı büyüklükteyken bu oran 1998 yılında toplam ticaretin 68 katına ulaşmıştır (Felix, 1999). Liberalizasyon ve deregülasyon hareketleri, Bretton Woods sisteminin çökmesi ile başlamış ve ilk olarak kendini sınır ötesi sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ve devletlerin para üzerindeki kısıtlamalarını kaldırmaya başlaması olarak göstermiştir. Mali piyasaların bütünleşmesi sonucunda dünyanın bir tarafında yaşanan olumlu veya olumsuz gelişmeden diğer piyasaların da etkilenmesini gündeme getirmiştir.

1970'li yılların başında Bretton Woods sisteminin çökmüş olması nedeniyle devletler ve piyasalar arasındaki ilişkilerde köklü değişiklikler olmuştur. Liberalizasyon hareketleri ve teknolojik gelişmeler hükümetlerin piyasalar üzerindeki etkisini azaltırken, uluslararası finansın da gücünü arttırmıştır.

1970'li yıllardan sonra sermaye akımının gelişimi dört önemli evreden oluşmaktadır;

İlk evrede, gelişmiş ülkeler arasında net sermaye hareketleri önemli ölçüde genişlemiştir. Bu artışa kurumsal yatırımcıların ve yabancı finansal kuruluşların yerel finansal pazarlardaki yüksek miktarlardaki yatırımları yol açmıştır. Bu akım aynı dönemdeki uluslararası ticaret akımından çok daha geniş ölçülerde gerçekleşmiştir.

İkinci evre, Gelişmiş ülkelerdeki sermaye kontrollerinin yumuşatıldığı ve finansal pazarlarda serbestleşmenin arttığı evredir. Bu dönemde uluslararası sermaye piyasaları arasında bütünleşme hızlanmaya başlamıştır. Uluslararası sermaye piyasaları arasındaki bütünleşmenin derecesi pazarlara yönelik sermaye akımı büyüklüklerinden çok, çeşitli pazarlardaki farklı mali enstrümanların getirilerindeki farklılaşma ile ölçülmektedir.

Üçüncü evre ise, gelişmiş ülkelerin cari işlemler ve kamu açıklarını kapatmaya yönelik sermaye akımının geliştiği dönemdir ki, bunun finansman kaynağını, resmi sermaye akımlarından çok özel akımlar karşılamakta, ayrıca özel sermaye akımı içinde ticaret bankalarının yerini menkul kıymet ihraçları almaktadır. Bu evrede (1983-87) özel sermaye akımlarının % 75'i ABD cari işlemlerinin açıklarının finansmanına yönelmiştir.

Son evrede ise, 1980'li yılların sonundan itibaren özellikle gelişmekte olan ülkelerde önemli ölçüde finansal serbestleşmenin yaşandığı, bu ülkelerin uluslararası sermaye piyasaları ile bütünleştiği ve bu ülkelerde yoğun sermaye akımının olduğu görülmektedir (Uzunoglu, Alkin ve Gürlesel, 1995;37).

1980'li yılların ilk yarısında dolar hızlı bir yükseliş içindeydi. 1981 yılının ortalarında mark ve frank, dolar karşısında % 28-30 civarında değer kaybetmişlerdi. Aynı dönemde ABD'de faiz oranlarının da yüksek olduğunu görmekteyiz. Bu nedenle Avrupalı yatırımcılar faiz avantajından yararlanmak amacıyla sermayelerini ABD'ye yöneltmişlerdir. Tabii petrol fiyatlarının dolar üzerinden değerlendirilmesi de Avrupa' da maliyetlerin artmasına neden olmuştur (Solomon, 1999;18-21).

1986 yılına geldiğimizde doların 1980'den 1985'e kadar yaşadığı değer artışının % 70'ini kaybettiğini görüyoruz. İnsanların beklentisi doların düşmeye devam edeceği yolunda olunca bunu kırmak isteyen politika yapıcılar ABD'de uzun dönem faiz oranlarını yükseltmişlerdir. 1987 Ocak ayından Eylül ayına 10 yıllık hazine bonosu faizi 7.25'den 9.42'ya yükselmiştir. Keskin yükseliş sonunda ABD hisse senetleri fiyatlarında düşüş meydana gelmiş ve 19 Kasım 1987'de "kara pazartesi" yaşanmıştır.

1980'li yıllar pek çok gelişmekte olan ülke açısından kötü bir dönemdir. 1980'lerden 1990'lı yıllara gelinceye kadar pek çok ülkede GSYİH düşüşleri yaşanmıştır. İlk petrol krizi (1973-74) ülkeler üzerinde iki önemli etki yaratmıştır. İlk olarak ülkeler genelde petrol ithalatçısı oldukları için dış borçları artmıştır. Petrol ithalatçısı ülkelerdeki borç artışlarına karşılık, OPEC ülkelerinin ödemeler dengesi fazlaları verdiğini görüyoruz. OPEC ülkeleri bütçe fazlalarını genelde yabancı piyasalarda değerlendirmeyi tercih etmişler ve belirli bir zaman sonunda kendilerinden petrol alabilenler diye ithalatçı ülkelere borç verir hale gelmişlerdir. Para akışı dolar üzerinden yapılırken, faiz oranlarında ise esas olarak LIBOR alınıyor; borç

alan ülkeler borç ödeme zamanı geldiğinde çoğunlukla borç ödemesini bir sonraki döneme atıyorlardı (Solomon, 1999;35).

Gelişmekte olan ülkelere borç veren bankalar yüksek miktarlarda risk taşıdıklarının farkındadırlar fakat bankalar borç verdikleri ülkelerin iflas etmeyeceklerini düşünüyorlardı. Ülkelerin borçlarını çeviremeyecek duruma gelmeleri halinde onların doğal kaynaklarından yararlanabilecekleri düşünülmekteydi. Zaten hükümetler de alınan borçlara garanti vermekteydiler. Meksika ve Brezilya bu dönemde en çok borçlanan ülkelerin başında gelmektedir.

İkinci petrol kriziyle birlikte enflasyon oranlarındaki artışı faiz oranlarındaki artışlar izlemiştir. Ülkeler kriz sonrasında daha sıkı para politikaları izlemişlerdir. LIBOR 1978 yılında yüzde 9.2 iken 1981 yılında yüzde 16.7'ye çıkmıştır. Sanayileşmiş ülkelerin çoğu 1982 yılında resesyona girmiştir.

Dalgalı Kur Sistemi, bir anlamda Sabit Kur Sistemi'nin piyasa arz ve talebine yenilmesi anlamını taşımaktadır. Dalgalı kur sisteminde resmi bir döviz kuru veya parite bulunmaz. Döviz kurları doğrudan doğruya döviz piyasalarındaki gelişmelere bağlı olarak belirlenir. Kur sistemlerinde yaşanan bu gelişme, döviz borsalarına yönelik ilgiyi arttırmıştır. 1980'li yıllarla birlikte bu borsalardaki gelişmeler spot, yani günlük işlemler yanında vadeli işlemleri de gündeme getirmiştir.

Brezilya ve Meksika'nın yüksek oranlarda borçlanan ülkelerin başında geldiğini belirtmiştik. Brezilya'ya büyük oranlarda kredi akışı söz konusu olmuştur. Ülkede enflasyon oranları çok yüksek ve en kırılgan ülke olarak görülüyor. Aynı sorunlar Meksika içinde geçerli fakat Meksika'nın bir avantajı ülkede petrol çıkartılmasıdır. Buna rağmen Meksika, 20 Ağustos 1982 yılında moratoryum ilan etmiştir. Borçlu ülkeler ithalatlarını kısarak borçlarını ödemek için ihracatlarını arttırmaya çalışıyorlardı. 1985 yılında Meksika'nın GSYİH'sı 1981 yılındakinden yüzde 26 daha düşüktü. 1985 yılında Brezilya'ya baktığımızda ise 1981 GSYİH'nın yüzde 8 altında olduğunu görüyoruz (Solomon, 1999;37-8).

Krize giren Latin Amerika ülkeleri birbiri ardına ekonomik yapılarını düzeltmek amacıyla çeşitli reformlar uygulamaya başladılar. Reform önerileri üyesi oldukları İMF ve Dünya Bankası tarafından yürütülüyordu. Reform konularının ana başlıklarını; bütçe açıkları, kamu

harcamalarının azaltılması, vergi reformu, faiz oranlarında düzenlemeler, döviz kuru ayarlamaları, doğrudan yabancı yatırım, özelleştirme, deregülasyon ve ticari telif hakları oluşturmaktaydı (Ffrench-Davis, 2000).

Meksika'da ticaretin de serbestleştirilmesiyle ülke 1986 yılında GATT'a katılmıştır. Meksika'nın uyguladığı reformların sonucunda ülkede enflasyon oranları düşmüş, vergi sisteminde yenilikler yapılmış, özelleştirmeler uygulanmış, finansal deregülasyon sağlanmış ve doğrudan yabancı yatırım için gerekli alt yapı sağlanmıştır. Bu tip iyileştirmeler sonucunda ülkeden kaçan para yavaş yavaş ülkeye geri dönmeye başlamıştır (Edwards, 1995).

Avrupa'da ise 1986'da imzalanan Avrupa Tek Senedi (The Single European Act) ile 1992 sonuna kadar Avrupa Birliği (AB) üyesi ülkelerin mallarının, sermayesinin, hizmetlerinin ve emeğin serbest dolaşımının sağlanacağı konusunda anlaşmaya varıldı. Amaçlanan, sınırları olmayan bir Avrupa. Sorun, emek dolaşımında ortaya çıkmaktadır; çünkü insanlar hala kendilerini Avrupalı olarak kabul etmiyor. 1997 yılında tek bir piyasa oluşturmak yolunda hala eksiklikler bulunuyordu. Örneğin; Vergi oranları tüm AB ülkelerinde uyumlu değil, şirket kanunları ile ilgili olarak ülkelerde uyumsuzluklar bulunuyor ve işgücü hareketliliği hala çok düşük.

Avrupa Para Birliğine dahil ülkeler tek bir piyasa altında birleşmişlerdir. Para Birliği üye ülkelere sabit, dalgalanma şansı olmayan döviz kuru sağlamıştır. Sermaye hareketliliği üzerinde herhangi bir kısıtlama yada sınır bulunmamaktadır. İngiltere, Fransa, İtalya ve İspanya gibi ülkelerde faiz oranları Almanya'dan daha yüksek. Faiz oranlarının yüksek olması nedeniyle diğer ülkelerin Almanya'dan düşük faiz ile borç alıp, faiz oranlarının daha yüksek olduğu bir ülkede yatırım yaparak kar elde ettiklerini görüyoruz.

Avrupa'da birleşmeye gidilmesinin en büyük yararı işlem maliyetleri açısından olmuştur. Avrupa içerisinde ticaret yapıyorsanız kullanacağınız tek bir para birimi olduğu için maliyetleriniz azalmış oluyor. Peter Kenen, tek para birimi üzerinden işlem yapılmasının yapılan işlemlerin sayısını ve verimliliğini arttıracakını belirtmiştir (Kenen, 1996). Üye ülkeler arasında döviz kuru belirsizlikleri ortadan kalkmıştır. Bu sayede Avrupa Birliği içerisinde doğrudan sermaye hareketlerinin artacağı düşünülüyordu. ERM'den EMU'ya geçilmesiyle birlikte asimetri sorunu ortadan kalkıyor ve Almanya'nın "çıpa" görevi bitiyordu (Eichengreen, 1996).

Avrupa Para Birliğinin maliyetlerine baktığımızda; ilk karşımıza çıkan üye ülkelerin para ve döviz politikaları üzerinde hükümlerliklerini kaybetmeleridir. Eğer üye ülkelerden bir tanesi tek başına bir şokla karşılaşacak olursa eskiden krizden çıkmakta kullandığı bu politikaları artık kullanamayacaktır.

1.2 Makroekonomik Politika Üçlemi

Önceki alt bölümde ele aldığımız Uluslararası Para Sistemindeki gelişmeler çerçevesinde sermaye akımlarının U harfi şeklinde bir seyir izlediğini söyleyebiliriz: 1880'den 1914'e kadar yükselme, 1945 yılına kadar I. ve II. Dünya Savaşları arası dönemde düşüş, 1945'den sonra yavaş bir artış ve 1970'lerin sonundan itibaren hız kazanan bir artış.

Maurice Obstfeld ve Alan M.Taylor' ın "makroekonomik politika üçlemi" (macroeconomic policy trilemma) ya da "tutarsız üçlü" (inconsistent trinity) olarak adlandırdıkları teze göre, dışa açık bir sermaye piyasası, hükümetlerin aynı anda hem döviz kuru hedeflemesini, hem de diğer iktisadi amaçlar için para politikasını kullanma güçlerini kırmaktadır. Bir makroekonomik politikalar sistemi, üç amaçtan ancak ikisini yerine getirebilir: (i) Uluslararası sermaye hareketlerinde tam açıklık; (ii) Sabit-İstikrarlı döviz kuru rejimi, (iii) Ülke içi iktisat politikası amaçlarına yönelik bağımsız para politikası (Yay, 2003).

Uluslararası sermaye hareketleri engellenirse yurtiçi faiz oranları ve yurtdışı faiz oranları arasındaki ilişki kesileceği için bağımsız para politikası sürdürülebilir. Eğer sabit döviz kurundan vazgeçilirse, sermaye hareketlerinin serbestisi ile para politikasının etkinliği uyuşur. Ancak ülke sermaye hareketleri serbestken döviz kuru hedefini de tutturmayı amaçlıyorsa, bu durumda, ya döviz kuru kontrolleri ya da uluslararası işlemleri kısıtlayıcı diğer önlemler alması gerekmektedir.

Makroekonomik politika üçlemi açısından sermaye akımlarının tarihçesine bakıldığında; 1914'e kadar olan dönemde sermaye akımları serbestken, ülkeler zaman zaman para politikası bağımsızlığından vazgeçmek zorunda kalsalar da sabit döviz kuru rejimini sürdürebilmişlerdir.

1914-1945 I. ve II. Dünya Savaşları arasındaki dönemde daha önce bahsetmiş olduğumuz gibi birçok ülkede sermaye ve ticari kontrollerin uygulanması gündeme gelmiştir. Sermaye kontrollerinin kullanılması, ülkelerin kendi çıkarları doğrultusunda bağımsız politikalar izlemelerini ve paralarının değerlerini korumalarını sağlamıştır.

Bretton Woods Sistemi ile oluşturulmuş Dünya Bankası uzun dönem sermaye hareketleri üzerinde yoğunlaşırken, IMF üye ülkeler arasında finansal işlemleri düzenleme görevi üstlenmiştir. 44 ülke dalgalı döviz kurunun istikrarsızlık kaynağı olduğu ve uluslararası ticarete zarar vereceği düşüncesi ile sabit fakat ayarlanabilir döviz kuru sistemini benimsemiştir.

ABD, Kanada, İsviçre savaş sonrasında sermaye kontrolleri uygulamasına hiç başvurmazken, Almanya 1960'lardan sonra, İngiltere 1979'da sermaye kontrollerini kaldırmıştır. Dolayısıyla, cari işlemler hesabında konvertibilite yaygın olarak benimsenirken sermaye kontrolleri yaygın biçimde uygulanmış, tek para ve tam konvertibiliteyi amaçlayan Avrupa Birliği ülkeleri sermaye hesabında da tam konvertibiliteye geçmiştir. 1950'lerden itibaren Latin Amerika ülkeleri sermaye hareketlerinde liberalleşmeye gitmişlerse de ödeme sorunları ile karşılaştıkça sermaye kontrollerine başvurmuşlardır. Ancak 1990'lardan itibaren liberalleşme dalgası ile birlikte sermaye kontrollerini gevşetmişlerdir (Yay, 2003).

1.3 Uluslararası Sermaye Akımları

1.3.1 Doğrudan Yatırımlar

Doğrudan yabancı sermaye yatırımı (Foreign Direct Investment) bir ülkede bir firmayı satın almak, yeni kurulan bir firma için kuruluş sermayesi sağlamak veya mevcut bir firmanın sermayesini arttırmak yoluyla o ülkede bulunan firmalara yapılan ve kendisiyle birlikte teknoloji, işletmecilik bilgisi ve yatırımının kontrol yetkisini de beraberinde getiren yatırımlardır. Bu yatırımlar yatay ve dikey şekillerde olmaktadır. Yatay yatırımlar, bir firmanın yatırım yaptığı ülkelerde kendi ülkesi ile aynı üretimi gerçekleştirdiği zaman ortaya çıkmaktadır. Dikey yatırımlar ise, yatırım yapılan ülkede esas ülkedeki ürünlerin işlenmesi şeklinde yapılan yatırımdır (Karluk, 1997;519).

Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin önemli bir bölümünü oluşturan ve aynı zamanda ilgili ülkelere teknoloji ve yönetim tekniklerinin transferini de sağlayan doğrudan yabancı yatırımlar, özel sektör yatırımlarından oluşmakta olup, yatırım yapılan ülkelerin hem ulusal piyasalarında etkinliğin ve rekabetin artmasına katkıda bulunmakta hem de ilgili ülkelerin uluslararası rekabet gücünü arttırıp bunların diğer ülke piyasalarına girişlerini mümkün kılmaktadır (Alp, 180).

Ulusal piyasaların ülkenin finansman ihtiyacını karşılamakta yetersiz kaldığı durumlarda Europara, eurotahvil gibi uluslararası finansal piyasalar devreye girmektedir ve bu piyasalarda oluşan önemli miktarlardaki fonlar finansman ihtiyacındaki ülkelerin kullanımına sunulmaktadır. Bu fonların gelişmekte olan ülkelerin kullanımına sunulması-eğer ki etkin şekilde kullanılıyorsa-söz konusu ülkelerdeki tasarruf açığını kapatarak kaynak kullanımını genişletecek ve böylece yatırımlarda ekstra bir artış meydana gelecektir. Böylece gelişmekte olan ülke ekonomilerinde büyümenin yanı sıra gelir artışı sağlanacak ve sonuçta da istihdamı ve milli geliri pozitif yönde etkileyecektir (Aktan ve Şen, 1999).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını (DYSY) çekmek için uygulanan ekonomi politikaları da çok önemli bir işleve sahiptir. Gelişmekte olan Asya ülkelerinin başarılı politikaları buna örnek olarak gösterilebilir. Bu ülkelerden Hong Kong ve Singapur doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının yapılmasına hiçbir sınırlayıcı politika izlemezken, Güney Kore daha çok ihracata yönelik yatırımları teşvik edici politikalar izlemiş, Malezya ve Tayvan ise ileri teknoloji sanayilerde doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını çekmeye yönelik politikalar izlemişlerdir. Bunun dışında Tayland'ı da Hong Kong ve Singapur gibi sınırlayıcı politikalar izlemeyen ülkeler kategorisinde sınıflandırabiliriz (OECD, 1993;24).

Ülkeleri DYSY'na yönlendiren faktörler arasında ülke hükümetlerinin ekonomi ve maliye politikalarında meydana gelen değişiklikler de yer almaktadır. Büyük şirketlerin bağlı oldukları ülkede faiz oranlarının, kurumlar vergilerinin arttırılması, işçi ücretlerinde asgari sınırların yükseltilmesi, mevcut kredi politikasının büyük girişimciler aleyhine değiştirilmesi veya gümrük vergilerinin arttırılması; üretimde kullanılan ithal malı girdi fiyatlarını arttırmaktadır. Bunun neticesinde üretimin maliyeti yükseleceğinden, değişikliklerden etkilenen şirketler, bağlı oldukları ülke sınırları dışında yatırıma yönelecektir. Uzun vadeli karşılaştırmalı üstünlük sağlayan bölgelerde ana şirketin üretim faaliyetlerini destekleyen diğer üretim faaliyetlerinde yoğunlaşmak, maliyetleri azaltan bir etkidir. Böylelikle ana

şirkette, gelişmeye, destekleme faaliyetlerine, promosyona ve arza açık ve altyapısı düzgün olan bölgelere yatırım yapma arzusu oluşmaktadır (Özyıldız,1998; 55).

Doğrudan sermaye yatırımından bahsettiğimiz zaman çok uluslu şirketleri (ÇUŞ) göz ardı edemeyiz. Genel olarak herkes tarafından kabul edilmiş bir ÇUŞ tanımı olmamakla birlikte; ÇUŞ'lar uluslararası alanda faaliyet gösteren kendi ülkeleri dışında en az bir yabancı ülkede üretim yapan ekonomik birimler olarak tanımlanmıştır (Rugman ve Lecraw, 1986;7).

Doğrudan yatırım genelde ülkeler için istenen türde bir yatırımdır. Ülkeye yabancı yatırım ile birlikte hem teknolojik altyapı, hem de lisans, patent gibi maddi haklar girer. Yabancı sermayenin ülkeye girişi ile birlikte ülkenin yabancı pazarlara açılma şansı da artmaktadır.

Ülkeleri dışında faaliyet gösteren çok uluslu firmalar yerli firmalara göre bazı ek maliyetlerle karşılaşmaktadırlar. Bunlar ana merkezden uzakta faaliyet göstermenin getireceği maliyetler olabileceği gibi, bu ülkedeki piyasa koşullarının bilinmemesinin ve farklı kültürel, yasal bir yapının içinde üretim yapmanın getireceği artı maliyetler olarak kendini gösterebilir. Bu nedenlerle çok uluslu şirketlerin faaliyette buldukları ülkedeki rakiplerine göre bir takım avantajlara sahip olması gerekmektedir. Bu tür bir avantaj ülke dışında üretim yapmak için gerekli, fakat yeterli değildir. Firmaların sahip oldukları bu tür monopolistik ve oligopolistik avantajlar diğer ülkedeki ÇUŞ'lara farklı bir nitelik kazandırsa da üretimin ülke dışında yapılmasının nedenlerini açıklayamamaktadır. Çünkü firmalar ülke içinde üretim yapıp ihracat yoluyla veya lisans anlaşmaları yoluyla mevcut avantajlarını transfer edebilmektedir (Kaymakçı, 2001).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının, yatırımın yapıldığı ülkenin ödemeler bilançosu üzerinde çeşitli etkileri vardır. Kuruluş aşamasında ödemeler bilançosu üzerinde olumlu katkılarının yanı sıra gerek ihracat yoluyla gerekse ithal ikamesi şeklinde ödemeler bilançosuna önemli katkılarda bulunurlar. Fakat daha sonraki süreçte üretimin sürdürülebilmesi için gerekli olan girdilerin ithali, üretim faktörlerine ödenen faktör gelirleri, mahalli olarak yaratılan yüksek gelirin marjinal tüketim meyline bağlı olarak artan ithalat eğilimi ve üretimin sona ermesi durumunda ülkeye getirilmiş olan sermayenin ülke dışına çıkarılması ödemeler bilançosu üzerinde olumsuz etkilerde bulunur (Karluk, 1984;410). Dünya genelinde yabancı sermaye yatırımları 1980-1984 arasında yıllık ortalama 100 milyar \$'dan az iken, bu rakam 1990-98 arasında 250 milyar \$ düzeyine ulaşmıştır (Özyıldız,1998).

Ancak burada unutulmaması gereken bir husus, anılan hareketlerin büyük bir çoğunluğunun sanayileşmiş ekonomilere yapılan yatırımlardan oluştuğudur.

TABLO 1.2: 1984-1996 Arasında DYS Girişleri (Milyar \$)

Dünya/Bölge	Yıllık ortalama DYS yat. 1984-90	Yıllık ortalama DYS yat.1995-96	Değişim	Değişim (%)
Dünya Toplamı	115	349	+234	203
Batı Avrupa	40	105	+65	163
Kuzey Amerika	49	91	+42	86
Afrika	3	5	+2.1	70
Orta Amerika ve Karayipler	4	12	+8	200
Güney Amerika	4	26	+22.5	560
Güney, Doğu ve G.Doğu Asya	12	81	+69	575
Diğer Asya	1	3	+2	200
48 Az Gelişmiş Ülke	0.5	1.3	+0.9	160

Kaynak: International Capital Markets, Developments, Prospects and Key Policy Issues August 1998 (IMF)

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının dörtte üçü gelişmiş ülkelerde gerçekleşmektedir. Bir başka deyişle gelişmiş ülkeler doğrudan yatırımların büyük bölümünü gelişmiş ekonomilere yöneltmekte, “adeta kapalı devre” bir yatırım hareketi oluşmaktadır (Sönmez, 1999:105).

1.3.2 Ticari Banka Kredileri

Uluslararası bankacılık hareketlerinin önemli bir bölümü kredi işlemleriyle ilgilidir. Bankalar ana merkezlerinden ödünç para verme işlemlerini gerçekleştirebildikleri gibi bu gibi işlemleri sınır ötesinde sahip oldukları şubeler sayesinde de gerçekleştirebilirler.

Uluslararası ticari krediler iç piyasa kredilerine göre bazı farklılıklar göstermektedirler. Bu kredilerin önemli bir bölümü bankaların kendi kaynaklarından sağlanır ve özel şirket, hükümet kuruluşu veya gerçek kişi müşterilere verilir. Bunlar dolaysız kredilerdir. Bunların yanında, kredi faaliyetlerinin bir bölümü, banka kabullerinden ve dış ticaret finansmanından oluşur.

Banka kabulleri, bir kişi veya şirket tarafından çekilen bir ticari poliçenin banka tarafından onaylanarak kabul edilmesidir. Poliçede belli bir tarihte, gösterilen kişiye, belirli miktar ödeme yapılması emredilmektedir. Banka poliçeyi “kabul” etmekle, bunun vadesi geldiğinde ödeneceği konusunda koşulsuz bir taahhütte bulunmuş olur.

Özellikle 1980’li yıllarda oldukça popüler olan ticari banka kredileri günümüzde eski önemini kaybetmiştir. Ticari bankalar 1990’lı yılların başında verdikleri bu tür kredileri kısıtlarken verilen yeni kredilerin daha kısa vadeli olduğunu ve Asya’da konuşlandığını görüyoruz. Likit kalmanın bankalar açısından önemini göz önünde bulundurduğumuzda genelde bu tür kredilerin neden kısa vadeli olduğunu anlamamız çok da zor olmuyor. Riskin yüksekliği açısından bankalar genelde uluslararası kredi verirken özel şirketleri pek tercih etmezler. Kredi vereceğiniz ülkenin farklı olması sizin bilmediğiniz hesap yöntemleri ile karşılaşmanıza yol açabilir ve sizi yanıltabilir. Ticari bankalar uluslararası kredi verirken daha çok yabancı hükümetlere, kamu şirketlerine veya hükümet güvencesi altındaki sektörlere ağırlık verirler. Banka kredilerine baktığımızda oldukça dalgalı bir seyir izlediğini görmekteyiz.

Tablo1.3: Gelişmekte Olan Ükelere Net Özel Sermaye Akımları (milyar \$)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Doğrudan Yabancı Yatırım	24,5	33,5	43,5	67,2	83,7	95,5	109,5	169,3	174,5	179,3	160,6
Banka Kredileri	3,0	2,8	12,5	-0,3	11,0	26,5	34,2	43,1	51,4	-5,9	2,6
Portföy Yatırımları	3,2	7,2	11,0	45,0	32,7	32,1	45,7	26,7	7,4	15,0	26,0

Kaynak: World Bank, Global Development Finance,1997 ve Prospects 2003.

1.3.3 Yardımlar

İthal ettikleri mal ve hizmetlerin finansmanı amacıyla az gelişmiş ülkelere sağlanan dış ödeme kolaylıkları, mali yardımları oluşturur. Buna karşılık üretim veya yönetimle ilgili teknik bilgi

aktarılması, proje ve danışmanlık hizmetlerinde bulunma ve az gelişmiş ülke elemanlarının eğitimi gibi destekleyici faaliyetlere de teknik yardım adı verilmektedir.

ABD'nin çiftçileri korumak için uyguladığı tarımsal destekleme programları, bu ülkede aşırı üretim stoklarının birikmesine yol açıyor. Bu stoklar daha sonra, gıda açığı içindeki az gelişmiş, fakat serbest dövizle ödeme olanakları sınırlı az gelişmiş ülkelere, onların yerel paraları veya dolar karşılığı yedi yıldan otuz yıla kadar vadeli kredi halinde satılıyor. Bu satışların tutarı olan ulusal paralar, ilgili ülkelerde bir bankada ABD hükümeti adına açılan bir hesaba yatırılır. Bu şekilde oluşan fonlara P.L.480 (Public Law 480) adı verilir (Seyitoğlu, 1996;627). 1954 yılında oluşturulan ve günümüzde halen geçerli olan bu programla insani yardım amaçlanmaktadır. 2002 yılında, 10 ülkenin 114 milyon dolar tutarında 628.000 tonluk malla ulaştığı tahmin edilmektedir (Frisman, 2002).

Gelişmiş ülkelerin Az gelişmiş ülkelere yaptığı kamusal yardımlar “iki taraflı”(hükümetten hükümete) ve çok taraflı (uluslararası kuruluşlar tarafında yapılan) olmak üzere iki grupta toplanmaktadır. İki taraflı yatırımlar “mali transferler” (proje kredisi), “aynı yardımlar”(gıda yardımı) ve “teknik yardımlar” olarak üçe ayrılmaktadır. Proje temelinde sağlanan bağış veya ödünç, bağlı mali transfer biçiminde olmaktadır. Bağlı transfer olması durumunda transferden yararlanan ülke transferi gerçekleştiren ülkeden gerekli araç gereci almak zorundadır. Bağlı kredilerde yardım verenin pahalı ve düşük kaliteli mallarını satın almak zorunda kalan az gelişmiş ülkede yardımın değeri azalır.

Tablo 1.4: DAC Üyesi Ülkelerden ve Uluslararası Kuruluşlardan Yapılan Net Toplam Kaynak Akımları

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
I-Resmi Kalkınma Finansmanı (ODF)	84.5	87.6	73.5	75.4	89.0	85.9	65.5	68.3
Resmi Kalkınma Yardımı (ODA)	59.6	59.1	55.8	47.9	50.3	52.1	49.5	50.6
İkili	41.3	40.6	39.1	32.4	35.2	37.9	36.0	35.0
Çoklu	18.3	18.4	16.7	15.4	15.1	14.2	13.4	15.8
Resmi Yardım (OA)	6.9	8.4	5.6	5.6	7.0	7.8	7.8	6.4
İkili	5.5	7.1	4.0	4.0	4.5	4.9	4.9	3.6
Çoklu	1.3	1.3	1.5	1.6	2.5	2.9	2.9	2.8
Diğer ODF	18.1	20.1	12.2	22.0	31.7	26.1	8.2	11.3
İkili	12.2	14.0	5.7	5.9	12.8	10.4	-1.4	1.6
Çoklu	5.8	6.1	6.5	16.0	18.9	15.8	9.6	9.7

II-Toplam İhracat Kredisi	6.3	5.6	4.0	4.8	8.3	4.0	7.7	2.8
III-Özel Akımlar	135.1	171.1	273.1	241.4	133.3	222.2	139.8	119.5
Doğrudan Yatırım	52.1	29.6	68.9	102.3	119.8	145.6	121.8	115.3
Uluslararası Banka Kredileri	32.1	76.9	86.0	12.0	-76.3	-21.2	-18.6	-10.2
Toplam Bono Kredisi	32.0	24.7	78.9	83.7	34.2	29.1	19.9	9.7
Diğer	12.5	3.5	33.8	37.0	48.4	59.5	7.2	-5.4
Resmi Olmayan Yardımlar	6.5	6.4	5.9	6.4	7.2	8.9	9.5	10.4
Toplam Net Akımlar	225.9	264.2	350.7	321.6	230.7	312.0	212.9	190.7

Kaynak: UNCTAD,2003

Verilen kredinin herhangi bir şarta bağlanmadığı krediler, serbest kredilerdir. Kredi alan ülke fonlarını kullanırken hesap vermek durumunda değildir. Geleneksel olarak, bu tür krediler daha az miktarda verilmiştir. Bununla birlikte, uluslararası ekonomik kuruluşlardan sağlanan proje kredileri, hiç değilse, kaynak açısından bağlı değildir.

Çok taraflı yardımlar uluslararası kuruluşlar veya örgütler tarafından sağlanmaktadır. Bazı örgütlerde karar yalnızca yardım sağlayan ülke veya ülkelere ait olmakta, diğerlerinde ise yardım alan taraf da karar mekanizmasına katılabilmektedir (Sönmez, 1999:115).

1.3.4 Portföy Yatırımları

Özel yabancı sermaye hareketlerinden biri olan portföy yatırımları, tasarruf sahiplerinin uluslararası sermaye piyasalarında uluslararası politik risk, kambiyo kuru riski, bilgi edinme riski gibi ek riskler üstlenmek suretiyle sermaye kazancı ile faiz ve temettü geliri gibi kazançlar elde etmek amacıyla hisse senedi, tahvil ve diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmalarıdır.

Portföy yatırımları uluslararası ve piyasalararası yapılabilmektedir. Bir ülkenin ihraç ettiği hisse senedi ve tahvillerin yatırımcılar tarafından o ülkenin sermaye piyasasında ticaretinin yapılması uluslararası işlemlere örnektir. Aynı işlemin ülke sınırları dışında offshore bir merkezde gerçekleşmesi piyasalararası işlemlere örnektir. Dünyada portföy yatırımlarının içinde en büyük paya sahip olan hisse senedi yatırımlarının hacimlerinin ve değerlerinin belirlenmesinde iki yaklaşımdan faydalanılmaktadır (Tezcanlı, 1994:9).

(1) Belirli bir süre itibariyle toplam uluslararası hisse senedi alımları ile toplam uluslararası hisse senedi satışları arasındaki fark alınarak net yatırım miktarı bulunur. Bu yabancı yatırımcıların uluslararası varlıklara tahsis ettikleri taze para miktarıdır. Net hisse senedi yatırımları fon ithal eden ülkeler bazında fonların nakit girişleri izlenilerek iki şekilde hesaplanabilir. Bir ülkeden çıkan sermayenin diğer ülkede yatırıma dönüştürüldüğü varsayımıyla bu iki yaklaşımdan elde edilen tutarların eşit olması beklenmektedir.

(2) Belirli bir süre itibariyle alım satımlar toplanarak uluslararası hisse senedi yatırımları global olarak izlenebilir. Bu yöntemle sermayenin giriş ve çıkış yönleri gözlenemez.

Gerek portföy yatırımları ve gerekse Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları uluslararası sermaye akımları niteliğinde olmakla birlikte birbirlerinden ayrılan yönleri vardır. Bunları aşağıdaki gibi sıralayabiliriz (Seyitoğlu, 1993:568).

(i) Doğrudan yatırımlarda yatırım ve üretim süreci tamamen yatırımı yapan şirket tarafından kontrol edilir. Denetimi daha etkin şekilde gerçekleştirmek için çoğu zaman üst yönetim kadrolarını yatırım yapan şirket seçer. Oysa portföy yatırımlarında bir şirkete ait hisse senedi ya da tahvillerin satın alınması yatırımcıya şirketin yönetimine doğrudan katılma hakkı vermez. Yatırımın hisse senetlerine yapılması durumunda genel kurulda oy hakkına sahip olmak şirket yönetimini doğrudan kontrol etmek anlamına gelememektedir.

Tablo1.5: Gayri Safi Portföy Akımları (1990-1999) (milyar \$)

	1990	1995	1999
Tahvil	8.5	59.2	87.0
Hisse Senedi	1.2	10.0	23.2
Toplam	9.7	69.2	110.2
Toplamın yüzdesi olarak tahvil	88.0	86.0	79.0
Toplamın yüzdesi olarak hisse senedi	12.0	14.0	21.0

Kaynak: Yay, 2003

(ii) Doğrudan yatırımlarda yatırımcı, sermayenin yanı sıra makine donanımı ile nitelikli işgücü, işletmecilik bilgisi gibi üretimi arttırıcı gerekli diğer desteği sağlayabilir. Portföy yatırımlarında ise yatırımcının tek katkısı sermayesidir. Bununla birlikte DYSY’nda sermaye dışındaki üretim faktörlerinde hareketliliği söz konusudur. Doğrudan yatırımların tamamına yakın kısmını çok uluslu şirketler tarafından yapılırken, portföy yatırımlarını firmaların yanı sıra tasarruf sahibi gerçek kişiler de yapabilmektedir.

(iii) Doğrudan yatırımlarda elde edilen gelirin transferi yatırım yapılan işletmenin verimliliğine bağlı olarak, yatırımın yapıldığı ülkedeki yabancı para transferi ile ilgili uygulamalar konusunda gerçekleşmektedir. Portföy yatırımlarında ise gelirlerin geri ödeme koşulları önceden bellidir ve ekonomideki şartlara göre değişmez.

(iv) Vade açısından ise DYSY uzun vadeli yatırım türüdür. Kısa vadeli, geriye dönüşü mümkün olmadığından, doğal olarak uzun vadede politik ve ekonomik istikrar önemli bir rol oynamaktadır. Portföy yatırımları ise kısa vadeli olduklarında dolayı yüksek mobilite ve likit özelliği nedeniyle sermaye çıkışını kolaylaştırdığından, finansal krizlerin doğmasına yol açar. DYSY’nın likiditesi düşük olduğundan ani bir dönüş olasılığı düşük olduğundan krizlere neden olmaz.

1.4 Sermaye Hareketlerini Etkileyen Faktörler

Uluslararası özel sermaye akımlarının gelişmekte olan piyasa ekonomilerine (GPE) yönelmesine yol açan etkenleri, çekici faktörler (pull factors) (GPE’deki makroekonomik politika ve diğer değişimler) ve itici faktörler (push factors) (küresel finansal piyasalarda ve sanayileşmiş ülkelerdeki gelişmeler) olarak ikiye ayırabiliriz (Yay, 2003). İtici faktörler genelde sermaye arzının yoğun olduğu bölgelerde meydana gelen hareketlerdir. Sanayileşmiş ülkelerdeki yatırımcılar uluslararası faiz oranlarının düşmesi sonucunda rasyonel düşünerek yatırımlarını daha karlı alanlara aktarmak isteyeceklerdir. Eğer iki ülke arasındaki faiz farklılığı yüksekse ve döviz kurundaki değişim de karı pek fazla etkilemiyorsa yatırımcı karın yüksek olduğu ülkeye gitmeyi tercih edecektir. Faiz oranlarının düşmesi dışında regülatif kurallardaki değişimler de GPE’ye olan sermaye akımını etkilemektedir.

Bu alt başlıkta yabancı sermayeyi/yatırımcıyı GPE'ne çekmekte rol oynayan belli başlı etkenler ele alınacaktır.

1- Makroekonomik Etkenler

Sermayenin dışa doğru açılımı;genelde yüksek enflasyona sahip ve yeterince güçlü para birimlerine sahip olmayan ülkelerden daha güvenceli ve istikrarlı ekonomik yapıya sahip ülkeler lehine kaymaktadır.

Finansal reformların gerçekleştirilmeye başladığı dönemde makro ekonomik yapı ve uygulanan makro ekonomik politikalar, hem finansal reformların başarısı hem de finansal reformların makro ekonomik istikrara etkisi açısından önemlidir. Makro ekonomik istikrara ulaşmamış bir ekonomiyi yabancı sermayeye açmanın maliyetleri yüksek olacaktır.

Ülke deneyimlerinde makro ekonomik istikrar ve finansal serbestleşmenin birbirini destekleyici nitelikte olduğu görülmektedir. Finansal reform uygulamaları döneminde uygulanması gerekli makro ekonomik politikalar şunlardır (Uzunoğlu, 1995;44):

-Finansal reformlar daha geniş bir yapısal ekonomik reform politikasının bir parçası olarak uygulanmalıdır.

-Kamu kesimi dengesi açıkları makul düzeyde olmalıdır. Kamu açıklarının finansmanı enflasyonist olmamalıdır.

-Finansal serbestleşmenin başarısı için fiyat istikrarı son derece önemlidir. Enflasyonun kontrol altına alınmasına yönelik para politikalarının uygulanması zorunludur.

-Etkin bir para politikasının uygulanması için Merkez Bankası reformu ve bağımsızlığı gerçekleştirilmelidir.

-Dalgalı döviz kurları ekonomik değişimin yaşandığı dönemlerde etkindir. Döviz kurlarına müdahale olmamalı, kurlar piyasa koşullarında belirlenmelidir.

Uluslararası sermayenin çekilebilmesi için makro ekonomik politikaların, istikrarlı büyüme amacını gütmesi gerekmektedir (Uzunoğlu, 1995;24).

2- Enflasyon, Kambiyo Kurları ve Faiz Oranları

Yatırımcı, yabancı ülkede kendine portföy oluşturmak istediği zaman ilk önce gitmek istediği ülke parasının konvertibl olup olmadığına bakar. Yatırımcı elindeki paranın konvetibl olduğunu görünce fiyatlar genel seviyesine bakmak isteyecektir. Ülkenin fiyatlar genel seviyesi oynak (volatile) bir yapıya sahipse ve ülkede belirsizlikler yaşıyorsa yatırımcı yatırım yapmak istemeyebilir.

Her tür sermaye girişinin özellikle gelişmekte olan ülke ekonomileri açısından, her zaman olumlu olduğunu söylemek çok doğru olmaz. Yüksek tutarlı kısa vadeli sermaye girişleri, ilgili ülkeler açısından enflasyonist bir baskı yaratmakta, döviz kurunun aşırı değerlenmesine yol açmakta ve ödemeler dengesi açısından, cari işlemler dengesinin bozulmasına neden olmaktadır (Alp, 2000).

Faiz oranları sermaye hareketlerini etkileyen diğer bir unsurdur. Yatırımcılar ülkeler arasındaki faiz farklılıklarından yararlanmak için de ülkeye gelebilir. Faiz oranları yükseldiği ölçüde sermaye girişi artmakta, düşmesi halinde ise ülkeden sermaye, çıkışı hızlanmaktadır. Faiz farklılıklarından yararlanmak için ülkeye gelen sermaye yüksek faiz yanında ülkenin döviz kuru beklentilerini de göz önünde bulundurur.

Mevduat sahipleri açısından da bankaya mevduat şeklinde para yatırmak cazibesini yitirmeye başlamıştır. Yüksek ve değişken enflasyon oranları ve hükümetlerin mevduat faizleri üzerindeki sınırlamaları sonucunda, reel faizler bazı dönemlerde negatif olmaya başlamış ve mevduat tasarruf sahipleri için iyi bir yatırım olmaktan çıkmıştır. Bu gelişmelerin yaşandığı dönemde daha yüksek getirili ve değişik risk- getiri düzeyine cevap verecek farklı araçların sunulması, tasarruf sahiplerini bankalardan sermaye piyasalarına doğru yöneltmeye başlamıştır (Alp, 2000:63).

3- Sosyal Etkenler

Sermaye girişi üzerinde ülkenin politik ve sosyal yapısı da rol oynar. Ekonomik ve politik etkenler ülkelerin uluslar arası kredi derecelerini etkilediği için borç yükümlülüklerini etkilemektedir. Bir ülkenin sosyal istikrarı, nüfus yoğunluğu, demografik denge, eğitim

düzeıı, etnik yapısı, işgücü ve sendikalar, gelir dağılımı ve aile yapısı gibi unsurların hepsinin bir arada değerlendirilmesi sonucunda belirlenir.

Yabancı yatırımcı açısından önemli bir kıstas da, ülkenin hukuk ve adalet sisteminin işleyiş etkinliğidir. Yaptığı yatırımların güvencede olması, sermaye ve kazançlarını transfer etmede veya bir anlaşmazlık durumunda hakkını arama sistemlerinin işlerliği güven ortamı yaratacaktır.

Ülkelerin uluslararası sermaye girişini arttırmak için uyguladıkları politika ve stratejiler, ülkenin kültüründen ve coğrafi konumundan daha önemli olmakla birlikte, birçok ülke hem dil hem de coğrafi konum açısından kendilerine benzerlik gösteren ülkelerde yatırım yapmaktadırlar. Örneğin ABD'nin en çok yatırım yaptığı ülkeler arasında hem yer hem de dil açısından aynı özellikleri taşıyan Kanada, İngiltere ve Avustralya gelmektedir (Tezcanlı, 1994;44).



BÖLÜM II

ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARININ KONTROLÜNE YÖNELİK İKTİSAT POLİTİKALARI

2.1 Uluslararası Sermaye Akımlarının Serbestleştirilmesi

Küreselleşme ile birlikte sermaye piyasalarının serbestleştirilmesi günümüzde en çok tartışılan konulardan biri olmuştur. Global yatırımcıların ilgisini çekmenin hem iyi hem de kötü yanları bulunmaktadır. İyi yanlarına baktığımızda, sermaye akımları altyapı yatırımlarının gelişiminde, doğal kaynakların ve insan kaynaklarının daha verimli kullanımına destek sağlamaktadır. Fakat aynı zamanda sermaye akımları ülke fiyatlarını etkileyebilmekte, ulusal finans sektörlerinde zayıflıkların artmasına yol açabilmekte ve yurtiçi aktif fiyatlarını şişirebilmektedir. Sermaye akımları bir yönüyle de ülke aktiflerine olan talebin artması anlamına gelmektedir. Politika yapıcılarının müdahalede bulunmaması durumunda sermaye akımları ülkenin parasının değerlenmesine neden olarak dış ticareti de olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Bu nedenle sermaye akımlarını yurtiçi piyasaların mas etmesini sağlayabilmek son derece önemlidir.

Özellikle 1997 yılında meydana gelen Asya krizi ve ardından 1998 yılında yaşanan Rusya krizi sonrasında dünyada krizlere karşı yeni yaklaşımlar geliştirilip uluslararası mali sistemin istikrarının artırılması yolunda genel bir görüş birliğine varılmıştır. Bu yaklaşımlar özünde küreselleşme sürecine yeniden güven tesis etme amacını taşımaktadır. Bu kapsamda krizlerin tedavisi yerine önlenmesi veya önlenemese dahi en az kayıpla aşılması konusunda çözüm önerileri ortaya konulmuştur.

Çoğu gözlemci uluslararası para sisteminin, özellikle de döviz piyasalarının iyi çalışmadığı konusunda görüş birliğine varmıştır. Bu görüşü hem son zamanlarda uluslararası finans piyasalarında yaşanan pek çok gelişme, hem de çok sayıdaki akademik bulgu desteklemektedir. Kriz yaşayan ülkelerin de tek sorumlu olarak gösterilmesi artık işe yaramamaktadır.

Günümüzde yaşanan yüksek miktarlardaki sermaye akımları hükümetlerin piyasa güvenilirliğini devam ettirebilmeleri açısından da oldukça önemli bir yere sahiptir. 1990'lı yıllarda sermaye akımları alınan politik kararların merkezinde bulunmakta ve hükümetin kredibilitelerini devam ettirebilmesini etkilemekteydi. Keynesyen perspektiften baktığımızda, farklı hükümetlerin yabancı yatırımcılar tarafından daha tercih edilir politikalar uyguladıklarını görüyoruz ki bu durum enflasyonu kontrol etmede olumlu olsa da yatırımı ve büyümeyi azaltabilmektedir. Politika yapıcılarını piyasalarını uluslararası işlemlere açacakları zaman konuyu tüm artı ve eksileriyle çok iyi değerlendirmeleri ve iyi bir zamanlama yapmaları gerekmektedir. Genel kanı makro ekonomik istikrar sağlanmadan finans sektörünün serbestleştirilmemesi yönündedir (Griffith-Jones, 1997).

Sermaye girişlerinin yoğun olması döviz kuru paritelerini büyük ölçüde kırılganlaştırmaktadır. Hükümetler tarafından sabitlenen döviz kuru oranlarıyla ekonomik istikrar ve finansal serbestleştirme birlikte sağlanmaya çalışılmaktadır. Dışardan borç alan bankalar yeni yatırım projelerine gerçekleştirmek isteyen yerli müşterilerine kredi verir fakat döviz kuru sabit olduğu için Merkez Bankası ve hükümet para arzını kontrol etme olanağına sahip değildir. Bu da enflasyona ve paranın aşırı değerlemesine yol açacaktır. Zayıflayan uluslararası rekabet azalan ticaret performansı ile birlikte ticari mallar üreten sektörlerde karların azalmasına neden olacaktır. Aynı zamanda sermaye akımının yön değiştirebildiğini de unutmamak gerekir. Merkez Bankası sabit döviz kurunu korumak için faiz oranlarını arttırmak zorunda kalacaktır.

2.2 Sermaye Hareketleri Neden Kısıtlanmalı ?

Yaşanan bir kriz sonrasında ülkenin toparlanıp eski haline gelmesi bir buçuk ila altı yıl arasında değişen bir süre almaktadır (Patomaki, 1996:29). Bir ülkenin eski haline gelmesi için sadece bu kadar süre gerekli olduğu düşünülürse ülkenin içine düştüğü zor durum belki daha iyi bir şekilde değerlendirilebilir. Yaşanan bir kriz sonrasında ülke, yatırımcıların gözünde daha riskli bir hale geldiği için kredi veren ülkeler artık daha yüksek faiz talep eder hale gelebilmektedirler. Yani başka bir deyişle borçlanma daha pahalı hale gelmektedir. Yapılan araştırmalar, yaşanan kriz sonrasında faiz oranlarının kimi zaman % 40 oranında artabildiğini göstermiştir. Çoğu firmanın ve kişinin borçlu olduğu günümüzde borçlanma hizmetlerinin maliyetini arttırmak işsizliği ve iflasları artırırken, yatırımları azaltıp yatırım mallarına olan

talebi de kısmaktadır (Patomaki, 1996;30). Yüksek faizler ve aktiflerin değerlerinde yaşanan düşüşler, mal ve hizmetlere olan talebi azaltabilmektedir. Likiditenin düşmesi bireylerin tüketim tercihlerini kısımlarına neden olacaktır. Böyle bir durumda da yatırım ve üretim kararlarını piyasa yapısına göre alan aktörler, talebi azaltma yoluna gidebilirler. Sonuçta çıktı miktarı azalır ve işsizlik artar. Krizin vurduğu ülkelerdeki mal ve aktifler, buna firmalar da dahildir, yabancı yatırımcılar için bir anda ucuz hale gelebilmektedir.

Ülke parasının değerini korumak, iflas etmiş bankaların batmasını önlemek için harcanan çabaların maliyeti yüzünden krizin henüz ikincil etkileri yaşanmadan devlet likidite sıkıntısına düşebilir. İkincil etkilerden kastettiğimiz, vergi gelirlerinin azalması ve devletin sosyal harcamalarının artmasıdır. IMF'in veya diğer uluslararası kuruluşların yardım paketleri ülkeye ulaşmakta gecikirse eğitim, sağlık gibi sosyal harcamaların kısıtlanması gibi bir etki ortaya çıkabilecektir ki bunun uzun dönemdeki maliyetleri oldukça ciddi sonuçlar doğurabilecektir. Bazı ülkelerin kriz sonucunda daha önce karşılıksız verdikleri eğitim hizmetlerinden para veya katkı payı alma yoluna gittikleri görülmüştür. Eğitim maliyetlerinin artması sonucunda ebeveynler genelde çocuklarını okuldan alarak basit işlerde çalıştırmaya başlamışlardır. Alınan borçları faizleriyle birlikte geri ödeme zorunluluğunun bulunması devletin faaliyetlerine uzun dönemli kısıtlamalar getirecektir.

Ülkeden sadece kısa vadeli fon çıkışı yaşanmaz aynı zamanda ülkeye yatırım yapacak olan potansiyel yatırımcılar da ülkede yaşanan talep düşüşleri nedeniyle yatırım kararlarını yeniden gözden geçirmeye karar verebilirler. Yaşanan genel fiyat düşüşleri sonucunda üretim yapan mevcut firmaların ucuzlaması anlamına da gelmektedir. Yatırımcı artık yeni yatırım yapıp üretim kapasitesini arttırmaktansa böyle bir firmayı satın almayı tercih edebilmektedir. Böylece ülkeye para girişi olsa da mülkiyet el değiştirmiş ve ekonominin yapısı değişmiş olacaktır

James Meade, 1951 yılında yazdığı "The Theory of International Economic Policy" adlı kitapta sermaye akımlarını geçici ve sürekli olarak ikiye ayırmıştır. Meade faiz oranı farklılıklarının her zaman, sermaye akımına yol açacağıın söylenemeyeceğini belirtir. İki ayrı ülkede kısa vadeli fonlara konan faiz oranlarının farklılığı kalıcı olsa bile, kısa vadeli fonlara olan hareketin sürekli olmayabileceğinin üzerinde durmuştur (Griffith-Jones, 1997;5).

Boom dönemlerinde, spekülasyonun iki aşamada oluştuğu görülmüştür; ilk aşamada olan yatırımın mantıklı (sober) davrandığı aşamada hanehalkı, firmalar veya yatırımcılar, sermaye akımının yön değiştirmesine kısıtlı ve rasyonel tepki gösteriyorlar. İkinci aşamada sermaye kazançları yönlendirici rol oynuyor. Kindleberger bu aşamayı içeridekiler ve dışarıdakiler diye iki grup spekülâtörün varlığı ile ilişkilendirmektedir. Ona göre içeridekiler istikrarı fiyatları yukarı ve daha da yukarı çekerek bozarlar, fiyatlar tepe noktasına ulaştığında ise dışarıdakilere satış yaparlar. Yüksek fiyata satın alan dışarıdakiler, içeridekiler fiyatları aşağıya çektiklerinde, yani fiyatlar düşme vurdüğünde içeridekilere geri satmaktadırlar. Benzer gelişmeler, 1994 Aralık ayında Meksika krizi zamanında yaşanmıştır. Büyük çoğunluğunu Meksikalıların oluşturduğu içeridekiler, büyük miktarlarda yatırım yapmışlardı fakat 1992 yılının ortalarından itibaren yerel yatırımcılar, büyük bir devalüasyon yapılmasından korkarak, kağıtlarını piyasaya hala güven duyan saf (bullish) yatırımcılara satmışlardır ki bunlar genelde yabancı yatırımcılardır (Griffith-Jones, 1996;7).

1997 yılının ikinci yarısında Tayland' dan başlayan kriz Asya ekonomilerine tek tek zarar vermiştir; ülke paraları değer kaybetmiş, ithalat yavaşlamış ve ekonomik büyümeler yavaşalmıştır. Örneğin, Endonezya' nın resmi parası rupiah dolar karşısında yüzde 70 değer kaybetmiştir. 1998 yazına doğru yaşanan spekülâtif hareketler bölgedeki çoğu ülkenin döviz rezervlerinde ciddi azalışlara yol açmıştır. Öyle ki kriz Endonezya' da son otuz yılda hayat standartlarında yaşanan tüm gelişmeyi yok etmiştir. Milyonlarca kişi işini kaybederken, çalışan ve orta sınıfa mensup pek çok aile yoksulluk sınırına düşmüştür (Patomaki, 1999; 20).

Krizden etkilenen Asya ekonomileri yüksek tasarruf oranına sahip güçlü ihracatçılardı. Yabancı portföy akımları dış ticaret açıklarını finanse etmede, büyümeyi sürdürmede olmaz olmaz şartlar değildi. Söz konusu ekonomiler ulusal bankacılık sistemindeki verimsiz yatırımlar nedeniyle zayıflamıştı.

İroni sermaye akımlarına ihtiyaç duymayan bu ülkelerin gelen sermayeyi massetmede zorlanmasıdır. Sermaye girişinin yoğun olması ev sahibi ülkelerin para otoriteleri paralarının değerlendirilerek yaptıkları ihracatı azaltmasını önlemek için sterilizasyon yapma yolunu seçmişlerdir.

2.3 Sermaye Hareketlerine Yönelik İktisat Politikaları

Sermaye akımlarının zararlı etkilerini ele aldıktan sonra bu bölümde yoğun sermaye akımlarının yıkıcı etkilerine karşı kullanılabilir politik araçları tartışılacaktır. Son yıllarda ülkelere giren sermayeyi etkilemek/massetmek amacıyla hükümetlerin uygulamakta olduğu çeşitli politika araçları bulunduğunu görmekteyiz. Gelen sermayeyi sterilizasyon yoluyla veya maliye politikaları yoluyla soğurabiliriz.

2.3.1 Döviz Kuru Politikası

Artan sermaye akımlarının nominal döviz kurunda bir artışa yol açabileceğinden daha önce de bahsetmiştik. Kısa dönemde para otoriteleri genellikle döviz kurundaki bu artışı engellemeye veya kısıtlamaya çalışsa da sermaye akımının devam etmesi ve rezervlerin artması bu politikaların daha maliyetli hale gelmesine neden olabilmektedir. Sonuçta, sermaye girişi yaşayan ülkelerin bir kısmı revalüasyon yaparak, bir kısmı da döviz kuru rejimlerinin esnekliğini arttırarak cevap vermektedirler. Kimi zaman da Şili ve Kolombiya'nın yaptığı gibi bu politika önerileri birlikte kullanılabilir (Reinhart ve Reinhart, 1998).

Daha önce de ele aldığımız gibi bir ülkenin uluslararası politika yapıcılarının karşı karşıya kaldığı en önemli sorunlardan biri, ülke parasını sabitlemenin mi yoksa dalgalanmasına izin vermenin mi daha iyi bir karar olduğudur. Döviz kurlarını sabitleyerek uluslararası sermaye işlemlerinin serbest bırakılması, altın standardı savunucularının ana fikridir. Güvenilir bir sabitleme, dalgalı döviz kuruyla ilgili belirsizlikleri ve maliyetleri azaltırken, yurtiçinde de nominal çıpa görevi görecektir. Fakat pratikte döviz kurunu sabitlemek yüksek sermaye hareketliliği durumunda oldukça kırılgan bir yapı arz etmektedir. Belirli bir zaman aralığı hedeflenmemişse, açık sermaye piyasalarının varlığında döviz kurunu sabitlemek fizible bir seçenek değildir.

Ekonomik istikrarı sağlamak ve finans piyasalarını serbestleştirmek isteyen hükümetler döviz kurlarını sabitleme yoluna gidebilirler. Ekonomik reform, dengeli bir makro ekonomik yapı ve istikrarlı bir döviz kuru, yeni üretim ve yatırım kaynakları arayan yatırımcıyı uyaracaktır. Yurtiçinde daha fazla kredi verebilmek amacıyla ulusal bankalar yurtdışından

borçlanacaklardır. Fakat döviz kuru sabitlenmiş olduğundan, hükümet ile Merkez Bankası para arzını kontrol edemezler ve süreç ülke parasının değerlendirilmesiyle sonuçlanır. Böyle bir problem de uluslararası rekabetin zayıflamasına ve ticari mal üreten sektörlerde karların azalmasına neden olacaktır.

Artık günümüzde trilemma nedeniyle sabit döviz kuru sistemleri eskisi kadar tavsiye edilmektedir. Dalgalı döviz kuru sisteminin en önemli avantajları dışsal şoklara ve reel sektörden gelen şoklara karşı dirençli olmasıdır. Kur tamamen serbest olduğu için serbest piyasada belirlenen kurlar oluşan yeni durumlara tam olarak uyum sağlar. Dalgalı döviz kuru rejiminde yurtiçi aktiflere olan talep artışı sonucunda ülke parası değerlenmeye devam ediyorsa artık politik müdahalede bulunulmaz; çünkü döviz kurları serbest bırakılmıştır. Yoğun sermaye akımlarının yaşandığı dönemlerde nominal döviz kuru artışına izin vermenin bazı avantajlarının bulunması, otoritelerin döviz kurunu serbest bırakmalarına neden olabilmektedir. Ülke parasının değerlendirilmesine izin verilmesiyle elde edilecek avantajlardan ilki, değerlendirilmenin para arzını, yurtiçi kredileri ve bankacılık sistemini sermaye akımlarından korumasıdır ki sermaye girişi eğer kolayca tersine dönebilecek bir nitelikteyse böyle bir durum arzu edilir nitelikte olacaktır.

Bretton Woods sabit fakat düzeltilebilir döviz kuru sistemi yıkıldığından beri giderek daha fazla sayıda ülke paralarını dalgalanmaya bırakmıştır. Yoğun sermaye akımları, nominal döviz kuru üzerinde baskı oluşturarak paranın değerlendirilmesine yol açmaktadır. Nispi fiyatların salınımı uluslararası ticarete açık bir ekonomide üretimi ve yatırım miktarını azaltıcı yönde etki yapabilmektedir.

Döviz kurlarının olabildiğince serbest dalgalanmasına izin vermek spekülasyon girişini caydırabilmektedir. Belirsizliğin artması da bir nevi Tobin vergisi etkisi yapmaktadır. Saf dalgalanmanın en büyük dezavantajı yoğun sermaye akımlarını uyarak reel döviz kurunda keskin ve beklenmeyen hareketlere neden olabilmesidir. Yapılan bazı ampirik çalışmalar da bize reel döviz kuru hareketliliğinin ticarete konu olan mal sektörlerinde negatif etkili olabildiğini göstermiştir. (Reinhart ve Reinhart, 1998)

Günümüzde dalgalı kur sistemine doğru bir yöneliş olmasına rağmen bazı ülkeler sabit döviz kuru uygulamasını tercih etmektedirler. Bunun bir nedeni Guillermo A.Calvo ve Carmen M.Reinhart'ın öne sürdükleri dalgalı kur korkusu (fear of floating) hipotezidir. Hipoteze göre

ülkede güvenilirlik sorunun bulunması sermaye piyasalarının dışa açık olması durumunda dalgalanma korkusu yaşatabilir. Gelişmekte olan ülkelerde kurdaki dalgalanmalar düşük boyutta olmasına rağmen ciddi finansal krizlere yol açabilmektedir. Bu ülkelerde dolarizasyon sorunun olması buna karşılık iktisadi ajanların döviz borçlarını korumaya alabilecekleri (hedge) piyasaların olmaması ya da yeterince gelişmemiş olması kurlardaki oynaklığa karşı hassasiyetlerini daha da arttırmaktadır. Gelişmekte olan piyasalarda kur hareketlerinin enflasyonu gelişmiş ülkelere oranla daha fazla etkilemesi ise bir başka korku nedenidir. Bu yüzden kurun hareketli olması çok fazla istenmemektedir.

Son yıllarda para krizlerine bakıldığında bunların genelde sabit döviz kuru rejiminden kaynaklandığına dair bir kanı olsa da Francesco Caramazza ve Jahangir Aziz'in 1975 ve 1996 yılları arasında 116 ayrı vaka üzerinde yaptıkları çalışma krizlerin yarısının dalgalı döviz kuru sisteminde meydana geldiğini ortaya koymuştur (Caramazza ve Aziz, 1998).

Sabit ve dalgalı döviz kuru rejimleri dışında ara (intermediate) döviz kuru rejimleri de bulunmaktadır. Bunlar; currency boards para kurulları, dolarizasyon. Para kurullarının bir üst versiyonu dolarizasyondur denilebilir. Dolarizasyonun kabulü ile birlikte ülke artık devalüasyon politikasından vazgeçtiğini açıklamış olmakta, ABD'den fiyat istikrarı ithal etmekte ve ABD ekonomisi ile uzun vadeli bir birleşme içine girmektedir. Para kurulları ise ülke parasını güçlü bir para birimine sabitleyerek ülke parası desteklemektedir. Para kurulları Merkez Bankasının yerine geçmektedir. Ancak Para kurulları tam kredibiliteye sahip olamayabilir. Kurul oluşturulduktan sonra ülke mevcut kanunlarını değiştirebilir. Para kurulu ve dolarizasyon rejimleri ile ülke para politikası ve döviz kuru politikası gibi iki temel politika aracını terk etmektedir. Ulusal bir kriz çıkması halinde Merkez Bankasının olmaması da son merci kurumunun olmaması anlamına gelmektedir ancak bu onun yerini tutacak bir kurumun oluşturulamayacağı anlamına gelmemektedir.

2.3.2 Para ve Maliye Politikaları

Maliye politikası ile ödemeler dengesi arasında ilişki söz konusudur. Kamu harcamalarının finansmanında, kamu gelirleri ve özel tasarruf artışlarından yararlanılmadığında, cari işlemler bilançosu açıkları artmaktadır. Cari işlemler bilançosu açıkları, bütçe açıklarında cari işlemler bilançosu açıklarına eşit tutarda bir azalış meydana gelmediği durumda artmaktadır (Zloch, 1987:56).

Sabit para kuru uygulayan dışa açık bir ülkede uygulanan genişletici maliye politikasında yaratılan iç talebin bir kısmı, ekonominin dışa açıklığı ile doğrudan orantılı olarak, dış piyasaya sızar. Dışarı sızan bu talep ithalatın artmasına neden olur. İthalat artışı dış ticaret açığına neden olursa Merkez Bankası piyasalara döviz satarak yerli parayı dolaşımdan çekebilir. Merkez Bankasının rezervlerinden yaptığı bu işlem para daraltıcı bir etki yapmaktadır (Bulutoğlu, 2003;472).

Sabit para kurunda eğer sermaye hareketleri de serbestse, gevşek para politikası ekonomiyi felakete götüren bir çıkmaz sokaktır. Kredilerin ucuzlatılması yüksek faiz için gelmiş olan paranın çıkışına neden olur, sermaye hesaplarında açık artar. Sabit kur sistemi uygulamasında ithalatın cazip olması açılan kredilerin yatırımlardan çok ithalata yönelmesine neden olur ve dış ticaret açığı artarken ihracat azalır. Para çıkışı Merkez Bankası rezervlerini eritir, devalüasyon beklentisini artırır, yabancı sıcak sermayenin çıkışı hızlanır, ülkenin alabileceği dış kredilerin faizleri yükselir. Sonunda krizden çıkmak için paranın değeri dalgalanmaya bırakılır, büyük bir devalüasyon gerçekleşir.

Esnek Kur Sisteminde Maliye ve Kur Politikaları

Esnek kur sisteminde, açık bir ekonomide maliye ve para politikalarının etkinlikleri, sabit kur sistemine kıyasla, önemli farklar göstermektedir. Esnek kur düzeninde eğer sermaye hareketleri serbest değilse mali politikanın yurtiçi harcamaları artırmada etkinliği, sabit kur sistemine kıyasla daha fazladır. Çünkü dalgalı para kuru, iç piyasada maliye politikası ile yaratılan fazla talebin yurt dışına sızmasını geniş ölçüde önler. Çünkü yurt içinde talebi şişiren satın alma gücü, ithalata yönelince, yabancı paralara talep artar. Bu da yerli paranın değerini düşürür ve yabancı ürünler pahalılaşır.

Sermaye hareketlerinin serbest, döviz kurunun esnek olduğu sistemde, bir de para politikasının etkinliğine baktığımızda sermaye hareketlerini serbestleştirilmesi sabit para değerinde para politikasının etkinliğini törpülediği halde, esnek para sisteminde böyle bir etki yapmaz. Para arzının artırılması faiz haddini düşürür, faiz haddinin düşmesi ise faiz avantajını kullanmak için ülkeye gelmiş olan sermayenin ülkeyi terk etmesine neden olur. Merkez Bankası çıkmak isteyen sermayeyi toplamaz ve bu işlemi piyasalara bırakırsa ülke parasının

kuru düşer. Döviz cinsinden borçlanan firmalar için ise bu ciddi krizler doğurabilir. Öyleyse genişletici para politikası, sermaye hareketlerinin serbest, kurların esnek olduğu bir ülkede harcamaları artırmada etkili olamaz, aksine çok ciddi krizler doğurabilir.

Tablo 2.1:Çeşitli Şartlar Altında Para ve Maliye Politikalarının Etkinlikleri

Dışa açıklık	Sabit Kur		Esnek Kur	
	Maliye Politikası	Para Politikası	Maliye Politikası	Para Politikası
Sermaye giriş-çıkışı serbest değil	Az Etkin	Az Etkin	Tam Etkin	Tam Etkin
Sermaye giriş-çıkışı serbest	Etkin sermaye girişi, borç artışı sabit kuru yıkabilir	Etkin değil, İthalat artışı, sermaye çıkışı	Etkin değil sermaye girişinde MB rezerv biriktirirse etkin	Etkin değil, sermaye girişinde MB rezerv eritirse etkisiz

Kaynak: Bulutoğlu,2003:477

2.3.3 İhtiyati Politikalar ve Bankaların Denetimi

Bankalar için sınır ötesi işlemlere uygulanacak olan ihtiyati kurallar (i) Uluslararası sermaye akımları nedeniyle oluşabilecek spesifik risklerin regülasyonu, (ii) Sermaye yeterliliği ile ilgili standartlar, (iii) Uluslararası finansal bütünleşmede etkin denetimi kapsamalıdır. Bu kuralların uygulanmasıyla ilgili olarak IMF, Basel Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Komitesi ve Finansal İstikrar Forumu çeşitli çalışmalar yapmaktadır (İshii ve Habermeier, 2002:40).

Piyasa fiyatlarındaki hareketler, döviz kuru ve uluslararası faiz oranı farklılıkları, tüm diğer borçlular gibi bankaların da borçlarını geri ödeme kabiliyetlerini etkilemektedir. Bankalar çeşitli risklerle karşı karşıya kaldıklarında etkin risk yönetimleri ve sermaye yeterlilikleri bunlarla başa çıkmadaki başarılarını etkilemektedir. Basel Bankacılık düzenleme ve denetleme komitesi de uluslararası bankacılık sisteminin istikrarını güçlendirmek ve risk yönetiminde uluslararası standartlar getirmeyi amaçlamaktadır. Basel Komite 1997 yılında çıkarttığı iç denetim ile ilgili temel prensipleri belirleyen Bankacılıkta Etkin Gözetim ve Denetime İlişkin Temel Prensipler) raporunda etkin gözetim ve denetim için önkoşulları belirlemekte, bankalara faaliyet izni verilerek kurum yapısındaki değişikliklerin onaylanması

sürecini ve bankaların sürekli olarak izlenmelerine ilişkin düzenlemeleri ele almakta, gözetim ve denetim otoritesinin yasal yetkilerinden bahsederek, sınırlama işlemleri söz konusu olduğunda ilgili ülke gözetim ve denetim otoritelerinin yetki dağılımlarına ilişkin bilgiler sunmaktadır.

Likidite riski bankaların aktiflerindeki artışı karşılayacak yeterli kaynak bulundurmamasından doğar. Likidite sıkıntısı çeken banka, yükümlülüklerini artıramaz, ya da aktiflerini nakde çevirerek gerekli fonu sağlayamazsa, yükümlülüklerini yerine getiremez duruma düşebilir (Yay, Yay ve Yılmaz, 2001:104). Likidite riskine karşı uygulanan geleneksel bir metot, belirli dönemler için (günlük, aylık) minimum likit varlık oranlarını belirlemektir. Likit aktifler; kısa vadeli bankalararası işlemleri, hükmet tahvillerini ve hazine bonolarını kapsamaktadır. Uygulanmakta olan Likit aktif oranları kimi ülkelerde sermayenin yüzde 10'unun altında kalabilirken, kimi ülkelerde de yüzde 60'ın üzerine çıkabilmektedir (İshii ve Habermeier, 2002).

Bankaların piyasadaki (menkul kıymetlerin ve özellikle döviz kuru) fiyat değişimlerinden kaynaklanan risklerini piyasa riski ile ifade edebiliriz. Bankaların dövizle yaptığı işlemlerde, açık döviz pozisyonları arttığı ölçüde riskleri artar.

Döviz riskine uygulanan ihtiyati kurallar ülkeler arasında farklılık göstermektedir. Bu konudaki ihtiyati politikalar genellikle haftalık olağan banka denetim raporlarına dayanmaktadır. En genel ihtiyati tedbir açık pozisyon miktarının sınırlandırılmasıdır. Bazen ülkeler toplam açık döviz pozisyonunu sınırlandırırken, bazen de tek bir para birimi cinsinden yapılan açık pozisyon miktarına sınırlandırma getirilebilir (İshii ve Habermeier, 2002).

Bankaların temel işlevi kredi vermek olduğundan, en çok karşılaştıkları risk olan kredi riski, kredi verilen kişi ya da kuruluşun sözleşme koşullarına uymaması durumunu ifade eder. Bu nedenle, kredi verilecek kişilerin kredibilitesi çok iyi değerlendirilmelidir. Bankaların kredi riskini değerlendirirken, kredi verilen kişinin bağlantılı olduğu grupların taşıdığı riskler, kredilerin belirli sektör ya da bölgede yoğunlaşması da dikkate alınmalıdır. Ayrıca, banka hissedarlarına, yöneticilerine, yan kuruluş ve bağlı ortaklıklarına verdikleri riskler de kontrol edilmelidir (Yay, Yay ve Yılmaz, 2001:104).

Uluslararası kredi işlemlerinde kredi verilen kişi ya da kuruluşun ülkesinin iktisadi, politik yapısından kaynaklanan riskleri ülke riski ile ifade edebiliriz. Bu özellikle hükümetlere ya da kamu kurumlarına açılan kredilerde önem kazanır. Bunun dışında faiz oranlarındaki değişimler nedeniyle, bankaların hem gelirlerinin hem de bilanço ve bilanço dışı kalemlerinin ekonomik değerlerinin etkilenmesinden kaynaklanan faiz riskleri ve bankaların yetersiz ya da yanlış yasal bilgi ve belge nedeniyle alacaklarında değer kaybı ya da bankacılıkla ilgili yasalardaki değişimlerden doğabilen yasal risklerde bulunmaktadır.

2.3.3.1 Sermaye Yeterlilik Oranı

Haziran 1999'da Basel Komitesi Yeni Sermaye Yeterliği Çerçevesi yayımlamıştır. Yeni Çerçeve üç temele dayanmaktadır: 1988 Uzlaşısı'nın standart ilkelerini geliştirmeyi ve genişletmeyi amaçlayan yeni minimum sermaye gerekleri (requirement), bankaların sermaye yeterliliği ve içsel değerlendirme süreçlerinin denetim-gözetimi ve şeffaflığın-açıklığın güçlendirilmesi ve güvenli ve sağlam bankacılık uygulamalarının teşviki için piyasa disiplininin güçlendirilmesi (Yay, Yay ve Yılmaz, 2001:97).

Banka, kendi sermaye yeterliliğinin değerlendirilmesi konusunda uyguladığı iç süreci de niteliksel bir biçimde açıklamalıdır. Böyle bir bilgilendirme, bankanın sermaye yeterliliği konusundaki yönetiminin diğer risk yönetimi süreçleriyle bağlantılarının görülebilmesine yarayacak ve gelecekte oluşabilecek dalgalanmalara dayanma konusunda zemin oluşturacaktır. Bu bağlamda bankaların, tasarruf sahibi, kreditor, yatırımcılarla olan ilişkilerinde, bankaların mali koşulları, performansları, ticari faaliyetleri, iştirakleri, risk profilleri ve risk yönetim faaliyetleri hakkında güvenilir ve zamanında bilgi açıklamaları, şeffaflık önem kazanmaktadır (Yay, Yay ve Yılmaz, 2001:98).

2.4 Sermaye Kontrollerinin Amaçları

Sermaye kontrollerinin tarihsel gelişimine baktığımızda geniş çaplı bir sermaye kontrollünün ilk olarak I. Dünya Savaşı sırasında kullanıldığını görmekteyiz. Bu dönemde kullanılan sermaye kontrollünün asıl amacı savaşı finanse etmektir. Savaşın başlangıcında büyük güçler altın standardının devamıyla ilgili çeşitli kaygılar taşısalar da sabit döviz kuru sistemini sürdürmüşlerdir. Savaşa katılan ülkelerin tümü sermaye çıkışına ve yabancı varlık alımına kısıtlamalar koymuşlardır. Konulan bu kısıtlamalar ülkelerin gelirlerini iki yolla

arttırmışlardır. (i) Sermayeyi ulusal ekonomi içinde tutarak daha yüksek vergi gelirleri elde etmişlerdir. (ii) Ülke içinde kalan sermaye faiz oranlarının düşmesine neden olarak mevcut hükümet borçlarının yükünü azaltmıştır (Johnston ve Tamirisa, 1998; Neely, 1999).

Tablo 2.2: Sermaye Kontrollerinin Amaçları

Sermaye Kontrolünün Amacı	Metot	Kontrolün Yönü	Örnek
Gelir Sağlamak/Savaş finansmanı	Sermaye çıkışına uygulanan kontroller sabit döviz kurunda daha yüksek enflasyona neden olurken ulusal faiz oranlarını da kontrol altında tutar.	Çıkış	I. ve II Dünya Savaşına katılan ülkelerin çoğu
Kredi Dağılımı/Finans Sektörünü baskı Altında Tutmak	Finansal sistemi ayrıcalıklı endüstrileri ödüllendirmek için kullanan hükümetler, sermaye kontrollerini sermayenin kar amaçlı yurtdışına çıkışını engellemek için kullanabilirler.	Çıkış	Gelişmekte olan ülkelerde yaygın
Ödemeler Dengesi Açıklarının Kapatılması	Sermaye çıkışına uygulanan kontroller devalüasyona veya genişletici para politikasına gerek duyulmadan yabancı aktiflere olan talebi azaltacaktır.	Çıkış	ABD faiz eşitleme vergisi 1963-74
Ödemeler Dengesi Açıklarının Kapatılması	Sermaye çıkışına uygulanan kontroller revalüasyona veya genişletici para politikasına gerek duyulmadan yabancı aktiflere olan talebi azaltacaktır.	Çıkış	Alman Bardepot Planı 1972-74
Hareketli Sermaye Akımlarından Korumak	Sermaye girişinin kısıtlanması kriz dönemlerinde ülkeyi terk eden para miktarını azaltarak ülke istikrarının korunmasına yardımcı olur.	Giriş	Şili zorunlu tasarruf mevduat karşılıkları 1991-98
Finansal İstikrarsızlıktan Koruma	Sermaye kontrolleri sermaye akımlarını kısıtlayarak veya birleşimini değiştirerek ulusal finansal yapıdaki bozuklukların artmasını engeller.	Giriş	Şili zorunlu tasarruf mevduat karşılıkları 1991-98
Ülke Parasının Değerlenmesini Önlemek	Sermaye girişini kısıtlamak ülke parasının değerlenmesine yol açabilecek parasal bir genişlemeyi önler.	Giriş	Şili zorunlu tasarruf mevduat karşılıkları 1991-98
Ulusal Varlıkların Yabancı Mülkiyete	Belirli ulusal varlıkların (özellikle de doğal kaynakların) yabancı mülkiyetine	Giriş	Meksika anayasası 27.madde

Geçmesini Engellemek	geçmesini engeller.		
Ülke İçi Kullanım için Tasarrufları Korumak	Tasarruf sahipleri yurtdışında yatırım yapmak istemezlerse sermaye çıkışını kısıtlayarak ekonomiye fayda sağlanabilir.	Çıktı	
Ulusal Finansal Firmaları Korumak	Ulusal finans sektörlerini diğerlerinden ayırarak bebek endüstrilerin ve rekabet eder hale gelene kadar az gelişmiş finansal piyasaların korunması amaçlanır.	Giriş ve Çıkış	

Kaynak: Neely,1999

2.5 Sermaye Kontrollerinin Çeşitleri

Sermaye kontrollerini doğrudan ve dolaylı olarak iki ana gruba ayırabiliriz (Ariyoshi, 2000; Yay, 2003).

Doğrudan (idari) kontroller: Açık yasaklamalar, miktar sınırlamaları ya da sermaye işlemlerinin, ve /veya ilgili ödemelerin ve fon transferlerinin kısıtlanmasıdır (offshore para ticaretinin ya da türev araçlarının kullanımına sınır getirilmesi gibi).

Dolaylı (piyasa-merkezli) kontroller: Çift ya da çoklu döviz kuru sistemleri, sınır ötesi finansal akımların açık ya da gizil vergilendirilmesi (Tobin vergisi, Stopaj vergisi) ve diğer piyasa tedbirlerle sermaye hareketlerinin daha maliyetli kılınarak kısıtlanmaya çalışılmasıdır. Bu kontroller yalnızca fiyatı ya da hem fiyatı hem de işlemin hacmini etkileyebilir.

2.5.1 Sterilizasyon Yoluyla Müdahale

Zaman içinde en çok kullanılan politika araçlarından birinin sermaye akımlarının sterilizasyonu olduğunu görüyoruz. Sermaye girişleri sonucu ülke parasının aşırı değerlenmesini engellemek veya bir kısmını bertaraf etmek isteyen para otoriteleri, döviz kuruna müdahalede bulunabilir. Yapılan müdahale sonucunda ülkenin döviz rezervleri artacaktır. Piyasalardan fazlalaşan dövizin çekilmesi için Merkez Bankası genelde hazine bonosu satışı yapmaktadır. Açık piyasa işlemleri, zorunlu rezerv oranlarının artırılması ve

hükümet mevduatlarının bankacılık sisteminden Merkez Bankasına aktarılmasıyla tamamlanır (Reinhart ve Reinhart, 1998).

Frankel, sermaye akımları hangi şekilde sterilize edilirse yurtiçi faiz oranları artacaktır? sorusuna cevap aramıştır. Örneğin, yatırımcıların ellerinde tutmak istedikleri ülke parası cinsinden aktiflerle kısa vadeli hazine bonosu birbirinin zayıf ikamesiyse, yurtiçi faiz oranları artacaktır. Piyasaya çok sayıda çıkartılan bu kısa vadeli kağıdın özendirilmesi için kağıdın fiyatının düşük, getirisininse fazla olması gerekmektedir. (Reinhart ve Reinhart, 1998)

Sterilizasyon nedeniyle ortaya çıkabilecek mali kayıpları da gözden kaçırmamız gerekir. Merkez Bankası, çıkarttığı yüksek faizli sterilizasyon tahvillerine karşılık nispeten daha düşük getirili döviz rezervi elde etmektedir. Kolombiya'nın 1991 yılında yaşadığı deneyimini incelediğimizde, sermaye girişlerine karşı yoğun olarak yapılan sterilizasyon müdahalesinin, yurtiçi faiz oranlarının yükselmesine neden olduğunu ve uluslararası faiz oranları göz önünde bulundurulduğunda faiz oranları arasındaki farkın daha da fazla kısa vadeli sermaye girişine yol açabildiğini göstermektedir. (Reinhart ve Reinhart, 1998)

2.5.2.1 Açık piyasa İşlemleri

Günümüzde yaygın olarak kullanılan araçlardan biri açık piyasa işlemleridir. Açık piyasa işlemleri yoluyla sterilizasyon, genelde Merkez Bankasının hükümet tahvili, hazine bonosu veya kendi adına tahvil çıkartarak döviz piyasalarında ülke rezervlerine olan etkiyi dengelemesidir. Bazı araştırmacılara göre açık piyasa işlemleri yoluyla sterilizasyonun en büyük avantajı, bankacılık sistemine ağır vergiler konulmasına gerek kalmadan, para ve kredi genişlemesinin perdelenmesidir.

Robert Mundell ve daha pek çok iktisatçının ortak görüşüne göre; sermaye ülkeler arasında tam hareket edebiliyorsa ve aktiflerin tam ikame edilebilirliği söz konusu ise döviz piyasalarına sterilizasyon yoluyla müdahale etmek anlamsızlaşacaktır (Reinhart ve Reinhart, 1998).

2.5.2.2 Zorunlu Rezerv Karşılık Oranları

Ticari bankalar mevduatlarının kanunen saptanan bir oranını zorunlu karşılık olarak tutmak zorundadırlar. Zorunlu karşılık oranını yükseltilmesi durumunda, şayet atıl rezervleri yoksa, bankalar sağladıkları kredileri ve yatırımları geri çekmek durumunda kalırlar. Zorunlu karşılık oranının düşmesi halinde ise zorunlu karşılıkların bir kısmı kullanılabilir rezerv şekline dönüşecek, bu da bankaların kredi olanaklarını arttıracaktır.

Tablo 2.3: Zorunlu Rezerv Karşılık Oranları: Afrika ve Asya

Kenya (1992)	
Kasım 1993-Mart 1994	Nakit oranı üç aşamada yüzde 12'den yüzde 20'ye çıkartılmıştır.
Endonezya (1990)	
14 Ekim 1995	Ticari bankaların zorunlu karşılık oranları yüzde 2'den yüzde 3'e yükseltilmiştir.
Malezya (1989)	
2 Mayıs 1989	Ticari bankalar için zorunlu karşılık oranları yüzde 3.5'ten yüzde 4.5'e, finans şirketleri için yüzde 3'e yükseltilmiştir.
16 Ekim 1989	Zorunlu karşılık oranları yüzde 4.5'ten 5.5'e yükseltilmiştir.
16 Ocak 1990	Zorunlu karşılık oranları yüzde 5.5'ten 6.5'e yükseltilmiştir.
16 Ağustos 1990	Zorunlu karşılık oranları yüzde 6.5'ten 7.5'e yükseltilmiştir.
16 Eylül 1991	Yerleşik olmayan kişilerin off-shore bankalarından yaptıkları işlemleri de kapsayacak şekilde tüm swaplar zorunlu karşılık oranlarına tabidir.
2 Mayıs 1992	Zorunlu karşılık oranları yüzde 7.5'ten 8.5'e yükseltilmiştir.
3 Ocak 1994	Zorunlu karşılık oranları yüzde 8.5'ten 9.5'e yükseltilmiştir. Zorunlu karşılık oranları tüm yabancı mevduatları ve işlemleri kapsayacak şekilde genişletilmiştir. Öncesinde rinngit karşılığı olan işlemlere uygulanmaktaydı.
1994	Zorunlu karşılık oranları yüzde 7.5'ten 8.5'e yükseltilmiştir.
1 Şubat 1996	Zorunlu karşılık oranları yüzde 12.5'e yükseltilmiştir.
Filipinler (1992)	
15 Ağustos 1994	Zorunlu karşılık oranları yurtiçi faiz oranlarındaki düşüş göz önünde

	bulundurularak yüzde 20'den yüzde 17'ye indirilmiştir.
Sri Lanka (1991)	
1 Kasım 1991	Zorunlu karşılık oranları yüzde 13'e yükseltilmiştir.
2 Ocak 1992	Zorunlu karşılık oranları yüzde 14'e yükseltilmiştir.
4 Eylül 1992	Zorunlu karşılık oranları yüzde 12.5'e yükseltilmiştir.
24 Eylül 1992	Zorunlu karşılık oranları yüzde 13'e indirilmiştir.
29 Ocak 1993	Zorunlu karşılık oranları yüzde 13.5'e yükseltilmiştir
16 Nisan 1993	Zorunlu karşılık oranları yüzde 14'e yükseltilmiştir
21 Mayıs 1993	Zorunlu karşılık oranları yüzde 15'e yükseltilmiştir

Kaynak: Reinhart ve Reinhart 1998

Zorunlu karşılık oranları, para çarpanının azalmasını sağlayarak piyasayı etkileyebilmektedir ve Merkez Bankasının döviz piyasalarına müdahale etmesinden kaynaklanan parasal genişlemeyi perdeleyebilir. Kimi ülkeler kendi paraları cinsinden açılan mevduatlara zorunlu karşılık oranları getirirken (Costa Rica, Çekoslovakya, Malezya ve Sri Lanka), kimi ülkelerde bankaları döviz cinsinden mevduat tutuyorlarsa bu hesaplara kısıtlama koyarlar (Şili, Peru, Sri Lanka) (Bkz. Tablo 3 ve Tablo 4)(Reinhart ve Reinhart,1998).

Tablo 2.4: Zorunlu Rezerv Karşılık Oranları: Doğu Avrupa ve Latin Amerika

Arjantin (1991)	
15 Ağustos 1993	Hem yabancı hem de ülke parası cinsinden açılan vadesiz mevduata uygulanan zorunlu karşılık yüzde 40'dan yüzde 43'e çıkartılmıştır.
Brezilya (1992)	
1 Temmuz 1994	Vadesiz mevduata yüzde 100'lük marjinal karşılık bulundurma zorunluluğu getirilmiştir. Tasarruf mevduatlarına uygulanan zorunlu karşılık oranı yüzde 10-15'den yüzde 20'ye yükseltilmiştir.
31 Ağustos 1994	Vadeli ve vadesiz mevduata uygulanan zorunlu karşılık oranları yüzde 30'a yükseltilmiştir.
6 Aralık 1994	Kredili mal alımında yüzde 15 zorunlu karşılık uygulanmaya başlanmıştır.
28 Nisan 1995	Vadeli mevduata uygulanan zorunlu karşılık yeniden yüzde 30'a çıkartılmıştır. Tasarruf sertifikalarına uygulanan karşılık oranı yüzde 60'a yükseltilmiştir.

Şili (1990)	
Ocak 1992	Ticari bankalarda tutulan mevduatlara ve yabancı para cinsinden verilen kredilere yüzde 20 zorunlu karşılık oranı getirilmiştir. Zorunlu karşılık oranı en az bir yıllık bir süre tutulmalıdır.
Mayıs 1992	Ticari bankalarda tutulan mevduatlara ve yabancı para cinsinden verilen kredilere uygulanan zorunlu karşılık oranı yüzde 30'a çıkartılmıştır. Karşılık vade süresi uzadıkça alınan verginin azalmasını sağlayacak şekilde düzenlenmiştir. Bankalararası mevduatlara yüzde 30 marjinal karşılık oranı uygulanmaya başlanmıştır.
Kolombiya (1991)	
Ocak 1991	Tüm yeni mevduatlara yüzde 100 marjinal karşılık oranı uygulanmaya başlanmıştır. Bu rezervler Merkez Bankasında faiz karşılıklı tahviller halinde tutulmaktaydı.
Eylül 1992	Marjinal karşılık oranları, çoğu mevduatın zorunlu karşılık oranlarının artırılmasıyla kaldırılmıştır.
Kosta Rica (1991)	
Ekim 1992	Yerli paraya cinsinden açılan mevduatlardan alınan zorunlu karşılık oranları yüzde 30'dan yüzde 34'e yükseltilirken bu oranlar vadeli mevduat için yüzde 10'dan 14'e çıkartılmıştır.
Çekoslovakya (1992)	
Ağustos 1994	Zorunlu karşılık oranları yüzde 9'dan yüzde 12'ye yükseltilmiştir

Kaynak: Reinhart ve Reinhart 1998

Birbirinden farklı pek çok ülkede sterilizasyon uygulamasının yapılmış olması bu politikaların makro ekonomik etkilerini ölçme fırsatını bize sunmaktadır. Reinhart ve Reinhart (1998)' a göre, sterilizasyon politikası uygulayan belli başlı ülke (Şili, Endonezya, Malezya ve Kolombiya) örnekleri incelendiğinde çıkartılan ortak noktaların ilki, incelenen ülkelerin hepsinde rezervlerin artmış olması ve paranın değerlenmesini önlemek için Merkez Bankasına müdahale etmesinin tavsiye edilmiş olmasıdır.

İkinci ortak nokta, Merkez Bankasının döviz kuruna yaptığı ağır müdahaleye rağmen ya devalüasyon hız kesmiştir yada revalüasyon yaşanmıştır (Malezya). Bu iki gözlemin de nedeni sermaye girişinin devam etmesidir.

**T.C. YÜKSEK ÖZELTİM KURULU
BÜKÜMANTASYON MERKEZİ**

Üçüncü olarak yoğun açık piyasa işlemlerinin yansıması olarak Merkez Bankası nispeten kısa bir zaman içerisinde büyük miktarlarda para basmak zorunda kalmıştır.

Dördüncü ortak nokta, her dört ülkede de hükümetler sterilizasyon yapmaya başladığında kısa vadeli faiz oranları artmasıdır. Aslında ülkelerin bir kısmının (Şili ve Kolombiya) ülke risk primlerinin düşük olması nedeniyle faizlerin düşmesi beklenirken, bu yönde bir iyileşme gerçekleşmemiştir.

Son bir ortak nokta da kısa vadeli sermaye akımlarının ülkeye gelmesini devam ettirebilmek için yapılan sterilizasyon dolayısıyla kısa vadeli faiz oranlarında yaşanan artışların; yatırım talebini sektöre uğratması, sermaye akımları kompozisyonunu uzun vadeli yatırımlardan kısa vadeli yatırımlara doğru kaydırabilmesidir (Reinhart ve Reinhart, 1998).

2.5.3 Sınır Ötesi Akımların Açıkça Vergilendirilmesi

Sermaye hareketlerinin kısıtlanması, daha geniş anlamda kambiyo işlemlerinin denetimi, bir ülkenin dış dünya ile olan ekonomik ilişkilerinde döviz ticaretinin yasaklanarak bütün ödeme, kredi ve sermaye işlemlerinin resmi kurumlarca planlanarak yürütülmesi anlamına gelmektedir.

Döviz kuru politikaları ve bu politikalarla yakından ilgili denkleştirme kurallarının belirsizliği, uluslararası ödemelerde ağırlıklı kullanılan ödeme araçlarının miktar ve kaynak bakımından yeterli olmaması veya bunlara duyulan güvenin azlığı, ülkelerin dış ödemelerinde meydana gelecek dengesizliklerde gerekli likidite kaynağının bulunmaması veya bu kaynağın sistemli bir biçimde dağıtılmaması ve parasal işbirliğinin bulunmaması sermaye kontrollerine başvurulmasına neden olmaktadır. Kamu borç servisi yükü çok fazla olan ülkeler, faiz oranlarını düşük tutarak bu yükü azaltmayı amaçladıklarında, sermayenin yüksek faizlere sahip ülkelere kaçışını engellemek için sermaye kontrolleri uygulamak zorunda kalmaktadır.

Sermaye kontrolleri genel olarak aşağıda belirtilen amaçlarla yapılmaktadır (Tur, 2000)

- Ödemeler dengesi sorunlarının veya kısa vadeli sermaye akımlarının yarattığı döviz kurları istikrarsızlığının giderilmesine yardımcı olmak,

- Yurtiçi tasarrufların yerli yatırımların finansmanında kullanılmasını sağlamak ve yerli üretim faktörlerine yabancıların sahip olmasını sınırlamak,
- Otoritelerin, finansal faaliyetleri, geliri ve karları vergilendirmelerini sağlamak,
- Yapısal reform programlarının uygulanması nedeniyle oluşacak olumsuz sermaye akımlarını önlemek.

Vergilerin bir avantajı sermaye akımlarının miktarına bir kısıt konulmamış olmasıdır. Vergiler işlemlerin maliyetini arttırmakla kalırlar. Alternatif olarak Tobin vergisinin etkisi finansal kurumların yabancılarla kredi vermeleri veya almaları durumunda onların bu maliyetlerini arttıracak şekilde de genişletilebilir. Bu görüşün içine negatif faiz oranları (İsviçre) ve yerleşik olmayanların banka mevduatlarına getirilen zorunlu tasarruf karşılıkları (Almanya) girebilir. Bazen de yabancı para cinsinden tutulan mevduatlara veya yabancı para cinsinden borçlanmaya getirilen özel karşılık oranları da (Şili, Kolombiya) konulabilir (Eichengreen ve Wyplosz, 1996;25). Konulan kurallar gerektiğinde kolayca uygulanıp kaldırılabilirler. Yeni bilgi teknolojileri bunları daha da kolay uygulanabilir hale getirmektedir.

2.5.3.1 Tobin Vergisi

Uluslararası sermaye akımlarına hükümet müdahalelerinin en katı hali, yoğun sermaye girişini, özellikle de kısa vadeli sermaye hareketlerini, vergilendirmektir. Böyle bir politika önerisinin fikir babası, uzun yıllar boyunca işlem vergisi koymamanın yatırımcıları daha uzun vadeli yatırım yapmaya yönlteceğini savunan James Tobin'dir. Spekülatif sermaye hareketlerini kısıtlamak, otoritelere politikalarını değişen rekabet şartlarına göre yeniden düzenlemeleri için gereken zamanı tanımaktadır. Burada rekabet şartlarını düzenlemek, pariteyi yeniden ayarlamaktan fazlasını ifade etmektedir. Politika yapıcıları rekabet şartlarını yeniden düzenlerken bunları makro ekonomik politikalarla destekleyecek kararlar da almalıdır; bu da karar alıcıların karşıt gruplarla dayanışma içinde olmasını gerektirir. Sermaye akımlarına konulan vergilerin ve yönetim kısıtlamalarının bir başka yönü de, döviz kurunun savunma maliyetini azaltmasıdır. Konulan vergiler piyasa katılımcılarının farklı para birimleri arasında fon kaydırmalarının maliyetini arttırdığı için otoritelerin döviz kurunu savunması için gerekli kaynağı saklı tutmaktadır (Eichengreen ve Wyplosz, 1996;17).

Tobin vergisi fikrinin oluşmasında Keynes'in çok ayrı bir yerinin olduğunu görmekteyiz. Keynes menkul kıymet borsalarının büyük bir kumarhane olarak değerlendirilebileceğini ileri sürmüştür. Genelde toplumda kumarhanelerin, kamu yararı açısından pahalı ve girilmesi zor bölgeler olması gerektiği konusunda bir görüş birliği vardır. Keynes, kumarhanelere benzer şekilde menkul kıymet borsalarının da pahalı ve özel giriş izni gerektiren yerler olması gerektiğini savunur. Menkul kıymet borsalarının daha pahalı bir hale gelmesini sağlamak için de menkul kıymetler borsasında yapılan tüm işlemlerden belli bir miktar işlem vergisi alınması önerisinde bulunmuştur. Aynı felsefeye dayanan Tobin (1978), döviz kuru piyasalarına vergi getirilmesi fikrini öne sürerek Keynes'in önerisini genişletmiştir (Griffith-Jones, 1997). Bir ülkede kriz oluştuğunda bu krizden en çok etkilenen kişilerin krizin çıkmasında en az etkisi olan kişiler olduğunu düşündüğümüzde, bunun aslında oldukça mantıklı bir önerme olduğunu söyleyebiliriz. Uluslararası döviz piyasalarında işlem yapan yatırımcılar, genelde elde ettikleri karı yalnızca kendileri alırken, kaybetmeleri durumunda maliyeti pek çok kişiye yükleyebilmektedirler. Yani başka bir deyişle, piyasalarda kazanılan karlar bireysel olarak değerlendirilirken, zararlar toplumsal olarak ödenmektedir. Uzun dönemde krizlerin çıkmasında etkisi olan finansal aktörler, toplumsal risklere çok da dahil olmamaktadır.

Keynes ayrıca *The General Theory of Employment, Interest and Money*'de girişim (enterprise) ve spekülasyon kavramları ayrımını yapmaktadır. Buna göre girişim, yatırımcının işlem yaptığı kağıtların yaşam süreleri boyunca getirilerinin tahminini yapmak; spekülasyon ise piyasa psikolojisinin tahminini yapmak anlamına gelmektedir (Keynes, 1936:158). Yatırımcı girişimde bulunmaktaysa herhangi bir sorun olmaz. Asıl sorun spekülasyondan kaynaklanmaktadır. Spekülasyonda kimi zaman iyi şirket ve kötü şirket arasında fark kalmamaktadır.

Piyasa psikolojisinin tahmin edilme işlemini Keynes güzellik yarışması kavramı ile açıklar. Güzellik yarışması düzenleyen bir gazete, gönderilen resimler arasından en güzel genç kızı halkın seçeceğini ilan eder. Üstelik kazananı doğru tahmin eden katılımcılara da hediye vereceğini açıklamıştır. Kazanan genç kızı doğru tahmin ederek armağan kazanmak isteyen kişiler; yarışmayı kazanmak için kendilerine en güzel gelen genç kızı değil, ortanca okuyucunun seçmesini beklediği kızı seçip tercihlerini bu yönde yapmaya başlarlar. Bu noktada artık öyle bir aşamada oluruz ki ortanca okuyucu, ortalama güzelliğin ne olmasını bekler diye düşünüp tercihini o yönde yapmaya başlamaktadır (Keynes,1936:156). Bunu

uluslararası finans piyasalarına uyguladığımızda, yatırım yapılan aracın sağlamlığı kadar, bireylerin tercihlerinin yönünün de önemli olduğunu söyleyebiliriz.

Tobin vergisinden düzenli bir uygulama alanı bulabilmesi halinde çok büyük getiriler getirmesi beklenmektedir. Tekrar belirtmekte yarar var ki, Tobin vergisi uygulanmaya konulduğu zaman finansal piyasalar artık hiç zarar görmeyecek denemez ancak spekülasyon hareketlerin de yavaşlaması beklenmektedir. Yani bir anlamda Tobin'in ifadesi ile "finansal sistemin çarkına kum atılacaktır". Tobin'in öneride bulunduğu vergi düzenlemesi ikinci en iyi yoldur ve bunu kendisi de açıkça belirtmiştir. En iyi birinci yol ise tüm dünyanın, ortak para ve maliye politikaları uygulayacağı ekonomik dünya entegrasyonudur (Patomaki 1999;7). Birleşmiş bir dünyada tek para birimi ve tek para politikası sayesinde faiz arbitrajı ve döviz kuru spekülasyonu olmayacaktır.

Tobin vergisi, aslında kriz dönemlerinde gündeme gelip krizler geçirildiğinde ise genelde gündemden düşmekte ve rafa kaldırılmaktadır. En son Asya krizinin sonrasında parasal işlemlerine vergi konması yönünde büyük oranda global politik destek hareketi başlamıştır.

Tobin'in (1978) orijinal makalesi iki temel fikre dayanmaktadır; Fikirlerin ilkinde, Tobin, ulusal ekonomilerin ve ulusal hükümetlerin, döviz kurlarına karşı yapılan büyük ölçekli atakları kontrol etmede; ulusal ekonomi politikasının işsizlik, çıktı ve enflasyon gibi temel amaçlarından ödün vermeden ve zorda kalmadan başarılı olamadıklarını belirtmektedir. Kısa dönemli finansal hareketlerin ters sosyo-ekonomik etkileri nedeniyle bu hareketler engellenmeli, azaltılmalıdır. İkinci nokta ise, türev piyasaları verimli piyasalardır ve faydalı yönde de kullanılabileceklerdir (Patomaki, 1996).

Son dönemde Avustralya, Kanada, Fransa Yeni Zelanda ve İsveç meclislerinde Tobin vergisi tartışılır hale gelmiştir. 1990'ların ortasından itibaren sivil toplum örgütleri, politik partiler ve işçi sendikaları fikre yoğun destek vermektedirler. ILO ve UNDP gibi uluslararası kuruluşlar Tobin vergisini destekleyici yönde raporlar yayınlayıp, vergiyi tanıtıcı kampanyalar düzenlemektedirler (Attac,2003).

Sermaye akımlarının etkileriyle başa çıkmada sermaye girişlerini vergilendirmeyi ve/veya kısıtlamayı destekleyici bir yaklaşım da sermaye çıkışları üzerindeki engellemelerin kaldırılmasıdır. Bu politika önerisi sermaye çıkışının artmasıyla sermaye girişinin etkilerinin

azaltılacağını savunmaktadır. Önerilen politika genelde yerleşik yatırımcıların yabancı aktifler tutmasına da imkan sağlamaktadır. Şili, Kolombiya, Malezya, Meksika, Filipinler, Sri Lanka ve Tayland sermaye çıkışını serbestleştiren ülkelerden bazılarıdır. İncelenen ülkelerden elde edilen bulgular ve teorik yapı, bize sermaye çıkışını serbestleştirmenin sermaye girişini daha fazla uyardığını göstermiştir. Sermaye çıkışındaki kısıtlamaların kaldırılması yabancı yatırımcıları daha fazla sermaye girişinde bulunmaları için gerekli güveni sağlayan pozitif sinyaller vermektedir (Reinhart ve Reinhart, 1998).

2.5.3.2 Uluslararası Döviz İşlemlerinin Vergilendirilmesinin Yapılabilirliği

Kuşkusuz özensiz hazırlanan politikalar döviz kuru istikrarsızlığına neden olabilmektedir. Fakat birbirinden çok farklı ülkelerde döviz kuru istikrarsızlığının baş göstermiş olması özensiz politikaların dışındaki etkenlerin (asimetrik bilgi ve sürü psikolojisi gibi) varlığına da işaret etmektedir. Bu tabii ki Keynes'in önerilerine de zemin hazırlamıştır. Yatırımcılar, gündemdeki gelişmekte olan ülke piyasalarında yatırım yaparlarken diğer yatırımcıları izlemektedirler. Fakat kötü haberler ve/veya yatırımcıların o ülke hakkındaki beklentilerinin değişmesi bir reaksiyon başlatabilir. Beklentilerin dalgalı hareketi her zaman sermaye piyasalarında gelişen politik ve ekonomik haberlerle ilgili olmayabilir. İkinci bir sapma nedeni, bankacılık sektöründe yaşanan ahlaki çöküştür (moral hazard). Politika yapımcıları yerel bankaların iflasına izin vermek istemiyorlarsa, banka batmasına izin verilemeyecek kadar büyükse veya politik maliyeti çok fazlaysa bankaya yardım edebilirler.

Döviz ticaretinin en önemli özelliklerinden biri büyüklüğüdür. 1977 yılından 1980 yılına kadar geçen üç yıllık sürede piyasalarda yapılan işlem miktarı dört misli artmıştır. Araştırmalar Nisan 1992 ile Nisan 1995 arasında işlem yapılan para miktarının Londra'da % 43 artışla günlük 464 milyar dolara, Tokyo'da % 46 artışla 161.4 milyar dolara, Singapur'da % 43 artışla 105 milyar dolara, Hong Kong'da ise % 32 artışla 86 milyar dolara ulaştığını göstermektedir. Ticarete konu olan miktarlara yen, mark veya farklı bir para birimi açısından bakıldığında artışların bu kadar yüksek olmadığını görebiliriz. Bunun da nedeni doların 1992 yılından beri diğer temel para birimleri karşısında değer kaybetmesidir (Frankel, 1996;46).

Tobin vergisinin destek bulmasının ardında yatan bir başka etkende uluslararası para sisteminin reformudur. Kaynakların finans sektöründen (özellikle de spekülâtorlerden) başka sektörlere kaydırılarak ve yeni projeler için kaynak yaratılmasıdır.

Ekonomistlerin karşısına çıkan sorun Tobin vergisinin uzun dönemli yatırıma zarar vermeden kısa vadeli spekülâtif hareketleri nasıl önleyeceği konusunda yoğunlaşmaktadır. Daha önce de pek çok yazarın belirtmiş olduğu gibi Tobin vergisi kısa vadeli işlemleri uzun vadeli işlemlerden daha çok kısıtlayacaktır. Yurtiçinde bir yıllık getirinin %*i* kadar olduğunu varsayalım. Yurtdışından elde edilecek getiri (döviz kuru kazançları ve ödenecek olan vergiyi de göz önünde bulundurduğumuzda) *i**, Tobin vergisi oranını *t*, yatırım süresini ise *y* ile gösterelim (Frankel, 1996;57).

Yabancı yatırımcılar vergiyi iki kere, yabancı aktif alındığında ve satıldığında olmak üzere, ödeyeceklerdir. Yabancı yatırımcının yurtdışına yatırım yapması için yabancı yatırım ile yurtiçinde yaptığı yatırımın getirilerinin en azından birbirlerine eşit olması gerekmektedir.

Bunun içinde;

$$(1 + i^*y)(1 - t) - t = 1 + iy \text{ olmalıdır.}$$

Denklemleri yurtdışından elde edeceğimiz kazanç cinsinden çözdüğümüzde;

$$i^* = \frac{iy + 2t}{y(1 - t)}$$

Açıkça görülmektedir ki Tobin vergisi zaman aralığı daraldıkça kısa vadeli yatırımları daha çok cezalandırır. Örneğin, yurtiçinde faiz oranı % 10, vergi oranı % 1 yatırım da oniki aylık zaman dilimi için yapılsın. Yurtdışından elde edeceğimiz getiri en azından % 11 olmalıdır. (0.11 / 0.99) zaman aralığı bir ay olduğunda bu oran % 22'ye, yatırım aralığı bir haftaya indiğinde ise yurtdışından elde edeceğimiz getirinin % 62 olması gerekmektedir ki yatırım karlı olsun.

Biraz önce % 1 ile yaptığımız hesaplamaları bu sefer daha makul bir vergi oranı olan % 0.001 ile tekrar yaparsak; Oniki aylık dönemde yabancı yatırımın % 10.1 getirmesi lazım ki yurtiçi faiz oranından daha fazla getiri sağlasın. Zaman çoğu yatırımcının işlem yaptığı bir gün kadar kısa bir süreye indiğinde ise yabancı karın % 46'ya çıkması gerekmektedir (Frankel, 1996;58). Tüm dünya ülkelerinin katıldığı düşük oranlı bir işlem vergisi spekülasyon hareketi engellemeye yeterli olmayacaktır

Alternatif olarak yüksek miktarlarda giriş veya spekülasyon çıkışın yaşandığı dönemlerde ülkelerin Tobin vergisi uygulayabilecekleri öne sürülmüştür. Spahn'ın önerdiği bu iki aşamalı modelde (two tier model), normal zamanlarda döviz işlemleri üzerinden düşük oranlı bir işlem vergisi alınır. Ancak, ülke parasına yönelik spekülasyon bir hareket olduğunda, kısa vadeli işlemlerden elde edilen kara karşılık artı bir vergi alınacaktır (Patomaki, 1996;138). Anlaşılacağı gibi bu öneri, sürekli bir işlem vergisini savunmamakta, asıl sermaye girişini caydırmayı amaçlamaktadır. Unutmamak gerekir ki yatırımcıların karşısına önemli bir kar fırsatı çıkmışsa yatırımcılar bunu değerlendirmek isteyeceklerdir. Daha önce ERM Krizinde de görmüş olduğumuz gibi yatırımcılardan alınması düşünülen vergiler kazanılan karların yanında son derece düşük kalmaktadır

Sermaye kontrolleriyle ilgili politika uygulamalarında vergi konulmasından kaynaklanan ciddi bir sorun bulunmaktadır: Bir yandan etkili bir sermaye kontrol programı spekülasyon hareket oluşmadan hükümetin gerekli önlemleri alması için zaman kazandırırken, diğer yandan kontrollerin gelecekte de uygulanabilecek olma olasılığı spekülasyon hareket yaşanmayacakken yaşanmasına neden olabilecektir (Dooley, 1996;87).

Tobin vergisini uygulamamızı sağlayacak etkenlerden bir tanesi de elde edeceğimiz büyük miktarlardaki vergi hasılatıdır. Vergi hasılatı da beraberinde verginin nasıl harcanacağı ve en az kayıpla gelirin amacına uygun bir şekilde dağıtımının nasıl yapılması gerektiği sorunlarını beraberinde getirir.

Bir günde elde edilecek vergi gelirini basitçe vergi oranı ile günlük işlem miktarını çarparak hesaplayabiliriz. 1992 yılında BIS'in yaptığı araştırma sonuçlarına göre yüzde 0,5 vergi konulduğunda yıllık vergi hasılatı 100 milyar dolardır (Kenen, 1996). Yüzde 1 veya daha düşük bir işlem maliyetinin işlem miktarında ve işlemin doğasında büyük etkilerinin olması beklenebilir. Daha önce de bahsetmiş olduğumuz gibi yatırımlara uygulanacak % 0.1 gibi

makul bir vergi oranının uzun vadeli yatırımlar üzerinde etkisi düşükken kısa vadeli yatırımlar üzerindeki etkisi büyüktür.

Döviz işlemlerine getirilecek bir vergi bir kısım yatırımcının da piyasalardan çekilmesine neden olabilecektir. Yatırımcıların piyasalardan çekilmesi piyasaları daha az likit hale getirebileceği konusunda haklı endişeler bulunmaktadır ki böyle bir durum piyasaları daha oynak bir hale getirebilir. ABD hazine bonosu gibi aktifleri ellerinde tutan yatırımcılar bu gibi aktifleri yüksek likiditeleri yüzünden tercih etmektedir. Tobin vergisinin uygulanmaya konulmasıyla döviz işlemleri miktarında düşüş yaşanacaksa, azalan likidite probleminin çözülmesi özellikle sık piyasalarda önemlidir.

Para, vergi ödemesinden kaçınmak için kendine çeşitli yollar bulabilir. Tobin vergisi daha önce denenmediği için şu anda ancak araştırmacıların tahminlerine dayanarak vergiden kaçışı önleyecek kurallar geliştirebiliriz. Ancak Tobin vergisini uygulamaya başladığımızda yapmış olduğumuz düzenlemeler esnek olmalıdır ki, bizim daha önceden öngöremediğimiz vergiden kaçış yolları çıkarsa hemen bunları engelleyecek bariyerler oluşturabilelim.

Sermaye akımlarına uygulanan vergiler de her zaman istenilen sonuç elde edilmeyebilir: Tarihten iki tane başarısız vergi uygulaması gösterebiliriz. 1992’de Liret’e olan spekülasyonu önlemek için İtalya forward döviz alım ve satımına vergi koymuş ancak işlem yapanlar vergi kaçırmak için Liret ve diğer para birimleri arasındaki faiz oranları farklılıklarına dayanan Liret’e göre düzenlenmiş bir swap piyasası oluşturmuşlardır. Benzer şekilde İsveç, 1980’li yılların ortalarında yurtiçi hisse senedi işlemlerine uygulanmak üzere vergi koymuş; Vergi istenilen amaca ulaşmamış ve finansal işlemleri offshore merkezlerine taşımıştır. İsveç uygulamaya koyduğu bu vergileri ertesi yıllarda giderek azaltarak 1991 yılında tamamen kaldırmıştır (Patomaki,1996;158).

Vergi kaçakçılığı, verginin konmasını engelleyici bir etken olarak görülmemelidir. Çünkü o zaman A bireyinin her zaman vergiden kaçınmanın yolunu bulması nedeniyle, A bireyinden vergi alınmaması haline dönüşür ki bu da yanlış bir tutum olur. Vergiden kaçma olasılığının olması vergiden kaçınmayı haklı hale getirmez.

Çoğu araştırmacı eğer Tobin vergisi uygulanacaksa vergi sisteminin tek ve evrensel olması gerektiğini savunmaktadır. 1995 yılında Tobin’in kendisi, Eichengreen ve Wyplosz vergi

sadece evrensel bir vergi olursa amacına ulaşabileceğini belirtmişlerdir. Patomaki (1999) ise bunun olmazsa olmaz bir koşul olmayabileceğini ortaya koymuştur. Kendisi iki aşamalı bir Tobin vergisi önerisinde bulunmuştur. Buna göre; ilk aşamada, sistem AB-EURO çerçevesinde veya AB üyesi olmayan büyük ekonomilerin de içinde bulunduğu bir grup ülkeyi kapsayacaktır. Ancak ülkelerin aralarında yaptıkları anlaşma herhangi bir ülkenin istediği zaman katılabilmesinin mümkün kılan açık anlaşma şeklinde yapılmalıdır. Verginin toplanmasında, yürütülmesinde ve kullanılmasında uluslararası bir yapıya da ihtiyaç bulunacaktır. Verginin tam anlamıyla hayat bulacağı ikinci aşamaya ise büyük finans piyasalarının veya mevcut ülkelerin çoğunun sisteme katılmasının ardından ya da bir tarih, zaman tahdidinin dolmasıyla geçilebilir.

Tobin, 1978 yılında yazmış olduğu orijinal makalesinde alınması gereken vergi oranını yüzde 1 olarak ifade etmiştir. Ancak döviz piyasaları genellikle çok düşük marjlarla çalışan piyasalardır. Bu nedenle kendisinin önermiş olduğu yüzde 1 döviz piyasaları için tehdit unsurudur. Frankel'in (1996) çalışmalarına göre alınması gereken vergi oranı yüzde 0.1 ve 0.25 arasında olmalıdır.

Tobin vergisinin oranı konusunda Kenen'in (1996;110) yaptığı araştırmalar ise, alınması gereken vergi oranını yüzde 0,5 olarak belirlemektedir. Bu oran verimli bir orandır ve böyle bir oranda vergi teknik olarak uygulanabilir. Vergi oranının düşük olması aynı zamanda bireylerin vergiden kaçınma maliyeti ve off-shore merkezlere geçiş maliyeti yüksekse, verginin ödenmesine neden olabilir.

Tobin vergisinin spekülâtorleri durduracağını düşünmek, daha önce belirttiğimiz gibi çok doğru bir düşünce olmayabilir. 1992 yılında Soros'un Quantum fonu 15 milyar dolar karşılığı sterlinle işlem yapmıştır. Tüm yapılan işlemlerden %1 oranında vergi alındığı varsayılırsa 150 milyon dolar vergi hasılatı elde edilmiş olacaktır. Ödemiş olacağı bu kadar yüksek bir vergi oranına rağmen elde etmiş olduğu kar gene de oldukça yüksek bir tutara karşılık gelmektedir.

Asya krizinin ardından Tobin vergisini destekleyen uluslararası politik bir hareket gelişmeye başlamıştır. Organizasyonunun başı Paris'te bulunan ATTAC (Association pour une Taxe sur les Transactions financiere pour l'Aide aux Citoyens) belki de hareketin en önemli ayağıdır. ATTAC 1998 Haziran ayında kurulmuştur. 2000 Haziran ayında ise organizasyonun sadece Fransa'da 180 yerel şubesi ve 24.000 kayıtlı üyesi bulunmaktadır. Uluslararası bir ağı

merkezi haline gelen ATTAC'ın hareket noktası Tobin vergisi olmakla birlikte, neo-liberal hareketlere karşı alternatif çözüm arayışında da bulunmaktadır (Patomaki, 1996;148).

Kanada, 23 Mart 1999'da uluslararası sermaye spekülasyonunu kontrol etmek amacıyla vergi alınabilir diyerek fikrini açıkça dünyaya sunan ilk ülke olma özelliğini taşıyor. ABD'nin yanı başında sermaye hareketlerinden vergi alınabilir demesi önemlidir çünkü ABD ve İngiltere genelde Ortodoks politikalara karşı alternatif politikalar kabul etmemektedirler.

Potomaki'ye göre Tobin vergisi dünya genelinde herkes tarafından pek bilinen bir özelliğe sahip olmadığı için verginin uygulamaya konduğu ilk dönemlerde elde edilen gelirin bir kısmı Tobin vergisinin reklamında kullanılabilir. Bu sayede verginin amacı insanlara daha iyi anlatılabilir (Patomaki, 1999;87). Ayrıca vergiden kaçınmanın önlenmesinde en büyük etken, bireylere vergiyi ödemenin kendi faydalarına olduğunu açıkça anlatabilmektir.

2.5.3.3 Tobin Vergisinin Toplanmasında Karşılaşılabilecek Sorunlar

Christian Chavagneux, Tobin vergisinin uygulanabilirliği karşısında 4 engel olduğunu söylemektedir. Engellerden ilki, verginin tüm büyük finans merkezlerinde uygulanması zorunluluğudur. İkinci engel Tobin vergisinin spekülatif hareketlere karşı kesin garantili olmamasıdır. Üçüncü engel ise, bu belki de karşımıza çıkan en önemli engeldir, uluslararası para ve finans sisteminin karmaşık yapısının Tobin vergisini etkinlikten uzak hale getirecek araçlar bulabilecek olmasıdır. Önceki yıllarda finans sektöründeki firmalar yaptıkları işlemlere göre ayrılırlarken artık bankalar sigorta poliçeleri satabilmekte, sigorta şirketleri ikincil piyasalarda tahvil alım satımı gerçekleştirebilmekte, General Motors veya AT&T gibi firmalar ise kazançlarını üretimini yaptıkları mal satışlarından çok yaptıkları finansal işlemlerden elde edebilmektedir. Günümüzde finansal yapının karmaşıklığı uluslararası finansal akımların nereye ve nasıl gittiğini izlememizi zorlaştırmaktadır. Karşımıza çıkan dördüncü ve son engel ise, büyük devletler vergi uygulamasını kabul etmiş olsalar bile sonraki dönemlerde vazgeçmeleri durumunda onları bu fikirlerinden caydıracak bir otoritenin bulunmayışıdır (Patomaki, 1999;12).

Kriz dönemlerinde sermaye kontrolü uygulayan ülkelerde daha yüksek enflasyon, daha geniş parasal büyüme ve yurtiçi aktif genişlemesi yaşanmıştır. Kontrollerin, rezerv kaybını, faiz

oranı farklılıklarını etkilemediği görülmüştür. Krizin olmadığı dönemlerde kontroller, rezervler dışındaki tüm makro ekonomik değişkenleri etkilemektedir (Dooley, 1996).

Kenen'in hazırladığı plana göre vergiden kaçınmanın iki yolu olabilir. İşlemlerin vergiden muaf bölgelere kaçması, vergiye dahil olması gereken işlemlerin vergiden muaf işlemlerle ikame edilmesi. Kenen'a göre vergiyi toplamanın da ulusal ve piyasa bazında olmak üzere iki yolu bulunmaktadır: Ulusal bazda verginin toplanması durumunda her bankanın merkez ofisi bankanın işlemleriyle ilgili önemli bilgileri toplayacak, değerlendirecek ve bankanın idare merkezinin olduğu ülkede ilgili vergiyi ödeyecektir. İkinci durumda ise her bir anlaşma yeri (dealing site) da gerçekleştirilen işlemlerin tabi bulunduğu vergi, o anlaşma yerinin bulunduğu ülkeye ödenecektir. Verginin ulusal bazda konulması durumunda bankalar işlemlerini vergiden muaf bölgelere kaydırarak vergi ödemekten kaçınmaya çalışacaklardır. Fakat bu yaklaşımın dört dezavantajı vardır: Bunlardan ilki bankalara ekstra külfetler yükleyecek olmasıdır. Bankalar neredeyse her veriyi değerlendirmek zorunda kalacaktır. İkincisi vergiden muaf bölgeler oluşturmak isteyen bir hükümet, bireysel döviz işlemlerinde gizlilik sağlayacak bir düzenleme önerebilir. Böyle bir durumda yabancı bankaların yerel şubeleri merkeze bilgi yollamak durumunda kalmazlar. Üçüncüsü, ulusal yaklaşımın kabul edilmesi halinde piyasalar, merkez ülkeleri vergi uygulamayan bankaların oyun alanı haline gelebilir. Son olarak ulusal yaklaşım İngiltere gibi büyük döviz piyasalarına sahip ülkeler için dezavantaj olacaktır. İngiltere "piyasa yaklaşımı" ile "ulusal yaklaşım" da toplayacağı vergiden daha fazlasını toplayacaktır. İngiltere'nin Tobin vergisine katılmayı reddetmesi dünya çapında çok fazla vergi geliri kaybına neden olacaktır (Kenen, 1996;113) İngiltere'nin günümüzde uluslararası finans piyasalarının merkezi durumunda bulunması ve kendisinden sonra gelen New York ve Tokyo piyasalarından daha fazla işlem hacmine sahip olması kendisinin katılmadığı bir oluşumun ne kadar işlevsel olabileceği konusunu gündeme getirebilir. Ekstra bir vergi gelirinin yaş ortalamaları artık iyice artan endüstrileşmiş ülkelere de yarar sağlayacağını unutmamak gerekmektedir.

Verginin piyasa bazında alınmasına karar verildiğinde sermayenin göç etme riski artabilir çünkü bankalar işlemlerini vergiden muaf bölgelere taşıyabilir. Ülke döviz piyasasına yabancı bankaları çekerek dolaylı yoldan da fayda sağlayabilir. Ülkede yeni banka şubelerinin açılacak olması yeni işler yaratır ve gayrimenkul yatırımlarına değer kazandırır. Fakat ülke vergi koymayı reddederek kendi bankalarına karşılaştırmalı üstünlük sağlayamaz (Kenen, 1996;119).

Verginin nasıl toplanacağı da ayrı bir sorundur. Aynı kişinin iki kere vergilemeye konu olmaması için vergi oranı işlem yapan kişiler arasında eşit olarak bölüştürülebilir. Diyelim vergi oranımız yüzde 10; o zaman alıcı da satıcı da yüzde 5 vergi ödeyecektir. Toptan satışları kontrol altında tutmak daha kolayken, satışların bankalar ve bireyler düzeyine indiği perakende piyasalarda ise kontrol mekanizması azalmaktadır. Bireyler vergi ödemekten kaçınmak için kendi başlarına anlaşmalar yapma yolunu seçebilirler ki böyle bir durumda vergi tabanı erir.

Ayrıca verginin uygulanacağı para miktarına kısıtlama getirilebilir. Otoriteler tavan miktar belirlerler ve bunun üzerindeki meblağlar vergilendirmeye tabi olur. 1 milyon dolar üzerindeki para miktarından vergi alınacaktır denirse 50 milyon doları olan bir kişinin parasını 51 parçaya bölmesi zor olacağı için kendiliğinden vergi ödemeyi seçebilir.

Döviz kuru işlemleri genelde anahtar para birimi (vehicle currency) üzerinden gerçekleştirilmektedir. Gelişmekte olan ülkeler birbirleriyle yaptıkları işlemlerde, kendi ülkelerinin parasını önce anahtar paraya sonra diğer ülke parasına çevirirler. Böyle bir durumda kullandığım para birimini doğrudan başka bir ülke parasına çeviremiyorsam iki kere vergi ödemek durumunda kalacağım demektir. Bu nedenle çifte vergilemeden kaçınmak için kurallar çok iyi düzenlenmelidir (Kenen, 1996;116).

Vergilemeye konu olacak işlemleri belirlemek de üzerinde önemli durulması gereken bir husustur. Opsiyon işlemlerinde işlemin gerçekleşememe olasılığının da bulunması vergilendirme konusunda sorun teşkil etmektedir (Kenen, 1996;118) Opsiyon piyasaları, bildiğimiz gibi ürünün fiyatını bugünden sabitlemek koşulu ile bu ürünü kontratta belirlenen ileri bir tarihte satın alma, ya da satma hakkını veren anlaşmadır. Ancak opsiyonlarda satış belirli bir ceza ödenerek gerçekleştirilmeyebilir. Verginin işlem yerinde ödenmesi durumunda opsiyonlardan nasıl vergi alınacağını iyi belirlenmiş olması gerekmektedir.

Verginin uygulanabilirliği konusunda tüm dünya ülkelerince benimsenmesi son derece önemli. 150 ülke hükümetinin detaylar konusunda pazarlık yaparak anlaşmasını bekleyemeyiz. Vergi planını hazırlamak, uygulamak ve elde edilen vergi gelirinin uluslararası amaçlar için kullanılmasını sağlamak üzere uluslararası bir kuruluşa ihtiyaç duyulacaktır. Elde

edilecek olan vergi gelirinin nasıl kullanılacağına yönelik bu kuruluşun fikri alınabilir fakat asıl kararı verecek olan merci vergi toplayan hükümetlerdir (Kenen, 1996;120).

Bazı yazarlar ayrı uluslararası yapı oluşturmaya gerek kalmadan mevcut kuruluşların bu görevi üstlenebileceklerini savunur. Vergiyle ilgili olarak en çok adı geçen kuruluş ise Uluslararası Para Fonu (IMF)' dir. IMF ile ilgili en büyük sorun şu anda kurumda kararların ülkelerin kotalarına göre verilmesi. Vergi gelirlerinin IMF vasıtasıyla dağıtılmasına karar verilecek olunursa verginin nasıl dağıtılacağı konusunda kararı, kotaları büyük ülkeler verecek demektir (Kenen, 1996;120).

Kamu finansmanının genel kurallarına göre elastik olmayan piyasalar vergilendirilmeli elastik piyasalar ise vergilendirmenin dışında tutulmalıdır. Elastik olmayan piyasalar vergi geliri sağlarken vergilendirilmelerinden kaynaklanabilecek şekil değişikliklerine uğramazlar. Buna karşılık elastik piyasalar hem sağlam vergi tabanı sağlamaz hem de vergilendirilmeleri durumunda yüksek miktarlarda yeniden dağıtıma maruz kalmaktadırlar (Garber, 1996;130).

Vergi kanunundaki boşluklar genelde verginin uygulamaya konulmasından sonra ortaya çıkar. Tobin vergisinin kuralları düzenlenirken esnek davranılmalı ki daha sonra vergi uygulanmaya başladığında oluşabilecek boşluklar (loopholes) kolayca kapatılabilsin (Griffth-Jones, 1996;146).

Tobin vergisi uygulamasına geçmeden daha önce uygulanmış olan uluslararası finansal işlem vergilerini incelememiz yerinde olacaktır. Pek çok ülke finansal işlemlerini başarılı bir şekilde vergilendirmiştir. İngiltere'de uygulanmakta olan pul vergisi de bunlardan birisidir. Alınan pul vergisi hem birincil hem de ikincil piyasalara uygulanmaktadır. Yeni çıkartılan hisse senetlerinde, senetleri çıkaran kesim vergiyi öderken ikincil piyasalarda senetleri satın alan kesim vergiyi ödemektedir. Pul vergisinin uygulanmaya başlamasından 1963'e kadarki dönemde ve 1974-84 aralığında alınan vergi % 2 ile tepe noktasına çıkarken 1986'dan beri vergi oranı % 0.5 olarak alınmaktadır (Griffth-Jones, 1996;146). İngiliz piyasalarında alınan pul vergisi yerleşik olan kişilerle yerleşik olmayanlar arasında ayırım yapılmadan alınır. Vergi Birleşik Krallıkta çıkartılan hisse senetleri mülkiyetinin el değiştirmesiyle alınır.

Önemli bir diğer örnek, katma değer vergisi Avrupa Birliğine yapısal fonlama konusunda kaynak sağlamaktadır. Avrupa Birliğine üye ülke hükümetleri topladıkları vergi hasılatının %

10'unu ayırmaktadırlar. Büyük uluslararası finansal merkezlere sahip ülkelerin dünya ortalaması üzerinde gelir elde etmesi Tobin vergisinin paylaşımında sorun yaratabilecektir (Griffith-Jones, 1996;153).

Toplanan vergilerin paylaşılmasında yaratılan formül hem büyük finans merkezlerine çekici gelmeli hem de yoksulluğun azaltılmasına yetecek kadar karlı olmalı ki evrensel destek sağlasın. Uluslararası kuruluşlar ve gelişmekte olan ülke hükümetleri vergi hasılatının nasıl kullanılacağını açıkça tanımlamalıdır. Tobin vergisi uluslararası bir anlaşmayla uygulanmaya konulduğunda IMF veya başka bir uluslararası organizasyon danışmanlık yapabilir ve verginin toplanmasını denetleyebilir. Bunun dışında sırf bu amaç için özerk uluslararası komisyonda oluşturulabilir. Vergi ile ilgili düzenlemeler yapılırken mevcut kuruluşlar böyle bir işi yerine getirebilirler mi yoksa yeni kuruluş mu kurulmalıdır sorusuna cevap bulunmalıdır.

Verginin yürürlüğe konulmasıyla vergi kaybı yaşanmaması için alınan verginin denetiminin nasıl organize edileceği sorunu da önem kazanıyor. Vergi denetimi hem toplanma aşamasında hem de harcanma aşamasında incelenmesi gereken bir sorundur. Mevcut uluslararası mahkemelerinin olmaması nedeniyle vergi hasılatının toplanması ile ilgili sorunla karşılaşıldığında çözümde hangi mercilerden yardım alınacağı da belirlenmelidir.

2.5.3.4 Düşük Oranlı Global Vergi Uygulaması

Tüm dünyada geçerli olan tek bir işlem vergisi olduğunu bundan alınacak vergi oranının da % 0.05 olduğunu varsayalım. Avrupa Birliği ve diğer büyük finans merkezleri bu oluşuma katılmış olsun. Verginin kapsamına giren işlemlerin açıkça belirtilmesi gerekmektedir. Finansal piyasalarda parasal işlemler pek çok farklı finansal araçlar yoluyla yapılabilmektedir ki bunların büyük bir çoğunluğunu da türevler oluşturmaktadır.

Tobin vergisi sadece hangi tür işlemlerin vergilendirileceğini açıklamakla kalmayıp, vergiyi kimin ödeyeceğini, verginin anlaşmanın yapıldığı safhada mı yoksa kayıtlara geçtiği (booking site) safhada mı yapılacağını kimsenin kafasında soru işareti kalmayacak şekilde belirtmelidir.

Kenen'in aksine Patomaki ulusal bazlı bir verginin daha iyi olacağını öne sürmektedir. Her bir banka veya parasal işlem gerçekleştiren aktör yaptığı işlemlerle ilgili önemli bilgileri toplayıp, düzenleyerek bahsedilen vergi bankanın merkezinin bulunduğu ülkede ödeyecektir. Vergi, ulusal bazda alındığında bankalar anlaşma yerlerini vergiden muaf bölgelere taşıyarak vergiden kaçamazlar.

Vergiden kaçınmak için yeni finansal araçların oluşturulması konusunda da Kenen vergilerden kaçınmak için oluşturulacak türev araçlarının taraflara daha çok işlem maliyetine ve yüksek riske neden olacağını söylemektedir. Alınacak verginin düşük oranlı bir vergi olması durumunda aktörler yeni yatırım araçları oluşturmak istemezler (Potamaki, 1999;38).

2.5.3.5 Yüksek Oranlı Global Vergi

Felix ve Sau önerilen ılımlı vergi oranının az olduğunu ve artırılması gerektiğini belirtmişlerdir. Onlara göre yüksek bir vergi oranı finansal istikrarı sağlamada daha etkin olacaktır.

Konulacak bir işlem vergisinin oynaklığı azaltacağı ümidi Keynes'in spekülasyoncuların yakın geleceğe baktıkları ve diğer piyasa katılımcılarından daha kısa vadeli araçlar tutukları varsayımına dayandırılır. 1958'de oluştuğuna inanılan offshore piyasalar, devlet tarafından müdahale edilmeyen piyasalardır. Süveyş kanalı krizi ve İngiliz sterlinine yönelik sonucunda İngiliz Hükümeti sterlin alanında sterlin cinsinden üçüncü ülkelere verilen kredilere kısıtlamalar getirmiştir. Neticede İngiliz Bankaları Ticari kredileri olarak kullanılmak üzere dolar biriktirmeye başlamıştır. Dolar cinsinden gerçekleştirilen bu işlemler herhangi bir kısıtlayıcı yasaya tabi değildir.

2.5.3.6 Düşük Oranlı Global Olmayan Vergi

Düşük oranlı global olmayan bir verginin spekülasyona karşı daha etkin olmasını sağlamak için Spahn'ın önermiş olduğu iki aşamalı vergi uygulamaya konulabilir. İki aşamalı vergide paranın değeri ile ilgili bir hedef saptanıp dalgalanmaya bırakılacağı bir bant aralığı belirlenir.

Dalgalanma bandı içindeyken düşük oranlı bir vergi söz konusuysen bant dışına çıktığında ise % 1-2 oranında ek vergi alınabilir.

2.5.3.7 Yüksek Oranlı Global Olmayan Vergi

Gelecek üzerine sadece tahminde bulunabileceğimiz için sadece öngörülebilir. Ancak diğer koşullar sabit kaldığında hiç kimse daha fazla işlem vergisi ödemek istemeyecektir. Kendilerine daha ucuz işlem sunan fırsatları değerlendirme yoluna gideceklerdir. Ulusal para cinsinden verilen kredilerin vergilendirilmesi spekülasyonu engelleyecek veya en azından oynaklık sorun olmaktan çıkacaktır.

Sonuçta yüksek oranlı global olmayan bir verginin uygulama maliyetinin özellikle de uzun vadede çok yüksek olması beklenir. Bu yüzden, bu olasılık uygulanabilir gözükmemektedir.

2.5.3.8 Tobin Vergisinden Elde Edilecek Gelirin Potansiyel Kullanım Alanları

Genelde Tobin vergisinden bahsedildiğinde verginin global bir vergi olması gerekliliği üzerinde durulur. Global terimi kimi zaman uluslararası kavramına denk olarak da kullanılmaktadır fakat daha önce de bahsettiğimiz üzere verginin toplanmasında ve düzenlenmesinde asıl karar mercileri hükümetlerdir. Verginin global olması uluslararası bir anlaşma ile yürürlüğe girecek olmasından kaynaklanmaktadır. Hükümetler, topladıkları vergi hasılatının belirli bir kısmını bütçe açıklarını düşürmek, ulusal vergi oranlarını azaltmak veya kamunun artan ihtiyaçlarını karşılamak yönünde kullanmak isteyeceklerdir. En çok vergi hasılatını elde edecek olan ülkeler, sırasıyla İngiltere, ABD, Japonya, Singapur ve Hong Kong'dur. Saydığımız ülkeleri endüstrileşmiş ülkeler takip edeceklerdir. Endüstrileşmiş ülkeler, toplam vergi gelirinin % 86'sını elde ederken, bu payın gelişmekte olan ülkelerde % 14 olması beklenmektedir (Kaul ve Langmore, 1996;256).

Vergi geliri ile ilgili yapılan tahminlere göre İngiltere'nin elde edeceği vergi hasılatının (bu ülkenin işlem hacmi kendisinden sonra gelen iki ülkenin (ABD ve Japonya) işlem hacminden daha büyüktür) toplam vergi gelirinin dörtte birinden daha fazladır. Alınacak vergi oranının %0.1 olduğunu varsaydığımızda İngiltere'nin elde edeceği hasılat 44 milyar Dolara eşittir.

İngiltere'yi %15.5 payla takip eden ABD'nin hasılatı 23 milyar Dolar, %10.2'lik payıyla Japonya'nın hasılatı 15.1 milyar dolardır (Kaul ve Langmore, 1996;257).

Tablo 2.5: Olası Tobin Vergisine Göre Ülkelerin Yıllık Vergi Hasılatı
(1995 döviz işlemlerine göre, milyar Dolar)

	Vergi Oranı		
	0.25%	0.10%	0.05%
Endüstrileşmiş Ülkeler			
İngiltere	89.0	43.7	26.6
Amerika	46.8	23.0	14.0
Japonya	30.8	15.1	9.2
İsviçre	16.4	8.0	4.9
Almanya	14.4	7.0	4.2
Fransa	11.3	5.5	3.3
Avustralya	7.4	3.6	2.2
Danimarka	5.7	2.9	1.7
Kanada	5.5	2.6	1.6
Hollanda	4.7	2.2	1.3
İsveç	3.6	1.8	1.1
Diğer OECD Ülkeleri	25.1	12.3	7.6
Grup toplamı	260.7	127.7	77.7
Gelişmekte Olan Ülkeler			
Singapur	20.2	9.8	5.9
Hong Kong	17.1	8.4	5.1
Güney Afrika	0.9	0.4	0.3
Bahreyn	0.5	0.2	0.1
Diğer Gelişmekte Olan.	2.9	1.7	1.0
Grup Toplamı	41.2	20.5	12.4
Global Toplam	302.1	148.2	90.1

Kaynak: Mahbub ul Haq, Inge Kaul, Isabella Grunberg, 1996

Gelişmekte olan ülkeler bütün olarak toplam vergi hasılatının % 14'ünü elde ederse bu 21 milyar Dolar vergi hasılatı demektir. Gelişmekte olan ülkelerin payının artması giderek daha fazla sayıdaki ülkenin finansal piyasalara girmesiyle mümkün olacaktır (Kaul ve Langmore, 1996;257).

2.5.3.9 Ulusal Bazda Potansiyel Kullanım Alanları

1980'lerde Gelişmekte Olan Ülkeler dış borç açıklarıyla, 1990'larda ise endüstrileşmiş ülkeler mali krizlerle uğraşmışlardı. Endüstrileşmiş ülkelerde yaşanan mali krizlerin bir nedeni de ekonomik büyümenin bu ülkelerde yavaşlamış olmasıydı. Hükümetlerin, vergi tabanları daralırken, işsizlere yeni iş sahaları yaratmak için yaptığı harcamalar ile destek yardımları artmıştır. OECD ülkelerinde yaş ortalamalarının yükselmesi, hükümetleri daha fazla kamu harcaması yapmaya yöneltmektedir. Bu yüzden ek vergi hasılatı endüstrileşmiş ülkeler açısından da bir avantajdır. Son 15 yıl içerisinde Avrupa ülkelerinin çoğunda net kamu açıklarının iki mislinden daha fazla artmış olduğunu görmekteyiz. Kamu açıklarında yaşanan bu artışlar faiz oranları artışıyla aynı döneme denk gelmiştir. Örneğin, ABD'de 1980'lerin başından beri faiz oranları ortalaması % 5 etrafında seyrederken bundan önceki 30 yıllık dönemde ortalama % 2 olarak gerçekleşmişti. Son dönemlerde faiz oranları indirilmişse de önümüzdeki yıllarda kamu servisi maliyetlerinin artması beklenmektedir (Kaul ve Langmore, 1996;259).

Hükümetler piyasa kredibilitelerini koruyabilmek için giderek daha da artan piyasa talepleriyle karşılaşmaktadırlar. Özel sermaye fonlarının çekilmesi veya sermaye girişlerinin azalması olasılığına karşı hükümetler yeni vergiler koymaya veya mevcut vergileri arttırarak piyasada doğrudan veya dolaylı etkisi olacak eylemlerde bulunmaya çekinmektedirler. Piyasaların gözünde kredibilitesi yüksek hükümet; kamu harcamalarını ve vergi oranlarını düşük tutarken, büyük mali açıklardan da kaçınan hükümettir (Kaul ve Langmore, 1996;263).

2.5.3.10 Uluslararası Bazda Potansiyel Kullanım Alanları

Bağış yapan ülkelerin yaptıkları yardım paylarını GSYİH'ları ile oranlandığımızda yıllardır pek değişmediğini görmekteyiz. Buna karşılık özellikle 1990'lı yıllarda yardım alan ülkelerin ihtiyaçları artmıştır. Geçiş ekonomileri gibi yeni ülkeler yardım alan ülkeler kervanına

katılırken Somali, Ruganda ve Bosna gibi ülkelerde yaşanan güvenlik problemleri resmi devlet yardımlarının (ODA) kaynak yetersizlikleri nedeniyle uzun vadeli programlardan çekilerek kısa vadeli insani yardım programlarına ve barış operasyonlarına aktarılmasına neden olmuştur. Angola, Mozambik ve Nikaragua gibi savaşların zarar verdiği toplumlara yeniden inşa etmek için yüklü yatırım imkanları gerekmektedir. 1994 yılında ODA'nın kaynakları 56 milyar Dolardır ki bu rakam istenilenin oldukça altındadır (Kaul ve Langmore, 1996;265).

Kritik sorunların çokluğu endüstrileşmiş ve gelişmekte olan ülkelerin birlikte hareket etmesini gerektirmektedir. Global ekonomik, sosyal, politik ve çevresel dengeyi korumak ve restore etmek yönündeki endişeler birlikte hareket edilerek aşılabilecektir ve bu konularda verimli ve etkin yönetim tüm ülkelere yarar sağlayacaktır. Aslında gelişmiş ülkelerin yaptıkları yardımdan çok, global kamu malları sağlamak olarak adlandırılabilir.

Uluslararası gelir dağılımındaki eşitsizliğin giderek artması ve açlık gibi sorunların devam etmesi nedeniyle gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere doğru bir gelir transferi gerçekleşmektedir.

Tobin vergisinden elde edilecek hasılatın dağıtımıyla ve ne kadarının gelişmekte olan ülkelere aktarılacağı ile ilgili olarak pek çok formülasyon geliştirilmiştir. Ülkelerin topladıkları vergi hasılatlarının ülkelerinde kullanabilecekleri kısımları ile ilgili yapılan bu formülasyonlardan biri de;

-Düşük, düşük-orta ve orta gelirli gelişmekte olan ülkeler, topladıkları vergi gelirinin %100'ünü,

-Yüksek- orta gelirli gelişmekte olan ülkeler topladıkları vergi gelirinin % 90'ını,

-Yüksek gelirli ülkeler ise topladıkları vergi gelirinin % 80'ini kendi ülkelerinde kullanabilecekleri yönündedir.

Yukarıda ele aldığımız biçimde bir dağıtım yapıldığında ve alınan Tobin vergisini de %0.1 olduğunu varsaydıgımızda 27 milyar Dolarlık ek bir geliri uluslararası amaçlar için kullanıma

sunabiliriz demektir. Elde edeceğimiz bu rakam uluslararası kuruluşların kaynaklarını arttıracaktır (Kaul ve Langmore, 1996;267).

Woodward, Tobin vergisinden elde edilecek gelirin bir kısmı ile global müdahale (intervention) fonu kurulabileceğinin üzerinde durmuştur. Global müdahale fonunun amacı, bir ülkede spekülâtörlerin beklentisi nedeniyle ülke parasına karşı baskı oluştuğunda ülkeye borç para vererek döviz kurunu desteklemektir (Patomaki, 1996;138).

2.5.4 Diğer Global Vergiler

Globalizasyon ve teknolojik gelişmeler, hükümetlerin vergi toplayabilme gücünü azaltarak vergi sisteminin verimliliğini sınırlandırmıştır. Dünya entegre oldukça, sermaye yüksek vergi alınan bölgelerden daha az vergi alınan bölgelere doğru hareket etmektedir. Sermayenin vergi elastikiyeti çok yüksektir. Sermayeye uygulanan vergi tabanının azalması emeğe uygulanan vergilendirmenin arttırılmasına yol açmıştır. Avrupa Birliği ülkelerinde sermaye üzerindeki vergi yükü 1980 yılından beri azalmaktayken emekçi kesimin vergi yükü artmaktadır. ABD’de emeğe konulan vergiler yüksek istihdam maliyetlerine ve yüksek istihdam maliyetleri de yüksek işsizliğe yol açmaktadır. İstihdam maliyetlerinde yaşanan en ufak bir yükseliş ise kendisini hemen işsizlik artışı ile göstermektedir (Wachtel,2000).

Emek, sermayeye göre çok daha rahat vergilendirilmektedir. Emek başka bir vergi bölgesine rahatça hareket edemez. Göçmen yasaları sermaye hareketlerini kısıtlamazken emek hareketliliğini kısıtlamaktadır. İstihdam eden açısından bakıldığında emek vergisi ile ücret artışları, her ikisi de emek maliyetini arttırdığından, karşılaştırılabilir. Ancak, emek vergisindeki artış kendisini işsizlikle gösterirken, ücret artışları daha yüksek verimliliğe yol açmasından dolayı işverenin lehine sonuçlanabilmektedir. Bu noktada ücret artışları ve emek vergisindeki artışlar aynı değildir.

Emeğe ve sermayenin vergilendirilmesinden bahsettiğimizde aslında üretim faktörlerinin vergilendirilmesinden bahsetmekteyiz. Diğer bir vergilendirme çeşidi de toprağın vergilendirilmesidir. Üretimin üç faktörüne bakıldığında sermayenin en hareketli (hareket edebilir- mobile) toprağın ise en az hareketli üretim faktörü olduğunu görüyoruz.

Üzerinde en çok konuşulan global vergi türü olan Tobin vergisi prototip olarak alındığında global bir verginin başarılı ve hatalı olduğu tarafları yargılamak mümkün olacaktır. Global bir vergi her şeyden önce basit ve kolay uygulanabilir olmalıdır. İkinci olarak herkes tarafından kabul edilebilir gerekçeye sahip olmalıdır. Üçüncüsü politik savaşıma degecek bir gelir elde edilmelidir. Son olarak da global vergiye çeşitli niteliklerde çok sayıda ülke katılmalıdır.

Bu yönlerden bakıldığında Tobin vergisi, ilk üç kriteri yerine getirmekteyken dördüncü kriter de sorun çıkmaktadır. Tobin vergisinin hedef kitlesi özellikle G-3 veya en iyi ihtimalle G-5 ülkeleridir. Yapılan döviz kuru işlemlerinin % 80'i ABD, Japonya ve İngiltere'de gerçekleşmektedir. Finansal hareketlerin büyük bir kısmının bu bölgelerde yapılması alınacak vergi tabanının büyük bir kısmının bu bölge olmasına yol açar.

1970'lerden itibaren, şirketler çeşitli yöntemlerle vergi ödemekten kaçınmaya çalışmışlardır. Şirketler artık üretimlerini farklı ülkelerde gerçekleştirip montajını apayrı bir ülkede yapar hale gelmişlerdir. Böylece doğrudan yabancı yatırımlar artmış ve 1985 yılında 60 milyar dolardan 1995 yılında 315 milyar dolara çıkmıştır. Yapılan yatırımın büyük bir kısmına da az gelişmiş ülkeler ev sahipliği yapmaktadır.

Sermaye hareketliliği yüzünden kaybedilen vergi tabanını tekrar kazanmanın iki yolu bulunmaktadır: İlki, yabancı yatırımları vergilendirmek ikincisi ise farklı ülkelerde elde edilen kazancının vergilendirilmesidir. DYY (Doğrudan Yabancı Yatırım) vergisinin amacı yabancı yatırımcıyı cezalandırmak değil, DYY'yi kabul eden ev sahibi ülkelerin temel işgücü standartlarını yükseltmesine ve gerekli çevre koruma kuralları koymasını sağlayacak maddi yapıyı sağlamaktır.

Doğrudan yabancı yatırım DYY'ye uygulanacak olan vergi, şirketlerin hem vergiden kaçınma sorununa çözüm bulmalı hem de temel işgücü haklarını uygulatacak güçte olmalıdır. Küreseleşme sürecinde artan rekabetle birlikte az gelişmiş ülkelerde çocuk emeğinin kullanımı da giderek artmakta ve çok sayıda çocuk erken yaşta çalışma hayatına katılabilmektedir (Kopuz, 2000:345).

DYY vergisi şirketlere getirilecektir ve yatırımlar ister gelişmiş ülkelere yapılsın isterse az gelişmiş ülkelere yapılsın belirli bir vergi alınacaktır. Ancak alınacak vergi oranları ülkelerin işgücü standartlarına göre farklılık getirecektir. Standartlar ise ILO tarafından belirlenecektir.

Standartların belirlenmesinde sadece temel işgücü hakları esas alınacak çocuk işgücü, esir işgücü, tutuklu işgücünün zorla çalıştırılmamasına dikkat edilecek ve çalışanların sendikal haklara sahip olması gözetilecek, ödenen ücretler rating hesaplamasına dahil edilmeyecektir. Böyle bir vergi şirketlere istedikleri yerde yatırım yapma şansı tanırken işgücü standartları kötü olan ülkelerde yatırım yapmayı seçerlerse daha fazla vergi ödeyeceklerini göz önünde bulunduracaklardır. Vergi az gelişmiş ülkelerde insan sermayesine yapılan ekonomik ve sosyal politikaları cesaretlendirip, gelişmeyi teşvik edecektir.

Gelişmiş ülkelerde de vergi yarar sağlayacaktır. Az gelişmiş ülkelerde daha fazla vergi ödemek durumunda kalan ülkeler yatırımlarının bir kısmını gene gelişmiş ülkelere yönlendirebilir.

2.6 Sermaye Kontrollerine İlişkin Çeşitli Ülke Örnekleri

Sermaye kontrollerinin etkinliği genellikle sermaye akımları üzerindeki etkisi, ülke parasının istikrarının korunması, otonom bir para politikasının izlenmesinde başarı sağlanması, yurtiçi makroekonomik ve finansal istikrarın elde edilmesi gibi koşullarla değerlendirilmektedir. Sermaye kontrolleri uygulamış olan ülkeleri Ariyoshi (2000)'den hareketle inceleyebiliriz:

2.6.1 Kısa Vadeli Sermaye Girişlerini Sınırlamaya Yönelik Sermaye Kontrolleri:

Brezilya (1993-97), Şili (1991-98), Kolombiya (1993-98), Malezya (1994) ve Tayland (1995-97) parantez içindeki yıllar süresince kısa vadeli sermaye girişini kısıtlamaya yönelik sermaye kontrollerinden yararlanan ülkelerdir.

Sermaye girişlerine yönelik kontroller; sermaye akımlarının hacim ve değişkenliğinin yol açabileceği olumsuz makro ekonomik sonuçları sınırlamak, ülke içinde otonom para politikalarını sürdürebilmek ve sterilizasyona olan bağımlılığı azaltmak için kullanılabilir. Kontroller genelde sermaye çıkışının serbestleştirilmesi (Şili ve Kolombiya), döviz kuru sisteminde düzenlemeye gitmek veya esnekliğini arttırmak (Şili ve Kolombiya), finansal sistemdeki ihtiyari (prudential) tedbirlerin arttırılması (Şili, Kolombiya ve Malezya) ve sıkı maliye politikaları ile de desteklenmiştir.

Sermaye kontrolleri daha önce bölüm başında da bahsettiğimiz gibi genelde iki formda yapılmaktadır; Doğrudan/idari kontroller ile dolaylı/piyasa bazlı kontroller. İdari kontroller sınır ötesi finansal işlemleri doğrudan etkilemeye çalışır. Sermaye akımlarını kontrol etmek için bankacılık sistemine getirilen yükümlülükler bu kontrollerin bir çeşididir. Dolaylı kontroller ise sermaye hareketlerini ve diğer finansal işlemleri daha pahalılaştırarak engellemeye çalışır. Bu tür kontroller ikili veya çoklu döviz kuru sistemleri ve sınır ötesi işlemlerin vergilendirilmesi gibi pek çok çeşidi bulunmaktadır.

İkili veya çoklu döviz kuru sistemlerinde, farklı işlemlere farklı döviz kuru oranları uygulanmaktadır. Bahsi geçen 5 ülkede genelde piyasa bazlı kontroller (sermaye girişlerinin doğrudan veya dolaylı olarak vergilendirilmesi, bankaların açık pozisyonlarının sınırlandırılması veya zorunlu rezerv oranları) şeklindedir. Ancak kimi durumlarda bu kontroller (Brezilya, Malezya ve Şili) idari kontrollerle tamamlanmıştır.

Brezilya sermaye girişlerinden açıkça vergi alınmasına dayalı bir düzenlemeyi pek çok idari kontrolle birlikte uygulamaya koyarken, Şili piyasa bazlı kontrolleri (sermaye akımlarının zorunlu rezerv oranları yoluyla dolaylı olarak vergilendirilmesi) idari kontroller (doğrudan yabancı yatırımların ve portföy yatırımlarının ülkede minimum tutulma süresi şartı) ve diğer kurallarla (yurtdışından borçlanan firmalara minimum rating talebi ve bankaların yaptıkları tüm sermaye hesaplarının yoğun raporlamalara tabi olması gibi) desteklemiştir.

Uygulanan sermaye kontrolleri Malezya ve Tayland'da toplam net sermaye girişlerinin miktar ve bileşimlerini etkilemeyi başarırken, Kolombiya ve Şili' de sadece bileşimini değiştirebilmiştir. Brezilya'da ise başarısız olunmuştur.

Sermaye girişi kontrollerinin etkinliği konusunda üzerinde durulması gereken ilk unsur onların zorlayıcı ve geniş kapsamlı olmasıdır. İkincisi, bazı ülkelerde kontrollerin etkin olduğu görülse de, kontrollerle birlikte uygulanan tamamlayıcı politikaların (ihtiyati politikaların güçlendirilmesi, döviz kuru sistemine esneklik kazandırılması ve para politikalarının) etkisini göz ardı edilememesidir. Etkinlikle ilgili üçüncü bir unsur makroekonomik yapıda ve finansal sistemde gerekli düzenlemeler yapılmadığı takdirde sermaye kontrollerinin başarılı olmayabileceğidir. Son nokta ise sermaye kontrollerinin ideal ihtiyati politika önerisi olmayabileceği yolundadır.

ŞİLİ

Şili, 1960'lardan itibaren enflasyonla mücadele etmeye önem vermiştir. Şili'de bu yıllarda iktidarda bulunan hükümet ithal ikameci politikalar uygulamış ve 1964 yılına kadar iktidar olan hükümet parasal istikrara önem vermiştir. 1970 seçimiyle iktidara gelen Salvator Allende üç yıl içinde Şili'yi hiperenflasyona sürüklemiştir. Özellikle, bu dönemde, madenlerin ve sanayi işletmelerin mülkiyetlerinin devletleştirilmesi, fiyat kontrolleri ve enflasyonsuz büyümeyi esas alan yapısalcı makro iktisat teorileri uygulanmaya çalışılmıştır.

Şili'nin döviz kuru politikası tarih boyunca önemli değişiklikler geçirmiştir. 1978 yılında döviz kurları sabitleştirilmiş ve kurların bir önceki ayın enflasyon oranının altında kalması hedeflenmişti. 1982 yılındaki krizi sonrasında bu sistem terk edilmiştir. Kriz dönemi Şili için çok zor geçmiştir. Bu dönemde GSYİH % 16 oranında düşüş yaşanırken, işsizlik % 22'ye yükselmiştir. Yaşadığı krizin ardından Şilili otoriteler yapısal ve makroekonomik reformları da içeren geniş kapsamlı bir programı hayata geçirmişlerdir. 1983 yılında sürünen parite politikası uygulamaya konulmuş ve resmi kur bu tarihten sonra Merkez Bankası tarafından iç ve dış enflasyon farklılıklarına göre günlük olarak belirlenmeye başlamıştı (Griffth-Jones, 1997)(Arıcan, 2002;43). 1983-89 yılları arasında otoriteler sürünen pariteyi % 2 bant aralığı ile uygulamış daha sonra ise bant aralığı 1988'de % 3'e, 1989'da da % 5'e çıkartılmıştır (French-Davis, 2000;164).

1989 yılında dünya faiz oranlarının düşmesi ve kamu kesiminde uygulanan kısıtlamaların azaltılması ile 1990 yılının ortasında itibaren ülke artan döviz hareketlerinden payını almıştır. 1990 Temmuz ayında piyasalarda dalgalanma bandı tavan seviyesine ulaşmıştır. 1990 yılında Şilili otoriteler sermaye akımlarını düzenlemek ve rezerv artışının parasal etkilerini sterilize etmek için para ve döviz piyasalarına çeşitli müdahalelerde bulunmuştur. Şili koyduğu hedefleri gerçekleştirebilmek için üç araçtan faydalanmıştır. Para sepeti sistemine göre değerlendirilen döviz kuru sistemi, açık piyasa işlemleri yoluyla rezerv artışlarının parasal etkilerinin sterilizasyonu ve kısa vadeli zararlı sermaye akımlarını caydırıcı zorunlu rezerv karşılıkları ile belirli harç uygulamaları.

Sermaye akımları devam ederken, bu gelişmeye Merkez Bankası piyasalardan büyük miktarlarda alımla karşılık vermiştir. 1991 yılının Temmuz ayında % 2 oranında bir

revalüasyon gerçekleştirilmiştir. Yabancı kredilerin % 20'lik kısmını Merkez Bankasının faiz getirmeyen hesaplarında (unremunerated reserve requirements-URR) tutma zorunluluğu konulması da yine bu döneme rastlamaktadır. Rezervlerin minimum 90 gün maksimum 1 yıl Merkez Bankasında tutulması öngörülmüştü. Makroekonomik açıdan bakıldığında URR'nin para politikası uygulamalarında bağımsızlığı arttıracığı, makro-ihtiyati (macro prudential) açıdan bakıldığında da uzun vadeli, yabancı yatırımı etkilemeden kısa vadeli sermaye girişini azaltacağı düşünülmekteydi. URR asimetrik Tobin vergisi¹ gibi hareket eden piyasa tabanlı bir önlemdir. URR başlangıçta ticaret kredileri dışında tüm yabancı kredileri kapsamaktaydı ancak zamanla tüm sermaye girişini kapsayacak şekilde genişletilmiştir. URR'de tutulacak olan paranın süresi sabit olduğundan giren sermayenin vadesi (maturity) uzadıkça maliyeti azalmaktadır.

1992 Ocak ayında resmi döviz kuru yeniden % 5 revalüe edilirken, döviz kuru piyasasının dalgalanma bandı da % 10'a çıkartılmıştı. Takip eden aylarda faiz oranlarının düşmeye devam etmesi Merkez Bankası üzerinde baskı oluşturmaya başlamıştır. Şili ekonomisi genel anlamda tepe noktasında olduğundan makro ekonomik dengeyi korumak için Merkez Bankası faiz oranlarını arttırmak istemiş, arbitrajı önlemek için de sermaye akımlarına uyguladığı zorunlu karşılık oranlarını yükseltmişti. Mayıs 1992'de yabancı kredilere uyguladığı karşılık oranını % 30'a çıkartmıştır (Agosin ve Ffrench-Davis, 1996;171)(Ariyoshi,2000). Temmuz 1992'de daha önce ABD Doları baz alınarak eşitlenen döviz kuru rejiminden, döviz kuru sepetine geçiş yapılmış ve sepet % 50 oranında Dolar, % 30 Alman Markı ve % 20 Japon Yeni'nden oluşturulmuştur.

Asya krizinin bölgeyi etkilemesiyle sermaye akımlarında yaşanan düşüş sonucunda URR oranı düşürülmüş daha sonra 1998 Eylül ayında ise oran % 0'a indirilerek kaldırılmıştır (Ariyoshi, 2000).

Şili Merkez Bankası kısa vadeli ve spekülative sermaye girişini kısıtlarken doğrudan yabancı yatırımın gelişimini ise engellememeye çalışmıştır. Döviz kuru politikasında öne çıkan özellik, otoriteler tarafından uygulamaya konulan büyüme stratejisinin engellenmemesidir. Burada otoritelerin kurdukları büyüme stratejisi ihracat farklılaştırılmasına ve arttırılmasına dayanır. Şili ekonomisinde, ihracat büyümenin ana motoru olmaya devam edecekse reel döviz

¹ Asimetrik Tobin vergisi denmesinin nedeni sermaye girişi ve sermaye çıkışı arasındaki asimetrinin giderilmesi için uygulanmasıdır.

kuru düzeyi ve istikrarı önem kazanmaktadır. Sermaye akımları döviz kurunda artışa yol açarsa ihracat sayesinde büyüme hedefini tehlikeye atabilmektedir (Agosin ve Ffrench-Davis, 1996;172).

Genelde Şili sermaye kontrollerini en başarılı şekilde uygulamayı başarabilmiş ülke olarak kabul edilmektedir. Bazı yazarlar ise Şili'nin bu başarısının daha önceki yıllarda uygulanmaya başlanmış makro ekonomik istikrar sağlayıcı politikaların meyvelerinin aynı dönemde toplanmaya başlanmasıyla karıştırıldığını belirtmektedirler. Ancak sermaye akımlarının kompozisyonunun sermaye kontrolleri uygulanmaya başladıktan sonra değişmiş olduğunu (1990 yılında orta ve uzun vadeli sermayenin payı toplamın % 23'ünü oluştururken, bu oran 1997-98'de % 62'ye çıkmıştır) da unutmamamız gerekir (Ariyoshi, 2000).

KOLOMBİYA

Kolombiya 1990 yılından itibaren önemli ekonomik reformlar uygulamaya koymuştur. 1991'de yaşanan yüksek miktardaki sermaye girişinin reel döviz kuruna baskı yapmaya başlaması, 1967 yılından beri etkin sermaye kontrolleriyle beraber devam ettirdiği sürünen parite sistemini terk etmesine neden olmuştur. Kolombiya Merkez Bankası "The Banco De La Republica" aşırı miktarlardaki dövizi massedebilmek için piyasalardan dövizi döviz sertifikalarıyla veya bir yıl vadeli dolar karşılığı olan tahvillerle satın almıştır. Tahvillerin itfa fiyatı ise Merkez Bankası tarafından günlük belirlenen resmi döviz kuruna sabitlenmiştir. Tahviller ikincil piyasalarda daha düşük fiyatlardan el değiştirebilmekteydi. 1994 yılının başında döviz sertifikaları merkezi paritenin %15'i etrafında dalgalanabileceği bant sistemine genişletilmiştir. 1994 yılının sonuna doğru merkezi parite %7 oranında revalüe edilerek bir yıllık devalüasyon oranı belirlenmiş (bir çeşit tablita) ve yıllık devalüasyon oranı %13.5'e sabitlenmiştir. Kısa vadeli sermayeye vergi getirmek ve karşılık oranları koymak gibi diğer önlemler de büyük miktarlardaki yabancı dövizi massetmede kullanılmıştır (Agosin ve Ffrench-Davis, 1996;176).

1993 Eylül ayında otoriteler 18 ayın altındaki tüm kredilere % 47'ye varan karşılık tutma zorunluluğu getirmiştir. Mart 1994'de ise karşılık oranı tutma zorunluluğu 36 ay altındaki tüm kredilere genişletilmiştir.

BREZİLYA

Brezilya'da 1991 yılında sermaye akımlarının, özellikle de menkul kıymetlere gelen kısmının, teşviki için bazı kararlar alınmıştır. Yabancı fonlamadan alınan kimi vergiler kaldırılmış ve yerleşik olmayan kişilerden alınan vergilerle yerleşik olan kişilerden alınan vergiler eşitlenmiştir. Brezilya ekonomik istikrar programını tutarlı bir şekilde uygulamaya 1993 yılında başlayıp sonuçlarını 1994 yılında açıkça almasına rağmen, 1992 yılından itibaren ülkeye çok büyük miktarlarda sermaye akımı olmuştur. 1993 yılında ülkede hiperenflasyon yaşanırken sermaye akımları, portföy yatırımları kaleminde 12 milyar dolara ulaşmıştı. Merkez Bankası piyasalardan döviz satın almaya devam etmesine rağmen döviz kurunun da bir miktar değerlenmesine izin vermiştir. 1993 yılı ortasında finansal girişlere vergi uygulanmaya başlandığı görülmektedir. 1995 Ağustos ayında döviz cinsinden alınan kredilere ve Brezilya ile yabancı kurumlar arasında gerçekleştirilen bankalararası işlemlere % 5 vergi getirilmişti. Açık piyasalarda yapılan döviz satışları da % 7 vergiye tâbi tutulmuştur. Aynı yılın Eylül ayında ise menkul kıymet kazançlarının % 15'ini vergi olarak ödemek zorunda olan yerleşiklere, yerleşik olmayanlar kişiler de katılmıştır (Agosin ve Ffrench-Davis, 1996;178).

Bu dönemde uluslararası faiz oranlarının düşük gerçekleşmesi bölgeye gelen sermayeyi açıklayan en temel dışsal faktördür. ABD'de faiz oranları 1990'lı yıllarda keskin bir düşüş yaşamış ve 1994 yılının başında % 3 olarak gerçekleşmiş ancak uygulanan sıkı para politikası ardından % 6'ya çıkmıştır (Tingas ve Miguel, 2001;242).

1991 Eylül ayında Brezilya devalüasyon yapmış ve Merkez Bankası nominal döviz kuru politikasını satın alma gücü paritesine göre düzenleyeceğini açıklamıştır. 1991 Mayıs ayında hisse senedi ve diğer aktiflerini yabancı yatırımcılara açmıştır. Yabancı yatırımın serbestleştirilmesinin 1992 yılından itibaren sermaye akımını cesaretlendirdiğini görmekteyiz. 1992-95 yılları arasında yabancı portföy akışının yıllık ortalama 5,01 milyar \$ olmuştur. Aynı dönemde doğrudan yabancı yatırımlar düşük olarak gerçekleşmiştir. Yabancı yatırımın artmaya başlanması 1994 yılından itibaren olmuş ve 1996 sonrasında da hız kazanmıştır (Tingas ve Miguel, 2001;245-247).

Merkez Bankası tarafından yapılan (sermaye girişlerine karşı) sterilizasyon hükümet açığının büyümesine neden olmuştur (Tingas ve Miguel, 2001;251). 1992 yılının başından 1993 yılının ikinci yarısına kadar para otoritelerinin sterilizasyonun yüksek maliyetleriyle karşılaşmalarına karşın, sermaye akımlarını kısıtlayacaklarına dair bir endişeleri olmamıştır. Bununla beraber sermaye akımı para politikası üzerine baskı yapmaya devam edince 1994 yılından itibaren Merkez Bankası sermaye akımını kısıtlayacak şekilde çeşitli kısıtlamalar uygulamaya başlamıştır. 1993 Kasım ayında da Ulusal Para Konseyi (National Monetary Council) tahvil yatırımlarını kısıtlarken bazı türev işlemlerine de yasaklar getirilmiştir. Bunun yanında sermaye girişinde %5 işlem vergisi 10f alınmaya başlanmıştır. Sermayeye uygulanan bu gibi kısıtlamalar 1994 yılında da artarak devam etmiştir. 1994 Ağustos ayında kredi akımından alınan işlem vergisi 10f yüzde 3'ten yüzde 7'ye, sabit faizli sermaye fonlarından alınan vergi yüzde 5'den yüzde 9'a, hisse senedi yatırımlarından da daha önce vergi alınmazken, yüzde 1 oranında vergi alınmaya başlanmıştır. Vergilerin yanında "Resolution 63" adı verilen yasa çerçevesinde dış kredilerin (external loan) minimum vadesi 90 günden 540 güne çıkartılmıştır.

1997 Temmuz ayında başlayan Asya Krizi, Hong Kong'a olan spekülasyon hareket sonrasında 1997 Kasım ayında Brezilya'yı da etkilemiştir. 1997'nin son çeyreğinde sermaye çıkışının 9.7 milyar dolara ulaştığını görmekteyiz. Krizin şiddeti karşısında Merkez Bankası 1997 Kasımında faiz oranlarını iki katına yani yüzde 43'e çıkartmıştır (Tingas ve Miguel, 200;253).

Hükümet ne yazık ki 1996 ve 1997 yıllarında piyasalarda yaptığı düzenlemelerin sonucunda yakaladığı istikrarın avantajını kullanamamıştır (1995-97 yılları arasında nominal bütçe açığı yavaşça azalıyordu). 1997 Eylül ayında 10.2 milyar dolar olan portföy yatırımı Ocak 1998'de 5 milyar dolara düşmüştür. Gene bu dönemde sermaye akımına uygulanan kısıtlamalar gevşetilmeye başlanmıştır (Tingas ve Miguel, 2001;264).

1998 yılının Eylül ayında Brezilya'da realin aşırı değerli olduğu görülmüştür. Asya krizinin etkilerinin bölgede görülmeye başlaması ve Venezuela'nın devalüasyon yapabileceğini açıklaması, dikkatleri toplam 22.9 milyar dolara yakın dış borcuyla Latin Amerika'nın en büyük ekonomisi Brezilya'ya çevirmiştir. 13 Ocak 1999 günü % 8.6 oranındaki devalüasyon ve Merkez Bankası başkanının istifası birlikte gerçekleşmiştir.

Brezilya Merkez Bankası Başkanının istifasıyla yerine geçen yeni başkan esnek kur politikasına geçildiğini açıklamış ve Brezilya realinin dolar karşısında dalgalanma bandı 1.12-1.22'den 1.20-1.32'ye çıkartılmıştır (Arıcan, 2002;265).

Brezilya'nın finansal sisteminde yeniden yapılanma, Meksika krizinin sonrasında, enflasyon oranlarının düşük ve azalan bir seyir izleyerek istikrarlı bir hale gelmesinin arkasından gerçekleştirilmiştir. Bu dönemde merkezi hükümet özel ve kamu bankalarına yönelik iki ayrı programı yürürlüğe koymuştur. Bunlar Proes (Kamu bankalarının sektördeki paylarının azaltılmasına yönelik) ve Proer (özel bankalar için geçerli) programlardır (Arıcan, 2002;66). Proer ile Brezilya'nın bankacılık sektörünü yabancı ortaklara açılmıştır. Bu dönemde devlet bankalarının kapatılması yönünde güçlü bir politik istek bulunmaktaydı; çünkü geçmişte devlet bankaları başkanların kamusal çıkarları yönünde kullanılmıştır. Merkez Bankası kontrollerini ve standartlarını sıkılaştırırken risk kontrolü uygulamalarını başlatmaya çalışıyor ve Basle şartlarıyla uyumlu olarak sermaye oranlarını arttırıyordu.

Brezilya'da bankacılık sektörünün güçlendirilmesi sonucunda 1997 yılı sorunsuz bir yıl olarak gerçekleşmiştir. 1997 yılında devalüasyon yapılmasına rağmen sistemde bundan kaynaklanan bir problem oluşmamış ve 1999 yılı sonundaki finansal veriler bankaların aynı dönemde büyük karlar elde ettiğini göstermektedir. Güçlü ve sağlıklı bir bankacılık sektörü daha yıkıcı ve geniş kitleleri etkileyici risklere karşı korunmada alınabilecek en önemli tedbirlerden biridir. Döviz kuru çıpası bırakıldıktan sonra kontrolü kaybetmemek için ekonomiye yeni bir nominal çıpa bulma zorunluluğu ortaya çıkmaktadır. Bu sayede enflasyon hızlanmayacak güvenilir para ve maliye politikaları gerek duyulduğunda hemen uygulanmaya konulabilecektir. 1999 Mart ayında IMF'le mali yapının güçlendirilmesine ve enflasyonu göz altında tutacak para politikalarına odaklanan yeni bir anlaşma yapıldığı ilan edilmiştir. Para değerlendirirken enflasyonun düştüğünü görmekteyiz. Stratejinin birinci ayağı başarılı olmuştur ki bu başarı para ve maliye politikalarına olan güvenin tazelenmesi açısından da önemlidir (Tingas ve Miguel, 2001;267).

IMF'le yapılan anlaşma uyarınca mali istikrar programı uygulamaya konulmuştur. Kamu sektörünün fazla vermesinin öngörüldüğü performans hedefleri konulmuştur. Hedeflenen kamu fazlası rakamları 1999'da GSMH'nın yüzde 3.1'i, 2000 ve 2001 yıllarında ise GSMH'nın yüzde 3.25'i. Sermaye kontrolleri eğer tutarlı ekonomik politikalarla desteklenmezse kısa sürede etkisini yitirecektir bu Brezilya'da da farklı olmamıştır.

Brezilya'da 1995 ve 1999'un ilk dönemlerinde uygulanan sürünen parite (crawling peg) rejimi sırasında döviz kuru rejimi ekonomide nominal çıpa olarak kullanılmıştır. Para politikasının asıl amacı ödemeler dengesinde istikrarı sağlamaktır.

MALEZYA

Malezya oldukça dışa açık bir ekonomidir. Otoriteler liberalizasyon yönündeki ilk adımı 1968 Kasım ayında döviz işlemleri üzerindeki önlemlerin kaldırılması ve ringgitin dalgalanmaya bırakılmasıyla atmışlardır.

Malezya'nın sermaye hesaplarını serbestleştirme süreci iki nedenden dolayı sekteye uğramıştır. Bunlardan ilki, 1994'de otoritelerin 1990-93 aralığında yaşanan büyük çaplı sermaye girişlerinin ardından portföy yatırımlarına çeşitli kontroller uygulamaya başlamasıdır. Uygulamaya konulan kontrollerin geçici, bir yıldan kısa süreli, olması amaçlanmıştı. İkinci nedense Asya Krizi'nin arkasından ringgit'in yaşadığı değer kaybının otoriteleri 1 Eylül 1998' de geniş kapsamlı döviz ve sermaye kontrolleri uygulamaya itmesidir. Ringgit birebir dolara sabitlenmiştir.

Malezya 1997 Asya Krizine diğer Asya Krizi ekonomilerinden daha güçlü bir yapıya sahip olarak girmiştir ancak ülkede hızlı kredi genişlemesi yaşanmaktaydı ve bankaların aktif kalitesi ile ilgili sorunlar vardı. Ajanların devalüasyon beklentisi içinde ringgitte short pozisyon almaları offshore piyasalarda ringgit faiz oranlarını arttırmış ve ülkeden yoğun sermaye çıkışı yaşanmaya başlamıştı. Yurtiçi ve offshore piyasalardaki faiz bağlantısını kesmek amacıyla, otoriteler 1997 Ağustos başlarında bankaların yerleşik olmayan kişilerce yapılan ticari olmayan swap işlemlerine limit koymuştur. Fakat doğrudan arbitraj bağıni kesmek bile sermaye çıkışını engelleyememişti.

Malezya'nın 1 Eylül 1998 tarihinde sermaye ve kambiyo üzerine getirdiği kontrolleri şu şekilde sıralayabiliriz:

1. Döviz kuru 1 ABD Doları = 3,80 ringgit olarak sabitlenmiştir.

2. Yabancıların forward ringgit alım ve satımı izne tabi kılındı.
3. Ringgite dayalı tüm varlıkların satışının onaylanmış yerli bir aracı kurum vasıtasıyla yapılması zorunlu hale getirilerek off-shore ringgit piyasalarının kapanması sağlanmıştır.
4. Doğrudan yabancı sermaye yatırımı sonucu yapılan satışlardan elde edilen gelirin değişimi ve yurtdışına transferi hariç, yabancıların yurtdışı hesaplarında tuttıkları ringgiti dövize çevirmek için Merkez Bankası onayı alması 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 yabancılara da ticari kredi sağlanmıştır.
6. Yurtdışına çıkarken yolcuların yanlarında bulundurabilecekleri para miktarı Malezya vatandaşları için 10.000 ringgit, yabancılar için ise 1.000 ringgit olarak sınırlandırılmıştır.
7. Yabancıların Malezya menkul değerlerinin satışından elde ettikleri geliri yurtdışına transfer etmeden önce 12 ay ülkede tutmaları zorunlu kılınmıştır.

1999 Yılında Kontrollerde Yapılan Değişikliklere baktığımızda ise; 5 Şubat 1999 tarihinde yatırımların yurtdışına çıkarılabilmesi için Malezya'da en az 1 yıl süreyle tutulması zorunluluğu aşamalı vergi sistemiyle değiştirilmiştir. Bu tarihten önce Malezya'ya giren sermaye, yurtdışına çıkarılmak istenmesi durumunda şu vergilere tabi kılınmıştır: a) Malezya'ya girişinden sonraki 7 ay içinde çıkarılıyorsa % 30. b) Girişinden sonraki 7 ve 9. aylar arasında çıkarılmak isteniyorsa % 20. c) Girişinden sonraki 9 ve 12. aylar arasında çıkarılmak isteniyorsa % 10. d) 1 yıldan uzun kalan sermayenin yurtdışına çıkarılmasında vergi alınmayacaktır.

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'nın uyguladığı sermaye kontrollerinin etkinliği oldukça tartışmalıdır. Ülke 1998 yılında 7.4 küçülme göstermişken, 1999 yılında 5.6, 2000 ve 2001 yılında ise 6 oranında büyümüştür. Kimi araştırmacılar bunu sermaye kontrollerine bağlarken kimileri de ülkenin kriz öncesinde verdiği kamu bütçesi fazlalığına, ulusal tasarruf oranlarının yüksekliğine ve ülkenin ihracat boomu yaşamasına bağlamaktadır (Hartwell, 2001).

2.6.2 Finansal Krizler Esnasında Sermaye Çıkış Kontrolleri:

Finansal krizler esnasında sermaye çıkış kontrollerinin verimliliği konusunda Malezya (1998), İspanya (1992) ve Tayland (1997-98)'in deneyimlerinden yararlanılacaktır. Sermaye çıkışına uygulanan kontrollerle, döviz kurunun istikrarının sağlanması, döviz rezervlerinin korunması ve reel ekonominin değişken uluslar arası spekülasyon akımlardan etkilenmemesi amaçlanır. Her üç ülkede de sermaye işlemleri büyük ölçüde serbestleştirilmişken sermaye çıkışına kontroller uygulanmaya başlanmıştır. Sermaye kontrollerine başlanmadan yedi ay kadar önce İspanya'nın sermaye hesapları tamamen serbestleştirilmişti. Malezya ve Tayland'ın da yabancı sermayeye oldukça açık ülkeler olduğunu görmekteyiz.

İspanya'da kontroller ulusal bankaların % 100 faizsiz zorunlu mevduat karşılığı uygulaması şeklinde yapılmıştır. Amaç bankaların yerleşik olmayan kişilerle yaptıkları istenmeyen finansal işlemleri pahalılaştırarak yapılan spekülasyonu kırmaktır.

İspanya, 1986' da Avrupa Topluluğuna katılınca topluluk şartları doğrultusunda sermaye hesaplarını serbestleştirmeye başlamıştır. İspanya'nın izlediği sıkı para politikası sonucu yurtiçi faiz oranlarının yüksek oluşu yüksek miktarlarda sermaye girişine yol açmıştır. Sonuçta 1980'lerin sonunda, özellikle kısa vadeli sermaye akımlarına bazı kısıtlamalar getirilmiştir (yerleşiklerin bir yıldan kısa vadeli yabancı para borçlanmalarının otoriteler tarafından onaylanmasının şart koşılması gibi). Alınan önlemlerle henüz gelişmemiş yurtiçi piyasalar korunurken, para politikasında da iç ve dış hedeflerin tutturulmasına yardımcı olunmuştur. Kısıtlamalar 1990-91 arasında kaldırılmıştı. Bir sene sonrasında ise yaşanan ERM kriziyle bağlantılı olarak pesetaya spekülasyon baskı başlamıştır. Pesetanın yaşadığı baskı ERM gerginliğinin yanı sıra, İspanya'nın izlediği döviz kuru politikasının kredibilitésini

kaybetmiş olmasından da kaynaklanmaktadır. 5 Ekim 1992' de sermaye çıkışına kontroller uygulanmaya başlanmıştır.

1996' nın sonlarından itibaren Tayland'da yaşanmaya başlayan bankacılık sorunları ve mali dengesizlikler sabit döviz kuru sisteminin sürdürülebilirliğini tehlikeye atmıştır ve arkasından da spekülâtif hareket başlamıştır. Otoriteler döviz kuru piyasalarını istikrara kavuşturmak ve bahтта yapılan spekülâtif hareketi kırmak amacıyla 15 Mayıs 1997' de sermaye kontrollerini uygulamaya koymuşlardır. Tayland' da doğrudan ve piyasa merkezli tedbirlerin karışımı ile onshore piyasaları offshore piyasalardan ayırmak için ikili piyasa yaratılmıştır. Özellikle Tayland bankalarının yerleşik olmayanlarla ilgili tüm işlemlerini genişletmesi ve (spot ve forward satışlarla ve swapla kredi verme yolları ile) offshore piyasalardaki baht pozisyonlarını büyütme gerekiyordu. Öte yandan, baht cinsinden aktiflerin satışından elde edilen kazançların yurt dışına çıkarılmaları yasaklanıyor ve onshore döviz kuruna çevrilmesi gerekiyordu (Yay, 2003).

Alınan önlemler Tayland swap piyasası işlemlerini azaltmış ve baht'a yönelik spekülâtif saldırı geçici bir süre için azalmıştır. Alınan önlemlerin kısa süreli olmasının arkasında arbitraj imkanlarının offshore piyasalarda devam etmesinin de etkisi bulunmaktadır. Taayland' da uygulanan kontrollerin çoğu ekonomik yapının iyileşme belirtileri göstermesiyle 30 Ocak 1998' de kaldırılmıştır.

Malezya büyük oranda dışa açık bir ekonomidir. Ülkede kriz öncesinde net açık pozisyonlar yakından takip edilirken yerleşiklerin döviz borçlanmaları sınırlandırılmıştı. Asya krizinin hemen arkasından 1997 yılında ringgit bölgedeki diğer paralarla birlikte büyük baskı altına girmiştir. Offshore yapan kişiler ringgitin değer kaybetme olasılığına karşı ringgitte short pozisyon almışlardır ki bu offshore ringgit faiz oranlarını yurtiçi faiz oranlara göre arttırmıştır. Faiz oranlarındaki farklılık ülkeden sermaye çıkışına yol açmıştır. 1998 Eylül'ünde otoriteler ringgit spekülasyonunu önlemek ve offshore ringgit piyasasını ortadan kaldırmak için bazı önlemler almışlardır. Kriz öncesi Malezya ekonomisine ait temel makroekonomik verilerin sağlıklı olması, kontrol kararının alınmasını kolaylaştırıcı bir etken olmuştur. Malezya Hükümeti yurtdışına çıkan ringgitin 1 ay içerisinde geri dönmemesi durumunda bir daha yurda dönmesine izin verilmeyeceğini ilan etmiştir. Malezya'ya dönen fonların da belirlenen hesaplarda bir yıl tutulmasına karar verilmiştir. Daha sonra 1999 yılının Şubat ayında bu zorunluluk ilkesi yumuşatılarak ringgitin dolar karşısındaki değeri, o zamanki piyasa

değerinin biraz üzerinde, 1 \$=3,80 ringgit olarak belirlenmiş ve sabit kur uygulamasına geçilmiştir (Rodrik ve Kaplan, 2001). Malezya' da kontrollerin uygulanmaya başlanmasından sonra döviz kuru üzerinde spekülâtif baskı olmamıştır.

2.6.3 Finansal Kriz Esnasında Yoğun Döviz Kontrolleri:

Romanya (1996-97), Rusya (1998-günümüze), Venezuela (1994-96) karşılaştıkları krizlere yoğun sermaye kontrollü uygulayarak karşılık vermişlerdir.

Romanya' da otoriteler 1996 Mart ayında döviz kurunun üzerindeki yoğun baskı nedeniyle döviz kontrolleri uygulamaya başlamıştır. 1995 Eylül ayında ülke parası lev'in yıllık ortalama değer kaybı yüzde 20'den yüzde 60'a çıkmış ve ülke rezervlerinin büyük kısmını kaybetmiştir. Ülke parasına istikrar kazandırmak için otoriteler döviz bürolarının yaptıkları işlem miktarına gecelik limitler koymuşlar ve devlete ait dört banka dışındaki bankaların döviz işlemi yapma lisansları kaldırmıştır.

Rusya, sermaye hesaplarını serbestleştirmeye 1990'ların başında bankacılık sisteminde, döviz ve menkul kıymetler piyasalarında reform yaparak başlamıştır. 1994'te yerleşik olmayanların portföy yatırımı yapmalarına kısıtlı olsa da izin verilmiştir. 1996'da uygulanan kurallar gevşetilmiştir. Yaşanan kriz ile birlikte sermaye kontrollü gündeme gelmiştir.

Yaşadığı bankacılık krizinin ardından 27 Temmuz 1994'de Venezuela'nın resmi parası Bolivar'ın üzerindeki baskı sonucu ülkede fiyat kontrolleri ve sabit döviz kuru rejimine geçilmiştir. Ülkede yoğun olarak uygulanan döviz ve sermaye hesapları oldukça miktar kısıtlamasına dayanmaktaydı.

Kontroller geçici olarak ödemeler dengesi üzerindeki baskıyı azaltmış, yabancı sermaye girişini kısıtlamıştı.

2.6.4 Uzun Süreli Yoğun Kontroller ve Liberalizasyon:

Hindistan ve Çin, Asya Krizinden çok fazla yara almadan çıkmış ülkelerdir. Asya Krizi Çin'in büyüme oranları üzerinde çok az etkili olmuştur. Her iki ülkede de 1990'larda uzun vadeli yatırımlar kısa vadeli yatırımlara nazaran çok daha fazla desteklenmişti. Çin ve Hindistan örneklerinin gösterdiği sermaye işlemlerinin uzun vadeli ve yoğun kontrolünün bölgesel bir krizden kaçınmada kırılganlığı azaltabileceği yönündedir. Finansal kırılganlığı bertaraf etmede farklı faktörlerinde rol oynayabileceğini gözden kaçırmamamız gerekmektedir. Her iki ülkenin de döviz rezervleri güçlü ve ekonomileri büyüktür. Bölgedeki diğer ülkelerle kıyaslandığında dışa daha kapalıdırlar.

1990'larda Çinli otoriteler sermaye hesaplarını orta vadeli bir plan dahilinde serbestleştirmeyi planlamışlardır. Çin'in diğer ülkelere nazaran kapalı olan sermaye hesapları Asya krizinde ülkenin döviz kuru istikrarını sağlamasında önemli olan etkenlerin başında gelmektedir. 1990-96 yılları arasında ülkeye giren sermayenin yüzde 98'i doğrudan yabancı yatırımdır. 1998 yılında ülke parasının devalüe edileceği beklentisi sermaye çıkışına yol açmıştır. Bunun sonucunda yasadışı sermaye çıkışını önlemek ve paranın istikrarını korumak için yasal yapının şeffaflaştırılması ve dış ticaret şirketlerinde rating sisteminin uygulanması gibi bazı önlemler almışlardır.

Hindistan'da uygulanan sermaye kontrolleri genelde miktar kısıtlamalarına dayanmaktadır ve gelen sermayenin uzun vadeli doğrudan yabancı yatırım şeklinde yapılmasında etkin olmuştur.

2.6.5 Sermaye Kontrollerinin Hızlı Liberalizasyonu:

Konuyla ilgili olarak incelenecek ülkeler Arjantin (1991), Kenya (1991-95) ve Peru (1990-91)' dur. Arjantin ve Peru piyasalarını "big bang" yaklaşımı çerçevesinde serbestleştirirken Kenya'nın serbestleştirme programı beş yıllık bir döneme yayılmıştır.

Arjantin, 1970 ve 1980'lerde yaşadığı hiperenflasyonun ardından sermaye hesaplarını serbestleştirmeye başlamıştır. Söz konusu dönemde hükümetin kredibilitesi azalmış, para talebi artmış ve bankacılık kesimi çökmüştü. Bu gelişmelerin ışığında hükümet 1991 yılında konvertibilite programı hazırlamıştı. Plan para kurulunun oluşturulmasını ve sermaye

kamu açıklarının monetizasyonunu engellemiş ve 1991-94 arasında sermaye girişinde gözle görülür bir artış yaşanmıştır. Portföy ve doğrudan yabancı yatırım 1993 yılında GSMH'nin yüzde 11'ine ulaşmıştır ki bu rakam 1990 yılında yüzde 1'di.

Peru'da benzer şekilde liberalizasyon hareketlerine 1980'lerin sonunda yaşadığı yüksek enflasyon, üretim ve yatırım düşüşleri sonucunda girişilmiştir. Program finansal sektörün ve cari hesapların serbestleştirilmesini, fiyat kontrollerinin kaldırılmasını, özelleştirmeyi ve vergi sisteminin iyileştirilmesini içermekteydi. Liberalizasyon hareketleri sonucunda ülke parası değerlendirilmiş ve cari dengede bozulmalar yaşanmıştır. Bankaların kısa vadeli kredi bağımlılığı finansal yapıyı kırılganlaştırmış ve bazı finans kurumlarının zayıflamasına yol açmıştır. Ancak, otoritelerin çabalarıyla alınan ihtiyati kararlar sayesinde bankacılık sisteminin iyileştirilmesi sağlanabilmiştir. Serbestleştirme döneminde enflasyonda ciddi düşüş yaşanırken büyümeyi sürdürmek mümkün olmuştur.

1987'de kahve ve çay fiyatlarında yaşanan düşüşler Kenya'yı bütçe ve ödemeler bilançosu açıklarıyla baş başa bırakmıştır. Bu da ülkede döviz kıtlığı yaşanmasına neden olmuştur. Resesyondan kaçınmak ve yabancı sermayeyi ülkeye çekebilmek amacıyla hükümet geniş kapsamlı bir liberalizasyon programına başlamıştır. Program ile birlikte reel ve finans sektöründe fiyatlar serbest bırakılmış, dış ticaret ve döviz işlemleri serbestleştirilmiştir.

Arjantin ve Peru serbestleştirme hareketleri sonucunda önemli ölçüde yabancı sermayeyi çekerken, Kenya bunda başarılı olamamıştır. Sağlam makroekonomik yapı bulunmuyorsa ve uygulanan para finans politikaları yetersizse, sermaye hesaplarının serbestleştirilmesi yurtiçi ve yurtdışı şokların kırılganlığını attırabilmektedir.

2.6.6 Sermaye Kontrolleri İle İlgili Ülke Deneyimlerinden Çıkarsamalar:

Ülke örnekleri bizlere sermaye kontrollerini güçlü makroekonomik politikaların yerini alamayacağını göstermiştir. Kapsamlı ve idari kontroller bile ülkeleri her zaman finansal krizlerden koruyamamaktadır. İncelenen ülkelere elde edilen ortak sonuçlar ise (Ariyoshi, 2000), (Yay, 2003).

1. Her zaman her ülke için uygulanabilir tek bir sermaye kontrol tedbiri yoktur.

1. Her zaman her ülke için uygulanabilir tek bir sermaye kontrol tedbiri yoktur.
2. Sermaye hesaplarının liberalizasyonunda sağlam makroekonomik temeller, mali sistemin güçlendirilmesi ve belirli reformların yapılması için ön şarttır.
3. Finansal piyasaların gelişmişlik düzeyi ve yönetebilme kapasitesi (administrative capacity) sermaye kontrollerinin seçiminde ve etkinliğinde önemlidir. İyi düzenlenmiş piyasa bazlı kontroller gelişmiş ve liberalize edilmiş piyasalarda daha etkin olurken nispeten daha kapalı, sermaye piyasaları yeterince gelişmemiş ülkelerde idari kontroller uygulanır.
4. Sermaye kontrolleri, piyasa katılımcılarının kapsam altına alınmamış piyasa araçlarına kaymasını engelleyecek şekilde geniş kapsamlı olmalıdır. Kontroller sürekli olarak izlenmeli ve mevcut boşlukların bulunması durumunda gerekli düzenlemeler yapılmalıdır.
5. Sermaye kontrolleri ve ihtiyati tedbirler ilişkisi, ikame edilebilirlikten çok tamamlayıcı niteliktedir. İhtiyati politikaların oluşturulması zaman gerektirdiğinden politikalar oluşturulana kadar kısa vadeli sermaye girişlerine kontroller uygulanabilir.
6. Uygulanan sermaye kontrolleri piyasa bazlı da olsa idari bazlı da olsa fayda maliyet analizleri iyi yapılmalıdır. Geniş kapsamlı idari kontroller dışsal şokları ve baskıyı önleyebilse de, finansal piyasaların gelişimini sekteye uğratarak verimlilik kaybına yol açabilmektedir.
7. Sermaye hesaplarının kontrolü ile diğer finansal reformların hangi sıra ya da süreçte uygulanacağı tartışmalıdır.

BÖLÜM III

KÜRESELLEŞMENİN TÜRKİYE EKONOMİSİNE ETKİLERİ

3.1 Giriş

1980’li yıllar, gelişmekte olan ülkelerin çoğunda piyasa mekanizmasına geçiş sürecinin yaşandığı yıllar olmuştur. Türkiye de yaşanan bu gelişmelerin uzağında kalmamış ve finansal serbestleştirme sürecine söz konusu bu dönemde başlamıştır. Uygulamaya konulan finansal liberalizasyon programlarının temelinde Shaw (1973) ve McKinnon (1973) tarafından geliştirilen yaklaşım bulunmaktadır. Bu yaklaşıma göre, mali sistemin serbestleştirilmesi ile ekonomide tasarruf oranlarının artabileceği, bu yolla üretken yatırımlara daha fazla kaynak aktarımı yapılabileceği ve sonuçta istikrarlı bir büyümenin sağlanacağı hipotezi bulunmaktadır (SPK, 1991;56).

1980 öncesi Türkiye’de mali piyasaların baskı altında olması, ekonomik büyüme yönündeki en önemli engellerden biri olarak görülmüştür. Kredi ve mevduat faiz oranları üzerinde kısıtlayıcı kontrol mekanizmalarının bulunması, finansal işlemler üzerinden alınan vergilerin yüksek seviyelerde olması, mali piyasaların üretken kesimlere fon aktarım işlevlerini etkin bir şekilde yerine getirememesinin en büyük sebeplerinden biri olarak değerlendirilmiştir (SPK,1991;82).

Negatif reel faiz politikasının tasarruf sahipleri aleyhine olup, işletmeler lehine olduğunu söylemek de güçtür. Düşük faiz işletmelerin finansman maliyetlerinin düşüren ve enflasyonist baskıyı azaltan bir araç olarak görünmektedir. Ancak bunun önemli sakıncaları da bulunmaktadır. Düşük faiz oranları nedeniyle işletmeler öz kaynakları yerine yabancı kaynakla çalışmayı tercih etmişler ve işletmelerin özkaynak/yabancı kaynak dengesi önemli ölçüde bozulmuştur. Sağlıklı bir borçlanma oranına sahip olmayan işletmeler pozitif reel faizin uygulamasına geçildiği 1980’li yılların başında önemli sıkıntılarla karşı karşıya kalmışlar, bunun sorumluluğunu da uygulanan faiz politikasına yüklemişlerdir. 1980 öncesi uygulanan faiz politikasının işletmeler üzerindeki diğer olumsuz etkisi de işletmelerin yatırım kararlarında ortaya çıkmıştır. Finansman maliyetlerinin ucuz olması nedeniyle yatırım

kararlarında etkinlik ve karlılık kriterleri ihmal edilmiş ve verimlilikten uzak rekabet gücü olmayan işletmeler ortaya çıkmıştır.

1980 sonrasında finansal serbestleşmenin ilk adımı olarak değerlendirilen faiz serbestisi zaman zaman kesintiye uğramış olsa da genelde uygulanmıştır. Bu arada tasarruf sahibine, işletmelere ve finansal kurumlara faiz piyasalarında alternatifler sunularak yapısal değişim konusunda önemli adımlar atılmıştır.

24 Ocak 1980 kararlarının Türkiye üzerinde olumlu olumsuz pek çok etkisi olmuştur. Kararların olumlu etkilerinden biri ihracat artış hızının ithalat artış hızından daha fazla olması nedeniyle dış ticaret açığının azalmasıdır. Ancak bunu izleyen yıllarda bu avantaj korunamamıştır. Dönem boyunca en çok şikayet edilen iki nokta olan sıkı para politikası ve yüksek faizler ise nispeten yumuşatılarak yatırımların artırılması planlanmıştır. Geçmişte baktığımızda bu amacın hedefine ulaşmada istenen ölçüde başarılı olmadığını görmekteyiz.

Ağustos 1989, Türk mali sisteminin bir kesiti için çok önemli bir dönüm noktası olmuştur. Bu tarihte, Türk parasının kıymetinin koruma (TPKK) hakkında 32 sayılı karar yayımlanarak, yürürlüğe girmiştir. Bu kararla Türk parasının "Tam Konvertibilite"ye geçişiyle ilgili ilk adım atılmış, kambiyo rejiminde serbestlik artırılmıştır. Ayrıca, sermaye piyasasına yönelik olarak yurtdışında yerleşiklerin Türk menkul kıymetlerini, yurtiçinde yerleşiklerin yabancı menkul kıymetlerini alım satımlarına serbesti getirilmiştir. 32 sayılı kararı izleyen dönem içinde, döviz alımı, dövizin yurtdışına çıkartılması ve döviz üzerinden sermaye ihracına ilişkin esaslarda önemli ölçüde liberalleşmeye gidilmiştir. Şubat 1990'da Türkiye tam konvertibiliteye geçmiştir (SPK, 1991;83) (Tur, 2000;198-199).

3.2 Dış Ticarete Serbestleştirme Süreci

Çoğu gelişmekte olan ülke gibi Türkiye'nin ekonomik gelişme stratejisi de 1960 ve 1970'lerde ithal ikameci politikalardan oluşmaktaydı. İthal ikameci strateji ağırlıklı olarak hammadde ithaline dayanmaktaydı. Türkiye ekonomisi, özellikle 1970'lerdeki iki büyük petrol şokunun ve uygulanan tutarsız para ve maliye politikalarının etkisiyle girdiği derin ödemeler dengesi açıkları sonucunda ciddi üretim gerilemeleri ve enflasyon olgusuyla karşı karşıya kalmıştır.

24 Ocak 1980 kararları enflasyonun önünü kesmeyi ve dışa açık ekonomik yapılanmayı amaçlıyordu. Bu kararlar çerçevesinde ihraç teşvikleri verilirken ihraç mallarının yabancı mallarla rekabet edebilmesini sağlamak amacıyla Türk lirasının değeri ABD Doları karşısında % 49 oranında devalüe edilmiş bu yolla da iç talebin kısılarak ihracata ivme kazandırması amaçlanmıştır. Alınan kararlarla ihracata dayalı bir büyüme hedeflenmekteydi. Dönemde yaşanan bir diğer uygulama ise ihracatın özendirilmesi için parasal desteklerin verilmesi ve ihracat fiyatlarının düşürülmesi için işgücü ücretlerinin azaltılmasıydı. Bu uygulamalar özellikle ithal ikameci dönemde kurulan ve korumacılık nedeniyle dünya fiyatlarından daha yüksek fiyatlarla üretim yapan kimi sektörlerin ihracata yönelmesini sağlamıştır. Tablo 1'den de görülebileceği gibi 1980'li yıllarda ihracatta büyük bir sıçrama yaşanmıştır.

Tablo 3.1: Yıllara Göre İthalat ve İhracat Birleşimi

YILLAR	MİLYON \$					İHR / İTH %
	İHRACAT	Değ.%	İTHALAT	Değ.%	DENGE	
1980	2.910	-	7.909	-	-4.999	36,8
1981	4.703	61,6	8.933	13,0	-4.230	52,6
1982	5.746	22,2	8.843	-1,0	-3.097	65,0
1983	5.728	-0,3	9.235	4,4	-3.507	62,0
1984	7.134	24,5	10.757	16,5	-3.623	66,3
1985	7.958	11,6	11.343	5,5	-3.385	70,2
1986	7.457	-6,3	11.105	-2,1	-3.648	67,1
1987	10.190	36,7	14.158	27,5	-3.968	72,0
1988	11.662	14,4	14.335	1,3	-2.673	81,4
1989	11.625	-0,3	15.792	10,2	-4.167	73,6
1990	12.959	11,5	22.302	41,2	-9.343	58,1
1991	13.593	4,9	21.047	-5,6	-7.454	64,6
1992	14.715	8,2	22.871	8,7	-8.156	64,3
1993	15.345	4,3	29.428	28,7	-14.083	52,1
1994	18.106	18,0	23.270	-20,9	-5.164	77,8
1995	21.637	19,5	35.709	53,5	-14.072	60,6
1996	23.224	7,3	43.627	22,2	-20.402	53,2
1997	26.261	13,1	48.559	11,3	-22.298	54,1
1998	26.974	2,7	45.921	-5,4	-18.947	58,7

1999	26.587	-1,4	40.671	-11,4	-14.084	65,4
2000	27.775	4,5	54.503	34,0	-26.728	51,0
2001	31.334	12,8	41.399	-24,0	-10.065	75,7
2002	35.762	14,1	51.270	23,8	-15.508	69,8
2003 (*)	13.951	30,6	19.278	32,3	-5.327	72,4

(*) Ocak-Nisan, 2003

Kaynak: dtm.gov.tr/ead/ekola1

1980 yılında dış ticareti arttırmak yolunda ilk aşama olarak damga vergisi yüzde 25'ten 1 düzeyine indirilmiş ithalatta uygulanan yönetmelik basitleştirilmiştir. 1981'de yürürlükte olan üç ithalat listesinden kota listesi kaldırılırken 2 Numaralı liberasyon listesindeki çoğu kalem 1 numaralı liberasyon listesine aktarılmıştır². Bu listelerde yer almayan malların ithalatı ise yasaktı. Söz konusu olan bu listeler daha sonra 1984 Ocak reformu ile birlikte kaldırılarak 3 yeni liste yürürlüğe konulmuştur. Yürürlüğe konulan yeni listeler; yasaklılar listesi, izne tabi olan ithal malları listesi ve fon listesi (lüks malları kapsayan) idi. Daha sonra 1985 yılında yasaklılar listesinde bulunan 500 çeşit mal 3'e indirilmiştir ki yasaklanan mal kalemlerine baktığımızda bunların silah, muhimmat ve uyuşturucular olduğunu görmekteyiz (Uzunoğlu, 1995;94).

İhracatı artırmak için hukuki düzenlemelere ilave olarak ihracatçılara, vergi iadesi, gelir vergisi istisnası, döviz tahsisi, gümrük muafiyetli hammadde ithalatı ve ihracat kredileri gibi bazı parasal ve mali teşvikler sağlanmıştır. Ayrıca, yine ihracatçılara Kaynak Kullanımı Destekleme Fonu ve Destekleme Fiyat İstikrarı Fon'undan finansman desteği sağlanmıştır. 1980'li yılların ikinci yarısından itibaren, ihracatçıların kendi ayakları üzerinde durmaya başlaması ile 1990'lı yıllara doğru nakit teşvik uygulamasına yavaş yavaş son verilmeye başlanmış, ihracat kredi ve sigorta yolu ile desteklenmeye başlamıştır.

İthalatta koruma oranı düşürülürken gümrük tarifeleri ve fon uygulamaları gündeme gelmiştir. Ancak Türkiye'nin Gümrük Birliği'ne girmesi yolundaki adımları doğrultusunda 1990'lı

² Yürürlükte kota listesi, 1 numaralı liberasyon listesi ve 2 numaralı liberasyon listeleri olmak üzere 3 liste bulunmaktaydı. Bu listelerden liberasyon 1'in içinde ithalatı serbest olan veya çok az kuralla bağlı kalemler bulunurken, liberasyon 2 içerisinde ithalatının yapılması için lisans gereken kalemler bulunmaktaydı (Uzunoğlu, 1995;94).

yılların başından itibaren fon uygulamasını terk etmeye başlamış, gümrük tarifelerinde de indirimlere gidilmiştir. Türkiye, Avrupa Birliği ile 1 Ocak 1996'da Gümrük Birliği anlaşması imzalamıştır. Böylece Türkiye, AB ve EFTA ülkeleri menşeli mallardan alınan tüm vergiler ve Toplu Konut Fonu ücretleriyle miktar kısıtlamalarını iptal etmeyi ve üçüncü ülkelere karşı ortak gümrük tarifeleri uygulamayı kabul etmiştir.

1990'lı yılların başında gerek dünya ekonomisinde yaşanan durgunluk ve Körfez krizi gibi dış faktörler, gerek ekonomideki yüksek enflasyon oranı, kamu açıkları, artan iç ve dış borç stoku gibi kronikleşen sorunların sonucunda, ülkemiz, 1994 yılında ekonomik kriz yaşamış ve bu kriz sonrasında 5 Nisan Kararları olarak bilinen, ekonomik istikrarın sağlanmasının teminen bir dizi tedbirler paketini uygulamaya koymuştur. Yukarıda değinilen iç ve dış faktörler 1990-1993 döneminde ihracatımızın artış hızında yavaşlamaya sebep olmuş, anılan dönem boyunca ihracatımız ancak, 15 milyar dolar düzeyine gelebilmiştir.

1950'den beri GATT üyesi olan Türkiye 1994 yılında Uruguay Yuvarlak Masa anlaşmasını imzalamıştır. Böylece GATT'ın tekstil, hizmetler ve tarımsal ticaretteki düzenlemeleriyle birlikte kişisel mülkiyet haklarına ilişkin almış olduğu kararları kabul etmiştir.

17 Ağustos 1999 tarihinde ve daha sonra yaşanan depremlerin sonucunda ülke ekonomisi % 6.1 oranında daralmıştır. Yaşanan gelişmeler ihracatımızı da olumsuz yönde etkilemiş olup, 1989 yılından itibaren sürekli artış gösteren ihracatımız 1999 yılında % 1,4 oranında azalarak 26.5 milyar dolara gerilemiştir.

Uygulanan iktisat politikalarını sonucunda döviz kurunun belirsizliğinin azalması, faiz oranlarındaki hızlı düşüşle birleşince, 2000 yılında özel tüketim talebinde önemli bir canlanma olmuş ve tüketici kredileri 1999 yıl sonuna göre 3.7 kat artmıştır (Yay, 2001;136). Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri sonrasında ülkemiz ekonomisinde yaşanan istikrarsızlık, tüketici ve yatırımcı güvenini olumsuz yönde etkilemiş, döviz kurunun dalgalanmaya bırakılmasından sonra kur ve faiz oranlarında meydana gelen yüksek oranlı artışların etkisi ile tüketim harcamaları, yatırım hacmi ve üretim önemli ölçüde düşmüştür. Nitekim, 2001 yılında ülkemiz GSMH'si % 9.4, imalat sanayi üretim endeksi % 9.9 ve özel nihai tüketim harcamaları ise % 9 oranında azalmıştır.

3.3 Finansal Serbestleşme Süreci

3.3.1 Döviz Kuru Politikasının Değişmesi

Finansal serbestleşme sürecinde atılan ilk adım döviz kuru rejiminin değiştirilmesi yönünde olmuştur. 1980 öncesinde uygulanmakta olan sabit döviz kuru rejiminde Türk Lirasının değeri hükümet tarafından ekonomik şartlara göre belirlenmekteydi. Bu dönem kapalı kambiyo rejimi olarak da adlandırılabilir. Dönemin özelliği döviz kurunu sabit tutarak paranın dış değerini korumaktır.

24 Ocak kararlarıyla birlikte döviz kurlarında şok bir devalüasyon yapılmış ve daha sonra döviz kurlarının her ay TCMB tarafından belirlenmesi kararlaştırılmıştır. Aynı yılın Aralık ayında da bankalara faizli döviz tevdiat hesabı açma yetkisi tanınmıştır.

Döviz kurlarının tespitinde 24 Ocak 1980 devalüasyonundan sonra 1 Mayıs 1981'e kadar Merkez Bankası'nca sık sık ayarlama yapılırken, 1 Mayıs 1981- 29 Haziran 1985 arasında ise günlük tespit yapılarak kurlara esneklik kazandırılmış olup bir kaygan sabit kur rejimi uygulanmıştır.

Haziran 1982'de, bankalara döviz pozisyonu tutuma serbestliği sağlayan ve kambiyo işlemlerine ilişkin düzenleme yapılmıştır. Aralık 1983'te Türk parasının kıymetini koruma kanunu (TPKK) hakkındaki 28 sayılı kararın yürürlüğe girmesiyle, bankalara TCMB tarafından belirlenen günlük kurun alt ve üst sınırları içinde kalınması koşulu ile serbestçe döviz alım satımı yapabilme imkanı getirilmiştir (Resmi Gazete, 29.12.1983). 7 Temmuz 1984 tarihinde 30 Sayılı Karar ile kambiyo rejiminde serbestleşme ile ilgili yeni bir adım atılmıştır. Alınan bu kararla yurtiçinde yerleşiklerin döviz pozisyonu tutabilmelerine izin verilirken, özel kesimin yurtdışından borçlanması da gene bu tarihten itibaren mümkün olmuştur. Kararla birlikte yerleşik olmayanların tasarruflarını yurtiçinde değerlendirmesi mümkün hale gelmiştir. Daha sonra, Haziran 1985'te yapılan düzenlemeyle bankaların döviz efektif alış satışlarını serbestçe tespit edebilmeleri sağlanmış; ancak Mart 1986'da tekrar TCMB kurlarının oluşturacağı marjların esas alınmasına karar verilmiştir (SPK, 1991).

8 Ağustos 1988 tarihinden itibaren her gün kur belirleme seansı düzenlenmeye başlamış, uluslararası piyasalardaki döviz kurlarının gelişimi ve yurtiçindeki ticari bankaların seans

içinde yaptığı alım satımlara göre döviz fiyatları saptanmıştır. 14 Eylül 1988 tarihinde Türk Lirası Karşılığı Döviz Alım Satım ve Türk Lirası Karşılığı Efektif Alım Satım Piyasaları, 21 Eylül 1988 tarihinde de Döviz Karşılığı Döviz ve Efektif Alım Satım, Efektif Karşılığı Efektif Alım Satım Piyasaları faaliyete başlamıştır.

3.3.2 Faiz Oranları Üzerindeki Devlet Denetiminin Kaldırılması

Faiz oranlarıyla ilgili olarak yaşanan gelişmelere baktığımızda; 1970'li yıllar süresince hükümetin kredilere uygulanan faiz oranlarını kontrol altında tuttuğunu görmekteyiz. 1970'lerin sonuna doğru enflasyonda yaşanan hızlı artışın da etkisiyle reel faiz oranları negatif olmuştur. 1980 Ocak ayında faiz sınırları kaldırılmıştır. Faiz oranlarının deregüle edilmesiyle, finansal yapıda tasarrufun çekici bir hale getirilmesi ve finans sektörünün daha rekabetçi olması hedeflenmiştir. Ancak sistemin önde gelen bankaları bir nevi centilmenlik anlaşması imzalayarak faiz oranlarını ortak belirleme yönünde karar almışlardır. Sistemdeki büyük bankaların kendi aralarında yaptıkları bu anlaşma sonucu faizler düşük olduğu için, yatırımcılar mevduat sertifikalarını daha yüksek faizle halka satan bankerlere yatırmaya başlamışlardır. Faizlerin büyük bankaların faizlerinden yüksek olması ve bunların geri ödenmeme riski taşıdığı yolundaki söylentiler bankerlere olan güveni sarsmış ve herkes bir anda parasını çekmeye çalışmıştır. Böylece, 1982 yılı ortasında, Banker krizi denilen kriz patlak vermiştir. Dolayısıyla ilk liberalizasyon denemesi başarısızlıkla sonuçlanmıştır.

Aralık 1983 – Ocak 1984 ekonomik kararları ile birlikte; faiz hadleri kısmen serbestleştirilmiş, ortalama yıllık faiz haddinin yıllık enflasyon haddinden yüksek olması amaçlanmış ve faiz uygulamasında, enflasyon hızındaki değişmeye uyan bir sistem getirilmiştir. En yüksek faizin % 49 olarak üç aylık mevduata verilmesi, vade uzadıkça faiz haddinin düşmesi faiz modeline yeni bir özellik vermiştir (Kılıçbay, 1991;181).

Merkez Bankası'nın Haziran 1987' de yayımladığı bir tebliğ ile bankalara belli bir üst sınıra kadar faiz oranlarını kendileri belirlemeleri için izin vermiştir. 12 Ekim 1988 tarihinde resmi mevduat dışındaki mevduat türlerine uygulanacak faiz oranları bankalar tarafından belirlenmek üzere serbest bırakılmıştır (Kesriyeli, 1997;17).

3.3.3 Devlet İç Borçlanma Senetleri İhalelerine Başlanması

1980 öncesinde kamu açıklarına baktığımızda açıkların genelde Merkez Bankasının para basmasıyla finanse edilmekteydi. 1985 Mayıs ayında hükümet, bütçe açığını finanse etmek amacıyla hisse senedi ve devlet tahvilleri çıkartmaya başlamıştır (TCMB, 2002).

1985 yılına kadar hükümetler finansal açıklarını kapatmak için devlet iç borçlanma senetleri ihraç etmek yerine yoğun bir biçimde Merkez Bankası'ndan kısa vadeli avans kullanmayı tercih etmişlerdir. Merkez Bankası'nın bono ihaleleri ile birlikte, 4 Şubat 1987 yılından itibaren açık piyasa işlemleri uygulamaya başlamıştır. Açık piyasa işlemleri para politikası aracı olmakla beraber bu işlemler çerçevesinde Devlet İç Borçlanma Senetlerinin (DİBS) alımı İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda ikinci el bono ve tahvil piyasasının oluşturulması için gerekli zemini hazırlamış; Hazine'nin Merkez Bankası'ndan kullandığı kısa vadeli avans miktarı giderek azaltılmış ve 2001 yılında çıkartılan Merkez Bankası yasası ile de tamamen kaldırılmıştır.

3.3.4 Sermaye Piyasası Kanunu

1981 yılında 2499 sayılı sermaye piyasaları kanununun çıkartılmasıyla özel kesime sermaye piyasasından fon sağlama olanağı getirilmiştir. Şubat 1982'de uygulamaya konulan kanun, Türkiye'de sermaye piyasalarının denetlenmesini, güvenli ve şeffaf olarak işlemlerini amaçlamıştır. Sermaye Piyasası Kanunu ile, sermaye piyasasının denetlenmesi Sermaye Piyasası Kuruluna ve Maliye Bakanlığına verilmiştir. Kanuna göre menkul değer çıkarımı için S.P. Kurulundan izin alınması gerekir. Sermaye Piyasası Kurulunun izin ve sonraki aşamalarda menkul değer çıkarıcı kuruluşlar üzerinde yakın denetimi ve gözetimi vardır (Akdiş, 1986).

2499 sayılı Kanunla kurulan Sermaye Piyasası Kurulu, sermaye piyasası alanındaki düzenlemelere öncülük etmekte ve tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarını korumak amacıyla, sermaye piyasasının oluşumuna yardımcı olacak çalışmaları yapmaktadır. Bu amaçla İstanbul'da bir Menkul Kıymetler borsası açılmış ve Borsanın ilk genel kurulu 19 Nisan 1985'te İstanbul'da toplanmıştır.

İMKB açıldığında 348 olan kayıtlı şirket sayısı, en yüksek olduğu 1993 yılında 1.284'e çıkmış, fakat 1994'den sonra borsa düşüşleri ve çöküşleriyle 2000'de 287'ye, 2001'de 278'e, yani açıldığı yıldakinin altına gerilemiştir. Kayıtlı şirketler arasında hisse senetler borsada işlem gören şirket sayısı çok daha azdır (Arın, 2003;598).

3.3.5 Bankacılık Sektörü ile İlgili Reformlar

Türk finans sisteminde bankacılık sektörünün önemli bir yeri bulunmaktadır. Bu sektörde yaşanan krizler ekonominin geneline çok hızlı bir şekilde yayılabilmektedir. 1980 öncesi büyük ölçüde TCMB ve bankalardan oluşan Türk finansal sistemi, 1980'lerde özel finans kurumları ve leasing şirketlerinin sisteme girmesiyle gelişmeye başlamıştır. Özellikle 1980'lerde yaşanan serbestleşme hareketlerinin bir uzantısı da bankacılık sektöründe yaşanmıştır. Yapılan reformların asıl amacı finansal sistemin daha etkin ve verimli olmasını sağlamaktır.

1980'den günümüze kadar iki bankacılık yasası onaylanarak yürürlüğe konulmuştur. Bunlardan ilki 2 Mayıs 1985'de yürürlüğe giren Bankalar Kanunudur. Kanun genelde bankacılık sisteminin yapısal sorunlarıyla ilgili konuları ele almaktadır. Temel amacı, bankacılık sistemine akılcı bir düzenleme ve denetleme sistemi getirmek için gerekli altyapının sağlanmasıdır.

5 Nisan 1994 tarihinde uygulamaya konulan istikrar programı ile daha önce 1983 yılında oluşturulmuş olan Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF), yeniden yapılandırılmıştır. Kriz ortamında hükümet olası paniği engellemek için tüm tasarruf hesaplarına tam garanti verdiğini açıklamıştır.

Bankacılık kesiminde yaşanan krizlerin ekonominin diğer sektörlerle hızlı bir şekilde aktarılabilmesi bu sektörde doğru denetlenme yapılmasının önemini bir kere daha ortaya koymaktadır. Bankacılık sektörü yapısı itibarıyla karşılıklı güven gerektirmektedir. Türkiye'de de bu anlamda 1999 yılında yürürlüğe giren 4389 sayılı ikinci Bankalar Kanunu önem taşımaktadır. Kanun temelinde bankaların finansal yapılarının güçlendirilmesi ve denetimi yönündeki kararlardan oluşmaktadır. Yasa uyarınca, mali yapıları zayıf bankaların TMSF' na devredilmesi öngörülmüştür.

1999'da yürürlüğe giren yasa uyarınca Bankalar Düzenleme ve Denetleme Kurumu kurulmuştur. Kurumun 1 Eylül 2000 tarihi itibarıyla faaliyete geçmesiyle, daha önce banka denetimlerini yapan Hazine Müsteşarlığı ve TCMB denetim yetkilerini kuruma devretmişlerdir.

BDDK, mevduat sahiplerinin tasarruflarını güvence altına almak ve bankaların düzenli ve emin bir şekilde çalışmasını tehlikeye sokabilecek ve ekonomide önemli zararlar doğurabilecek her türlü işlem ve uygulamaları önlemek, kredi sisteminin etkin bir şekilde çalışmasını sağlamak üzere gerekli karar ve tedbirleri almak ve uygulamakla yükümlü ve yetkili kılınmıştır.

Türkiye'de bankalar, Bankacılık ve Denetleme Kurumu, Hazine ve TCMB'nin istediği tüm bilgileri verme yükümlülüğünün yanısıra, hukuki düzenlemeler çerçevesinde bazı yükümlülükleri de yerine getirmek zorundadır. Bu yükümlülüklerden bizim önemle üzerinde duracağımız iki tanesi mevduat munzam oranları ile disponibilite oranlarıdır.

. Mevduat Munzam Karşılık Oranı: Zorunlu karşılık oranı 1211 sayılı TCMB Kanunu'nun 40. maddesi uyarınca, bankalar TCMB nezdinde açılacak bir hesapta nakden munzam karşılık tesis etmekle mükelleftirler. Mevduat munzam karşılıkları ile ilgili esas ve şartlar ile gerektiğinde uygulanacak faiz oranlarını belirleme yetkisi TCMB'ye verilmiştir.

31.3.1994 tarihinde uygulanmaya konulan vadeli mevduata %7.5, vadesiz mevduata %16 oranları 5 Nisan kararlarının ardından kaldırılarak vadeli ve vadesiz mevduat için tek oran %8 uygulamasına geçilmiştir. 1995, 1996, 1998 yıllarında tekrar düzenlenen oranlar son olarak 10.12.1999 tarih, 23902 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan 9911 sayılı tebliğ ile değiştirilmiş ve TL mevduatları için % 6, yabancı mevduatlar için ise % 11 olarak belirlenmiştir.

1985 yılına kadar zorunlu karşılık oranları aşırı yüksek tutulduğu için bankaların bu yükümlülüğü yerine getirmekten kaçındıkları görülmüştür (Kesriyeli, 1997). Bankaların söz konusu yükümlülüğü yerine getirmekten kaçınmaları etkin bir para politikası aracından mahrum kalmamıza neden olmuştur. Karşılıkların yatırılma sürelerinin uzun olması da bu politikanın etkin olmasını engelleyen bir diğer etmendir. Bankaların yükümlülüklerini yerine getirmelerini sağlamak amacı ile zorunlu karşılıklara ödenen faiz oranları yüksek tutulmuştur.

1985 yılında ise bu sorunların giderilmesini sağlayacak düzenlemeler yapılarak aksaklıklar giderilmiştir. 1985 yılı Nisan ayından itibaren karşılık yatırma süreleri altı haftadan iki haftaya indirilerek ödenen faiz oranları yıl boyunca düşürülmüş, yıl sonunda ise tamamen kaldırılmıştır.

. Disponibilite Oranı: Disponibilite oranı da mevduat munzam karşılık oranı gibi 1211 Sayılı TCMB Kanunu'nun 40. maddesine dayanmaktadır. Buna göre "bankaların taahhütlerine karşı bulunduracakları umumi disponibilitenin nitelik ve oranı gerektiğinde TCMB tarafından tespit edilir." Disponibilite oranı ilk olarak Nisan 1959 tarihinde zorunlu hale gelmiştir. Kelime anlamı esas itibarıyla "satılabilir varlıklar demektir" (Keyder, 1998). Disponibilite oranı da mevduat munzam oranları gibi farklı zamanlarda değiştirilmiştir. 20.11.1998 tarihinde yapılan değişiklikle yabancı para serbest tevdiat hesaplarına EURO serbest tevdiat hesapları eklenmiştir. 13.02.1999 tarihinde yapılan değişiklikle mevduat ve diğer yükümlülükler için Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) olarak tutulacak disponibilite oranı % 4 olarak belirlenmiş % 2'lik bir kısmında nakit olarak tutulmasına karar verilmiştir.

3.3.5.1 Merkez Bankası Bağımsızlığı

Nisan 2001 tarihinde yürürlüğe giren yeni yasa uyarınca Merkez Bankasının tek amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu kabul edilmiştir. Fiyat istikrarını sağlamak konusunda adım atan Merkez Bankasının karşısındaki en büyük engelse bu kurumu kendi çıkarları yönünde kullanmak isteyen siyasi iktidarlar olacaktır. Bu nedenle MB'sının gerekli düzenlemeler yapılarak bağımsızlığına kavuşturulması şarttı.

Türkiye'de bankalar uygulanan sıcak para politikasının, yani düşük kur yüksek faiz politikasının bir sonucu olarak, yurtdışından döviz borçlanarak Türkiye'de bozdurmaya ve karşılığı TL ile de yüksek getirili kamu kağıtları almaya başlamışlardır. Bu durum, bankaların rolünü değiştirmenin yanı sıra, finans sisteminin yapısını da bozmakta ve özel kesimin kaynak imkanını sınırlamaktadır. Bu anlamda, merkez bankasının rolü parasal istikrarın sağlanmasının yanı sıra finansal istikrarın sağlanmasını da kapsamaktadır.

TCMB, Kanun' un kendisine tanıdığı yetkiler ve yüklendiği görevler çerçevesinde, ülkemizin para politikasını idare etmekte ve ekonominin sağlıklı işlemesine katkıda bulunmaya çalışmaktadır. 5 Nisan Kararları sonrasında TCMB' nin bağımsızlığı ile ilgili önemli bir

düzenleme yapılarak 3985 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile Hazine' nin kullanabileceği kısa vadeli avans miktarı sınırlandırılmıştır.

1999 yılı sonunda uygulamaya konulan enflasyonu düşürme programı çerçevesinde Hazine ile yapılan protokol ve bazı denetim yetkilerinin BDDK' ya devri ile TCMB asli fonksiyonlarına biraz daha yaklaşmış ve bağımsızlığı artmıştır. Bu gelişmeler TCMB'nin asli fonksiyonlarını yerine getirebilmesi için hem yasal anlamda hem de ekonomik anlamda gerekli olan bağımsızlık güçlendirici adımlardır. Her ne kadar bankacılık sisteminin denetim ve gözetimi 2000 yılı Ağustos ayında BDDK'ya bırakılmışsa da mali piyasaların istikrarını sağlamaya yönelik para ve döviz piyasaları ile ilgili düzenleyici tedbirler almak ve mali piyasaları izleme Merkez Bankası'nın görevleri arasında sayılmıştır (Yay, Yay ve Yılmaz, 2001:126).

Merkez Bankası'na yarıca banka sisteminin ihtiyaç duyduğu günlük likidite sıkışıklığını gidermek üzere bankalara kredi verme yetkisi verilmiştir. Ayrıca, mali sistemde belirsizlik ve güvensizliğin doğması gibi olağanüstü durumlarda, aşırı fon çekilmesi ile karşılaşan bankalara "nihai borç verme mercii" olarak kredi verme yetkisi yanında, ödeme güçlüğüne girip Tasarruf Mevduat Sigortası Fonu'na devredilen bankaların gerektirdiği tazminat ödemeleri ve bankanın rehabilitasyona tabi tutulup satılması sürecinde fonun kaynaklarının yetersiz olması durumunda, TMSF'na avans verebilme yetkisi tanınmıştır.

3.3.6 Sermaye Hareketlerinin Serbestleştirilmesi

1980-1988 arasında ekonomiyi giderek serbestleştirmeye dayanan politikalar istikrarlı biçimde değil, deneme yanılma yöntemine göre uygulandı. Bazen serbestleştirmenin en üst noktasındaki bir politika birden gündeme getirildi (1980 Temmuz'undan 1983 Temmuz'una kadar faiz haddi serbestliği gibi); eğer tuttuysa bırakıldı, tutmadıysa geri adım atılıp tekrar denetim sistemine geçildi. Kimi zaman denetim daha düzenli biçimde azaltıldı (ithalatta olduğu gibi). Bazen sistemin temelinde denetim sürerken, içindeki bir alanda birden serbestleştirmeye gidildi (döviz tevdiat hesapları 1985'te serbest bırakılırken, döviz piyasasının denetim altında tutulması gibi). Başka bir deyişle, serbestleştirme süreci el yordamıyla yürütüldü (Kazgan, 1999:146).

1989 yılı, ikinci stagflasyon yılı oldu: GSMH'nın yıllık büyüme hızı % 2'nin altında kalırken, enflasyon biraz yavaşlamış olsa da yine % 60'ın üzerindediydi. Tarımda üretim % 7'yi aşan bir oranda düşmüştü. Kamu kesimi açıkları ise artmaya devam etmekteydi. Hükümet bu olumsuz koşulları aşabilmek için kısa vadeli sermaye ithaline başlamıştır. Ancak bunun yapılabilmesi için TL'nin konvertible olması, mali piyasaların iyice serbestleştirilmesini gerektiriyordu (Kazgan, 1999;169).

11 Ağustos 1989'da Resmi Gazete de yayınlanarak yürürlüğe giren 32 sayılı karar ve bu karara ilişkin tebliğler ile sermaye hareketlerinin tamamen serbest bırakıldığını görmekteyiz. 32 sayılı kararın alındığı zamana kadar Türkiye'de 20 Şubat 1930 tarihinde çıkartılan Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkındaki Kanun gereğince; kambiyo, para, hisse senedi ve tahvil alım satımı ve bunlar ile kıymetli madenler ve taşlarla, bunlardan yapılmış veya bunlara ait her türlü eşya ve kıymetlerin ve ticari senetlerle ödeme yapılmasını sağlayan her türlü evrakın ülkeden ihracı yada ülkeye ithali yasaklanmıştı. 32 Sayılı Kararın (tcmb.gov.tr) başlıca hükümlerine baktığımızda;

Kararın 15. maddesi menkul kıymetlerle ilgilidir. Yurtdışında yerleşik kişilerin borsada kote edilmiş her türlü menkul kıymetler ile kamu kurum ve kuruluşlarınca ihraç edilen menkul kıymetleri alma olanağı sağlanmıştır. Türkiye yerleşik kişilerin de yurtdışından alabilecekleri menkul kıymetlere, yabancı ülkeler tarafından Merkez Bankasınca alım satım yapılan dövizler üzerinden ihraç edilen hazine bonosu ve devlet tahvilleri eklenmiştir.

Karar ile Türkiye'de yerleşik kişilerin yurtdışından aynı, nakdi ve gayri nakdi kredi temin etmeleri, bu kredileri bankalar ve özel kredi kurumları aracılığıyla kullanmaları serbest bırakılmıştır.

32 sayılı karar ile sermaye hareketlerine getirilen serbesti, yurtiçinde uygulanan yüksek nominal faiz oranları ve Türk lirasının aynı dönemde reel olarak değer kazanması sonucu, yurtdışından borçlanma cazip hale gelmiştir.

Gayri menkul satışları üzerindeki yasak kaldırılmıştır ve gayrimenkul satışından elde edilen gelirin transfer ettirilmesi serbest hale gelmiştir.

Tablo 2'den 1989 ve 1994 yılları arasında Türkiye'nin bazı ekonomik göstergelerine bakacak olursak; 1992 yılından 1993 yılına geçildiğinde bütçe açığının üç katına çıktığını görmekteyiz. Sermaye hareketleri 1989 yılından 1994 yılına kadar inişli çıkışlı bir trend göstermiş, diğer göstergelerde 1994 kriz yılı dışında çok büyük oynamalar yaşanmamıştır.

Tablo 3.2: Bazı Ekonomik Göstergeler (1989-1994)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Bütçe Açığı (Milyar TL)	7.673	11.955	33.517	47.434	133.857	152.180
KKBG/GSMH	5,3	7,4	10,2	10,6	12,0	7,9
İç Borç Stoku (Milyar TL)	41.934	57.180	97.647	194.236	357.347	799.311
Dış Borç Stoku (Milyon USD)	41.751	49.035	50.489	55.592	67.356	65.601
Enflasyon (TÜFE Yıl Sonu)	64,3	60,4	71,1	66,0	71,1	125,5
Sermaye Hareketleri	780	4.037	-2.397	3648	8.963	-4.194

Kaynak: TCMB, Hazine Müsteşarlığı

1989 yılına geri döndüğümüzde ekonomide üç önemli gelişme gözlemlendiğini görmekteyiz; Birincisi ücretlerde ani bir artış yaşanmasıdır. Fiyat artışları kamu açıklarının artışında önemli bir yere sahiptir. İkinci bir özellik kamu açıklarının finansmanında iç borçlanmanın payının artmış olmasıdır. Daha önce de bahsetmiş olduğumuz gibi önceki yıllarda devlet borçlarını Merkez Bankasının para ihracı ile finanse etmekteydi. Son gelişme ise sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesidir.

Türkiye dünya üzerindeki en liberal döviz rejimine sahip ülkelerden biridir. Türk Lirası'nın tam konvertibil olmasının yanısıra 1989 yılından beri yabancı bireysel ve kurumsal yatırımcıların IMKB'de menkul kıymet alım satımını serbest bırakan bir politika da izlemektedir. Türk menkul kıymetleri üzerine yabancı portföy yatırımcılarının yaptıkları işlemlere hiçbir sınırlama getirilmemiştir.

Hükümetin 32 sayılı karar doğrultusunda Ağustos 1989'dan itibaren serbest bıraktığı döviz işlemlerine paralel olarak, yabancı sermayeyi teşvik etmek amacıyla yüksek reel faiz ve aşırı değerli kur uygulaması zaten yurtiçinde yüksek munzam karşılık ve disponibilite oranları ile tasarruf mevduat sigorta fonu primlerinden kaynaklanan yüksek fon maliyetiyle karşı karşıya olan bankaların yabancı para işlemlerine yönelmelerine neden olmuştur (Günel, 2001). 1993 yılı sonlarında mali piyasalarda istikrarsızlığın artması ve döviz kurlarındaki aşırı dalgalanmalar belirsizliği arttırmış bütçe açıkları ve yükselen faizler iç dalgalanmalara yol açmış, ithalat artışı ve ağır dış borç ödeme koşulları sonucunda dış denge bozulmuştur (Tur, 2000;201).

1989-1993 arası dönemde 24 Ocak 1980 sonrası uygulanan pek çok politikadan sapıldığını görüyoruz. Bir kere 1989-1993 arası ekonominin oldukça istikrarsız bir tablo çizdiği görülmektedir. Büyüme oranları çok dalgalı ve istikrarsızdır (1989' daki % 1.9' luk artışı 1990'da % 9.2'lik bir büyüme oranı izlerken, 1991 Körfez Savaşı yılı % 0.5 olan büyüme oranı izleyen iki yılda sırasıyla, % 5.9 ve % 7.9 olmuştur). Enflasyon % 60-70' ler platosuna yerleşmiş, dışa açık büyüme uygulaması terkedilmiş, ihracat değil ithalat artmış ve bu dönemde ihracatın ithalatı karşılama oranı %50'lerin altına düşmüştür (Yay, 2002;174).

1994 yılının ilk çeyreğinde ekonominin bir krizin eşiğine gelmesiyle bozulan dengeleri düzeltmek amacıyla 5 Nisan 1994'de yeni bir istikrar programının uygulanması gerekli hale gelmiştir. Bu amaçla para politikasının etkin bir şekilde yürütülebilmesi için mali piyasalar ile ilgili pek çok yeni düzenleme yapılırken; öncelikle Merkez Bankası, Hazine ve diğer kamu kuruluşları arasında varolan kredi ilişkisi yeniden düzenlenmiştir.

5 Nisan kararlarıyla ekonominin istikrara kavuşturulması, kamu kesimi açıklarının azaltılması ve kamunun yeniden örgütlenmesi amaçlanmıştır. Hedefler doğrultusunda kamu gelirlerini arttırıcı bir defaya mahsus vergi alınması, kamu yatırımlarının azaltılması, kamu çalışanlarının ücretlerinin sınırlandırılması yoluyla bütçe açıklarının azaltılması, döviz kurlarının tespitinin piyasa şartlarına bırakılması, mevduat munzam karşılıkları ve disponibilite oranlarında yeni bir sisteme geçilmesi bulunmaktadır. 1995 yılından başlayarak Hazine'nin Merkez Bankası'ndan kullandığı kredilere kısıtlama getirilmiştir.

Döviz kurunun hedeflenen enflasyon oranı ile uyumlu bir şekilde gelişmesinin sağlanması kararlaştırılmış, Hazine ve diğer Kamu kuruluşlarının Merkez Bankası'ndan kredi kullanımına sınırlama getirilmesi, parasal büyüklüklerin kontrol altına alınması toplumsal mali dayanışma için yeni vergilerin (gelir ve kurumlar vergisi mükelleflerine ek vergi, net aktif vergisi, ek motorlu taşıtlar vergisi, ek emlak vergisi) alınması, özelleştirme işlemlerinin hızlandırılarak gerçekleştirilmesi, özelleştirme imkanı bulunmayanların kapatılması, sosyal güvenlik kuruluşları reformunun yapılması, kamu kesiminde, istihdamın rasyonelizasyonu, sorunların yerinde çözümü için mahalli idarelerin idari ve mali düzenlemelerinin yapılması gibi kararlar alınmış ve Nisan ayında yapılan döviz kuru değişiklikleri ile Türk Lirası yaklaşık % 50 oranında devalüe edilmiştir (Tur, 2000;203).

1994 sonrasında ekonomide kalıcı bir istikrar programının uygulanmasının sürekli ertelendiğini, mal ve finans piyasalarında güvensizlik ortamının sürdüğünü görmekteyiz. Dolayısıyla, söz konusu dönemde büyümenin kaynakları tekrardan yüksek faiz getirisi ile cezbedilen kısa vadeli yabancı sermaye girişine bağlanmış görünmektedir. Ancak, 1995 sonrasında kısa vadeli sıcak para girişleri artık çok daha yüksek faiz arbitrajı sayesinde sürdürülebilmiş, aynı zamanda da reel ücretlerin bastırılmasıyla ihracat pazarlarında rekabet edebilme amaçlanmıştır (Yeldan, 2001).

1995 yılı, ekonominin % 6 daraldığı, enflasyon oranının da % 90 olduğu bir yıl olmuştur. Alınan tedbirler doğrultusunda cari açıklarda düzelmeler, kamu açıklarında kısılmalar ortaya çıkmış ve döviz kuru birkaç ay içinde istikrara kavuşmuş, ancak borçlanma faiz oranları kriz öncesi % 90 iken, kriz sonrası % 400'lerde devam etmiştir. Uzun vadeli yapısal önlemlerin çoğu gerçekleştirilememiştir (Gürkan Yay, 2002;177).

1994/95 Meksika krizinden sonra yükselen piyasalara yönelik sermaye akımlarının 1996-97 döneminde bir patlama yaptığı, 1997 sonlarında oluşan Doğu Asya krizi ve bilhassa 1998 Rusya krizinden sonra aniden daraldığı ve gelişmekte olan piyasalarda sorunlar yarattığı görülmüştür. Tablo 3'ten görülebileceği gibi 1996-97'nin olumlu koşullarından Türkiye'de yarar sağlamıştır ve cari işlemler açısından daha büyük miktarlarda net sermaye girişi sağlamıştır.

Türkiye Doğu Asya krizinin ilk şoklarından fazla etkilenmemesine rağmen 1998 Rusya krizinden olumsuz etkilenmiştir. 1998 yılında net sermaye akımının negatife dönüşmesi, iç

borçlanma faizlerinin yükselmesi ve maliye politikalarının sıkılaşması sonucunda büyüme hızı düşmüştür. 1999'daki deprem şoku, dış kaynak kullanımının tekrar artmasına ve kamu faiz dışı dengede açık verilmesine rağmen, ekonominin yüzde 6.1 küçülmesiyle sonuçlanmıştır (Celasun, 2002;37-38).

Tablo 3.3: Cari İşlemler Dengesi, Yabancı Mali Sermaye Akımları

Yıl	Doğrudan Yabancı Yatırım	Portföy Yatırımı	Uzun ve Orta Vadeli Kredi	Kısa Vadeli Kredi	Toplam Yabancı Sermaye Hareketi	Cari İşlemler Dengesi	Net Hata ve Noksan
1987	106	2 820	1 453	50	1 891	-806	-506
1988	354	1 178	-209	-2 281	-958	1 596	515
1989	663	1 386	-685	-584	780	961	971
1990	700	547	-210	3 000	4 037	-2 625	-468
1991	783	623	-783	3 020	-2 397	250	948
1992	7779	2 411	-938	1 396	3 648	-974	1 190
1993	662	3 917	1 370	3 054	8 963	-6 433	-2 222
1994	559	1 158	-784	-5 127	-4 194	2 631	1 769
1995	772	1 712	-79	3 713	4 643	-2 339	2 354
1996	612	570	1 636	5 945	8 763	-2 437	-1 781
1997	554	1 634	4 788	1 761	8 737	-2 638	-2 755
1998	573	-6 711	3 985	2 601	448	1 984	-1 985
1999	138	3 429	344	759	4 670	1 360	1 898
2000	112	1 022	4 276	4 200	9 610	-9 819	-2 788
2001	2769	-4 515	-1 131	-11 198	-14 198	3 396	-2 122

Kaynak: TCMB, Üç Aylık Bülten, DİE

3.4 SON GELİŞMELER VE REFORMLAR

3.4.1 2000 ve 2001 Yıllarında Yaşanan Gelişmeler

1980'li yılların erken reformları Türkiye'nin piyasa ekonomisine geçişini hedefleyen önemli adımlardır. Ancak bu yöndeki eğilimler Türk ekonomisini makro ekonomik istikrarsızlık ve kronik enflasyon gibi köklü sorunlardan koruyamamıştır. Zamanla reform hareketlerinin daha kapsamlı olarak ele alınması gerekliliği ortaya çıkmıştır. Bu nedenle, Türkiye 1999 sonunda yeni reformlar yapmak durumunda kalmıştır.

Türk hükümeti 1999 yılı sonunda IMF ile yaptığı stand-by anlaşması ile yeni bir program uygulamaya başlamıştır. 1999 Programı 2002 yıl sonuna kadar enflasyonu tek haneli rakamlara indirmeyi, faiz oranlarını düşürmeyi hedeflemiştir. Açıklanan program temelde döviz kurunun bir senelik değerinin önceden açıklanmasına dayanan bir istikrar programıdır. Programın temel amaçları şunlardır:

- .Tüketici enflasyonunu yapısal reformlarla desteklenen, birbirleriyle tutarlı, güçlü itibarlı ve süreklilik arz eden maliye, para ve kur politikalarının eşgüdümlü uygulaması ile 2000 yılı sonunda % 25, 2001 yılı sonunda % 12 ve 2002 yılında % 7'ye indirmek,
- . Reel faiz oranlarını makul düzeylere düşürmek,
- . Ekonominin büyüme potansiyelini arttırmak,
- . Ekonomideki kaynakların daha etkin ve adil dağılımını sağlamak.

Enflasyonla mücadelede döviz kuru ve para politikaları önem kazanmaktaydı. Programda döviz kurunun nominal çıpa olarak kullanılması kararlaştırılmıştı. 1 Dolar + 0.77 Euro olarak belirlenen kur sepetinin bir yıllık süreyi kapsayacak şekilde açıklanmıştı. Buna göre kur sepetinin Aralık 1999 sonunda 959.020, Haziran 2000' de 1.073.662, Aralık 2000'de de 1.149.900 TL olması öngörülmüştür.

Tablo 3.4: Döviz Kuru Artış Oranları (%)

Tarih	Ay Sonu Sepet Değeri	Sepet Değişimleri		
		Aylık Artış Oranı (%)	Kümülatif Artış Oranı (%)	Günlük Artış Oranı
Aralık 1999	959.020,46			
Ocak 2000	979.159,89	2,1	2,100	0,067
Şubat 2000	999.722,25	2,1	4,244	0,072
Mart 2000	1.020.716,42	2,1	6,433	0,067
Nisan 2000	1.038.068,59	2,1	8,243	0,056
Mayıs 2000	1.055.715,76	2,1	10,083	0,054
Haziran 2000	1.073.662,93	2,1	11,954	0,056
Temmuz 2000	1.087.620,55	2,1	13,410	0,042
Ağustos 2000	1.101.759,61	2,1	14,884	0,042
Eylül 2000	1.116.082,49	2,1	16,377	0,043
Ekim 2000	1.127.243,31	2,1	17,541	0,032
Kasım 2000	1.138.515,75	2,1	18,717	0,033
Aralık 2000	1.149.900,90	2,1	19,904	0,032

Kaynak: TCMB

Para tabanındaki artışların Net Dış Varlıklar Kalemindeki artışlar yoluyla sağlanması öngörülmüştür. Programın başlangıcında Türk lirası munzam karşılık oranları % 8'den % 6'ya düşürülmüş ve serbest kalan kısmın haftalık ortalamalar tutturulmak üzere Merkez Bankası'ndan serbest tevdiat olarak tutulmasına başlanmıştır. Burada, bankaların likidite yönetimlerinde esnekliklerin arttırılmasına çalışılmıştır. Genel olarak IMF destekli stabilizasyon programlarında Merkez Bankası'nın iç kredileri (Net İç Varlıklar) üzerine de bir alt sınır konulmaktadır. Böylece, Merkez Bankaları iç kredileri arttırmak veya döviz rezervlerini çoğaltmak yoluyla parasal tabanı arttırabilirler. IMF destekli programlarda parasal tabanın ancak rezerv artışları yoluyla arttırılabileceği tercihi açık bir şekilde belirtilmiştir (Arıcan, 2002;135).

Programın açıklanmasının yarattığı olumlu etkiler sonucunda 1999 yılında ortalama % 106'ya ulaşmış olan Hazine iç borçlanma yıllık bileşik faiz oranı Ocak 2000'de % 37'ye; interbank piyasası gecelik faiz oranı ortalaması ise Aralık 1999'da ulaşmış olduğu % 66'dan % 34.1'e

düşmüştür. Programın bir başka önemli etkisi geleceğe ilişkin kur gelişmeleri belirlenmiş olduğu, bir başka deyişle devalüasyon riski ortadan kalktığı için, bankaların açık pozisyonlarını yükseltmeleri yönünde olmuştur (Eğilmez ve Kumcu, 2002;322).

Tablo 3.5: Faizlerin, 2000 Yılı Boyunca Seyri

Aylar	Hazine Yıllık Birleşik Faizi Ayl. Ort. (%)	İnterbank Piyasası Gecelik Ort. Faizi* (%)
Ocak	37.0	35.9
Şubat	40.7	49.2
Mart	35.9	39.0
Nisan	34.4	36.1
Mayıs	36.0	41.2
Haziran	39.8	42.0
Temmuz	32.3	26.0
Ağustos	33.1	35.5
Eylül	33.6	46.2
Ekim	38.0	38.4
Kasım	39.2	79.4
Yıllık Ortalama	36.4	42.6

Kaynak: Kumcu ve Eğilmez, 2002

*Merkez Bankası

Ağustos ayından Eylül ayına geçildiğinde interbank piyasasında faiz oranlarında artış yaşandığını görmekteyiz. Yeni kurulan BDDK ile denetleme çerçevesinde prensipte var olduğu söylenebilir bile BDDK yönetim kurulu ve personelinin atanmalarının gecikmesi nedeniyle denetim ve yeniden yapılandırmaya ilişkin kritik önlemlerin alınması da gecikmiştir.

Program kamuoyunun desteği ve güveniyle 2000 yılının Kasım ayına kadar başarıyla uygulanmıştır. 27 Ekim 2000 tarihinde Etibank ve Bank Kapital'in Tasarruf Mevduat Sigorta Fonu'na (TSMF) devredilmesiyle başlayan süreç Kasım ayı sonunda para ve sermaye piyasalarında küçük çaplı bir kriz yaşanmasına neden olmuştur. Demirbank'ın yönetiminin de TSMF'ye devredilmesiyle, daha önce Asya krizinde yaşanmış olan batık banka sayısının

yüksekliği nedeniyle sistemin sanıldığından zor durumda olduğu duygusunu yaşatmıştır. Bunun sonucunda programa olan güven sarsılmış ve gecelik faizler bir anda yükselmiştir.

Türkiye Kasım ayında döviz yönüne yönelik spekülasyon saldırısını IMF' in ek kredisi ve önemli döviz rezervi kayıplarıyla giderebilmişti. Kasım'da yabancıların net 5.2 milyar dolar menkul değer satarak dışarıya çıkmışlarının ardından rezervler azalmaya başlamıştır. Ekim ayında 24.2 milyar dolar olan Merkez Bankası rezervleri Kasım ayında 18.8 milyara düşmüştü (Celasun, 2002:86). Bu krizde döviz rezervlerinin önemli bir kısmını kaybetmesi bundan sonra oluşabilecek benzer bir saldırıda etkin müdahale etme gücünü büyük ölçüde azaltmıştı.

Kasım krizi ertesinde teşhis ve tedavi hatası devam ettiği için Türkiye ekonomisi yeni bir krize açık görünümünü sürdürmüştür (Eğilmez ve Kumcu, 2002;332). Şubat ayının ikinci yarısında yaşanan bir siyasal kriz, ekonomik krize yol açmıştır. Mali kesimde yaşanan güvensizliğin devam etmesi 16 Şubat' ta 27.94 milyar olan Merkez Bankası Rezervi 23 Şubat'ta 22.58 milyara inmiştir. Kasım krizinde döviz yönüne yönelik girişimde yabancıların payı yüksekken, Şubat krizinde yerleşiklerinde özellikle bankaların döviz saldırılarına görülmüştür (Uygur, 2001). Saldırını geri çevirecek rezervi kalmayan TCMB 21 Şubat gecesi kurun dalgalanmaya bırakıldığını açıklamıştır. 19 Şubatta 1 doların piyasa satış kuru 686.500 iken, 23 Şubatta 920.000, 28 Şubatta 960.000 olmuştur. Dövizde yaşanan bu değerlendirme sonucunda Kasım ayında yara alan programında sonuna gelinmiştir.

Türkiye, ilginç bir şekilde Şubat krizinden sonra sermaye hareketlerinde fiilen kısıtlama uygulamaya başladı. Sermaye hareketlerinin serbest olması Türk Lirası getiren herkese Merkez Bankası'nın istediği döviz vermesi demektir. Oysa Merkez Bankası, Şubat krizinden sonra bunu yapmamaya başladı. Merkez Bankası'nın günlük ihaleyle döviz satması bu yaklaşımın bir sonucudur (Eğilmez ve Kumcu, 2002;322).

Sermaye girişleri 1999 ve 2000'de ise neredeyse sıfırlanmıştır. 2001 yılında önceki yıllara göre büyük ölçüde artış ve onbeş yıllık dönemde ulaşılan en yüksek düzey ise üçüncü GSM lisans satış gelirlerinden elde edilmesi, TMSF bünyesindeki bir bankanın yabancı bir bankaya satılması ve bir otomotiv üreticisinin ortaklık payının yabancı ortağına satmasından kaynaklanmıştır. Fakat bu durumda bile reel birikimin bir ögesi olan doğrudan yabancı yatırımların GSMH'ya göre büyüklüğü % 2'yi bile bulmamıştır. Uzun ve orta vadeli yabancı krediler ise 1997 yılına kadar ya negatif ya da sözü edilmeye değmeyecek kadar küçük

olmuştur. 1997'den sonra bir ölçüde artan bu krediler 2001 yılında tekrar negatife dönmüştür (Arın, 2003;582).

3.4.2 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı

Kasım 2000 ve Şubat 2001'deki finansal krizlerin arkasından, "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" başlığı altında yine IMF destekli, makro düzeyde yeni bir program hazırlanarak 14 Nisan 2001'de kamuoyuna açıklanmıştır (TCMB, 2001). Programın amacı ekonomide sürdürülebilir bir gelişme ortamını sağlayarak kaynak kullanma sürecindeki verimliliği artırmak, dışa açık bir yaklaşımla piyasa koşullarında rekabet gücünü geliştirmek ve böylece ekonomide büyümeyi, yatırım ve istihdamı artırmaktır. Programda bu temel ilkeler çerçevesinde dalgalı kur sistemi içinde enflasyonla mücadele kesintisiz ve kararlı bir biçimde sürdürülürken, bankacılık kesiminde kapsamlı bir yeniden yapılandırmaya gidileceğini belirtmiştir.

Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı daha uzun dönemde, "enflasyon hedeflemesi" sistemine geçilmesini amaçlamaktadır. Enflasyon hedeflemesi sistemi, merkez bankasının nihai hedefi olan fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi amacıyla yönelik olarak para politikasının makul bir dönem için belirlenen sayısal bir enflasyon hedefi ya da hedef aralığı içinde tutmayı ve bunu para politikası araçlarını kullanarak gerçekleştirmeyi taahhüt etmektedir.

5 Nisan 2003 tarihinde Ekonomiden Sorumlu Devlet Bakanı Ali Babacan ile TCMB Başkanı Süreyya Serdengeçti'nin imzalarını taşıyan yeni niyet mektubu kamuoyuna açıklanmıştır. Bu programda yaşanan ekonomik ve finansal istikrarsızlığın makroekonomik etkilerini telafi etmek, yaşanan gecikmelerden sonra (dezenflasyon ve büyüme sürecini) devam ettirmek amacıyla üç bileşenli bir strateji belirlenmiştir. Buna göre;

.Krizin temelinde yatan belirsizlikleri düzeltmeye, ekonomi yönetiminde şeffaflığı arttırmaya, hem kamu hem de özel sektörde yönetimi iyileştirmeye yönelik yapısal politikalar,

.Finansal istikrarı restore etmeye ve dezenflasyon sürecini kolaylaştırmaya yönelik mali ve parasal politikalar.

.Ücret uyumunu ve sosyal güvenliği geliştirmeye yönelik güçlendirilmiş sosyal politikalar.

Mektupta uygulanmakta olan para ve döviz kuru politikalarının sürdürüleceğine de yer verilmiştir. Ekonomide özel sektörün yerinin artırılması ve özelleştirme konularında öngörülen tedbirler de sıralanmaktadır.

Yeni niyet mektubuyla hazırlanan programda, faiz dışı kamu kesimi fazlası arttırılarak, krizden kaynaklanan maliyetleri hafifleterek, bankacılık reformunu hızlandırarak, geniş kapsamlı yapısal reformları garanti ederek, yönetim ve şeffaflığı arttırarak, güvenin güçlendirilmesi amaçlanmaktadır. Programla Nisan 2001 tarihinde Merkez Bankası Kanunu'nda değişiklik yapılmıştır.

Programın eksik noktalarına baktığımızda; Program esas olarak kamu kesiminin olumsuz borç dinamiğinin kırılmasını ve bu amaca uygun olarak para ve mali piyasaların yeniden yapılandırılarak, bankacılık kesiminin işlerlik kazandırılmasını amaçlandırmaktadır. Ancak kalkınma sorununa çözüm getirmemektedir. Programın cevap vermediği bir başka soru da dış borç ödemeleri ve ithalat artışının hangi kaynaklardan karşılanacağı sorusudur (Bağımsız Sosyal Bilimciler, 2001).

Güçlü ekonomiye geçiş programında vergi sistemi (vergi tabanının yetersizliği ve vergi adaletsizliği) ile ilgili tespitler yapılmış ancak kamu kesimi açığının kronikleşmesine neden olan vergi politikalarının değiştirilmesi konusunda herhangi bir adım atılmamıştır. Kamu borcunun ödenmesi için benimsenen çare özelleştirme ve kamunun yaptığı cari ve yatırım harcamalarını kısıtlayarak fon sağlamaktır.

Tarım kesimi rizikolu gözüktüğünden özel bankalar genellikle tarım sektörüne plasman yapmazlar. Tarım kesiminin finansman ihtiyaçları, genellikle özel amaçla kurulmuş kamu bankaları ya da kooperatif bankaları, tasarruf ve kredi sandıkları aracılığıyla karşılanır. Ziraat Bankası'nın özelleştirilerek tam bir piyasa esaslı banka şekline dönüştürülmesi durumunda; tarım sektörü günümüzde de yetersiz olan kredilerden tümüyle yoksun kalacaktır.

3.5 Değerlendirme

1980-89 dönemi hükümetin pek çok yönden serbestleştirme çabalarına girdiği süreç olarak betimlenebilir. 1990'lar ise ilk reformların, yani birinci nesil reformların, sonuçlarının görülmeye başlandığı bir dönemdir. Bilindiği gibi Türkiye ekonomisinin dünya pazarlarına açılması 1980-83 dönüşümü ile başlamış, 1989-90'da da ilk dönem tamamlanmıştır. Bu süreçte, öncelikle mal piyasaları dış pazarlara açılmış ve ticaret kotalarının koruması altındaki ithalat rejimi serbestleştirilmiştir. Döviz kuru yüksek bir devalüasyonu takiben esnekleştirilmiş ve dolaylı teşviklerle birleştirilerek sanayiinin ihracata yönlendirilmesinde temel bir araç görevi görmüştür. Ulusal mali piyasaların serbestleştirilmesi ve dış finans merkezleriyle bütünleştirme süreci 1990'lı yıllarda da devam ederek Türk ekonomisini tamamıyla dışa açık bir ekonomi durumuna sokmuştur.

1980'li yıllarda ekonominin büyüme-daralma konjonktürleri, iç talep öğelerinden başlar; büyüme hızı belli bir cari işlem açığı doğurur; cari açığın ve belli ölçülerde ithalatla bağlantılı rezerv artışlarının finansmanını gerçekleştirecek boyutta sermaye girişi gerçekleşirdi. Kısacası, etkileşim bağlantıları büyüme cari açık sermaye girişleri doğrultusunda idi. Sermaye hareketlerinin serbestleştiği 1989 sonrası dönemde büyüme süreci, doğrudan sermaye girişlerine bağlanır ve yukarıdaki bağlantı sermaye girişleri →büyüme cari açık doğrultusunda gerçekleşir. Büyüme-dış denge bağlantılarındaki bu değişme, 1980'li yıllarda belli bir büyüme hızından kaynaklanan cari açığa gözlenmez. Bu iki dönemde % 5 dolaylarındaki bir büyüme hızı, milli gelirin (kabaca) % 1'i kadar cari açık yaratmaktadır. Fark ise, sermaye hareketlerinin denetlendiği 1989 öncesi dönemde yabancı sermaye girişlerinin milli gelire oranı % 1.9 olurken 1990 sonrasında hızla yükselerek % 3.4'e çıkmıştır (Boratav, 2001).

Sıkı bir serbest dış ticaret yanlısı olan ABD'li Prof. Jadish Bhagwati, bunun hiçbir zaman serbest sermaye hareketlerine de taraftar olmak anlamına gelmediğini belirtmektedir. "Serbest Sermaye Hareketleri Niçin Sağlığımıza Aykırı Olabilir?" diye başklandırdığı bir yazısında şöyle diyor: "Politik istikrar, iktisadi refah ve ileri derecede makro-ekonomik beceri edininceye kadar bundan kaçının."

1994 finansal krizi politika yapıcılara, Obstfeld ve Taylor'un (2002) öne sürdüğü imkansız üçleme (impossible trinity) teoremini anımsatmaktadır. Teorem, birinci bölümde de daha önce

bahsetmiş olduğumuz gibi, bir ülkenin hem finansal serbestiyi, hem bağımsız bir para politikasını hem de istikrarlı döviz kuru politikasının bir arada yürütülemeyeceğini öne sürmektedir. Bahsettiğimiz politikalardan herhangi iki tanesi başarılı bir şekilde uygulamaya konulabilir ancak üç politika bir arada sürdürülemezdir.

1993 yılında hükümet, kısa vadeli ekonomik hedeflerden birinin kamu bütçesi üzerinde baskı yapan faizleri düşürmek olduğunu açıklamıştır. Böylece uygulanmakta olan döviz kuru politikasına ek olarak faiz çıpası da gelmiştir. 1993 yılında iç borç faizlerinin düşürülmesi için ihaleleri iptal edilmiş ve kamu borçlanması sınırlandırılmaya çalışılmıştır. Ancak bireylerde oluşan devalüasyon beklentisiyle bireyler döviz alımına yönelmişlerdir. Türkiye sürdürülemez üçlemeyi Ocak- Nisan 1994 arasında TL'nin ABD Doları karşısında % 172.6 oranında değer kaybetmesi gibi yüksek bir bedel ödeyerek deneyimlemiştir. Finansal krizin yaşanması bize ilk dalga reformların yeterli olmadığını yabancı piyasalarla rekabet edebilecek yeni reformlara ihtiyaç olduğunu göstermiştir. Böylece kısmen uluslararası kurumların da baskısıyla ikinci nesil reformlar 1990'lı yılların sonunda gündeme gelmiştir.

Eğer Türk ekonomisinin 1988'den beri izlenen politikalarla gittikçe büyüyen kronikleşmiş büyük kamu borcu ve zayıf bankacılık sistemi gibi iki büyük sorunu olmasaydı devletin yarattığı ekonomik daralma ve refah kaybı sürecinden hem daha çabuk çıkılır hem de krizler çok daha rahat atlatılabilirdi.

Çoğu diğer ülkede olduğu gibi Türkiye'de de ekonomiye yabancı sermaye girişinin büyük kısmı bankalar vasıtasıyla yapılmaktadır. Türk Lirasının değerlendirildiği dönemlerde bankacılık kesimi sermayesinin kat kat üstünde dövizle borçlanıp bunu Türk Lirasına çevirerek plase etmekte, yani açık pozisyon tutmaktadırlar böyle bir dönemde devletin yapacağı büyük bir devalüasyon bankaların iflası anlamına gelecektir. 1994 yılında yaşanan kriz sonrasında bankaların yaptıkları açık pozisyon miktarına, sermayelerinin % 20'sinden daha fazla olmaması yönünde, tavan getirilmişti. Halbuki 21 Şubat devalüasyonu öncesinde bankacılık sisteminin açık pozisyon miktarına baktığımızda banka sermayelerinin en az iki katı kadar olduğunu görmekteyiz.

Sıcak para faiz-kur arbitrajı ile gelişmekte olan ülkelerde elde ettiği gelişmiş ülkelerinkinin 5,10,15 katı boyutundaki aşırı yüksek faizlerin sağlıksız, krizlere yatkın bir ekonomik yapı

içinde mümkün olabileceğini iyi bilir; bu yüzden daima ürkek ve tedirgindir. İlk olumsuz sinyalde ülkeyi terk etmeye bakar.

1988'den beri yüksek reel faiz ve olumlu atmosfer girdiğinde giren en ufak bir değişiklik ile ise hemen ülke dışına kaçarak ülkenin finans piyasalarında büyük sorunlara yol açan sıcak paraya dur demek gerekmektedir. Kriz döneminde sıcak paranın hızlı çıkışı peşinden yerli sermayeyi de sürüklemektedir. Türkiye ekonomisinde böyle büyük sorunlara ve refah kaybına yol açan yabancı sermayenin tamamen yasaklanmadan bazı şartlara bağlanabilir. Örneğin tahvil ve hisse senedi yatırımlarında bir yıldan önce yurtdışına çıkış halinde vergi alınması uygulamasına geçilebilir. Böyle bir önlem bizi tamamen krizlerden koruyamasa da ülke piyasalarını yabancı piyasalarla bütünleştirmek için gerekli yapısal reformları uygulamaya koyana kadar geçici bir süre kazandıracaktır.

Türkiye'de bürokratlar ve politikacılar finansal sistemin deregüle edilmesinin rekabetçi ve güçlü bir sistem oluşturmada yeterli olacağını düşünmüşlerdir. Ancak Türkiye'nin deneyimi, mali piyasaların henüz çok genç ve sığ olduğu kalkınmakta olan bir ülkede, uluslararası para piyasalarının spekülasyonuna erken ve denetimsiz biçimde bütünleşmenin yüksek maliyetini göstermektedir. Sonuçta politika yapıcıları geçen zamanın büyük bir kısmında piyasalardan rahatça borçlanabilmeleri nedeniyle uygulamaya konulması gereken yapısal reformları ertelemişlerdir. Söz konusu reformların ertelenmesi borç stokunun daha da artmasından başka netice doğurmamıştır.

SONUÇ

1980 sonrasında gelişmekte olan ülkelerin piyasalarına gittikçe artan bir sermaye akımı olmuştur. Gelişmiş piyasalarda arbitraj fırsatlarının gittikçe düşmesi, rasyonel davranan yabancı yatırımcıları yeni pazarlar aramaya itmiştir. Bu etkene gelişmiş ülkelerin büyüme hızının yavaşlaması da eklenince; bu ülkelerdeki yatırımcılar daha dinamik ekonomilere ve daha yüksek büyüme oranlarına sahip olan gelişen ülke piyasalarına yönelmişlerdir.

Yabancı tasarrufların, gelişmekte olan ülkelerin tasarruf açığını kapatıp büyümelerini arttırırken sağladığı “know-how”ın da piyasaların etkinliğini arttırması beklenmektedir. Ancak gelişen sermaye piyasaları, gelişmiş piyasalara kıyasla daha sığ piyasalardır. Bu piyasalarda işlem gören şirket sayısı, işlem hacmi, gelişmiş piyasalara göre daha azdır. Büyük miktarda alım-satım emirleri (gelişen piyasalar genelde sığ olduğundan) fiyat hareketlerinde ani iniş ve çıkışlara yol açmaktadır. Ulusal piyasalarda olabilecek herhangi bir değişiklik bu piyasalarda çok büyük dalgalanmalara yol açabilmektedir. Kimi zaman ülkelerde yaşanan ekonomik istikrarsızlıklar da, ciddi refah kayıplarına yol açabilmektedir.

Özellikle 1997 yılında meydana gelen Asya krizi ve 1998 yılında yaşanan Rusya krizi ardından dünyada krizlere karşı yeni yaklaşımlar geliştirilip uluslararası mali sistemin istikrarının artırılması ve belirli standartlar getirilmesi yolunda genel bir görüş birliğine varılmıştır. Kısa vadeli sermaye hareketlerine kısıtlama getirilmesi önerisi, kriz sonrasında birçok liberal görüşlü iktisatçı tarafından da kabul görmeye başlamıştır. Yalnız, kontroller hükümetlere kriz dönemlerinde nefes alma zamanı tanısalar da piyasanın işlerliğini bozabilen ikinci en iyi politika önerileri olduğu da unutulmamalıdır..

Sermaye kontrollerini ilk uygulamaya koyan ülkelere biri olan Şili geçici bir süre için yabancı sermayeye zorunlu mevduat karşılığı uygulaması getirmiştir. Asya Krizi sonrasında Malezya da uyguladığı sermaye kontrollerini kaldırmış ve sermaye kontrollerinin geçici olması gerektiğini hatırlatmıştır. Sermaye kontrolleri kesinlikle ülkenin makroekonomik yapısını düzeltici politikalarla desteklenmelidir. Krizlerin ardından IMF ve Basel Komitesi

gibi çeşitli uluslararası kuruluşlar da uluslararası finansal yapıyı güçlendirmek amacıyla çeşitli standartlar getirmeye yönelik çalışmalar yapmaya başlamışlardır.

Uluslararası sermaye akımlarının kontrolüne yönelik en popüler araçlardan biri Tobin vergisi'dir. Vergi Nobel ödüllü iktisatçı James Tobin tarafından önerilmiştir. 1978 yılında yazdığı makalesinde Tobin, ulusal ekonomilerin, döviz kurlarına yapılan büyük ölçekli atakları kontrol etmede başarısız olduklarını belirtirken, kısa vadeli finansal hareketlerin yüksek maliyetleri nedeniyle kontrol altına alınması gerektiğini söylemiştir. Konulan vergiler piyasa katılımcılarının farklı para birimleri arasında fon kaydırmalarının maliyetini arttıracığı için otoritelerin döviz kurunu savunmaları için gerekli kaynağı saklı tutarken alınacak verginin düşük oranlı olması da ticaret veya yatırım amaçlı döviz hareketlerini engellemeyecektir. Tobin vergisinden önemli miktarda vergi hasılatı elde edilmesinin beklenmesi de verginin diğer bir olumlu yönüdür. Ancak verginin uygulanabilmesi için büyük finans merkezleri ile ortak hareket edilmesi zorunluluğu vergi önerisinin zayıf noktalarından biridir. Tobin vergisinin diğer bir zayıf noktası da gelişmekte olan ülkelerin ticaretlerini anahtar para birimi üzerinden gerçekleştirmelerinin birbirleriyle ticaret yapmaları durumunda çifte vergilendirmeye yol açacağıdır. Henüz bu çifte vergilendirme sorununa karşı bir çözüm bulunamamıştır.

Tobin vergisi global bir vergi olmasına karşın Brezilya ve Şili'de farklı biçimlerde uygulanmıştır. Brezilya sermaye girişlerinden açıkça vergi alınmasına dayalı bir düzenlemeyi uygulamaya koyarken Şili piyasa bazlı kontrolleri (sermaye akımlarının zorunlu rezerv oranları yoluyla vergilendirilmesi) idari kontrollerle ve ihtiyati politikalarla desteklemiştir. Uygulanan sermaye kontrollerinin Şili'de sermaye akımının bileşimini değiştirip daha uzun vadeli sermaye akımı yaratırken, Brezilya'da başarısız olduğu görülmüştür. Kısa vadeli sermaye girişlerini sınırlandırmaya yönelik kontrollerin dışında sermaye çıkışlarının sınırlandırılması, finansal kriz esnasında yoğun döviz kontrolleri uygulanması, uzun süreli yoğun kontroller ve sermaye hesaplarının hızlı liberalizasyonu da mümkündür.

Sermaye kontrollerini değerlendirdiğimizde her ülke için önerilebilecek tek bir çözüm önerisi olmadığını görmekteyiz. Sermaye hesapları serbestleştirilmeden makro ekonomik temellerin sağlam olması ön şartken uygulanacak sermaye kontrollerinin seçiminde finansal piyasaların gelişmiş düzeyi gözden kaçırılmamalıdır. Geniş kapsamlı planlanması gereken sermaye kontrollerine ihtiyati tedbirlerle de destek verilmelidir.

Tobin vergisi global bir vergi olmasına karşın Brezilya ve Şili’de farklı biçimlerde uygulanmıştır. Brezilya sermaye girişlerinden açıkça vergi alınmasına dayalı bir düzenlemeyi uygulamaya koyarken Şili piyasa bazlı kontrolleri (sermaye akımlarının zorunlu rezerv oranları yoluyla vergilendirilmesi) idari kontrollerle ve ihtiyati politikalarla desteklemiştir. Uygulanan sermaye kontrollerinin Şili’de sermaye akımının bileşimini değiştirip daha uzun vadeli sermaye akımı yaratırken, Brezilya’da başarısız olduğu görülmüştür. Kısa vadeli sermaye girişlerini sınırlandırmaya yönelik kontrollerin dışında sermaye çıkışlarının sınırlandırılması, finansal kriz esnasında yoğun döviz kontrolleri uygulanması, uzun süreli yoğun kontroller ve sermaye hesaplarının hızlı liberalizasyonu da mümkündür.

Sermaye kontrollerini değerlendirdiğimizde her ülke için önerilebilecek tek bir çözüm önerisi olmadığını görmekteyiz. Sermaye hesapları serbestleştirilmeden makro ekonomik temellerin sağlam olması ön şartken uygulanacak sermaye kontrollerinin seçiminde finansal piyasaların gelişmiş düzeyi gözden kaçırılmamalıdır. Geniş kapsamlı planlanması gereken sermaye kontrollerine ihtiyati tedbirlerle de destek verilmelidir.

Dünyada yaşanan liberalizasyon hareketleri Türkiye’yi de etkilemiştir. Türkiye, yurtiçi mali piyasalarını serbestleştirerek uluslararası mali piyasalarla bütünleşme sürecini 1989-1990 döneminde tamamlanmış ve uygulanan kontroller 32 sayılı karar ile kaldırılmıştır. Ancak söz konusu olan bu dönem piyasaların uluslararası sermayeye açılması için gerekli makroekonomik dengesizlikler giderilmeden, fiyat istikrarı sağlanmadan faiz oranları serbest bırakılmıştır. McKinnon’un sermaye piyasalarının dışa açılmasıyla ilgili olarak öne sürdüğü hipoteze uygun olarak, dış ticaret serbestleştirmesinin ardından finansal piyasalar serbestleştirilse de serbestleştirme için gerekli makroekonomik zeminin sağlandığı söylenemez. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin ardından ekonomik faaliyetler çok daha kırılgan ve oynak hale gelmiştir. İstikrarsız faiz oranları ve döviz kurları uzun vadeli yatırım yapılmasını engellemiştir. 1990’lar da 1980’lerden farklı olmazken kronikleşmiş büyük kamu borcu ve zayıf bankacılık sisteminin düzeltilmesi yönünde ciddi adımlar atılmamıştır.

Sermaye liberalizasyonu öncesinde kısa vadeli fonların piyasalar üzerindeki olası olumsuz etkilerinin gidermek için, mali piyasaların alt yapısının çok iyi hazırlanması, mali kurumların gerekli sermaye ve likidite yeterliliğine sahip olması, yatırımcıyı koruma ve kamuyu

aydınlatmayla ilgili uygulamaların etkin şekilde işliyor olması ve son olarak merkez bankalarının piyasaların likidite durumunu çok iyi izleyip gerektiğinde müdahale edebilecek konumda olduğuna dikkat etmemiz gerekmektedir.



*EK I: SERMAYE HAREKETLERİNE İLİŞKİN YASAL DÜZENLEMELER**1980'lerden Önce Sermaye Hareketleri Üzerindeki Kısıtlamalar, Karar Sayısı: 17*

1962-1983 yılları arasında 17 No'lu Kararname yürürlükteydi. 17 No'lu Kararnameye göre sermaye hesapları üzerindeki kısıtlamalar şunlardı:

.Döviz tevdiat hesapları açılmasına yalnızca ihracattan ve görünmez işlemlerden kaynaklanan döviz cinsinden kazançların zorunlu olmayan kısmı için izin veriliyordu.

.Bankaların çok sıkı kontrol edilen belli limitler dahilinde döviz pozisyonu tutmalarına izin veriliyordu.

.Görünmeyen işlemlerin ödemeleri Merkez Bankası tarafından yapılıyordu.

.Döviz cinsinden yapılan tahsilatların çoğu (turistik, kültürel geziler ve liman masrafları gibi) Merkez Bankası tarafından yapılıyordu.

.Giriş ve çıkışlarda yolcuların üzerindeki Türk lirası, döviz, döviz cinsinden senetler, tahviller, değerli metal ve taşları beyan etmeleri gerekiyordu.

.Konvertible olan ya da olmayan para birimleriyle alınan emlağın gelir ve satışı Merkez Bankası tarafından bloke ediliyordu (turistik amaçlarla yapılan yatırımlar hariç).

.Türkiye'de yapılmış yatırımlardan elde edilen gelir ve karların Türkiye'de ikamet etmeyen kişilere transferi yasaktı.

.Türkiye'de ikamet edenlerin yabancı hisse senetleri almaları ve satmalarına kısıtlama getirilmişti ve Türkiye'de ikamet etmeyenlerin Türk lirası cinsinden tahvil alış satışları Maliye Bakanlığı'nın iznine bağlıydı.

.İhracatçılar ihracat gelirlerini en az üç ay içinde ülkeye getirmek zorundaydılar.

.İthalat yıllık plan çerçevesinde gerçekleştiriliyordu (örneğin: Liberasyon listeleri ve fon listeleri). İzinler Merkez Bankası tarafından Ticaret Bakanlığı'nın talimatıyla veriliyordu. İthalat bedelleri yalnızca yabancı para birimi üzerinden transfer edilebiliyordu.

1980'lerden sonra Sermaye Hareketlerinin Liberalleştirilmesi, Karar Sayısı: 28,20,32

Bu kararların getirdiği temel yenilikler şöyleydi:

.Döviz ve dış ticaret yönetimi görevi Hazine ve Ticaret Müsteşarlığı'na verilmiştir. Hazine Müsteşarlığı dövizle ilişkin kontrol yetkisini Merkez Bankası'na devretmiştir.

.1 Mayıs 1981 tarihinden itibaren Merkez Bankası tarafından günlük kur belirleme uygulamasına başlanmıştır. Türk Lirasının yabancı para birimleri karşısında değerinin (kurun) belirlenmesi konusuna yeni bir yaklaşım getirilmiştir.

.Dövizle alınan bir emlağın tasfiyesi ya da satışından doğan dövizin transferi serbest hale gelmiştir.

.Ticari bankaların döviz pozisyon limitleri kaldırılmış ve bankaların tutabileceği maksimum döviz miktarı kısa vadeli yükümlülüklerin yüzde 40'ı olarak belirlenmiştir.

.Bankalar ve finans kurumlarına ihtiyaçlarına göre döviz işlemleri yapma ve Merkez Bankası'nın belirlediği likidite oranı ve kur riski oranı gibi bazı oranlar doğrultusunda belirlenen marj içerisinde döviz varlıkları tutma yetkisi verilmiştir

.Bu kurumların ihracat ve görünmeyen işlemler gibi işlemlerden doğan döviz ve efektif kazançlarının en az yüzde 20'sini Merkez Bankası'na devretmeleri, ve Türkiye'de ikamet edenler, Türkiye'de ikamet etmeyenler ve şirketler tarafından açılan döviz tevdiat hesapları için Merkez Bankası'na zorunlu karşılık yatırımları gerekiyordu.

.Yurtdışına seyahat edenler için uygulanan engeller kaldırılmıştır. Türkiye'de ikamet edenlerin yurt dışına giderken 3000 ABD dolarına kadar döviz almalarına izin verilmiştir.

.Türkiye’de yerleşik kişilerin, yurt dışında veya Türkiye’deki serbest bölgelerde yatırım yapmak veya ticari faaliyette bulunmak üzere şirket kurmaları, ortaklığa katılmaları ve şube açmaları için, USD 5.000.000 veya eşiti döviz kadar nakdi sermayeyi bankalar veya özel finans kurumları aracılığıyla, aynı sermayeyi ise gümrük mevzuatı hükümleri çerçevesinde ihraç etmeleri serbest bulunmaktadır. USD 5.000.000 dan fazla olan aynı veya nakdi yatırımlar için ilgili Bakanlığın izni gereklidir.

.Türkiye’de yerleşik kişilerce menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçlarının yurtdışında ihraç, arz ve satışı serbest bulunmaktadır. Türkiye’de yerleşik kişilerin, bankalar, özel finans kurumları ve sermaye piyasası mevzuatına göre yetkili bulunan aracı kurumlar vasıtasıyla yurtdışındaki mali piyasalarda işlem gören menkul kıymetleri satın almaları, satmaları ve bu kıymetlerin alış bedellerini bankalar ve özel finans kurumları aracılığı ile yurt dışına transfer ettirmeleri serbesttir.

.Dışarıda yerleşik kişilerin, yurt dışındaki yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları dahil olmak üzere her türlü menkul kıymetler ile diğer sermaye piyasası araçlarını sermaye piyasası mevzuatına göre yetkili bulunan bankalar ve aracı kurumlar vasıtasıyla satın almaları, satmaları ve bu kıymetlerin gelirler ile bunların satış bedellerini bankalar ve özel finans kurumları aracılığı ile transfer ettirmeleri serbesttir.

EK II: 1999' DAN SONRAKİ YAPISAL REFORMLAR VE MEVZUAT DEĞİŞİKLİKLERİ

Düzenleme	Not	Tarih	Sonuç
Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun (BDDK) Kurulması		Haziran 1999	Gerçekleşti
Ticari bankaların net döviz açık pozisyonları üzerindeki limitin aşağıya ekilmesi		Eylül 1999	Gerçekleşti
Bankalar Kanunu'ndaki değişiklikler		Aralık 1999	
Kredi karşılıklarına ilişkin düzenlemeler		Aralık 1999	Gerçekleşti
Karşılıkların vergiden düşülmesinin sağlanması			
Sermaye yeterliliği ve döviz pozisyonu limitlerine ilişkin değişiklikler		Aralık 1999	Gerçekleşti
Bankaların getirilen düzenlemelere uyması	2000 yılında		
BDDK'ya atamaların yapılması	1 Nisan 2000'e kadar	Mart 2000	Gerçekleşti
Muhasebe kurallarında değişiklik yapılması	1 Mayıs 2000'e kadar		
Kredi limitlerine ilişkin düzenlemeler	1 Temmuz 2000'e kadar	Aralık 1999	Gerçekleşti
Sermaye yeterliliği kurallarının uygulamaya konması	1 Temmuz 2000'e kadar		
Sermaye yeterliliği kurallarında değişiklikler yapılması	1 Temmuz 2000'e kadar		
BDDK'nın tam olarak faaliyete geçmesi	1 Eylül 2000'e kadar	Eylül 2000	Gerçekleşti

<i>Düzenleme</i>	<i>Not</i>	<i>Tarih</i>	<i>Sonuç</i>
Bankalararası döviz işlemlerinden alınan verginin kaldırılması	1 Ocak 2001'e kadar	Eylül 2000	Gerçekleşti
Yeni muhasebe standartlarının getirilmesi	1 Ocak 2001'e kadar		
Risk yönetimine ilişkin düzenlemeler	1 Ocak 2001'e kadar		
Kamu bankalarının yeniden yapılandırılması	1 Ocak 2001'e kadar	Kasım 2000	
Görev zararlarına ilişkin düzenlemeler			
Mevduat sahipleri ve diğer alacaklılara tam koruma sağlayan garantinin kapsam ve özelliklerinin kamuoyuna duyurulması	15 Ocak 2001'e kadar	Ocak 2001	Gerçekleşti
Hazine ve TMSF arasında yukarıda sözü edilen garantinin finansmanına ilişkin bir protokol imzalanması	15 Ocak 2001'e kadar		
TMSF'ye gerekli durumlarda Hazine'den borç alabilme yetkisinin verilmesi			
TMSF'nin Hazine'den 6.1 milyar ABD doları borç alması		16 Kasım 2000	Gerçekleşti
Banka sahibi olunmasına ilişkin yeni kriterleri içeren düzenleme		5 Kasım 2000	Gerçekleşti
TMSF'nin planlanan takvime göre kontrolündeki tüm bankaları satmaya devam etmesi		16 Kasım 2000	Gerçekleşti
Hangi bankaların satışa sunulacağına ya da satışa sunulmayacaksa nasıl çözüme kavuşturulacağına karar verilmesi	20 Ocak 2001'e kadar		Gerçekleşti
Satışa çıkarılacak bankalar	20 Şubat		Gerçekleşti

hakkında ayrıntılı bilgiye ulaşılmasının sağlanması	2001'e kadar	
Etibank ve Bank Kapital'in finansal yeniden yapılandırılması ve çözüme kavuşturulmaları için ayrıntılı planların ilan edilmesi	1 Şubat 2001'e kadar	
Demirbank'ın tasfiyesi için takvim belirlenmesi		Gerçekleşti
Borçlarını ödeyemeyen herhangi bir bankaya anında müdahale edilmesi		
Gelecekte, yukarıdaki paragrafta anlatıldığı şekilde müdahale edilen her bir bankanın çözüme kavuşturulması		
Bir varlık yönetim biriminin kurulması (Tahsilat Dairesi)		Gerçekleşti
Bankaların geri dönmeyen kredilerinin tasfiye edilmesi için Tahsilat Dairesi'ne devredilmesi	2002 Eylül ayı sonuna kadar	
Bu varlıkların Tahsilat Dairesi'ne transferinden sonra bu birimin performansı ile ilgili bir duyuru yapılması		
Kasım 2000'de yürürlüğe giren kanuna göre kamu bankalarının özelleştirilmesine devam edilmesi		
İç risk denetim sistemleri ve piyasa riskini yansıtan sermaye yeterliliği rasyosuna ilişkin yeni düzenlemelerin kabul edilmesi	1 Şubat 2001'e kadar	Şubat 2001 Gerçekleşti
Söz konusu yönetmeliğin yürürlüğe girmesi		
Karşılıkların vergiden düşülmesi		

İçin vergi düzenlemesinin getirilmesi					
Genel karşılıkların vergiden düşürülmemesi					
Türk lirası mevduat hesaplarında zorunlu karşılık oranlarının yüzde 6'dan yüzde 4'e düşürülmesi	12 Ocak 2001'den itibaren				Gerçekleşti
Hissedarlara dolaylı kredi verilmesini yeniden tanımlayan bir düzenleme çıkartılması	1 Şubat 2001'e kadar				
TMSF kapsamındaki bankalar ve kamu bankalarının gecelik pozisyonlarının 16 Mart 2001 tarihinden itibaren en az 2/3 oranında düşürülmesi (ticari bankalara gecelik borçların ödenmesi dahildir)	IMF'nin 6. ve 7. gözden geçirmeleri için önkoşul				Gerçekleşti
TMSF kapsamındaki bankalar ve kamu bankalarının geriye kalan gecelik pozisyonlarının da kapatılması	IMF'nin 8. gözden geçirmesinin tamamlanması				Gerçekleşti
TMSF bankaları ve kamu bankalarının TCMB'deki repo stoklarının 7 katrilyonu aşmaması	IMF'nin 8. gözden geçirmesinin tamamlanması	Mayıs 2001		sonu	Gerçekleşti
Kamu bankalarında çalışan sayısının azaltılmasına yönelik düzenleme	Stand-by düzenlemesi için önkoşul				
Ziraat Bankası ve Halkbank'ın yönetimi, Hazine'ye karşı sorumlu olacak ortak ve politik olarak bağımsız bir yönetim kurulu kurulması ve yeni bir yönetim	IMF'nin 6. ve 7. gözden geçirmeleri için önkoşul	Nisan 2001			Gerçekleşti

atanmasıyla güçlendirilecektir			
Kamu bankalarının yeniden yapılandırılması (kalan görev zararlarının kapatılması, yeniden sermayelendirilmeleri, piyasanın altında getirisi olan DİBS'lerinin değiştirilmesi ve bankaların risk ağırlıklı sermaye yeterliliği oranının yüzde 8'e çıkartılması)	IMF'nin 6. ve 7. gözden geçirmeleri için önkoşul	2 Mayıs 2001	Gerçekleşti
Yukarıdaki gibi finansal yeniden yapılandırmaları gerçekleştirildikten sonra bu bankaların da diğer tüm ticari bankalar gibi BDDK düzenlemelerine uyması sağlanacaktır.		Finansal yeniden yapılanma tamamlandıktan sonra	
Reformların uygulanması süreci her bankada bağımsız denetçiler tarafından denetlenecektir.		Mayıs 2001'de atanacaklardır	Gerçekleşti
Emlak Bankası kapatılacak ve borçları ve alacaklarının bir kısmı Ziraat Bankası'na devredilecektir.	IMF'nin 8. gözden geçirmesi için önkoşul		Gerçekleşti
Sümerbank satışa çıkartılacak, teklifler Eylül 2001 sonunda alınacaktır. Bu zamana kadar cazip teklif alınmazsa banka tasfiye edilecektir.	IMF'nin 6. ve 7. gözden geçirmeleri için önkoşul		Gerçekleşti
TMSF'de kalan 7 banka negatif özkaynaklarının düzeltilmesi amacıyla yeniden sermayelendirilecektir.	IMF'nin 6. ve 7. gözden geçirmeleri için önkoşul		Gerçekleşti
Şu ana kadar ilgilenen yatırımcı	IMF'nin 8. gözden	15 Haziran 2000	Gerçekleşti

çıkmayan dört banka (Demirbank, Bank Ekspres ve İktisat Bankası hariç 7 banka içerisinde dördü) ikinci bir geçiş bankası olarak düzenlenecek ya da tasfiye edilecektir.	gözden geçirmesi için önkoşul	
TMSF'ye devredilen 8 bankanın kapanmasından sonra geriye kalan bankalar da satılacak, tasfiye edilecek ya da başka bir çözüme kavuşturulacaktır.	IMF'nin 12. gözden geçirmesi için önkoşul	2001 yılı sonuna kadar
Sümerbank 75 milyar Türk lirasını geçen tüm geriye dönmeyen kredilerini TMSF'nin Tahsilat Dairesi'ne devredicektir	Temmuz 2001'e kadar	Gerçekleşti
Diğer TMSF bankaları da devirlerini Temmuz ayı sonuna kadar başlatmış olacaklardır.	Ekim 2001 sonunda tamamlanmış olacaktır	
BDDK Sermaye açığı olan tüm bankalardan ayrıntılı sermaye güçlendirme planları sunmalarını isteyecektir.	IMF'nin 6.ve7. gözden geçirmeleri için önkoşul	Gerçekleşti
Meclis Bankalar Kanunu'nda yapılan değişiklikleri onaylayacaktır. Bu değişiklikler arasında (a) özel ticaret mahkemeleri açılması ve TSMF'ye özel borç ödeme yetkileri verilmesi, (b) BDDK ve TSMSF personeli ve yönetiminin görevlerini yapmalarından dolayı karşı karşıya kaldıkları davalara daha iyi		

korunmalarının sağlanması,(c)Grup kredileri için konsolide bazda yeni limitler getirilmesini sağlamak üzere “bankaların kendi fonları”nın tamamlanması, (d)Türev enstrümanları da kapsayan yeni bir kredi tanımının getirilmesi, (e)Özel takipteki alacaklar karşılıklarının vergiden tamamen düşülmesinin sağlanması

Grup kredisinin kullanılmasına Yapısal Kriter ilişkili düzenlemeler yürürlüğe girecektir.

Bankalar Kanunu’nda yapılan değişikliklerin onaylanmasını takip eden 1 ay içinde

1 Ocak 2002 tarihi itibarıyla 1 Ocak yürürlüğe giren piyasa riski 2002’den mevzuatına göre döviz riski itibarıyla geçerli sermaye konmasını gerektirecektir. olacaktır.

Bankalar Kanunu kredi tanımına türev enstrümanları da dahil edecek şekilde değiştirilecektir.

Bankaların muhasebe standartları Yapısal Kriter 2002 başından itibaren uluslararası standartlara uyumlu hale getirilecektir.

KAYNAKÇA

Agosin Manuel R. ve Ricardo Ffrench-Davis (1996): **Managing Capital İnflows in Latin America**, (der M. ul Haq vd.) **The Tobin Tax. Coping with Financial Volatility** (Oxford: Oxford University Press), ss. 161-192.

Akdiş, Muhammet (1989): 'Türkiye'de Sermaye Piyasası', **Maliye Dergisi** 94 (Mayıs/Haziran-1989), ss.49-57.

Aktan, Can ve Çoşkun Şen (1999): **Globalleşme, Ekonomik Kriz ve Türkiye**, (Ankara: TOSYÖV Yayınları).

Alp, Ali (2000): **Finansın Uluslararasılaşması: Finansal Krizler, Çözüm Önerileri ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme**, (İstanbul: Yapı Kredi Yayınları).

Arıcan, Erişah (2002): **Gelişmekte Olan Ülkelerde İstikrar Politikaları: Türkiye**, (İstanbul: Derin Yayınları).

Arın, Tülay (2003): 'Türkiye'de Mali Küreselleşme ve Mali Birikim ile Reel Birikimin Birbirinden Kopması', (der.A.H. Köse vd.) **İktisat Üzerine Yazılar I. Küresel Düzen: Birikim, Devlet ve Sınıflar** (İstanbul, İletişim Yayınları) ss.569-610.

Ariyoshi, A., K. Habermier, B. Laurens (vd) (2000): 'Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalizaton', **IMF Occasional Paper** No. 190

Boratav, Korkut (2001): '2000-2001 Krizinde Sermaye Hareketleri', http://www.bilkent.edu.tr/~yeldanbs/Yazilar_Uye/Boratav_agu01

Caramazza, Francesco ve Jahangir Aziz (1998): 'Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s', **IMF Economic İssues** 13

Celasun, Melih (2002): '2001 Krizi, Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme', (der A.Dikmen): **Küreselleşme, Emek Süreçleri ve Yapısal Uyum** (Ankara: İmaj Yayınevi), s. 27-102.

Cooper, Richard, N. (2001): 'Should Capital Controls be Banished?', (der. B.N Ghosh): **Global Financial Crises and Reforms** (London: Routledge) ss.376-408.

Dooley Michael P. (1996): 'The Tobin Tax: Good Theory, Weak Evidence, Questionable Policy', (der. M. ul Haq vd.): **The Tobin Tax. Coping with Financial Volatility** (Oxford: Oxford University Press), ss. 83-99.

Eichengreen, Barry (1999): **Toward A New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda**, (Washington D.C: Institute for International Economics).

Eichengreen, Barry (1996): **Globalizing Capital: A History of the International Monetary System**, (Princeton: Princeton University Press).

Eichengreen, Barry ve Albert Fishlow (1998): 'Contending with Capital Flows: What is Different About the 1990s?', (der. M.Kahler): **Capital Flows and Financial Crises** (Manchester: Manchester University Press), s. 23-68

Eichengreen, Barry ve Charles Wyplosz (1996): 'Taxing International Financial Transactions to Enhance the Operation of the International Monetary System', (der. M. ul Haq vd.): **The Tobin Tax. Coping with Financial Volatility** (Oxford: Oxford University Press), s. 15-40.

Eğilmez, Mahfi ve Ercan Kumcu (2002): **Ekonomi Politikası**, (İstanbul: Om Yayınevi).

Felix, David (1999): 'Repairing the Global Financial Architecture: Painting over Cracks vs. Strengthening the Foundations', Özel Rapor (Eylül, 1999)

http://www.foreignpolicy_infocus.org/papers/gfa/performance_body.html

Felix, David ve Ranjit Sau (1996): 'On the Revenue Potential and Phasing in of the Tobin Tax', (der. M. ul Haq vd.): **The Tobin Tax. Coping with Financial Volatility** (Oxford: Oxford University Press), s. 223-54.

Frankel, Jeffrey (1996): 'How Well Do Foreign Exchange Markets Work: Might a Tobin Tax Help?' , (der.M. ul Haq vd.): **The Tobin Tax. Coping with Financial Volatility** (Oxford: Oxford University Press), s. 41-81.

Ffrench-Davis, Ricardo (2000): **Reforming the Reforms in Latin America. Macroeconomics, Trade, Finance**, (London:Mcmillan).

Frisman, Paul (2002): 'USDA Use of Surplus Food for Foreign Aid', Old Research Report <http://www.cga.state.ct.us/2002/olrdata/env/rpt/2002-R-0596.htm>

Garber, Peter M. (1996): 'Issues of Enforcement and Evasion in a Tax on Foreign Exchange Transactions', (der.M. ul Haq vd.): **The Tobin Tax. Coping with Financial Volatility** (Oxford: Oxford University Press), s. 129-42.

Grefe, Christiane, Mathias Greffath ve Harald Schumann (2003): **Attac: Küreselleşmeyi Eleştirenler Ne İstiyorlar?** (İstanbul: Çitlembik).

Griffith-Jones Stephany (1997): **Global Capital Flows, Should They be Regulated?** (London: Mcmillan).

Griffith- Jones, Stephany (1996): 'Institutional Arrangements for a Tax on International Currency Tarnsactions', (der.M. ul Haq vd.): **The Tobin Tax. Coping with Financial Volatility** (Oxford: Oxford University Press), s. 143-58.

Guillermo A. Calvo ve Carmen Reinhart (2000): 'Fear of Floating,' **NBER Working Papers** 7993, National Bureau of Economic Research, <http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecrp11.pdf>

Günel, Mehmet (2001): 'Merkez Bankası'nın Değişen Rolü ve Para Politikası Uygulamaları', **İMKB Yayınları** (Şubat).

Hartwell, Christopher (2001): "The Case against Capital Controls. Financial Flows, Crises, and the Flip Side of the Free-Trade Argument", **Policy Analysis** 403 <http://www.cato.org/pubs/pas/pa403.pdf>

Johnston, Barry R. ve Natalia T. Tamirisa (1998): 'Why Do Countries Use Capital Controls?' **IMF Working Paper** (Kasım) ss.98-181

Hirst, Paul ve Grahame Thompson (1999): **Globalisation in Question**, 2nd edn (Cambridge: Polity Press).

Kahler, Miles (1998): 'Introduction: Capital Flows and Financial Crises in the 1990s', (der.M. Kahler): **Capital Flows and Financial Crises** (Manchester: Manchester University Press), s 1-22

Karlık, Rıdvan S. (1997): **Türkiye Ekonomisi : Tarihsel Gelişim Yapısal ve Sosyal Değişim** (İstanbul:Beta Basım Yayım A.Ş.), s. 519.

Karlık, Rıdvan S. (1984): **Uluslararası Ekonomi: Teori, Politika, Sistem, Kurumlar** (İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi, 1984), s.410.

Kaul, Inge, Isabelle Grunberg ve Mahbub ul Haq (1996): 'Overview', (der.M.ul Haq vd.): **The Tobin Tax. Coping with Financial Volatility** (Oxford: Oxford University Press), s. 1-12

Kaymakçı, Oğuz (2001): 'Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Türkiye'nin makroekonomik Performansına Etkileri ve AB Ekonomik Kriterlerine Uyumdaki Rolü', Yayımlanmamış Doktora Tezi.

Kazgan, Gülten (1999): **Tanzimattan XXI. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi**, (İstanbul: Altın Kitaplar Yayınevi).

Kenen, Peter B. (1996): 'The Feasibility of Taxing Foreign Exchange Transactions', (der.M. ul Haq vd.): **The Tobin Tax. Coping with Financial Volatility** (Oxford: Oxford University Press), s. 111-28.

Kenwood, George A. ve A.L Loughheed (1999): **The Growth of the International Economy 1820-2000**, 4th edn (London: Routledge).

Kesriyeli, Mehtap. (1997): '1980'li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri', TCMB Araştırma Müdürlüğü 97/4 <http://www.econturk.org/mb5.pdf>

Keyder, Nur (1998): **Para. Teori, Politika, Uygulama** (Ankara: Bizim Büro Basımevi)

Kepek, Yakup ve Nurhan Yentürk (2001): **Türkiye Ekonomisi**, (İstanbul: Remzi Kitabevi).

Kılıçbay, Ahmet (1991): **Türk Ekonomisi**, (İstanbul: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları).

Kopuz, (2000): 'Günümüz Rekabet Koşulları Çerçevesinde Kadın ve Çocukların Korunması Hakkı', (der. V.Bozkurt): **Küreselleşmenin İnsani Yüzü** (İstanbul: Alfa Yayınları) ss.343-355.

Kurdaş, Kemal (1994): **Ekonomi Politika Üzerine İncelemeler- Yorumlar**, (İstanbul: Beta Basım Yayım A,Ş.).

McKinnon, R.I. (1973): **Money and Capital in Economic Development**, (Washington D.C: The Brookings Institution).

Meade, James (1951): **The Theory of International Economic Policy**, (Oxford: Oxford University Press).

Monti, Paola (2001): 'Financial Crises and Reforms: Towards an Assessment of the Emerging International Financial Architecture', (der. B.N Ghosh): **Global Financial Crises and Reforms** (London: Routledge) ss.330-55.

Neely, J.Christopher (1999): 'An Introduction to Capital Controls', **Review** (Kasım) ss. 13-30

Obstfeld, Maurice ve Alan M. Taylor (2000): 'Globalisation and Capital Markets', **NBER Working Papers** 8846.

OECD (1993): 'Foreign Direct Investment, OECD Countries and Dynamic Economies of Asia and Latin America', **OECD Working Papers** ss.24

Özyıldız, Hakan (1998): 'Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarında Karar Alma Prosedürü' **Hazine Dergisi** 98/11 (Temmuz). <http://www.hazine.gov.tr/makaleler/hakanozyildiz.pdf>

Patomaki, Heikki (1999): 'The Tobin Tax: How to Make it Real', NIGD Project Report, prepared in cooperation with Katarina Sehm Patomaki and C. Chavagneux, B. Deacon, A. Harnes, M.Montes, R. Palan and D.Woodward. **UPI Working Papers** 13 (Helsinki: UPI).

Patomaki, Heikki (2001): **Democratising Globalisation: The Leverage of the Tobin Tax** (Zed Books).

Reinhart, Carmen ve Vincent R. Reinhart (1998): 'Some Lessons for Policy Makers Who Deal with Mixed Blessing of Capital', (der.M. Kahler): **Capital Flows and Financial Crises** (Manchester: Manchester University Press) ss.93-127.

Rodrik, Dani ve Ethan Kaplan (2001): "Did the Malaysian Capital Controls Work?", Harvard University <http://ksghome.harvard.edu/~drodrik.academic.ksg/Malaysia%20controls.PDF>

Rugman.A. Lecraw D. (1986): **International Business: Firm and Environment** (McGraw N.Y.Hill), ss. 7.

Seyitoğlu, Halil (1996): **Uluslararası İktisat. Teori, Politika ve Uygulama**, (İstanbul:Güzem Yayınları).

Shaw, E.S. (1973): **Financial Deepening in Economic Development**, (New York: Oxford University Press).

Solomon, Robert (1999): **Money on the Move. The Revolution in International Finance Since 1980**, (Princeton: Princeton University Press).

Sönmez,Sinan (1998): **Dünya Ekonomisine Dönüşüm: Sömürgecilikten Küreselleşmeye**, (Ankara: İmge Yayınevi).

Spahn, Paul Bernard (1995): 'International Financial Flows and Transactions Taxes: Survey and Options', **IMF Working Papers** 95/60 (June).

SPK (1991): 'Türkiye'de Kaynak Aktarım Sürecinde Sermaye Piyasalarının Rolü:1980 Sonrası Dönemin Bir Değerlendirilmesi', **SPK Araştırma Yayınları**, 17 (İstanbul:SPK).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2002): **Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri** (Ankara:Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası), <http://www.tcmb.gov.tr>

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2001): 'Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı', (<http://www.tcmb.gov.tr>).

Tezcanlı Meral, Kumbasar Sibel, Erdoğan Oral, Görgünay Handan, Tan Ebru, Uytun Efser (1994): 'Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye', **İMKB Yayınları** 94/3.

Tingas, Nicola ve Paulo Miguel (2001): 'Capital Flows and Economic Policy in Brazil', (der. B.N Ghosh): **Global Financial Crises and Reforms** (London: Routledge) s.240-83.

Tobin, James (1996): 'Prologue', (der.M. ul Haq vd.): **The Tobin Tax. Coping with Financial Volatility** (Oxford: Oxford University Press), s. ix-xviii.

Tobin, James (1996): 'Foreword', in Stephany Griffith-Jones: **Global Capital Flows, Should They be Regulated?** (London: Mcmillan), s. xi-xv.

Toprak, Metin (1996): **Türk Ekonomisinde Yapısal Dönüşümler 1980-1995**, (Ankara: Turhan Kitabevi).

Tür, Orhan (2000): **Avrupa Para Birliği: Sermaye Hareketlerinin Serbestleştirilmesi**, (İstanbul: Beta Yayınları).

Türkoğlu, Faruk (2001): 'Krizin Ayak Sesleri', **Görüş Dergisi** 47 (Nisan –Mayıs 2001). <http://www.tusiad.org/yayin/gorus/47/05F01.pdf>

**T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ**

Ul Haq vd. (der) (1996): **The Tobin Tax. Coping with Financial Volatility**, (Oxford: Oxford University Press).

Uygur, Ercan (2001): 'Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri', Türkiye Ekonomi Kurumu, Tartışma Metni, 2001/1
<http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/krizdenkrize.pdf>

Uzunoğlu, Sadi, Kerem Alkin ve Can Gürlesel (1995): 'Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye', **İMKB Yayınları** 95/6.

Yay, Gülsün (2002): 'Türkiye ve Meksika'da İstikrar Programlarının Karşılaştırılması: 1980-2001', (der A.Dikmen): **Küreselleşme, Emek Süreçleri ve Yapısal Uyum** (Ankara: İmaj Yayınevi), s. 167-216.

Yay, Gülsün (2001): 'İktisat, İstikrar ve Türkiye', **İktisat Dergisi** 413-414 (Mayıs- Haziran 2001).

Yay, Turan (2003): 'Gelişmekte Olan Ülkelerin Entegrasyonu Üzerine Bir Değerlendirme', Yayınlanmamış Makale.

Yay, Turan, Gülsün Yay ve Ensar Yılmaz (2001): **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler**, (İstanbul: İTO Yayınları).

Yeldan, Erinç (2001): **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi. Bölüşüm, Birikim ve Büyüme**, (İstanbul: İletişim Yayınları).

Wachtel, Howard (2000): 'Tobin and other Global Taxes', **Review of International Political Economy**, vol 7 no2 2000