T.C.
GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
MALİYE ANA BİLİM DALI

SERMAYENİN VERGİLENDİRİLMESİNİN SERMAYE AKIMLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

DOKTORA TEZİ

Hazırlayan

Hale BALSEVEN

T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU DOKÜMANTASYON MERKEZİ

Tez Danışmanı

Doç. Dr. Rıfat ORTAÇ

Ankara-2003

T.C.
GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
MALİYE ANA BİLİM DALI

140109

SERMAYENİN VERGİLENDİRİLMESİNİN SERMAYE AKIMLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

DOKTORA TEZİ

Hazırlayan

Hale BALSEVEN

T 140109

Tez Danışmanı

Doç. Dr. Rıfat ORTAÇ

Ankara-2003

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne

.....ait.....
.....adlı çalışma, Jürimiz tarafından
.....
Anabilim/anasanat Dalında DOKTORA/SANATTA YETERLİLİK/YÜKSEK LİSANSTEZİ olarak kabul edilmiştir.

(imza)

Başkan.....
Akademik Ünvanı, Adı Soyadı

(imza)

Üye.....
Akademik Ünvanı, Adı Soyadı

(imza)

Üye.....
Akademik Ünvanı, Adı Soyadı

(imza)

Üye.....
Akademik Ünvanı, Adı Soyadı

(imza)

Üye.....
Akademik Ünvanı, Adı Soyadı

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ i
GİRİŞ 1

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL LİBERALİZASYON VE DÖVİZ KURLARI

I. FİNANSAL LİBERALİZASYON 4
A. Finansal Liberalizasyon Teorisi 4
B. Finansal Piyasaların Liberalizasyonu 8
C. Finansal Liberalizasyon Teorisine Eleştiriler 12
D. Finansal Piyasalarda Liberalizasyonun Sınırlandırılması ; Finansal Liberalizasyonda Devletin Rolü 20

II. FİNANSAL LİBERALİZASYONUN DÖVİZ KURU TEORİLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ 24
A. Döviz Kuru Teorileri 24
1. Geleneksel Döviz Kuru Teorileri 24
2. Modern Döviz Kuru Teorileri 27
3. Döviz Kuru Teorilerinin Değerlendirilmesi 32
B. Piyasa Etkinliği Üzerine Ampirik Bulgular 35
1. Piyasa Etkinliği ve Rasyonel Beklentiler 35
2. Piyasa Etkinsizliği ve Spekülatif Beklentiler 38
C. Makro Analizin Yetersizliği; Piyasanın Mikroyapısal Analizi 44
1. Piyasa İşlem Hacmi 45
2. Ticaret Mekanizmaları ve Eksik Bilgi 48
3. Yayılmış Bilgi Yaklaşımı ve Alım-Satım Talimatları 49
4. Heterojen Beklentiler 51
5. Etkinsiz Bilgi Süreci; Sürü Davranışı ve Tıkanma 53
6. Piyasa Katılımcıları 53
7. Çoklu Denge Modeli 55

III. FİNANSAL LİBERALİZASYON POLİTİKALARI 57
A. Genel Olarak Finansal Liberalizasyon Politikalarının Etkileri 57
1. Ekonomik Performans Üzerindeki Etkiler 57
2. Para Politikası Üzerindeki Etkiler 63
3. Döviz Kuru Politikası Üzerindeki Etkiler 66
4. Ekonomik İstikrar Üzerindeki Etkiler 69
B. Gelişmekte Olan Ülkeler'de Finansal Liberalizasyon Politikaları 71
1. Latin Amerika Ülkeleri Deneyimi 72
a. Latin Amerika Ülkelerinde Finansal Liberalizasyon 72
b. Latin Amerika Ülkelerinde Finansal Krizler 77
2. Güney Doğu Asya Ülke Deneyimleri 81
a. Güney Doğu Asya Ülkelerinde Finansal Liberalizasyon 81
b. Doğu Asya Finansal Krizi 87
3. Latin Amerika ve Asya Krizlerinin Değerlendirilmesi 90
C. Global Finansal İstikrarsızlıkları Ortadan Kaldıracak Öneriler 95

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL LİBERALİZASYONUN SERMAYE AKIMLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ, SERMAYE KONTROLLERİ VE TOBİN VERGİSİ

I. ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARI 100
A. Sermaye Akımlarının Kaynakları 101
1. Özel Sermaye Akımları 101
a. Ticari Banka Kredileri 101
b. Uluslararası Tahvil ve Hisesenedi İhracı 102
c. Portföy Yatırımları 102
d. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları 104
2. Resmi Sermaye Akımları 105
B. Sermaye Akımlarının Büyüklüğü 105
C. Sermaye Akımları Üzerinde Etkili Olan Faktörler 111
1. İçsel Faktörler (Yurtiçi Faktörler) 111
2. Dışsal Faktörler (Global Faktörler) 114

D. Sermaye Akımlarının Etkileri..... 117

II. SERMAYE AKIMLARININ KONTROLÜ..... 121
A. Sermaye Kontrolleri..... 121
B. Sermaye Kontrollerinin Gerekçesi..... 125
C. Sermaye Kontrollerinin Çeşitleri..... 125
1. Sermaye Çıkışları Üzerindeki Kontroller..... 125
2. Sermaye Girişleri Üzerindeki Kontroller..... 129
D. Sermaye Akımlarının Kontrolünde Zorunlu Mevduat Uygulaması..... 132
1. Zorunlu Mevduat Uygulaması..... 132
2. Zorunlu Mevduat Uygulamasında Şili Örneği..... 133
E. Sermaye Kontrollerinin Değerlendirilmesi..... 140
1. Sermaye Kontrollerine İlişkin Ampirik Bulgular..... 140
2. Sermaye Kontrollerinin Etkinliğinin Değerlendirilmesi..... 144

III. SERMAYE AKIMLARININ KONTROLÜNDE TOBİN VERGİSİ..... 148
A. Tobin Vergisi..... 148
B. Tobin Vergisinin Gerekçeleri..... 151
1. Döviz Kuru İstikrarı..... 151
2. Ulusal Makroekonmik Politika Bağımsızlığını Korumak ve Güçlendirmek..... 153
3. Gelir Kaynağı Oluşturmak..... 157
4. Sosyal Malların Finansmanı İçin Gelir Sağlamak..... 158
5. Vergi Eşitliğini Sağlamak..... 160
6. Uluslararası Düzeyde İşbirliğini Sağlamak..... 161
C. Döviz Piyasası İstikrarı ve Tobin Vergisi..... 162
1. Döviz Piyasası ve Döviz Kuru Volatilitesi..... 162
2. Döviz Piyasası İstikrarının Sağlanmasında Tobin Vergisi..... 165
D. Tobin Vergisinin Tasarlanması..... 168
1. Döviz Piyasasının Özellikleri..... 168
2. Döviz İşlemlerinin Vergilendirilmesi..... 175
a. Tobin Vergisinin Kapsamı..... 175
b. Verginin Matrahı..... 176

ba. Vergilendirilebilir İşlemler 176
bb. Vergilendirilebilir İşlemciler 179
3. Vergi Oranı 179
a. Vergi Oranına ilişkin Öneriler 179
b. Vergi Oranı Tespitini Sınırlayan Faktörler 183
ba. Piyasa Likiditesi 183
bb. Döviz Piyasası Kar Marjları 186
bc. İhracatçı ve İthalatçı Üzerindeki Etkiler 187
bd. Vergiden Kaçınma Potansiyelinin Yüksek Olması 190
be. Döviz Piyasası Yapısı Üzerindeki Etkiler 190
5. Tobin Vergisi Gelirlerinin Ölçülmesi 192
6. Vergi Yönetimi 198
a. İşlemlerin Vergilendirilmesi 198
b. Verginin Toplanması 200
c. Vergi Gelirlerinin Dağılımı 203
7. Muaflık ve İstisnalar 208
E. Verginin Yansıması 209
1. Örtülü Faiz Arbitrajı Üzerindeki Vergi Yansıması 210
2. Örtülü Olmayan Faiz Arbitrajı Üzerindeki Vergi Yansıması 212
3. Hedge Fonlar Üzerindeki Vergi Yansıması 213
4. Yatırım Fonları Açısından Vergi Yansıması 214
5. Sigorta Şirketleri Üzerindeki Vergi Yansıması 216
6. Spot İşlemler Üzerindeki Vergi Yansıması 217
F. Tobin Vergisi Uygulaması İle İlgili Güçlükler 218
1. Teknik Güçlükler 218
2. Vergi Kaçırma ve Vergiden Kaçınma İle İlgili Güçlükler 219
a. İkame Riski 219
b. Göç Riski 221
3. Politik Uygulanabilirliği 224
G. Verginin Tek Bir Ülke Ya da belirli Bir Ülke Grubu İçinde Uygulanabilir Olmasını Sağlayan Öneriler 226
H. Finansal Yapının Reformu Tartışmaları İçeriğinde Tobin Vergisi 228
1. Global Düzey 229

2. Ulusal Düzey..... 231

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
TÜRKİYE'DE FİNANSAL LİBERALİZASYON POLİTİKALARI

I. TÜRKİYE'DE FİNANSAL LİBERALİZASYON POLİTİKALARI..... 233

A. Türkiye'de Finansal Liberalizasyon Politikalarının Uygulandığı Dönemde Ekonominin Genel Performansı..... 234
B. Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkiler ve Finansal Derinleşme.... 247
C. Sermaye Akımları..... 256
1. Sermaye Akımlarını Belirleyen Faktörler..... 256
2. Sermaye Akımlarının Büyüklüğü..... 257
3. Sermaye Akımlarının Etkileri..... 262
D. Türkiye'de Uygulanan Finansal Liberalizasyon Politikalarının Genel Değerlendirmesi..... 271

II. TÜRKİYE'DE DÖVİZ PİYASALARI VE DÖVİZ KURLARI..... 275
A. Türkiye'de Uygulanan Kur Rejimi ve Döviz Kuru Politikaları..... 276
B. Türkiye'de Döviz Piyasalarının Temel Nitelikleri..... 283
1. Döviz Piyasalarının Büyüklüğü..... 283
2. Döviz Kurlarının Oluşumu..... 289
3. Döviz Piyasalarının Mikroyapısal Analizi..... 291
a. Döviz Piyasası Katılımcıları..... 291
b. Döviz Piyasası İşlem Hacmi ve İşlem Hacminin Döviz Kuru Volatilitesi Üzerindeki Etkileri..... 293
ba. Döviz Piyasası İşlem Hacmi..... 293
bb. Döviz Kuru Volatilitesi..... 294
bc. İşlem Hacminin Döviz Kuru Volatilitesi Üzerindeki Etkisi..... 295

III. TÜRKİYE'DE FİNANSAL LİBERALİZASYON SÜRECİNİ YÖNETMEDE UYGULANABİLECEK POLİTİKA ÖNERİLERİ..... 299

A. Ulusal Düzey..... 302
1. Mali Disiplin..... 304
2. Mali Sisteme Yönelik Regülasyon ve Denetim Yapıları.... 306
a. Mali Sisteme Yönelik Regülasyon ve Denetim Yapılarının Oluşturulması..... 306
b. Regülasyon ve Denetim Yapılarının Etkinliği..... 309
3. Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Sınırlandırılması..... 310
a. Esnek Döviz Kuru Rejimi ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri Üzerindeki Etkisi..... 311
b. Sermaye Kontrolleri ile Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Sınırlandırılması..... 314
ba. Geçici Kontroller..... 316
bb. Munzam Karşılık ve Zorunlu Mevduat Uygulamaları..... 317
4. Ulusal Regülasyon Politika Önerilerinin Etkinliği ve Sınırları..... 322
5. Uzun vadeli Sermaye Akımları ve Kredi Tahsisi..... 323
6. Finansal Piyasalar, Sermaye Akımları ve Vergi Politikaları..... 324
7. İkili Yapıda Tobin Vergisi Uygulaması..... 338
B. Global Düzey..... 341
1. İşlemlerin Kayıt Altına Alınması..... 342
2. Global Düzeyde Tobin Vergisi Uygulaması ve Türkiye..... 343
3. Global Düzeyde Finansal Yapının Yeniden Yapılandırılması..... 346

IV. SONUÇ..... 349

KAYNAKÇA

EKLER

KISALTMALAR CETVELİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
a.g.e.	: Adı geçen eser
a.g.m.	: Adı geçen makale
BIS	: Bank for International Settlements
BKK	: Bakanlar Kurulu Kararı
bkz.	: Bakınız
BM	: Birleşmiş Milletler
BSMV	: Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi
Çev.	: Çeviren
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senetleri
DİE	: Devlet İstatistik Enstitüsü
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
DYSY	: Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları
Edit.	: Editör
FL	: Finansal Liberalizasyon
GÜ	: Gelişmiş Ülkeler
GOÜ	: Gelişmekte Olan Ülkeler
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
GVK	: Gelir Vergisi Kanunu
KDV	: Katma Değer Vergisi Kanunu
KKBG	: Kamu Kesimi Borçlanma Gereği
IMF	: International Monetary Fund
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

İSO : İstanbul Sanayi Odası

NASDAQ : National Association of Securities Dealears Automated Quatations

OECD : Organization for Economic Co-operation and Development

PPP : Satın Alma Gücü Paritesi

SPK : Sermaye Piyasası Kurulu

s. : Sayfa

TBB : Türkiye Bankalar Birliği

TCMB : Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası

TEFE : Toptan Eşya Fiyat Endeksi

UNCTAD : United Nations Conference on Trade and Development

USD : United State Dolar

TABLOLAR CETVELİ

BİRİNCİ BÖLÜM

TABLO 1 Ekonomik Büyüme Oranları (1980-2001)..... 58
TABLO 2 OECD Ülkelerinde Bazı Temel Göstergelerdeki Yıllık Ekonomik Büyüme Oranları (1959-2000)..... 61
TABLO 3 Global Döviz Piyasasına İlişkin Göstergeler (1977-2001)..... 62
TABLO 4 Latin Amerika Ülkelerinde Makroekonomik Göstergeler (Yıllık Ortalama ve GSMH'nın %'desi Olarak)..... 73
TABLO 5 Bazı Asya Ülkelerinin Cari İşlem Dengesi ve Dış Finansman (Milyar Dolar)..... 82
TABLO 6 Bazı Asya Ülkelerinde GSMH'nın %'desi Olarak Yatırım..... 83
TABLO 7 Asya'da Büyüme Oranları (Yüzde Değişme)..... 88

İKİNCİ BÖLÜM

TABLO 8 GOÜ'lere Uzun Dönem Sermaye Akımları (1981-1990) (Net/Milyar dolar)..... 106
TABLO 9 GOÜ'lere Uzun Dönem Sermaye Akımları (1991-2001) (Net/Milyar dolar)..... 108
TABLO 10 GOÜ'lere Net Sermaye Girişlerinin Bölgesel Dağılımı (1975-1998)..... 109
TABLO 11 Net Kaynak Akımı ve GOÜ'lere Net Dışsal Finansman (1991-1999/ Milyar Dolar)..... 110
TABLO 12 Bazı Asya ve Latin Amerika Ülkeleri İçin GSMH'nın Oranı Olarak Sermaye Girişleri ve Çıkışları..... 110
TABLO 13 Şili'deki Yabancı Borçlanma Üzerine Gizli Vergiler (1991-1996)..... 134
TABLO 14 Şili'ye Sermaye Girişleri (Milyon Dolar)..... 135
TABLO 15 Kısa Dönem Banka Kresilerinin Toplam Banka Kredilerine Oranı (%)..... 138
TABLO 16 Tobin Vergisinin Kısa ve Uzun Dönem Yatırım Getirileri Üzerindeki Etkisi..... 153
TABLO 17 Farklı Vergi Oranları İçin Yıllık Maliyetler (%)..... 155

TABLO 18 Toplam Vergi Gelirlerinde Finansal ve Sermaye İşlemleri Üzerindeki Vergilerin Payı(%)..... 160

TABLO 19 Global Geleneksel Döviz Piyasası Faaliyetlerinin Coğrafi Dağılımı (Milyar Dolar Cinsinden Ortalama Günlük Hacim)..... 170

TABLO 20 Döviz Piyasasındaki En Aktif Bankaların Piyasa Payları (%)..... 170

TABLO 21 Global Geleneksel Döviz Piyasası Faaliyetlerinin Parasal Dağılımı (%)..... 171

TABLO 22 Global Döviz Piyasası İşlem Hacmi (Milyar Dolar/ Günlük)..... 173

TABLO 23 Tezgah Üstü Döviz Piyasası Türevlerine Ait Göstergeler (Milyar Dolar/ Günlük)..... 173

TABLO 24 Döviz İşlem Hacminde Piyasa Katılımcılarının Payı (%)..... 174

TABLO 25 Farklı Zamanlar İçin Basit, Yıllık Efektif Tobin Vergisi Oranları 188

TABLO 26 Tobin Vergisi İle Oluşcak İşlem Hacmi Küçülmesi ve Vergi Gelirleri Tahminleri..... 195

TABLO 27 1995 Yılı Döviz Hacmine Uygulanan Farklı Vergi Oranlarına ve Vergiden Önceki Düşük ve Yüksek İşlem Maliyetlerine Göre Elde Edilen Gelirler (Milyar Dolar)..... 206

TABLO 28 1998 Yılın'da Geleneksel Döviz Piyasası Faaliyetlerinde Bazı Asya ve Latin Amerika Ülkelerinin Payı (Milyar Dolar ve %).....207

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TABLO 29A Bazı Temel Makroekonomik Göstergelerin Gelişimi (1980-1990)....241

TABLO 29B Bazı Temel Makroekonomik Göstergelerin Gelişimi (1991-2001)....242

TABLO 30 Konsolide Bütçe Gelişmeleri (GSMH'ya Oranlar)..... 246

TABLO 31 Borçlanma Göstergeleri (Milyar Dolar)..... 246

TABLO 32 Finansal Derinleşme Göstergeleri (1980-2002)..... 248

TABLO 33 Mali Varlıkların % Dağılımı (1980-2002)..... 249

TABLO 34 Bankacılık Sisteminin Toplu Blançosu, Aktifler (%'de Paylar)..... 250

TABLO 35 Sermaye Akımlarının Kaynakları (Milyon Dolar ve GSMH'nın %'desi olarak)..... 259

TABLO 36 Sermaye Akımları (GSMH'ya Oran Olarak)..... 260

TABLO 37 Ödemeler Dengesi Verileri (2000-2002/ Milyon Dolar..... 261

TABLO 38 Döviz Kuru ve Enflasyon Oranları (%) 279

TABLO 39 Döviz Piyasasına İlişkin Göstergeler (1988-2001)..... 285

TABLO 40 Döviz Piyasasında İşlemler ve Piyasa Katılımcıları..... 290

TABLO 41 Finansal Varlık ve Finansal İşlemlere Uygulanan Stopaj Oranları (%)..... 329

TABLO 42 Tobin Vergisi İşlem Hacmi ve Gelir Tahminleri..... 345

EK TABLOLAR

EK TABLO 1: 03.09-1995-03.09.2002 Döneminin GARCH (1,1) Tahminleri

EK TABLO 2: 03.09.2000-03.09.2002 Döneminin GARCH (1,1) Tahminleri

EK TABLO 3: Türkiye'de Finansal Sistemde Geçerli Olan Vergilendirme Rejimi

ŞEKİLLER CETVELİ

ŞEKİL 1: Günlük Döviz Kurları (TL/ABD Doları, Dönem: 03.01.1995-03.01.2002)

ŞEKİL 2: Döviz Kuru Volatilitesi (03.01.1995-03.07.2002)

ŞEKİL 3: Döviz Kuru Volatilitesi: 03.09.2000-03.09.2002

ŞEKİL 4: Döviz Kuru Volatilitesi: 03.01.1995-03.09.2002

ŞEKİL 5: Arttırımlı Verginin Uygulama Mekanizması

GİRİŞ

Finansal liberalizasyon geçmiş otuz yılda hem iktisat literatüründe hem de politika yapıcılar ve uygulayıcılar arasında geniş bir tartışma alanı bulmuştur. Finansal liberalizasyon politikaları 1970'ler sonrasında devletin regülatif rolünün azaltılmasına yönelik genel eğilim ve teknolojik gelişme ve ilerlemelerin katkısıyla ülke uygulamalarında da önem ve ağırlık kazanmıştır.

Finansal liberalizasyon, gelişmiş ülkelerde Bretton Woods sabit döviz kuru sisteminin çökmesini izleyen dönemde, makroekonomik dengesizlikleri gidermek ve yavaşlayan ekonomileri canlandırmak için savunulmuş bir politik süreç olarak görülebilir. Gelişmekte olan ülkelerdeki finansal liberalizasyon politikaları ise genellikle ekonomik stabilizasyon yönlü politikalar çatısında uygulanmıştır.

Finansal liberalizasyon teorisi, genel olarak, liberalizasyon politikalarının ekonomik büyüme ve kalkınmaya önemli bir katkısı olduğunu savunmaktadır. Finansal liberalizasyon teorisinin temel hipotezlerini gerçekleştirmede finansal piyasalara, merkezi bir rol verildiği görülmektedir. Teori, bu piyasaların liberalizasyonunun tasarruf ve yatırım oranlarını yükselterek büyüme hızının artmasına katkıda bulunacağını savunmaktadır.

Finansal liberalizasyon yönlü politika uygulamalarının yaygınlık kazandığı süreçte yaşanan, global istikrarsızlıklar ve krizler gerek finansal liberalizasyon teorisine gerekse onun politika uygulamalarına yönelik eleştirilere neden olmuştur. Bu çalışmanın temel amacı, söz konusu istikrarsızlık ve krizlerin bir yandan oluşma riskini azaltmak diğer yandan oluştuğunda zararlı etkilerini en aza indirmek için yapılan bir politika önerisini değerlendirmektir.

Finansal liberalizasyon süreci, finansal sistemlere yönelik temel yapısal değişimler yanında sermayenin sınırlararası hareketliliğinin artmasına

neden olan koşulları yaratmıştır. Bu hareketliliğin ortaya çıkardığı problemler, finansal kesime yönelik liberalizasyon uygulamalarının bir sonucu olduğu için, öncelikle, bu uygulamaların arkasındaki teorik çerçeveyi tanımlayarak çalışmaya başlanılmaktadır. Bu dönemde üzerinde en çok tartışılan konulardan biri, sermayenin hareketliliğinin yapısal problemleri arttırma ve söz konusu istikrarsızlık ve krizleri tetiklemede oynadığı roldür.

Özellikle döviz piyasaları, finansal liberalizasyon uygulamalarının mümkün kıldığı sermaye akımları serbestliği nedeniyle sistemdeki bozuklukların odağında yer almıştır. Çalışmada döviz piyasaları ve döviz kuru teorilerinin ayrıntılı olarak incelenmesinin iki nedeni bulunmaktadır. Birincisi temel istikrarsızlıkların ilk belirtileri döviz piyasasında oluşmakta ve ekonominin diğer alanlarına yayılmaktadır. İkincisi ise, finansal liberalizasyon uygulamaları sürecinde oluşan istikrarsızlık ve krizlerle mücadele etmek için önerilen ve çalışmada ayrıntılarıyla incelenecek olan Tobin vergisinin döviz piyasası işlemleri üzerine getirilen bir vergi olmasıdır.

Çalışmanın birinci bölümü finansal liberalizasyon teorisinin genel çerçevesi ile bu teoriye temel karşı çıkışların genel bir değerlendirmesiyle başlamaktadır. Bununla bağlantılı olarak finansal liberalizasyon sürecinde ortaya çıkan aksaklıkların giderilmesi için devletin rolüne ilişkin teorik gerekçeler belirtilmektedir. Bu bölümde yer alan döviz kuru teorilerinde, döviz kuru oluşumunda belirleyici olan faktörler açıklanmaktadır. Ayrıca döviz piyasaları özelinde iktisadi istikrarsızlık ve krize neden olan unsurlar ayrıntılandırılmaktadır. Bu bölümde son olarak, finansal liberalizasyonun performansını değerlendirmek için gelişmekte olan ülkeler arasında hızlı liberalizasyon uygulamalarıyla öne çıkan Asya ve Latin Amerika'nın yeni gelişen piyasa ekonomileri örnek olarak alınmıştır.

İkinci bölüm, sermaye akımlarına ilişkin açıklamalarla başlamaktadır. Bu bölümde ilk olarak, semayenin uluslararası hareketinin temel belirleyicileri ve finansal liberalizasyonun sermaye akımları üzerindeki etkisi

değerlendirilmektedir. 1990'larda yaşanan krizler, sermaye hareketliliğinin ekonomik büyümeye katkıdan ziyade finansal kırılganlığı artıran istikrarsızlık etkileri taşıdığına ilişkin görüşlerin artmasına neden olmuştur. Bu bölümde ikinci olarak, liberalizasyon politikalarının yarattığı olumsuzlukları düzeltici araç olarak, sermaye kontrollerinin etkinliği ve politika uygulamaları incelenmektedir.

İkinci bölümün son kısmı, sermayenin uluslararası hareketini sınırlandırmak için önerilen Tobin vergisine ilişkin ayrıntılı açıklamaları kapsamaktadır. Burada, öncelikle verginin savunucularının temel argümanları ve bu argümanların geçersizliğini savunan görüşlere yer verilmektedir. Ayrıca verginin iktisat politikası, maliye politikası ve istikrar aracı olarak etkinliği ile uygulama problemlerine ilişkin açıklamalar yer almaktadır.

Üçüncü bölümde, Türkiye'de finansal liberalizasyon süreci ve etkileri incelenmektedir. Bu bölümde öncelikle Türkiye'de finansal liberalizasyon politikalarının kapsamı, hedefleri ve uygulama sonuçları ele alınmaktadır. Çalışmanın bu kısmında, Türkiye'de finansal liberalizasyon döneminin finansal piyasalar ve özellikle döviz piyasaları üzerindeki etkileri ortaya konulmaktadır. Ayrıca sermaye akımlarının, Türkiye'nin liberalizasyon sürecindeki önemi ve iktisadi etkileri incelenmektedir. Son olarak bu süreçte yaşanan istikrarsızlıkları önleyecek politika önerileri ve global düzeyde uygulanacak bir Tobin vergisinin değerlendirilmesi yapılmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL LİBERALİZASYON VE DÖVİZ KURLARI

I. FİNANSAL LİBERALİZASYON

A. FİNANSAL LİBERALİZASYON TEORİSİ

Liberalizasyon kavramı ulusal ekonomi ile ilgili olarak kullanıldığı zaman, mal ve faktör fiyatlarının piyasa koşulları tarafından belirlendiği, devletin ekonomiye müdahalesinin en aza indirildiği ortamı ifade etmektedir. Bu ortamda piyasa ekonomisinin kurum ve kuralları geçerlidir[1].

Piyasalarla ilişkilendirildiğinde liberalizasyon bir piyasada fiyat ve miktar kontrollerinin kaldırılması ya da azaltılmasına yönelik politika uygulamaları olarak görülebilir. Dolayısıyla bir piyasaya ilişkin olarak talep ve arzı kontrol etmek için kullanılacak fiyat ve/veya miktar sınırlamalarının olmadığı piyasalar liberalize olarak değerlendirilmektedir[2].

Finansal liberalizasyon (FL) ise, nominal faiz oranına piyasada oluşacak denge faiz oranının altında bir tavan belirlenmesi şeklinde ortaya çıkan mali baskı uygulamasına ve kredi sınırlamalarına son verilerek, faiz oranlarının idari kararlar dışında serbest piyasa koşullarına göre oluştuğu bir süreci ifade etmektedir[3].

FL politikalarının teorik temeli finansal baskı analizine dayanmaktadır. Gerçekte finansal baskı analizi, tam rekabete güçlü inanışı nedeniyle neoklasik bir bakışa sahiptir. Bu analiz neoklasik düşüncenin mükemmel

---

[1] Vural SAVAŞ: "Türkiye'de Liberalizasyon Sürecinde Maliye Politikalarının Özel Ekonomi Üzerinde Göreli Etkinliği", Türkiye'de Liberalizasyon Sürecinde Maliye Politikaları Açısından Kamu Ekonomisinin Özel Ekonomi Üzerindeki Etkileri, XI. Türkiye Maliye Sempozyumu, (İzmir : Anadolu Matbaacılık, 1997), 1.

[2] Ercan UYGUR: Financial Liberalization and Economic Performance in Turkey, (Ankara, 1993), 1.

[3] Ronald McKINNON: Money and Capital in Economic Development, (Washington, 1973), 22.

piyasalar hipotezini temel almaktadır. Bu hipotezde piyasalarda bütün bilgilerin aynı anda fiyatlara yansıdığı ve işlem maliyetlerinin olmadığı varsayılmıştır. Piyasadaki yatırımcılar fiyatlar tarafından sağlanan bütün bilgiyi kullanarak faydalarını maksimize eden rasyonel birimlerdir. Analizde, devletin rolü ise tarafsız olarak varsayılmıştır. Sistemde vergiler yoktur ya da vergi sistemi tarafsızdır. Dolayısıyla vergilerin kaynak tahsislerine ilişkin karar alma üzerinde bir etkisi bulunmamaktadır[4].

Neoklasik yaklaşımın tanımladığı mükemmel piyasaların işleyişinde, etkin piyasalar hipotezi geçerliliği söz konusudur. Bu hipoteze göre, finansal piyasalar, ekonominin temel göstergelerine ilişkin elde edilebilir bilgiler temelinde sürekli olarak denge varlık fiyatları oluştururlar. Bu denge fiyatındaki küçük oynamalar ekonomik birimlerin arbitraj faaliyetleri ile giderilir. Bu faaliyetler fiyatların denge düzeyine hareketini hızlandırır. Dolayısıyla bu piyasalarda fiyat farklılıklarından ortaya çıkacak normal üstü kazançlar elde etme olanağı bulunmamaktadır. Çünkü bu tür piyasalarda ortaya çıkacak herhangi bir normal üstü kar olanağı, rasyonel ekonomik birimler tarafından hemen tespit edilerek onların işlemleri ve rekabetin artması ile massedilir.

Yaklaşıma göre sistemin işlemesini sağlayan ise bütün bilgilerin fiyat sinyalleri ile aktarıldığı varsayımıdır. Yaklaşıma göre temel göstergeler tarafından tespit edilen fiyatlar, karar almak için gerekli bütün bilgileri yansıtır ve başka hiç bir unsur bu fiyatları etkileyemez. Dolayısıyla neoklasik yaklaşımda, finansal piyasalarda oluşan fiyatların doğru olduğu ve bu piyasaların bilgisel, işlemsel ve dağıtımsal olarak etkin ve rekabetçi olduğu varsayılmıştır.

Etkin piyasalar hipotezine göre, bir piyasa ekonomisinde en önemli bilgi kaynağı olan fiyatların bilgi aktarım aracı olarak etkinliği bilgisel

---

[4] Güven SAK: Public Policies Towards Financial Liberalization: A General Framework and an Evaluation of the Turkish Experience in the 1980's, (Ankara, 1995), 11-14.

etkinliktir[5]. Hipoteze göre, fiyat sinyallerinin bilgiyi iletmedeki etkinliği dağıtımsal etkinliğin de temelidir. Çünkü bu piyasalarda oluşan fiyat sinyalleri, yatırım ve üretim kararları için firmalara ve portföy oluşturma kararları içinde yatırımcılara doğru teşvikleri vermektedir[6].

Finansal baskı analizi savunucularına göre, finansal piyasaların söz konusu fiyat sinyalleriyle sağladığı bilgi iletimi ve kaynak tahsisindeki etkinlik, finansal sistemde müdahaleci devletin varlığı ile bozulmaktadır. Bunun nedeni, devletin finansal sistemdeki müdahaleci uygulamalarının faiz ve kur oranı gibi finansal fiyatları bozmasıdır. Analiz, fiyat ve miktar kontrol mekanizmalarının kaldırılması ile finansal piyasalardaki fiyatların, gerçek kıtlık değerlerini yansıtmada doğru göstergeler haline geleceğini savunmaktadır[7]. Dolayısıyla bu politika analizi devletin finansal sektördeki kontrolleri, piyasadaki oranları ve fon akışını etkileme mekanizmalarının kaldırılmasını savunmaktadır.

Finansal baskı analizinin temel hipotezi, finansal piyasaların ve finansal piyasa yapılarının ekonomik büyüme ve kalkınmada önemli rolleri olduğu noktasında odaklanmıştır. Analizin iki önemli teorisyeni Shaw ve McKinnon, ekonomik büyüme ve gelişmeyi engelleyeceği gerekçesiyle finansal baskıya karşı bir teorik çatı geliştirdiler. Onlara göre, aktif ve etkin bir finansal sistem, fonları, fiziksel sermaye yatırımına yönelik üretken kullanımlara transfer etmek için toplayacaktır. Bu tanımlamaya göre, faiz oranı üzerindeki her tavan üretken kullanımlara transfer edilebilecek mevcut kaynaklarda bir düşmeye varmaktadır. Bunun reel sektör üzerindeki etkisi ise reel büyüme oranında küçülme ve eksik yatırımdır[8].

Kurama göre, faiz oranlarının yapay olarak düşük tutulduğu finansal baskı uzun dönem ekonomik büyümeyi sağlamaz. Çünkü yapay olarak düşük tutulmuş faiz oranları tasarrufları uyarmada yetersiz kalmaktadır. FL'la faiz

---

[5] Hasan ERSEL ve Güven SAK: "Düzenleme ve İktisat Kuramı", Prof.Dr.İsmail Türk'e Armağan, (Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, 1996), 306.
[6] Bu konuda ayrıntılı bilgi için Hasan ERSEL ve Güven SAK: a.g.m., 308; S.M. TINIÇ ve R.R WEST: Investing in Securities, (Massecuses, 1979), 94-99.
[7] Güven SAK: a.g.e., 14.
[8] Güven SAK: a.g.e., 14.

oranlarının kendi denge düzeylerine yükselmesi, tasarrufları üretken olmayan aktiflerden bankacılık sektörüne yönelterek daha verimli alanlarda kullanılmasını mümkün kılacaktır. Bu şekilde artan tasarruflar yatırım için kaynaklarının çok daha etkin kullanımını sağlar. Ayrıca baskı altında tutulan kredi piyasalarının liberalizasyonu, mali piyasaların gelişmesini ve piyasa araçlarının çeşitlenmesini destekler. Bu yolla gerçekleşecek finansal derinleşme ve ekonominin parasallaşması finansal sistemin gelişmesini ve ekonomik büyümeyi sağlayacaktır[9].

FL, iç mali piyasalar ve dış mali işlemlerle ilgili temel politika değişikliklerini kapsamaktadır. İç mali piyasalarla ilgili düzenlemeler;

"i. Serbest faiz politikası,

ii. Kredi kısıtlamalarının gevşetilmesi,

iii. Zorunlu kredi kotalarının azaltılması,

iv. Mali vergilerin düşürülmesi,

v. Mali piyasalar ve bankalar sistemine girişin kolaylaştırılması,

vi. Kamu kesimi finansmanında serbest piyasaya yönelme" [10].

Dış mali işlemlerle ilgili olan liberalizasyon politikaları ise;

"i. Sermaye girişine yönelik işlemler; yurtiçindeki kişilerin yurtdışından serbestçe borçlanarak ya da diğer şekillerde döviz getirmeleri, yurt dışındaki kişilerin ise yurtiçinde serbestçe mali yatırım yapmaları,

ii. Sermaye çıkışına yönelik işlemler ise, yurtdışına sermaye transferi ve yabancıların yurtiçindeki mali piyasalardan borçlanabilmeleri,

---

[9] Ronald McKINNON: a.g.e., 19.
[10] Yılmaz AKYÜZ: "Financial Liberalization: The Key Issues", UNCTAD Discussion Paper, 56, (March 1993), 3.

iii. Yurtiçinde döviz alım ve satımıyla ilgili işlemlere izin verilmesidir"[11].

B. FİNANSAL PİYASALARIN LİBERALİZASYONU

FL teorisinde finansal piyasaların liberalizasyonu ve finansal sektörün yeniden yapılandırılmasının özel bir önemi vardır. Bu piyasalarda FL, rekabetçi baskılar teorik argümanı ile savunulmuştur. Buna göre piyasalara müdahale olmadığı rekabetçi bir ortamda tasarrufların en verimli yatırımlara tahsis edilmesi sağlanarak tasarrufçulardan yatırımcılara kaynak aktarımı iyileştirilir. Bu yolla artan kaynak kullanılabilirliği özel sektörün kredi maliyetlerinin düşmesini mümkün kılarak kaynak tahsisinde etkinliğin gerçekleşmesi sağlanmaktadır[12]. Diğer yandan yabancı finansal kurumların ülkeye girmelerine izin verilmesi yerli finansal piyasaların etkinliğini arttırır. Bu yolla aşırı regüle edilmiş ve potansiyel olarak etkinsiz ulusal kurumlar rekabet disipliniyle karşı karşıya kalırlar. Rekabet ise üretimde ve verimlilikte etkinliği arttıracaktır. Buna ek olarak bu süreçte ulusal otoritelerin politika hataları durumunda uluslararası sermaye piyasaları disipliniyle karşılaşmaları sağlanmaktadır[13].

Bu çerçeve içinde finansal piyasaların liberalizasyonunun gerekçesi, uluslararası ticaret ve yatırımdan elde edilecek refah faydalarını bütünüyle gerçekleştirmektir. Sermaye kontrollerinin kaldırılarak sermayenin serbest hareketliliğinin sağlandığı liberalize ve globalize finansal piyasalarda, tasarruf oranının arttırılacağı ve sermaye maliyetinin global olarak küçültüleceği savunulmaktadır. Bu ise yatırımları arttıracak ve büyümeye katkı yapacaktır.

Özellikle dışsal finansal liberalizasyon, sermaye ihtiyacı içinde olan GOÜ'lere doğru sermaye akımlarını yönlendirerek kaynak tahsisini

---

[11] Yılmaz AKYÜZ: a.g.m., 3.

[12] Ilene GRABEL: "Speculation-Led Economic Development: A Post Keynesian Interpretation of Financial Liberalization Programmes in The Third World", International Review of Applied Economics, 9, 2, (1995), 127-149.

[13] Jeffrey FRANKEL: "Proposal Regarding Restrictions on Capital Flows", The African Finance Journal, 1, (1999), 1.

uluslararası düzeyde iyileştireceği varsayımına dayanmaktadır[14]. Bu yönlendirme, sermaye maliyetinin yüksek olduğu GOÜ'lerde yatırımın yalnızca yurtiçi tasarruftan ziyade dışarıdan borçlanılarak çok daha ucuza finanse edilebilmesini sağlayacaktır. Diğer yandan GÜ yatırımcıları ise GOÜ piyasalarına tasarruflarını yönlendirerek kendi ulusal piyasalarından daha fazla getiri oranı elde edebilirler. Bu ortamda yatırımcılar riski çeşitlendirme fırsatlarından yararlanırlar.

Finansal baskı analizi, GOÜ'lerde, yukarıda belirtilen hususlara ek olarak, kaynak tahsis etkinliğini arttırmanın en önemli yolunun sermaye piyasasının geliştirilmesi olduğunu savunmaktadır. Buna göre, sermaye piyasası şirketler kesimi için banka kredileri dışında alternatif finansman imkanları açacak ve piyasada ortaya çıkacak değerlendirmeler banka yetkililerinin tek taraflı değerlendirmelerinden daha etkin bir kaynak tahsisi gerçekleştirecektir[15]. Bu şekilde kredi tahsis mekanizmalarının iyileştirilmesi ile yatırımlara yönlendirilecek kaynak artışı sağlanmaktadır.

Dolayısıyla finansal baskı analizinin temel politika önerileri; kaynakların etkin dağılımının gerçekleştirilmesi için finansal piyasalardaki regülasyonları kaldırmak, faiz oranları üzerindeki müdahaleleri en aza indirmek, uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki sınırlamaları azaltmak ve sermaye piyasalarını geliştirmektir.

1973'ten bu yana aşamalı olarak uygulamaya konulan liberal politikalar, öncelikle, faiz oranları serbest bırakılan ülkelerde faizlerin beklenilmeyen ölçüde artması ile sonuçlanmıştır. McKinnon özellikle uzun dönem faiz oranı değişkenliğindeki büyük artışları finansal piyasalardaki artan riskler ile açıklamaktadır. Ona göre, reel kur oranı riski 1950 ve 1960'larla karşılaştırıldığında 1980'lerde reel faiz oranları düzeyinin yüksek olmasına yardım etmiştir. Fakat ona göre, daha önemli bir risk nisbi fiyat

---

[14] Nurhan YENTÜRK: "Impact of Capital Inflows on Saving and Investment: A Comparison of Turkey And Latin American Countries", METU Studies In Development, 23, 1, (1996), 153.
[15] İzzettin ÖNDER , Oktar TÜREL, Nazım EKİNCİ, Cem SOMEL: Türkiye'de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar, (İstanbul, 1993), 87.

düzeyi riskidir[16]. Günümüzde ulusal paraların nisbi satın alma gücü paritesi büyük ölçüde belirsizdir. Dolayısıyla uluslararası yatırımcının dolar, yen, mark ve diğer dövizler cinsinden varlıklara ilişkin değerlendirmesi büyük değişkenlik göstermektedir. McKinnon'a göre, bunun nedeni özel döviz işlemcisinin eksik bilgi ile işlem yapmak zorunda olmasıdır. Ona göre faizleri yükseltici etkiler yapan bu faktör döviz piyasalarının sosyal olarak etkinsiz olabileceğini göstermektedir[17]. Finansal baskı analizi savunucularına göre, bu durum FL öngörülerine zarar vermemektedir. Çünkü bu öngörüler, tam bilgi ve mükemmel piyasalar durumunda geçerlidir. Onlara göre, yapılması gereken tam bilgiyi ve mükemmel piyasaları oluşturmaya yönelik politikaları uygulamaktır. Dolayısıyla McKinnon, modelini tam bilgi varsayımı ile tamamlamaktadır.

FL politikalarının 1980'lerden itibaren özellikle GOÜ'lerde neden olduğu yüksek faiz oranları ve makroekonomik istikrarsızlıklar ise neoklasik iktisatçılar arasında liberalizasyonun sırası tartışmasını gündeme getirmiştir. McKinnon'a göre sermaye hesaplarının liberalizasyonu, mallardaki serbest ticarete kadar ertelenmelidir. Ona göre, tersi yapılırsa aşırı sermaye girişi döviz kurunda önemli reel değerlenmeye neden olabilir. 1980'lerdeki ilk deneyimlerden sonra liberalizasyonun başarısı için FL'a giden/gidecek ülkelerde öncelikle makroekonomik dengesizliklerin halledilmesinin gerekliliği savunulmuştur. Bu ülkelerde sermaye hareketliliği üzerindeki sınırlamalar kaldırılmadan önce sağlam bankacılık sistemi ve etkin bir regülasyon yapısının oluşturulmasının önemi üzerinde durulmuştur.

1990'larda ise finansal krizler liberal iktisatçılar arasında temel tartışma konusu olmuştur. Bu finansal krizlerde piyasa bozulmalarının rolü üzerinde durulurken bunları düzeltici devlet müdahalesinin gerekliliği savunulmaya başlanmıştır. Bhagwati, eksik bilgi dünyasında sermaye hareketliliği serbestliğinin varolan bozulmaları büyüttüğünü, ahlaki risk (moral hazard) durumu yarattığını, aşırı risk almayı teşvik ettiğini ve sonuçta büyük

[16] Ronald McKINNON: The Rules of The Game, (London, 1997), 101.
[17] Ronald McKINNON: The Rules of The Game, a.g.e., 469.

ve maliyetli krizler oluşturduğunu belirtirken[18]; Sachs, geçmiş on yılda gerçekleşen finansal krizlerin çoğunun finansal piyasa liberalizasyonu ve özellikle uluslararası finansal hareketler üzerindeki kontrollerin kaldırılmasıyla doğrudan ilgili olduğunu kabul etmektedir. Sachs, krizlerin ülkelere göre değişen nedenleri olmasına rağmen FL'nun devletleri finansal sistemden kaynaklanan sorunlarla mücadelede araçsız bırakmasını ortak bir özellik olarak görür. Bu ortamda sistemin oluşturduğu yapısal dinamikler önce piyasalara daha sonra da ekonomilere negatif etkiler yayarken devletin ulusal makroekonomik politika araçları yetersiz kalmaktadır. Sachs göre, bu durumda dereceli liberalizasyon ve sermaye akımlarının belirli yöntemlerle sınırlandırılması için haklı gerekçeler bulunmaktadır[19].

FL politikalarının uygulandığı dönem içinde oluşan istikrarsızlıklarda önemli bir unsur olarak öne sürülen piyasa aksaklıkları, piyasada oluşan fiyatların etkin fiyatlar olmayabileceğini göstermektedir. Piyasaların etkin fiyatlar oluşturmasını engelleyen önemli piyasa aksaklıkları:

> "Toplumsal malların varlığı ve piyasada herhangi bir fiyatın oluşamaması, dışsal etkiler ve fiyatların sosyal maliyet-faydaları yansıtmaması, belirsizlik ve riskin yarattığı istikrarsızlık, özellikle mali piyasaların istikrarsızlığı ve spekülasyondur"[20].

Neoklasik kuramda devlet müdahalesi, tam rekabetin optimum kaynak tahsisini sağlamaya yetmediği bu durumlarda aksaklıkları düzeltme anlamında doğrulanmaktadır.

---

[18] J. BHAGWATI: "The Capital Myth: The Difference Between Trade in Widgets and Trade in Dolars", Foreign Affairs, 77, (1998), 7-12.

[19] Jeffrey SACHS: "Alternative Approaches To Financial Crises in Emerging Markets", Capital Flows and Financial Crises, Der. Miles KAHLER, (New York: Comell University Press, 1998), 248.

[20] Tüfay ARIN: "Anayasal İktisat ve Refah Devleti: TİSK ve TUSİAD'in Asgari Devlet Raporlarının Eleştirisi", Ekonomide Durum, (Bahar-Yaz 1997), 75.

Dolayısıyla neoklasik yaklaşım finansal serbestleşmenin ilk aşamasında ekonomiyi finansal istikrarsızlıklardan korumak için sınırlı bir finansal baskının sürdürülmesi gerektiğini savunmaktadır.

C. FİNANSAL LİBERALİZASYON TEORİSİNE ELEŞTİRİLER

FL teorisine yapılan eleştirilerden ilki, FL sonrası faiz oranları üzerindeki kontrollerin kalkmasıyla faizlerin piyasa dengelerini yansıtacak şekilde yükselmesinin fon arzını arttıracağı varsayımına yapılmıştır. Oysa Keynesyen analiz tasarrufları belirleyen en önemli unsur olarak gelir düzeyini kabul etmektedir.

Yeni yapısalcı yaklaşıma göre ise FL faiz oranlarının yükselmesi ile üretim maliyetlerini arttırma yoluyla enflasyonu hızlandırıcı bir etki yapmaktadır. Bu yaklaşım, neoklasik okulun aksine FL'un stagflasyona ve borç verilebilir fon arzında azalmaya yol açması nedeniyle büyümeyi engelleyeceğini belirtmektedir. Bu görüş; finansal baskının, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, faiz oranlarının yükselmesini önleyerek yatırımları ve ekonomik büyümeyi hızlandıracağı ve enflasyonu düşüreceğini savunmaktadır[21].

FL teorisine Keynesyen yaklaşımın eleştirisi bu yaklaşım içindeki farklı okullarda oldukça geniş kapsamlı ele alınmıştır. FL teorisine Keynesyen yaklaşımın eleştirisi, öncelikle, onun temel hipotezlerinin geçersizliği çerçevesinde yapılmıştır. Buna göre, neoklasik kuramın mevcut bilgilerin fiyatlara yansıdığı etkin piyasalar hipotezi geçerli değildir.

Keynezyen kuram, etkin piyasalar hipotezinin geçersizliğini piyasalardaki spekülatif dinamiklerin varlığı ile açıklamaktadır. Bu yaklaşıma göre, etkin piyasalar hipotezinin geçersizliğine neden olan piyasaların belirsizlik, bilgi eksikliği ve riskler ile kuşatılmış olmasıdır. Felix'e gore:

---

[21] Ilene GRABEL: a.g.m., 129.

"Bu sorunlar ise piyasanın kendi içsel koşullarından ortaya çıkar. Ekonomik birimlerin sürü davranışları belirsizlik koşullarında herbir kişinin rasyonel davranışı haline gelir. Bir yandan geleceğin belirsiz olduğunu düşünen ekonomik birimlerin varlık/fiyat beklentileri farklılaşır. Diğer yandan temel ekonomik göstergelerdeki değişikliklerin denge fiyatını nasıl etkileyeceğinden ziyade, diğer piyasa katılımcılarının değişikliklere ilişkin haberlere kollektif olarak nasıl reaksiyon göstereceğini ölçen (noise) işlemler rasyonel işlem stratejisi haline gelir[22].

Bu ortamda fiyatlar ekonomik göstergelerin doğruladığı düzeyinden büyük sapmalar gösterebilmektedir.

Dolayısıyla bu yaklaşıma göre, rasyonel beklentilere sahip piyasa katılımcısının denge fiyatını bildiği ve piyasada geçerli fiyat bu fiyatın altında ya da üstündeyse fiyatın dengeye hareket etmesini sağlayacak şekilde davrandığı varsayımı reel dünya gerçeklerine uymamaktadır.

Keynes'in ifadesiyle, finansal piyasalardaki işlemciler bir varlığın beklenen getirisinin uzun dönem tahminini temel belirleyici yapmazlar. Onlar daha ziyade büyük bir psikolojinin ve çoklukla sürü psikolojisinin etkisi altındaki piyasanın, bu varlığı hangi değerden fiyatlandıracağı ile ilgilidirler[23].

Onlara göre bu dinamikler nedeniyle finansal piyasalarda spekülasyonun üstünlüğü söz konusudur. Summers'a göre "Bu spekülasyon riski küçültmekten ziyade risk yaratabilir, yatırım tahsislerini bozabilir ve varlık fiyatlarının içerdiği bilgiyi sınırlayabilir"[24]. Dolayısıyla bu dinamikler etkin

---

[22] David FELIX: "On Drawing General Policy Lessons From Recent Latin American Currency Crises", Journal of Post Keynesian Economics, 20, 2, (Winter 1997-98), 196-197.
[23] John KEYNES: The General Theory of Employment Interest and Money, (London, 1936), 154-155.
[24] H. Lawrence SUMMERS ve Victoria P. SUMMERS: "When Financial Markets Work To Well: A Case For A Security Transactions Tax", Journal of Financial Services Research, 3, 2-3, (1989), 154.

piyasalar hipotezinde sistemin işlemesi için gerekli bilginin aktarıldığı fiyat mekanizmasının etkinliğini büyük ölçüde azaltmaktadır.

Bir başka ifadeyle rekabetçi piyasaların bilgisel olarak etkin olmamasının nedeni, fiyat sinyallerinin sistemin işlemesi için gerekli bilgiyi sağlamamasıdır. Bu konu Grosman ve Stiglitz tarafından kapsamlı bir biçimde ortaya konulmuştur[25]. Grosman ve Stiglitz'in görüşleri Ersel ve Sak tarafından ayrıntılı bir analizle ele alınmıştır. Bu analizlere göre piyasalarda bilgisel etkinliğin olmayışı iki nedenden kaynaklanmaktadır:

i. Neoklasik yaklaşımda piyasanın bilgisel etkinliği fiyat sisteminin ekonomik karar alıcılara ilgili bütün bilgiyi geçirdiği iddiasına dayanmaktadır. Oysa bütün bilgi aynı anda fiyata geçirildiğinde bilgi araştırma ve toplamadan elde edilecek herhangi bir kazanım olmayacaktır. Bu durumda eğer hiç kimse araştırmaz ve bilgi toplamaz ise fiyatlar herhangi bir bilgi geçirme işlevi yerine getirmeyecektir. Çünkü hiç kimse herhangi bir özel bilgiye sahip bulunmamaktadır[26]. Bu yaklaşım, rekabetçi piyasaların bilgisel olarak etkin olmayabileceği temelindeki görüşler için önemli bir iddia sağlamaktadır.

ii. Sistemin bilgisel olarak etkin olmadığına yönelik ikinci argüman asimetrik bilgi probleminden ortaya çıkar. Asimetrik bilgi, işlemin bir tarafındaki kişinin diğerine göre daha az bilgiye sahip olması durumudur. Bilgi sistemde simetrik olarak yayılmamıştır ve sistemde informe olan ve olmayan ekonomik birimler aktif durumdadır. Etkin piyasalar hipotezine zıt olarak, farklı birimler için bilgi setleri aynı ya da tek değildir. Finansal piyasalardaki asimetrik bilgi piyasa mekanizmasının bozulmasına varan ters seçim ve ahlaki risk (moral hazard) tipi problemlere neden olabilir. Yatırımcıların aracı kurum ya da şirket yöneticilerine göre yeterli bilgiye sahip olmayarak mevcut seçenekler içinde karar vermesi ters seçim olarak adlandırılır. Aracı ve şirket yöneticilerinin yatırımcıya oranla bilgisel açıdan üstün olmalarının daha sonraki aşamada yatırımcıyı zarara uğratabilme potansiyeli taşıması ise

---

[25] Bu konuda Bkz. S. GROSMAN, J. E. STIGLITZ: "On The Imposibility of Informationally Efficient Markets", American Economic Review, 70, (June 1980), 393-408;
[26] Hasan ERSEL ve Güven SAK: a.g.m., 310.

ahlaki tehlike problemidir. Her iki durum da piyasada bilgisel etkinliğin olmamasının göstergesidir[27].

Dolayısıyla finansal piyasalardaki asimetrik bilgi probleminin varlığının bu piyasaların kaynak tahsis etkinliğine büyük zarar verdiği savunulmaktadır. Teorik düzeyde finansal piyasaların etkin kaynak tahsisini sağlayacağı hipotezine karşı, asimetrik bilgi faktörünün etkisiyle doğrudan katılımcıların elde ettiği yararların genel refahı kötüleştirdiği için liberal finansal piyasaların bozucu olduğu belirtilmektedir[28].

Buraya kadar belirtilen yaklaşımlar piyasa mekanizmasının asli olarak ekonomik birimlere doğru sinyaller ve teşvikler oluşturma kabiliyetinde olmadığı sonucunu getirmektedir. Rekabetçi piyasalardaki yapısal problemler piyasa mekanizmasının fiyatları dengeye getirecek otomatik ayarlama mekanizması olarak çalışmasını önlemektedir. Piyasa fiyatlarının her zaman denge fiyatlar olmayabileceği ve piyasaların yanlış fiyatlar/teşvikler üretebileceği argümanı, izleyen bölümde ayrıntılarıyla açıklanacak iki teori tarafından desteklenmektedir. Bunlar rasyonel şişme teorisi ve Dornbusch'un 'hedefi aşma' (overshooting) analizidir.

Rasyonel şişme teorisinde, piyasa tarafından bulunan denge fiyatının, varlığın temel değerini yansıtmayacağı savunulmaktadır. Bir şişme olayında piyasa fiyatları tasarrufların en iyi kullanıma tahsiste iyi bir mekanizma oluşturmamaktadır. Eğer rasyonel şişme teorisi geçerliyse piyasa etkinliği amacı elde edilmemektedir.

Dornbusch'un döviz piyasaları kapsamındaki analizine göre, varlık fiyatları (döviz kurları) hedefi aşabilir (overshoot) ve dolayısıyla bu fiyatlar belli bir zaman periyodunda aşırı değerlenmiş/değer kaybetmiş kalabilir. Finansal piyasalarda fiyatların temel değerlerini yansıtmadığı bu durumda da piyasa etkinliği amacı gerçekleşmemektedir.

---

[27] Güven SAK: a.g.e., 17.
[28] Barry EICHENGREEN ve Michael MUSSA: "Capital Account Liberalization and IMF ", Finance and Development, 35, 4, (December 1998), 1.

Dolayısıyla eğer finansal piyasalardaki fiyatlar söz konusu yapısal faktörler nedeniyle yanlış olma eğilimindeyse, ekonomik büyüme ve etkin kaynak tahsisine ilişkin hedefler finansal baskı analizi politika araçları ile elde edilemez[29].

Keynesyen yaklaşım içinde asimetrik bilgi probleminin para ve sermaye piyasalarına yansıması Yeni Keynesyen yaklaşım tarafından, ters seçim ve kredi tayınlaması mekanizması ile açıklanmaktadır. Finansal piyasalardan borç alanlar projelerinin beklenen getiri ve risk durumu hakkında tam bilgiye sahiptirler. Fakat bu bilgi borç verenler açısından mümkün değildir. FL durumunda faizlerin yükselmesiyle asimetrik problem oldukça önemli bir sorun haline gelmektedir. Beklenen getirileri ve risk düzeyleri düşük olan projelerin yüksek borçlanma maliyetinde gerçekleşme imkanı azalır. Geriye beklenen getirisi yüksek, risk düzeyi düşük ve/veya yüksek projeler kalır. Diğer bir ifadeyle düşük getirili ve düşük riskli projeler yüksek faizler nedeniyle devre dışı kalmaktadır. Grabel'e göre "Kreditörler asimetrik bilgi nedeniyle düşük ve yüksek riskli projeler arasında ayırım yapamadıklarında, borçlu havuzundan rasgele bir seçim yapmak zorunda kalırlar" [30]. Bu, "yeni-Keynesyen ters seçim hipotezi" olarak adlandırılır.

Yeni Keynesyen yaklaşım para ve sermaye piyasalarından fon sağlamanın gerçekleşmesinde fon maliyetlerinden ziyade fon arzını ön plana çıkarmıştır. Bu yaklaşımlar kredi tayınlaması başlığı altında ele alınmaktadır. Kredi tayınlamasında faiz, risk faktörü ve belirsizlik nedeniyle fon arz ve talebini ayarlayamaz. Bu nedenle Paya tarafından ifade edilen biçimiyle "Fon arz edenler riskli proje taleplerini faizi arttırarak karşılamak yerine fon taleplerini geri çevirmeyi yeğlemektedirler"[31]. Dolayısıyla asimetrik bilgi ve belirsizlik ortamı nedeniyle yatırım projeleriyle ilgili gerçek risk ve getirilere uygun doğru seçim yapmak mümkün olmamaktadır. Yeni Keynesyenlere göre bu süreç doğru yatırım kararları almayı güçleştirerek kaynak tahsislerinde bozulmalara neden olmaktadır.

---

[29] Güven SAK: a.g.e., 16.
[30] Ilene GRABEL: a.g.m., 131-132.
[31] Merih PAYA: Para Teorisi ve Para Politikası, (İstanbul, 1998), 359.

FL politikalarının GOÜ'lere yönelik öngörüleri ampirik olduğu kadar teorik alanda da oldukça tartışmalıdır. Neoklasik iktisatçılar analizlerini bu ülkelerin kredi piyasasındaki baskı ve eksik rekabet üzerinde yoğunlaştırdılar. Keynesyenlere göre ise, yukarıda belirtildiği gibi, kredi piyasaları tam rekabetçi olsalar bile fon arz eden ve talep edenler arasındaki asimetrik bilgi nedeniyle piyasa tarafından tespit edilen faiz oranı kredilerin etkin tahsisini sağlamaz.

Bu konuda temel görüş, GOÜ'lerde finansal istikrarın sağlanması için istikrarlı bir faiz oranının büyük önem taşımasıdır. Finansal baskı sonrasında faizlerin serbest bırakılması faiz oranlarını yükselterek finansal istikrarın oluşmasına katkıda bulunmamaktadır. Ayrıca GOÜ'lerde sabit sermaye yatırımları için sermaye piyasalarından fon sağlamak mümkün olmaz. Bunun en önemli nedeni sermaye piyasalarında hisse senedi fiyatlarının yükseliş ve düşüşüne göre gerçekleşen hızlı likidite dalgalanmalarıdır. Bu dalgalanmalar söz konusu piyasaların sabit sermaye yatırımlarına kaynak aktarmada yetersiz kalmasına yol açmaktadır[32].

Grabel, GOÜ'lerde FL politikalarının etkilerini spekülatif kalkınma modeli ile açıklamaktadır. Ona göre bu politikalar fon arz ve talebi üzerinde önemli etkiler oluşturmaktadır. Talep yönüne bakıldığında; yüksek kredi faizlerinin riskli yatırımları avantajlı kılması, kurumsal yeniliklerin kısa vadeli spekülatif yatırımlar için yeni fırsatlar yaratması ve kısa ve uzun vadeli faiz farkı artarak spekülatif yatırımlara yoğunlaşma biçiminde bir sapmanın oluşması şeklinde belirtilebilir[33]. Böylece finansal olmayan işletmeler, yeni yatırım projeleri için uzun vadeli finansmanı artık daha pahalıya elde ederler. Bu durumda kredi talebi azalabilir ya da uzun vadeli yatırımlar kısa vadeli fonlarla finanse edilerek ve reel sektör yatırımlarının faiz şoklarına karşı duyarlılığı artabilir. Bu sürecin sonucunda FL piyasalarda yerleştirilmeye çalışılırken özel sektör finansal piyasalardan uzaklaşabilir. Özel sektör

---

[32] Bu konuda bkz. Ajit SING: "The Stock Market and Economic Development: Should Developing Countries Encourage Stock-Markets", UNCTAD Discussion Paper, 49, (October 1992), 33.

[33] Ilene GRABEL: a.g.m., 134-140.

yatırım amaçlı kredi yerine işletme sermayesi finansmanı ihtiyacı kaynaklı kredi talep edebilir ya da faiz ve kur riskinden korunmak için öz kaynakla ya da ticari kredi ile çalışmaya ağırlık verebilir.

FL politikalarının fon arzı üzerindeki etkileri ise, FL'un borç verenlerin davranışlarını nasıl etkilediğine bağlıdır. Borç verenlerin faiz ve getiri oranına ilişkin değerlendirmeleri iş ortamının genel görünümü ve beklentileri çerçevesinde şekillenmektedir. Reel yatırımların getirilerine ilişkin beklentilerdeki aşırı iyimserlik faizlerin normal değerinin çok üzerine çıkmasına neden olabilir. İyimser ortamda artan kar beklentileri hem borç verenleri hem de borçluların kredi arz ve talebini arttırmalarına yol açar. Ayrıca rekabetçi baskılar, finansal kurumların daha az rekabetçi bir ortamda uygun görmeyebilecekleri yatırım projelerini finanse etmelerine varabilir [34]. Bu ortam oldukça ihtiyatlı kurumları bile spekülatif finansmana zorlayabilir. Sonuçta bütün ekonomi daha yüksek risk derecesine dayanmak durumunda kalır[35].

Bu sürecin ulusal ekonomiler için orta ve uzun vadeli sonuçları oldukça önemlidir. Orta dönemde finansal sistemin kırılganlığındaki artış, krize hassas bir ekonomik yapılanmanın ifadesidir. Yüksek faizlerin uzun vadeli yatırım projelerinin hayata geçirilmesini engellemesi, ekonominin uzun vadeli ekonomik büyüme perspektifinden uzaklaşmasına neden olur.

Stiglitz'e göre GOÜ'lerdeki sermaye hesaplarının liberalizasyonunun yatırım ve büyümeyi hızlandırıcı etkileri oldukça sınırlıdır. Bu ülkelere yönelen sermaye akımları büyük ölçüde konjonktüreldir ve ekonomik dalgalanmaların şiddetini arttırarak istikrarsızlık etkileri oluşturur. Bunun nedeni sermaye piyasaları liberalizasyonunun ekonomileri dış dünyadaki iktisadi olaylardaki değişikliklere açık bırakmasıdır. GOÜ piyasalarıyla ilgili kreditörlerin

---

[34] Ilene GRABEL: a.g.m., 141-142.

[35] FL ile bankacılık sistemine girişin kolaylaşması ile artan bankalararası rekabet bir başka açıdan ekonominin risk derecesini arttırır. Buna göre bankacılık alanında artan rekabetin 'gelecekteki' karlılık beklentilerini azaltarak bankaları karlılıklarını korumak için daha riskli işlemlere yöneltmesi beklenebilir. Bkz. Güven SAK: "Rekabetin İyisi", Radikal, (18 Haziran 1998), 15.

algılamasındaki ani değişiklik tüm finansal sistemin yaşayabilirliğini tehlikeye sokarak çok büyük sermaye çıkışlarına varabilir[36].

GOÜ'lere yönelen sermaye akımlarının kısa dönemli ve geri dönebilir niteliği yatırımlar için kullanılabilecek fonların sağlanmasını büyük ölçüde sınırlamaktadır.

Finansal baskı analizinin GOÜ'lere ilişkin olarak finansal piyasaların ulusal politika yapıcılarını daha tutarlı politikalara doğru disipline edeceği varsayımı ise sınırlı bir destek bulmaktadır. Özellikle global sermaye piyasası bozulmaları, finansal piyasaların hükümetleri daha iyi politikalara doğru disipline edeceğine yönelik neoklasik varsayıma zarar vermektedir. Bu nitelikteki bozulmalar asimetrik bilgi, aşırı risk alma ve piyasalarda görülen çoklu denge özellikleridir[37]. Daha önce bahsedilen asimetrik bilgi yatırımcılar arasında 'sürü davranış' ve 'tıkanma' gibi piyasa bozulmalarına neden olmaktadır. Ahlaki risk probleminde bazı piyasa katılımcılarının iflas etmelerine izin verilmeyeceğine yönelik inanç, finansal yatırımcıların aşırı risk almasına neden olabilmektedir. Son olarak finansal piyasaların tek bir denge fiyatı oluşturacağı varsayımı, bu piyasaların çoklu denge özelliği gösterdiği savunularak gerçekçi bulunmamaktadır. Buna göre finansal piyasaların ekonominin temel göstergeleriyle ilgisi olmayan ve farklılaşan beklentilerin neden olduğu çoklu denge özelliği piyasada tek bir denge fiyatının oluşmasını önlemektedir.

Bu ve benzeri piyasa başarısızlıkları, çoğu halde, ekonominin temel göstergelerinden bağımsız olarak ya piyasalardaki bozulmalar ya da belirli piyasa katılımcılarının faaliyetleri ile oluşmaktadır. Dolayısıyla FL politikaları ile serbestleşen sermaye hareketlerinin hükümetleri tutarlı politikalara doğru disipline edeceği oldukça şüpheli görünürken, izleyen bölümde açıklanacağı üzere, sermaye hareketliliği ulusal politika bağımsızlığının yitirilmesine varabilmektedir.

---

[36] Joseph STIGLITZ: "Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability", Word Development, 28, 6, (2000), 1080-1081.

[37] Helmut REISEN: "Policies for Crisis Prevention", Achiving Financial Stability in Asia, Der. R. ADHIKARI, U. HIEMENZ, (Paris: OECD publications, 2000), 81.

D. FİNANSAL PİYASALARDA LİBERALİZASYONUN SINIRLANDIRILMASI; FİNANSAL LİBERALİZASYONDA DEVLETİN ROLÜ

Finansal piyasaların en önemli sosyal fonksiyonu, temel göstergeler tarafından tespit edilen gelecekteki getiri oranına ilişkin güvenilebilir bilgiye dayalı olarak endüstrilerarası sermaye tahsisini doğrulamaktır[38]. Riski dağıtma, kıt sermayeyi yatırımlara tahsis etme, çeşitli işlemciler tarafından sahip olunan bilgiyi işleme ve yayma fonksiyonu olan finansal piyasalarda, işlemleri kolaylaştırmanın ekonomik etkinliğe yardımcı olacağı savunulur. Summers ve Summers'a göre:

> "İşlemleri kolaylaştırmanın finansal piyasaların sosyal fonksiyonunu iyileştireceği argümanı ise etkin piyasalar hipotezinin kabulüne dayanır. Bütün piyasa katılımcıları için aynı bilginin mevcut olduğu, bu bilginin doğru işlendiği ve işlem maliyetlerinin olmadığı finansal piyasalarda temel gösterge değerlerini yakından izleyen fiyatların; doğru ekonomik sinyaller sağladığı, yatırımlara doğru rehberlik ettiği ve riskin yayılmasını kolaylaştırdığı savunulmuştur"[39].

Bununla birlikte finansal baskı analizinin temel varsayımları -finansal piyasalardaki hükümet kontrollerinin kaldırılmasıyla piyasaların otomatik olarak ayarlanacağı ve dolayısıyla finansal piyasalardaki fiyatların doğru ve bu piyasaların bilgisel olarak etkin ve rekabetçi olduğu- güçlü bir teorik destek bulmamaktadır. Bir önceki bölümde belirtildiği gibi piyasa fiyatları her zaman denge fiyatları olmayabileceği, dolayısıyla piyasaların yanlış fiyatlar/teşvikler üretebileceği durumlar teoride geniş bir yer bulmuştur. Sak'a göre "Eğer

---

[38] Joseph STIGLITZ: "Using Tax Policy To Curb Speculative Short-Term Trading", Journal of Financial Services Research, 3, (1989), 102-103.
[39] Lawrence SUMMERS ve Victoria SUMMERS: a.g.m., 154.

piyasa temelli yanlış teşvikler bir olasılık ise FL sürecinde kamu politikası finansal baskı analizinin öngördüğünden daha aktif olmak zorundadır"[40].

Bu piyasalara müdahale için haklı gösterilebilecek gerekçeler aşağıdaki gibi sıralanabilir;

i. Stiglitz'e göre sermaye piyasaları iyi çalıştığı zaman marjinal getiriler bütün sektörlerde ve firmalarda eşitlenir. Ayrıca sermaye piyasaları riskleri biriktirip yayarak risk pirimini düşürürler. Böylece firmalar daha büyük riskli ve daha yüksek beklenen getirili yatırımlar yapabilirler[41]. Fakat tasarruf ve yatırımların sosyal getirilerinin özel getirileri aşmasına neden olan bir piyasa başarısızlığı ya da boşluğu varsa devletin müdahalesi gereklidir. Bu müdahalenin amacı finansal kurum ve piyasaların daha iyi çalışmasını sağlamaktır.

Stiglitz'e göre söz konusu piyasa başarısızlığının nedeni bu piyasalarda sosyal riskin özel riske eşit olmamasıdır. Bir başka ifadeyle piyasa özel riski etkin olarak fiyatlayamamaktadır. Bu durumda piyasa, kendi haline bırakılırsa, sosyal olarak etkin olduğundan daha fazla risk biriktirecektir. Stiglitz'e göre piyasa irrasyonalitesinin göstergesi olan bu durumlara, piyasa katılımcılarının kısa zaman dilimleri üzerine aşırı yoğunlaşması ve büyük ölçüde diğer piyasa katılımcılarının nasıl hareket edeceğinin tahminine yönelmesi örnek olarak verilebilir. Ona göre, bu yapıların etkisindeki finansal kararların ortaya çıkardığı sistemik risk ve neden olduğu tıkanma, uluslararası sermaye akımlarına yönelik regülasyon veya vergi biçimindeki müdahaleler için en önemli gerekçedir[42].

ii. Stiglitz'e göre "Bilgi piyasa mekanizmasının kırılmasına varabilecek sosyal bir maldır. Sosyal mallar durumunda denge fiyatlarını bulmak için

---

[40] Güven SAK: a.g.e., 8-15.
[41] Joseph STIGLITZ ve Marilou UY: "Financial Markets, Public Policy, and The East Asian Miracle", World Bank Research Observer, 11, 2, (Agust 1996), 250.
[42] Joseph STIGLITZ: "Must Financial Crises Be This Frequent And This Painful?", IMF McKay Lecture, (1998), 1-22.

piyasa dışı çözüm araçlarına ihtiyaç vardır"[43]. Benzer biçimde Sak'a göre "Bilgi üretiminin etkinliğini sınırlandıran temel problem bilginin bir sosyal mal hüviyetinde olmasıdır"[44]. Sosyal mallar durumunda ise piyasa mekanizması etkin kaynak tahsisini sağlamamaktadır.

Nitekim aksak bilgi söz konusu olduğunda etkin kaynak dağılımının ancak uygun bir vergi ve sübvansiyon dizgesi ile gerçekleştirilebileceği, dolayısıyla devletin piyasa ekonomisine müdahale ve/veya düzenleme işlevlerinin daha fazla temeli olduğu savunulmuştur.

iii. FL politikalarının neden olduğu uluslararası entegrasyon süreci bir ülke veya bölgeye ait ekonomik etkilerin sınırlarötesi yayılmasını kolaylaştırmıştır. Örneğin finansal piyasaların kaynak tahsis mekanizması olarak etkinliğini büyük ölçüde zedeleyen asimetrik bilginin uluslararası düzeyde geçerli olduğunu düşünmek için gerekçeler vardır. Coğrafi ve kültürel mesafe bilginin elde edilmesinde bir güçlük olmasına rağmen bilgi ve iletişim teknolojisindeki devrimin ekonomik mesafeleri azaltarak uluslararası finansal işlemleri canlandırmada önemli bir etkisi olmuştur. Fakat bu aynı zamanda global finansal piyasaların ani yatırımcı reaksiyonu, öngörülemez piyasa dalgalanmaları ve finansal krizlerle karşılaşmasına neden olmaktadır[45]. Dünyanın bir bölgesindeki kriz aynı zamanda ya da finansal sistemin derinliğine bağlı olarak gecikmeli olarak ulusal finans piyasalarını vurarak global bir finansal krize dönüşmektedir.

Felix'e göre:

> "Ulusal ve uluslararası finansal yatırımcıların ülke finansal piyasalarına giriş ve çıkış şeklindeki davranışlarının istikrar bozucu etkileri ülke için negatif dışsallık oluşturmaktadır. Döviz

---

[43] Joseph STIGLITZ: "Information and Economic Analysis", a.g.m., 172. ; Hasan ERSEL ve Güven SAK: a.g.m., 312.
[44] Güven SAK: "Sermaye Piyasalarının İşleyişi ve Kural Hakimiyeti", Başak Dergisi, (Ocak-Şubat 1997), 17.
[45] Barry EICHENGREEN ve Michael MUSSA: a.g.m, 4.

kuru istikrarı ve istikrarlı bir uluslararası finansal sistem temel bir sosyal maldır"[46].

Bu çerçevede finansal piyasalarda istikrarı sağlayabilmek için devletin bir takım yasal ve kurumsal düzenlemeler yapması zorunludur.

iv. Piyasa ideal koşullar altında olabilecek etkin kaynak tahsisini sağlasa bile piyasa tarafından sağlanan gelir dağılımı etkinsiz olabilir. Bu nedenle, Stiglitz'e göre "Finansal piyasalara devlet müdahalesinin en önemli amaçlarından biri ortaya çıkan yanlış tahsisleri düzeltmektir"[47].

v. Döviz piyasasında 'çoklu denge' oluşmasına neden olan piyasa bozulmaları devletlerin finansal piyasalara müdahalesi için diğer bir önemli gerekçedir. Eğer çoklu denge oluşursa birinci en iyi durumun sermaye piyasalarına devlet müdahalesi ile elde edilebileceği ya da sürdürülebileceği savunulmaktadır.

Bunun en önemli nedeni, spekülatif saldırı modellerinin çoklu denge durumunda krizlerin, çoğunlukla, sürdürülemez makroekonomik politikaların sonucu değil kendi kendini doğrulayan spekülatif beklentilerin sonucu olmasıdır. Obstfeld'e göre "Bu tür krizler açıkça gereksizdir ve diğer halde yaşayabilir döviz kuru rejimlerinin çökmesine varmaktadır"[48].

Devletin sermaye kontrolleri formundaki sınırlamaları, saldırıların başlamasını önemli ölçüde yavaşlatabilir ve çoklu dengeyi oluşturan koşulları değiştirebilir. Böylece çoklu denge durumunda ortaya çıkacak refah küçültücü etkiler giderilmiş olmaktadır.

vi. Son olarak devlet müdahalesinin yokluğunun bu etkileri büyüteceği savunulabilir. Stiglitz'e göre:

---

[46] David FELIX: "Financial Globalization Versus Free Trade: The Case For the Tobin Tax", UNCTAD Discussion Paper, 108, (1996), 11.
[47] Joseph STIGLITZ ve Marilou UY: a.g.m, 250.
[48] Maurice OBSTFELD: "Rational and Self-Fulling Balance of Payment Crises", The American Economic Review, 70, 1, (March 1986), 72-79.

"Hiçbir finansal kurum bir finansal sıkıntıdan kaçınmak için kendi kendine bir şey yapamaz. Bilgi yetersizlikleri ve bankalararası kredi bağlantılarının yoğunluğu, finansal başarısızlığın etkilerinin tek bir finansal kurumun ya da bankanın sıkıntılarının çok ötesine yayılabileceğinin göstergesidir. Sistemde çok büyük negatif dışsallıklar söz konusudur ve bu dışsallıklar ahlaki tehlike (moral hazard)[49] problemi tarafından çoğaltılır"[50].

Söz konusu etkilerin kontrol altına alınması devletin finansal sistemde uygulayacağı çeşitli düzenleme biçimleri ile sağlanmaktadır. İkinci bölümde farklı amaçlar için tasarlanmış düzenleme biçimleri ele alınmaktadır.

II. FİNANSAL LİBERALİZASYONUN DÖVİZ KURU TEORİLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

A. DÖVİZ KURU TEORİLERİ

Bretton Woods sisteminin çöktüğü 1973 sonrasında döviz kurlarının oluşumu, piyasa koşullarına bırakılarak dalgalanan döviz kuru rejimlerine geçilmiştir. Bu tarihten önce döviz kurlarının oluşumu geleneksel döviz kuru teorileri ile açıklanmıştır. Bunlar; satın alma gücü paritesi yaklaşımı, ödemeler dengesi yaklaşımı ve faiz oranı paritesidir. Bu teoriler, endüstrileşmiş ülkelerde esnek kur oranı rejimlerinin uygulamasına geçildiği 1973 sonrasında, döviz piyasasındaki oluşumları açıklamada yetersiz kalsa da modern teoriler için başlangıç noktası olmuştur.

1. Geleneksel Döviz Kuru Teorileri

Arbitraj; tacirlerin malları, hizmetleri ve sermayeyi daha yüksek getiri öneren piyasalara hareket ettirmelerini teşvik eden fiyat farklılıklarıdır. Bu

---

[49] Piyasa katılımcısının riski kendisi yüklenmediği için riskten korunmak için gerekli çabayı göstermemesidir.

[50] Joseph STIGLITZ ve Marilou UY: a.g.m., 256.

hareket teorik olarak uluslararası getiriler eşitleninceye kadar sürer. Arbitraj kısa dönem sermaye akımlarının kaynağıdır. Çünkü yatırımcılar piyasalar arasındaki faiz ve kur oranı farklılığından yararlanmak için sermayelerini farklı ülkelere hareket ettirirler.

Döviz piyasasında arbitraj, bir dövizin aynı veya değişik piyasalarda belli bir zamanda aynı ulusal para ile ifade edildiğinde tek fiyatının oluşmasına yol açar. Çünkü arbitrajcılar dövizi ucuz fiyatlı yerel piyasadan alıp yüksek fiyatlı bir başka yerel piyasada sattıkça birinci piyasada fiyatlar yükselir, diğerinde düşer ve sonunda fiyatlarda eşitlik sağlanır.

Uluslararası finansta arbitraj faaliyetlerinin sonucu ekonomideki temel değişkenlerin birbirleriyle ilişkileri çeşitli paritelerle tanımlanmıştır. Bunlardan ikisi satın alma gücü paritesi ve faiz oranı paritesidir[51].

En eski döviz kuru teorisi olan satın alma gücü paritesi bir genel denge teorisidir. Bu teoride denge kuru, ülkelerin birisinde ticarete konu malların fiyatını diğerindeki ticarete konu malların fiyatına arbitraj mekanizmasıyla eşitler. Zamanla ülkelerdeki enflasyon farklılıklarına göre döviz kurları yükseltilmeli ya da düşürülmelidir[52].

Satın alma gücü paritesi uzun dönemde istikrar koşulları altında geçerli olmaktadır. Oysa döviz kurları uzun dönemde dengeye yönelse bile kısa dönemde ekonomik ve siyasal faktörlerin etkisiyle dalgalanmalar gösterebilmektedir. Bu durumlarda fiyatların döviz kurlarındaki değişmelere uyum sağlaması çok daha uzun bir zaman alır. Satın alma gücü paritesi farklı ulusal paralar arasındaki denge kurlarını belirlemede hala önemli bir yere sahipken kısa dönemde kurlardaki ani değişmeleri açıklamada yetersiz kalmıştır.

Döviz kurlarının oluşumunu açıklayan diğer bir yaklaşım ödemeler dengesi yaklaşımıdır. Bu yaklaşıma göre ödemeler dengesi bilançosu kalemlerinden hareketle döviz piyasasındaki arz ve talebin bileşenleri elde

---

[51] Halil SEYİDOĞLU: Uluslararası Finans, (İstanbul, 1997), 129.
[52] Halil SEYİDOĞLU: a.g.e., 233.

edilir. Cari yılda dış ticaret bilançosu açık veren ülkenin ulusal parası değer kaybeder, fazla veren ülkenin ise değer kazanır. Döviz kurundaki değişmeler ise izleyen dönemde uluslararası göreli fiyat yapısını değiştirerek dış dengesizliklerin giderilmesini mümkün kılmaktadır[53].

Bu yaklaşımda döviz kurlarındaki değişmelerin ihracat ve ithalat üzerinde hemen etkisini göstereceği varsayılmış olmasına rağmen gerçekte elastikiyetler oldukça düşüktür[54]. Kısa dönemde ödemeler dengesi kötüleşmesi ve iyileşmesi yavaş olmaktadır[55].

Döviz kurlarını, ödemeler bilançosundaki mal ihracat ve ithalatının belirlediğine ilişkin görüşler 1970'ten önce geçerli kabul ediliyordu. Çünkü bu tarihten önce uluslararası sermaye akımları sınırlandırılmıştır. Finansal liberalizasyon ile birlikte sermaye kontrollerinin kaldırılması ödemeler dengesindeki sermaye hareketleri kaleminin önemini arttırmıştır. Dünyada, 1970'lerin ilk yarısında, esnek döviz kurlarına geçilmesiyle giderek daha fazla önem kazanmaya başlayan kısa vadeli uluslararası sermaye hareketliliği, bir diğer geleneksel döviz kuru teorisi olan faiz oranı paritesi ilişkisini gündeme getirmiştir.

Faiz oranı paritesi ilişkisi ise aşağıdaki biçimde açıklanmaktadır:

> "Para piyasası araçlarının sağladığı faiz gelirleri ülkeler arasında farklılaşıyorsa bu farklılıktan bir arbitraj karı elde etme olanağı doğar. Ülkeler arasında faiz farklılığının yol açtığı arbitraj bir yandan faizleri eşitleme eğilimi doğururken diğer yandan spot kurlar ile vadeli kurlar arasındaki ilişkiyi belirler. Faiz paritesi teorisine göre, vadeli piyasada düşük faizli ülkenin parası, yüksek faizli ülkenin parası karşısında bu farkın tutarı

---

[53] Halil SEYİDOĞLU: a.g.e., 232.
[54] Emin ERTÜRK: Döviz Ekonomisi, (İstanbul, 1994), 48.
[55] Kaldı ki başka etkenler nedeniyle bu etkiler ortaya çıkmayabilir. Gerçekte dış ticaret bilançosu açık veren ülkelerde ulusal paranın değer kazanması ya da dış ticaret bilançosu fazlasına sahip ülkelerde paranın değer yitirmesi görülmektedir. 1980'lerde doların ve 1990'larda yendeki kısa ve orta dönem sapmalar bu duruma örnektir.

kadar prim (forward prim) yapar. Yüksek faizli ülkenin parası ise faiz farkı kadar vadeli indirim (forward discount) doğurur"[56].

Faiz paritesinin geçerliliğini araştıran ampirik çalışmalar pariteden büyük sapmalar tespit etmişlerdir. Bunun nedenleri işlem maliyetlerinin varlığı, vergi oranı farklılıkları, kontroller, politik riskler, sermaye piyasası bozulmaları ve hükümet müdahaleleri olarak belirtilebilir.

2. Modern Döviz Kuru Teorileri

Esnek döviz kuru rejimlerine geçildiği 1973 sonrasında teorisi oluşturulan parasal model, döviz kurlarının davranışını açıklamada yeni bir yaklaşım sunar. Modelde döviz kur oranı yerli ve yabancı paraların nispi fiyatıdır. Bu fiyat yerli ve yabancı paralar için olan arz ve talep tarafından tespit edilir. Parasal model, genel olarak, esnek fiyat parasal modeli ve yapışkan fiyat parasal modeli olarak incelenebilir. Esnek fiyat parasal modelinde rasyonel bekleyişler, yerli ve yabancı bonolar arasında tam ikame edilebilirlik ve satın alma gücü paritesi (PPP) varsayımları geçerlidir. Modelde yurtiçi ve yurtdışı ekonomiler için istikrarlı para talep fonksiyonu varsayılmıştır. Modele göre yurtiçi para arzındaki artış yabancı paraya göre ulusal paranın değerinde bir düşüşle dengelenir. Benzer şekilde yurtiçi üretimde artış yerli parayı değerlendirirken yurtiçi faiz oranındaki artış yerli paranın değer kaybetmesine neden olur. Mundell-Fleming modelinde faizdeki artış içeriye sermaye girişine neden olur ve para değer kazanır[57]. Görüldüğü gibi para için arz ve talepteki değişiklikler kur oranı değişmeleri ile gerçekleşir. Bu arz ve talep dengesindeki fiyat sürekli PPP'yi doğrulayan fiyattır[58].

Esnek fiyat parasal modelinde para politikası nominal oranları etkiler. Para arzındaki artış yerli parada değer kaybı yaratırken aynı anda yurtiçi fiyat düzeyi ve ücretlerde artış gerçekleşir. Bu, para politikasının reel ekonomi

[56] Halil SEYİDOĞLU: a.g.e., 139-140.
[57] Ronald McDONALD ve Mark P. TAYLOR: "Exchange Rate Economics", IMF Staff Papers, 39, 1, (March 1992), 3-4.
[58] Keith PILPEAM: International Finance, (London 1998), 182.

yönüyle tamamıyla tarafsız olması durumudur. Bir başka değişle para politikası, reel değişkenleri değil yalnızca nominal değişkenleri etkiler[59].

Esnek fiyat parasal yaklaşımın teorik geçerliliği ampirik alanda doğrulanmamıştır. Bunun iki nedeni belirtilmektedir. Birincisi, nominal kur oranı istikrarının reel kur oranı istikrarını yansıtmasına rağmen makroekonomik göstergelerle bir uyuşmazlık söz konusudur. Bu sonuç esnek fiyat parasal modelinde paranın reel değişkenleri etkileme gücünün olmaması varsayımının sonucudur[60]. Diğer bir ifadeyle:

> "Modelin sürekli PPP varsayımında reel kur oranı değişmez. Fakat esnek kur oranları rejiminde bir çok temel paranın reel oranlarındaki geniş hareketler uluslararası rekabette kaymalar gibi önemli reel sonuçlara neden olur" [61].

İkinci neden, parasal göstergelerle nominal kur oranları arasındaki ilişkinin kısa dönemde düşük olmasıdır[62]. Modelde bütün fiyatların aşağıya ve yukarıya doğru esnek olduğu varsayılmıştır. Gerçekte ise, ekonomide dengeyi bozacak bir olay kısa dönemde döviz kurları ve faiz oranlarını harekete geçirirken fiyatlardaki ve ücretlerdeki uyum daha yavaş olmaktadır.

Reel sektördeki ayarlamaların finansal piyasalardan daha uzun zaman aldığı Dornbusch tarafından yapışkan fiyat parasal modeli ile gösterildi. Bu modelde tam fiyat esnekliği yerine yapışkan fiyat uyumları söz konusudur. Esnek kurlar altında satın alma gücü paritesi çok iyi işlemediği için paritenin kısa dönemde geçerli olmadığı kabul edilmiştir. Döviz kurlarındaki kısa dönemli ani sıçramalar 'hedefi aşma' (overshooting) ile açıklanır. Modele göre para politikasında bir değişim kur oranlarında ani ve daha büyük bir sıçramaya neden olabilir. Bu şekilde kur oranları kısa dönemde kendi uzun dönem denge değerinin üzerine geçerek hedefi aşar. Uzun dönemde ise denge değerlerine geri dönerek PPP dengesini tekrar oluşturur.

---

[59] Keith PILPEAM: a.g.e, 180.
[60] Jeffrey FRANKEL ve Andrew ROSE: "A Survey of Emprical Research on Nominal Exchange Rates", NBER Working Paper, No. 4865, (September 1994), 15-26.
[61] Ronald McDONALD ve Mark TAYLOR: a.g.m., 866.
[62] Jeffrey FRANKEL ve Andrew ROSE: a.g.m., 22.

Yapışkan fiyat parasal modeli McDonald ve Taylor tarafından şöyle açıklanmaktadır:

> "Nominal para arzındaki daralma kısa dönemde fiyatlar yapışkan olduğu için reel para arzında düşüşe neden olur. Faiz oranları ise para piyasasını temizlemek için yükselir. Yurtiçi faiz oranlarının yükselmesi sermaye girişlerine ve nominal kur oranlarının değerlenmesine neden olur. Bu yapışkan fiyat setinde, aynı zamanda, reel kur oranının değer kazanması anlamındadır. Yabancı yatırımcı kurların suni olarak zorlandığının farkındadır ve reel bir devalüasyon durumunda döviz kayıplarından zarar görebilir. Bununla birlikte beklenen döviz kayıpları (beklenen değer kaybı) sermaye piyasası kazançlarından (yani faiz farklılıkları) daha az oldukça, riske karşı tarafsız yatırımcı yabancı parayı kullanarak varlık almayı sürdürecektir"[63].

Modelde, kısa dönem dengesi, beklenen değer kaybı oranının faiz farklılıklarına eşit olduğunda elde edilir. Orta dönemde, para arzındaki daralmaya karşı yurtiçi fiyatlar düşmeye başlayacaktır. Para piyasasındaki baskının hafiflemesi yurtiçi faiz oranının düşmesine neden olur. Bu süreç sonunda kur oranı da uzun dönem denge PPP düzeyine yaklaşmak için yavaşça değer kaybeder.

Yapışkan fiyat parasal modeli esnek fiyat parasal modeline göre bir ilerlemedir ve bu modelde gerçekler çok daha doğru açıklanır. Fakat modelin ampirik geçerliliğine iki temel itiraz yapılmıştır. İlk olarak, 'hedefi aşma' teorisi, reel kur oranındaki gayrisafi hareketleri açıklıyor görünüyorken, kısa dönemli dinamikleri açıklayamamaktadır. Teoriye göre, bir değerlenme sonrasında değer kaybı olması gerekirken sürekli bir değerlenme söz konusu olabilmektedir. Model bu dinamikleri açıklayamamaktadır. Bu durumun en iyi

---

[63] Ronald McDONALD ve Mark TAYLOR: a.g.m., 6-7.

örneği doların 1973-1987 arasındaki değerlenmesidir[64]. Bu dönemde dolar makroekonomik göstergeler temelinde beklenilen yolundan ayrılarak yükselmiş daha sonra düşmeyerek makroekonomik göstergelerin doğrulamadığı kararlı bir değer artışı göstermiştir. Frankel bunu 'hedefi aşan dengenin hedefi aşması' ('overshooting' dengenin 'overshoot'u) diye adlandırır[65]. En dramatik dönem 1984 haziranı ile 1985 ocak arasında yaşanmıştır. Bu dönemde reel faiz farklılıkları düşmeye başlamasına rağmen dolar %20 daha değerlenmiştir. Standart makroekonomik modellerde yer alan ve dolar yükselişini açıklayabilecek diğer araştırılabilir faktörler de (parasal büyüme oranları, reel büyüme oranları, ticaret açıkları) bu dönemde ters yönde hareket etmektedir[66].

Modele yönelik ikinci itiraz, temel ilginin para piyasası denge koşulları üzerinde yoğunlaştırılması ve varlık piyasasında yerli ve yabancı varlıkların tam ikame edilebilirliğinin varsayılmasıdır. Para ve sermaye piyasasında tam ikame edilebilirliğin olmayışının gösterilmesinden sonra bu varsayımın geçerliliği ortadan kalkmıştır. Ayrıca cari işlemlerin kur oranını etkilemedeki açık rolleri parasal modellerde dikkate alınmaz[67].

Parasal modellerin bu eksiklikleri döviz kuru oluşumunun portföy denge yaklaşımında dikkate alınır. Bu model McDonald ve Taylor tarafından şu biçimde açıklanmaktadır:

> "Kur oranı, parasal modellerde olduğu gibi, portföy denge modelinde de, en azından kısa dönemde, finansal varlık piyasasındaki arz ve talep tarafından tespit edilir. Bununla

---

[64] Burada kur oranlarının kısa dönem volatilitesi ve uzun dönem salınımları arasında ayırım yapmak önemlidir. Uzun dönem salınımlara ilişkin olarak doların 1979-1985 reel değerlenmesi kur oranı overshooting modelinde olduğu gibi yabancı faiz oranlarına göre ABD'deki faiz oranlarındaki artışa yorulur. Fakat kur oranlarının kısa dönem volatilitesi overshooting modeli ile açıklanamamaktadır. Kısa dönem dinamikler sözkonusu olduğunda ise irrasyonel beklentiler ve rasyonel spekülatif şişme olasılıkları açıklama gücüne sahip görünmektedir. Ayrıntı için Jeffrey A. FRANKEL: On Exchanges Rates, (Cambridge, 1996), 135.

[65] Jeffrey FRANKEL ve Rudiger DORNBUSCH: "The Flexible Exchange Rate System: Experience and Alternatives", NBER Working Paper, No. 2464, (July 1989), 1-77.

[66] Jeffrey FRANKEL ve Kenneth FROOT: " Chartist, Fundamentalist and Demand for Dolar" The American Economic Review, 80, 2, (1990), 180.

[67] Ronald McDONALD ve Mark TAYLOR: a.g.m., 866.

> birlikte, bu modelde, kur oranı ödemeler dengesi cari işlemler hesabının temel belirleyicisidir. Cari işlemlerdeki açık ya da fazla net yabancı varlıkların yurtiçi tutumunu düşürür ya da arttırır. Yabancı varlık tutumundaki değişiklik, zenginlik düzeyini ve varlık talebini etkiler. Varlık talebindeki değişim tekrar kur oranını etkiler. Dolayısıyla bu model kur oranı ayarlamalarının dinamik bir modelidir"[68].

Parasal yaklaşım ile portföy yaklaşımı arasındaki temel fark risk pirimine ilişkindir. Parasal yaklaşımda çeşitli paralarla yapılacak yatırımların birbirleriyle tam ikame edilebilirlik taşıması ve dolayısıyla faiz haddi paritesinin geçerliliği söz konusudur. Örneğin yerli ve yabancı bonolar eşit riskli olarak kabul edilmiştir. Dolayısıyla modelde kur oranı tespitinde riskin bir rolü yoktur. Portföy denge yaklaşımında ise yatırım seçenekleri tam ikame edilebilirlik taşımadığı için risk priminin de faiz paritesinin içine çekilmesi söz konusudur. Bu durum Copeland tarafından şöyle ifade edilmektedir:

> "Portföy denge teorisyenleri riskten kaçınmanın yatırımcı tercihlerinde belirleyici olması yerine, risk priminin örtülü olmayan faiz paritesini işlemez yapacak ölçüde büyük ve yaygın olduğunu savunurlar"[69].

Yerli bonoları yabancı bonolarla karşılaştırdığında riskli sayan yabancı yatırımcı, yerli bonolardan bu riski tazmin etmek için daha yüksek getiri oranı ister. Bu daha az riskli bonolarla karşılaştırıldığında nispi risk üzerinden ek getiri oranı 'risk primi' olarak bilinir. Yatırımcıların portföy kararlarının temeli, beklenen getiri oranı ile risk-getiri tercihlerindeki belirli bir risk kombinasyonunun optimumunu seçmektir[70].

Portföy denge modelinde tam ikame edilebilirliğin olmaması yerli ve yabancı varlıkların risk primi ile birbirinden ayrıldığını ifade eder. Dolayısıyla

---

[68] Ronald McDONALD ve Mark TAYLOR: a.g.m., 866.
[69] Laurence S. COPELAND: Exchange Rates and International Finance, (Wokingham, 1994), 239.
[70] Keith PILPEAM: a.g.e., 186.

modelin ampirik testi yerli ve yabancı varlıklara ait risk priminin öneminin test edilmesiyle yapılır. Yapılan çalışmalar risk primi katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı olmadığını gösterir. Diğer bir ifadeyle vadeli indirim (forward discount)'daki sapmalar risk priminden kaynaklanmaz[71]. Bir başka ifadeyle döviz kurlarında hızlı değişmeler olmakta ve bu değişmeler risk priminin göstergesi olan vadeli prim veya indirimle yansıtılmamaktadır[72].

Vadeli oranın gelecekteki spot oranın tahmininde yetersizliği "haberler modeli" üzerinde yoğunlaşılmasına neden olmuştur. Bu model döviz kurlarındaki yüksek volatilite için alternatif bir açıklama sağlamak üzere yeni bilgilerden ortaya çıkan yeni gelişmelere ilişkin beklentilerin modellere katılmasına neden olmuştur.

Burada t dönemindeki spot oran bir önceki dönemde oluşturulan forward oran ve risk primi setine rasgele hatanın ilave edilmesiyle model eşitliği yazılır. Buradaki rasgele hata yeni ulaşan bilgi ve haberlere yorulur. Araştırmaların çoğu haberler modeli ile ilgili bazı değişkenlerin kur oranı hareketlerini açıklamaya yardım ettiğini bulmasına rağmen, bu yaklaşım, kur oranlarının neden bu kadar değişken olduğu sorusuna yanıtta çok fazla açıklayıcı değildir. Haberler değişkeni temel kurlardaki aylık değişiklikleri sadece %5-20 arasında açıklar[73].

3. Döviz Kuru Teorilerinin Değerlendirilmesi

Teorik modellerin çeşitliliğine rağmen kur oranları tespitinin standart makroekonomik modelleri için çok az ampirik destek vardır. İktisatçılar bunun açıklaması olarak spesifik modellerin başarısızlığı ya da tipik ekonometrik zorlukların ötesinde sonuçlara varırlar.

---

[71] Bkz. Kenneth FROOT ve Jeffrey FRANKEL: "Forward Discount Bias: Is It an Exchange Risk Premium?", The Quarterly Journal of Economics, 104, 416, (February 1989), 139-161; Jeffrey A. FRANKEL ve Kenneth FROOT: "Using Survey Data To Test Standart Propositions Regarding Exchange Rate Expectations" American Economic Review, 77, (1987), 133-153.
[72] Emin ERTÜRK: a.g.e., 14.
[73] Laurence S. COPELAND: a.g.e., 340-341.

Frankel ve Rose'a göre para arzı, reel gelir, faiz oranları, enflasyon oranları ve cari işlemler dengesizlikleri gibi standart göstergelere dayalı hiçbir model kur oranlarındaki, en azından, kısa ve orta dönemdeki yüksek değişkenliği açıklamada başarılı olamaz. Onlara göre geriye iki ihtimal kalır. Birincisi kur oranı volatilitesinin nedenine neoklasik iktisadın cevabı araştırılamayan temel göstergelerdir[74]. Denge teorisyenleri, reel kur oranı hareketlerinin üretim şokları ve zevklerdeki değişim -ki bu faktörler iktisatçılar tarafından tespit edilemese bile- gibi reel göstergeler tarafından açıklanabileceğini savunurlar. Onlara göre, bu unsurlar nedeniyle kur oranı hareketi oluşuyorsa ve bu döviz piyasasında baskı altına alınırsa ekonominin başka bir yerinde kaçınılmaz bir reel risk oluşturur. Örneğin, dolardaki değerlenmenin kaynağı Amerikan mallarına yönelik talepteki bir artış ise bu malları almak için dolara yönelik talepte bir artış olur. Amerikan otoriteleri bu değerlenmeyi bastırmak için döviz satımı yaparlar ve daha fazla dolar kamunun eline verilebilir. Bu durumda dolar arzındaki bu artış enflasyonist bir reel etki doğurmuş olur[75].

Bununla birlikte Frankel'e göre, kur ve faiz oranlarındaki hareketlerin şekli, denge yaklaşımının aksine işaret eder. Sabit oranlardan esnek oranlara geçildiğinde nominal ve reel kur oranı değişkenliği artmaktadır. Mal fiyatları ile ilgili bulgular, fiyat katılıklarının varlığını belirtmişlerdir. Ayrıca rejimler arası bulgular, kur oranı değişkenliğinin zevkler ve teknoloji şokları tarafından oluştuğuna ilişkin çok az destek sağlar[76].

Frankel ve Rose'a göre alternatif teori spekülatif şişme ihtimalidir. Andrew ve Rose tarafından yapılan açıklamaya göre, kur oranı hareketleri ekonomik göstergelere dayalı değildir; kendi kendini doğrulayan (self-confirming) beklentilere dayalıdır. Spekülatif şişme temel göstergeler

[74] Jeffrey FRANKEL ve Andrew ROSE: a.g.m., 29.
[75] Jeffrey FRANKEL: a.g.e., 53.
[76] Jeffrey FRANKEL: a.g.e., 113-114.

Yök Türkçe Eğitim Kurulu
Dokümantasyon Merkezi

tarafından tespit edilemez. Kendi kendini doğrulayan piyasa beklentilerinin sonucudur[77].

Diğer bir faktör doğruluğu ispat edilmemiş bilgilerin kur oranı beklentilerini etkilemesi ile ortaya çıkan durumlardır. 'Peso probleminde' [78] olduğu gibi gelecekte oluşması beklenen bir olay cari kur oranını etkileyecektir. Bu olay gerçekleşmezse kur oranındaki hareketler şu anki belirleyicilerle ilgisiz görülecektir. Batiz ve Batiz' göre "Kur oranı tespitinin doğru bir modeline sahip olunsa bile ampirik testler onu doğrulamayacaktır"[79]. Goodhart'a göre forward oranın geleceği öngörmede herhangi bir bilgi içermemesi peso problemine yorulur. Nitekim peso probleminin testine ilişkin yapılan çalışmalar rasyonel beklentiler hipotezinin ihlalini ortaya koymuştur[80].

Kur oranı davranışını açıklamada diğer faktörlerin önemli olabileceği de belirtilmektedir. Para politikası dışındaki makroekonomik politikaların kur oranı üzerindeki etkisi bunlardan biridir.

Bu açıklamalardan hangisinin kur oranının davranışını daha iyi anlamada bize yol gösterici olduğunu söylemek zordur. Bununla birlikte Frankel'e göre rasyonel şişmeye yönelik ilgi artmaktadır. Çünkü son dönem ampirik çalışmaların çoğu varlık piyasası katılımcılarının rasyonel beklentilere sahip olmadıklarını bulgulamaktadır[81].

Kur oranı modellerinin esnek kur oranları rejimlerinde kötü bir performans göstermesi iktisatçıların standart modellerde atlanılan önemli bir değişken (yada değişken seti) olduğu sonucuna varmalarına neden olmuştur.

---

[77] Jeffrey FRANKEL ve Andrew ROSE: a.g.m., 29-30.
[78] Peso problemi ekonomik birimlerin ekonomik göstergelerde büyük bir değişikliği küçük bir olasılıkla bekledikleri bir durumu yansıtır. Bu durum bir yada birden fazla temel göstergenin değerinde bir değişme yaratır. Meksika'da 1970 ortalarında devalüasyon beklentisiyle gerçekleşen işlemler ardından 1976'da devalüasyonun gerçekleşmesi ile Meksika Pezosu'nun bu dönemdeki salınımları 'peso problemi' 'nin klasik durumu haline gelmiştir.
[79] Fransisco RIVERA-BATIZ ve Luis RIVERA-BATIZ: International Finance and Open Economy Macroeconomics, (New York, 1994), 283.
[80] Charles GOODHART: "The Foreign Exchange Market: A Random Walk With A Dragging Anchor", Economica, 55, (November 1988), 452.
[81] Jeffrey FRANKEL: a.g.e., 52.

Meese, makroekonomik değişkenler ile kur oranlarının birbirinden bağımsız görünmesine, iktisatçıların henüz doğru temel göstergeler setini keşfedememeleri nedeniyle açıklama getiremediklerini ifade etmektedir[82].

Rose'a göre kur oranı modellerinin atladığı değişken (yada değişken seti) esnek kur oranı rejimine özgü olmak gibi önemli bir özelliğe sahiptir. Rose'un kur oranı volatilitesi ile ilgili ampirik çalışmasında 'kur oranı tespitinde makroekonomik değişkenlerin önemsiz olduğu' hipotezi verilerle büyük ölçüde desteklenir. Ona göre, kur oranı volatilitesinin çoğu, mikroekonomik olaylar – gürültü tacirleri (noise trader) ve aşırı spekülasyon gibi- tarafından doğurulmaktadır[83].

Dünyanın en büyük piyasaları olan döviz piyasalarının işleyişi ve piyasa katılımcılarının davranışlarının incelenmesinin, döviz kuru oluşumu dinamiklerini açıklamaya yardım edeceğine yönelik görüşlerin artması, ilginin döviz piyasalarındaki işlemlere ve katılımcılara çevrilmesine neden olmuştur. Çalışmada, piyasa etkinliği ile ilgili ampirik bulgulara değinildikten sonra döviz piyasasının mikro yapısal analizi üzerinde yoğunlaşılacaktır.

B. PİYASA ETKİNLİĞİ ÜZERİNE AMPİRİK BULGULAR

1. Piyasa Etkinliği ve Rasyonel Beklentiler

Daha önce belirtildiği gibi etkin piyasalar mevcut bütün bilgilerin fiyatlara yansıdığı piyasalardır. Bu piyasalarda ekonomik göstergelerin gelecekteki durumu ile ilgili bütün bilgilerin şu anda varolduğu ve maliyetsiz elde edilebileceği varsayılır. Bu bilgi, tarihsel piyasa veri tabanı ile şu anki piyasa fiyat sinyallerinin bir bütünüdür.

Etkin piyasalarda rasyonel beklentiler hipotezinin geçerliliği söz konusudur. Bu hipoteze göre, karlarını maksimize etmeyi hedefleyen

---

[82] Richard MEESE: "Currency Fluctuations in the Post-Bretton Woods Era", Journal of Economic Perspective 4, (1990), 117-131.
[83] Andrew ROSE: "Are Exchange Rates Macroeconomic Phenomena?", Federal Reserve Bank of San Fransisco Economic Review, 1, (1994), 30.

ekonomik birimler, ekonomik değişkenler ve değişkenler arası ilişkilerle ilgili bütün bilgileri toplarlar. Ekonomik birimler beklentilerini oluştururken bu mevcut bütün sistematik bilgiyi birleştirirler. Piyasada devlet müdahalesinin yokluğunda bu informe ekonomik birimler kendi çıkarlarına uygun davranarak sürekli hatalar yapmaksızın geleceği öngörürler. Bu rasyonel birimlerin işlemleri denge kur oranını hemen oluşturur[84].

Döviz kurlarının geçmişten gelen sistematik eğilimler taşımadığını düşünen rasyonel beklentiler savunucuları mevcut bilgilerle birlikte ekonomide ortaya çıkacak yeni şokların da modellere katılarak sürekli değerlendirmeler yapılması gerektiğini savunurlar. Kur oranlarının bu beklentilere uygun oluştuğu savunulur. Önemli haberlere ulaşılamaması ya da doğru yorumlanamamasının neden olacağı başarısızlık kendileri için yıkıcı olabilir. Buna rağmen piyasada yine de beklenti hataları oluşabilir ama bunlar sistematik olmayanlardır ve beklenmedik 'rasgele' bozulmalardan ortaya çıkarlar. İşlemciler bunlar hakkında bilgiye sahip olamazlar ya da bunları öngöremezler[85]. Dolayısıyla kur oranları 'rasgele yürüyüş' (random walk) modeli çerçevesinde yeni bilgilere yanıt olarak değişkenlik gösterebilir. Göstergelere ait öngörülemeyen yeni bilgiye cevap hariç kur oranları sapma göstermez[86]. Diğer bir ifadeyle Davidson'a göre:

> "Piyasa dengesi etrafındaki beklenti hatalarının neden olduğu sapmalar rasgele şoklara yorulur. Bu şoklar ise çabucak informe birimlerin devreye girmesi ve uyarıcı faaliyetleri tarafından ortadan kalkar"[87].

Döviz kuru teorilerinin parasal modellerinde etkin piyasalar ve rasyonel beklentiler hipotezinin geçerli olduğu varsayılmıştır. Bununla birlikte Tobin'e göre, kur oranı modellerinin, kur oranlarının davranışını açıklamada kötü

---

[84] Paul DAVIDSON: Money and The Real World, (London, 1972), 110.
[85] Fransisco RIVERA-BATIZ ve Luis RIVERA-BATIZ: a.g.e., 535.
[86] Laurence COPELAND: a.g.e., 338.
[87] Paul DAVIDSON: a.g.e, 110.

performansı döviz piyasalarının etkin piyasa modeli gibi davranış göstermediğine ilişkin önemli bir gösterge olarak değerlendirilir[88].

İktisatçılar genel olarak hisse fiyatlarının 'rasgele yürüyüş modelini' izlediğini bulgulamışlardır. Fakat kur oranlarındaki kısa dönem çeşitliliğin çoğunun yeni bilgilerle ilgili olmadığı görülmüştür. Kısa dönemde yatırımcı beklentilerinin optimal olduğu rasyonel beklentiler ve etkin piyasalar hipotezinin açıklama gücü yetersiz görülmektedir. Bu konudaki ekonometrik bulgular kur oranlarının yalnızca parasal faktörler ya da diğer makroekonomik göstergeler tarafından belirlenmediğini kanıtlar.

Teorilerin bu ampirik başarısızlığı iktisatçıların kur oranlarının başka bir "değişkene" göre hareket ediyor olması durumu üzerine yoğunlaşmalarına neden olmuştur. 1980'den bu yana döviz piyasalarının davranışı özellikle 'şişme ve gürültü tacirleri' (bubbles ve noise traders) üzerinde akademik çalışmaların artmasına neden olmuştur. Finansal piyasalarda fiyatların haberlerden ziyade gerçekliği ispat edilmemiş bilgi tarafından oluştuğuna ilişkin amprik bulgular vardır[89].

Rasyonel beklentiler hipotezinin geçersizliğini savunan yaklaşımların temel dayanakları aşağıdaki biçimde sıralanabilir;

i. Rasyonel spekülatif şişme teorisi, spekülatörlerin, fiyatların ekonomik göstergelerin doğruladığı dengesinden uzaklaşmasına neden olduklarını savunur.

ii. Rasyonel beklentiler hipotezine ikinci eleştiri 'noise trader' literatüründen gelir. Buna göre tümüyle gerçekliği ispatlanmamış bilgi temelinde işlem yapan piyasa katılımcıları piyasada üstün duruma gelebilirler. Bunun nedeni söz konusu işlemcinin riskle ilgili olmamasından dolayı riskle ilgili olan sıradan bir işlemciden daha fazla getiri oranı elde

[88] James TOBIN: Money, Credit and Capital, (Boston, 1998), 162.
[89] Jeffrey FRANKEL ve Rudiger DORNBUSCH: a.g.m., 18.

etmesidir. Bu ortamda piyasa istikrarlı olmasına rağmen sosyal olarak optimizasyon koşulu sağlanmaz[90].

iii. Üçüncü eleştiri her bir piyasa katılımcısının diğerinin hareketini izlemesiyle oluşan 'sürü davranışı' (herd davranış) çerçevesinde yapılır. Söz konusu diğer piyasa katılımcısının davranışı piyasa temel göstergesi olur. Bu piyasa katılımcısının işlemleri piyasa fiyatlarındaki hareketleri tetikler. Bu oluşumun ise temel ekonomik gösterge koşullarıyla ilgisi yoktur.

iv. Spekülatif likit işlemciler kendi yatırımlarını nakite çevirerek diğer piyasa katılımcılarını zarara uğratabilirler[91].

Rasyonel beklentilerin döviz piyasalarındaki oluşumları açıklayamamasının yanında belirli bozulmaların kaynağı olduğu savunulmuştur. Felix'e göre:

> "Etkin piyasalar hipotezi, döviz piyasasındaki istikrarsızlığın en önemli unsurudur. Bunun nedeni hipotezin çoklu kur oranı dengesi ile tutarlı olmasıdır. Rasyonel spekülatör belirli bir ülkede parasal otoritenin kendi denge kur oranını korumak için faiz oranını yükseltme isteğinin yurtiçi finansal kriz ve resesyon oluşturma endişesi tarafından sınırlandırıldığından emindir"[92].

Bu durum piyasa işlemcilerinin döviz kuru rejimlerini zora sokabilecek işlemleri için ortam yaratır. Bu durumda ulusal otoriteler için hareket alanı son derece sınırlandırılmıştır.

2. Piyasa Etkinsizliği ve Spekülatif Beklentiler

Finansal piyasalarda hem kısa hem de uzun dönemde etkin piyasa teorisi ile uyuşmayan ampirik bulgular vardır. Bu konu ile ilgili Shiller tarafından yapılan ilk ampirik çalışmada uzun dönemde borsa fiyat volatilitesi

---

[90] Thomas PALLEY: "Destabilizing Speculation and Case for an International Currency Transaction Taxes", AFL-CIO Working Paper, (June 2000), 9.
[91] Thomas PALLEY: a.g.m., 10.
[92] David FELIX: "Financial Globalization Versus Free Trade: The Case for the Tobin Tax", a.g.m., 35.

etkin piyasa modeli ile uyumlu olamayacak ölçüde yüksektir[93]. Belirsizlik dönemleri boyunca döviz piyasası verilerinin kısa dönem analizi de etkin piyasa hipotezi ile uyumlu değildir. Rasgele (random) şoklarda ya da geleceğe ilişkin bilgi akımlarında belirli bir farklılık olmaksızın ABD'de döviz kuru 1985'in ilk dört ayı 1980-84 ile karşılaştırıldığında etkin piyasa hipotezine uymaz ve rasyonel beklentilerle açıklanamaz[94].

Etkin piyasalar hipotezinde beklentilerin istikrarlı olduğu varsayılmıştır. Friedman gibi esnek döviz kuru sistemini benimseyenler tarafından döviz piyasalarındaki beklentilerin istikrarlı olduğu ve bu piyasalardaki spekülasyonun arbitraja yakın olduğu savunulmuştur. Buna göre spekülasyon yapanlar döviz kuru denge düzeyinin üstünde olduğu durumda satıcı olarak, döviz kuru denge düzeyinin altında olduğunda alıcı olarak piyasaya girerek piyasalarda istikrara yol açarlar[95].

İstikrarlı ve istikrarsız beklentilerin amprik testi kısa dönemlerde istikrarsız, orta ve uzun dönemlerde istikrarlı beklentileri doğrulamaktadır. Frankel ve Froot tarafından yapılan çalışmada; 1 yıl, 6 ay ve 3 aylık dönemlerde yatırımcıların gelecekte beklenen değer kaybı ile şimdiki değerlenmeye göre hareket etme eğiliminde oldukları ortaya konulmuştur[96]. Buradaki regresif beklentiler[97] beklentilerin istikrarlı olduğunu gösterir.

---

[93] Robert SHILLER: "Do Stock Prices Move Too Much To Be Justified by Subsequent Changes in Dividends?", American Economic Review, 71, (June 1981), 421-436.

[94] Paul DAVIDSON: a.g.e, 111.

[95] Uzun ya da orta dönemle kıyaslandığında bugünkü bir değerlenme etkisi piyasa katılımcılarının gelecekte bir değer kaybı beklemelerini teşvik ettiğinde beklentiler istikrarlıdır. Eğer yatırımcı bu tür beklentilere göre hareket ederse parayı satmayı araştıracaktır ve ilk değerlenme etkisi azalacaktır. Friedman tarafından savunulan bu istikrarlı spekülasyon esnek kur oranlarda kısmen başarılı olur. Diğer yandan istikrarsız olarak tanımlanan beklentiler, değerlenmenin etkisinin piyasa katılımcılarını gelecekte daha çok değerlenme olacağı yönünde kışkırttığı zaman gerçekleşir. Eğer yatırımcı bu tür beklentilere göre hareket ederse parayı almayı araştıracaktır ve dolayısıyla başlangıçtaki değerlenme büyüyecektir. Bkz. J. FRANKEL ve A. ROSE: a.g.m., 34.

[96] J. FRANKEL ve K.A.FROOT: "Short-term and Long-term Expectations of the Yen/ Dolar Exchange Rate: Evidence From Survey Data", Journal of the Japanese and International Economics, 1, (1987) , 249-274.

[97] Regresif beklentiler beklentilerin normale geri döneceğine (gerileyeceğine) ilişkin beklentiler iken extrapolatif beklentiler ise bugünkü trendin süreceğinin bekleyişi yani gelecekte bir değişkenin şimdiki trendini sürdüreceğinin bekleyişidir. Bkz. Keith PILPEAM: a.g.e, 237.

Bununla birlikte sonra yapılan çalışmalar 1 haftadan 1 aya kadar olan zaman diliminde yer alan yatırımcıların şu anki trendleri extrapolatif (dış değer bulan) yapma eğiliminde oldukları bulgulanmıştır. Bu çalışmalara göre bu kısa zamanlardaki beklentiler istikrarsızdır[98]. Döviz piyasasındaki işlemlerin çoğunun 1 aydan ziyade saatler içinde pozisyon almakla ilgili olduğu bilindiğine göre istikrarsız beklentilerin hakim olduğu etkinsiz piyasaların varlığının ciddi bir olasılık olduğu kabul edilebilir.

İstikrarsız olarak tanımlanan beklentilerle alım yapan spekülatörler bu günden kurun fiyatının yükselmesine neden olur. Bu tür bir davranış kur oranındaki varolan dalgalanmaları büyüttüğü için istikrarsız spekülasyon olarak adlandırılır.

İstikrarlı spekülasyonun gelişmiş uluslararası finans piyasalarındaki güçlü paralar için geçerli olması düşünülebilir. Ancak zayıf paralar için döviz piyasalarında daha çok karşılaşılan istikrarı bozucu yöndeki spekülasyondur. Döviz kurunun uzun dönem denge değerinin altına düştüğü dönemlerde spekülatörler bu düşüşün bir süre daha devam edeceğini bekliyorlarsa döviz satmak yerine dövizi satın alarak ulusal paranın değerini daha da düşürerek kar sağlayabilirler. Tersi durumda ise dövizi satıp ilgili ülkenin parasını satın alarak kuru daha da yukarıya doğru iterler[99].

İstikrarsız beklentilerle alım yapan spekülatör kur oranında spekülatif şişme yaratır. Batiz ve Batiz tarafından kur oranı şişmesi şöyle açıklanmaktadır:

> "Kur oranı şişmesi, temel ekonomik dengeden kümülatif sapmaların uzun dönem değeridir. Şişmenin nedeni talepteki artıştan kaynaklanan fiyattaki artıştır. Bu temel göstergeler ya da göstergelere ilişkin beklentiler ile ilgili değildir. Söylentilerin etkisindeki yatırımcı paranın değerinde yakın bir zamanda

---

[98] Bkz. Jeffrey FRANKEL ve Kenneth FROOT: a.g.m., 133-153; K. FROOT ve T. ITO: "On the Consistency of Short-Run and Long-Run Exchange Rate Expectations", Journal of International Money and Finance, 8, (1989), 487-510.; Takatoshi ITO: " Short-Run and Long-Run Exchange Rate Expectations of The Yen/Dolar Exchange Rate", Journal of the Japanese and International Economics, 8, 2, (June 1994), 119-143.

[99] N. ERDEM: Sıcak Para Hareketleri ve Sermaye Kaçışı, Ankara: Ankara Üniversitesi, (Yayınlanmamış Yükseklisans Tezi), 1993, 74.

> önemli bir değişiklik olacağı inancına kapılabilir. Bunlar doğru değilse şişme patlayacak ve kur oranları denge değerlerine dönecektir. Fakat bu zaman alabilir ve döviz piyasasında şişme uzun süre kurun aşırı değerlenmiş ya da değer kaybetmiş kalmasına neden olabilir[100].

Şişmeye açıklama rasyonel spekülatif şişme teorisinden gelir. Teori, spekülatörlerin para kaybetmeksizin istikrarı bozduklarını göstermiştir. Rasyonel spekülatif şişmede fiyatlar her periyotta artar. Çünkü işlem yapanlar fiyatların gelecek dönemde daha fazla artacağını beklentisine sahiptir. Fiyatlar ekonomik göstergelerin doğrulayabileceği noktanın çok ötesine geçse bile her bir işlem yapan tacir, eğer kendi kendine trendi atlamaya çalışırsa -kalabalıkla birlikte hareket etmezse- para kaybedeceğini bilir. Bunun anlamı spekülatif şişmenin rasyonel beklentilerle uyumlu olmamasıdır. Frankel'e göre "Bu rasyonel spekülatif şişme, Friedman'ın 'istikrar bozucu spekülatörün para kaybedeceği' tezini çürütmüştür"[101].

Rasyonel şişmede, kişisel rasyonel beklenti formu, gelecekteki kur oranı temel göstergeleri ve döviz piyasasının yapısı hakkındaki mevcut bütün bilgileri kapsar. Burada şişmenin gelişimi şöyledir; para politikasında daralma gibi bir ekonomik müdahale kur oranlarında bir değerlenme oluşturduğunda eğer ekonomik birimler bu yöndeki hareketin büyüklüğü konusunda emin değillerse -belli bir olasılıkla- hareketin devam edeceğini umarlar. Olasılık yüksek oldukça ve başka ekonomik bozulmalar olmadıkça sonuç devam eden değerlenmedir. Çünkü yeni yatırımcı ilk kur oranı hareketinin devam edeceği beklentisi ile piyasaya girer. Hareket kendi kendini besleyen bir sürece dönerken temel gösterge değeri olan uzun dönem değerinden sürekli bir sapma oluşturur[102].

---

[100] Fransisco RIVERA-BATIZ ve Luis RIVERA-BATIZ: a.g.e., 289.
[101] Bkz. Jeffrey FRANKEL: "Recent Exchange Rate Experience and Proposal for Reform", The American Economic Review, 86, 2, (January 1996), 153; J.A. FRANKEL ve K. DOMINQUEZ: Does Foreign Exchange Intervention Work?, (Washington, 1993), 40.
[102] Fransisco RIVERA-BATIZ ve Luis RIVERA-BATIZ: a.g.e., 299.

Rasyonel spekülatif şişme modelinin piyasadaki gerçek işlem dinamiklerine uygunluğu kolaylıkla değerlendirilebilir. Döviz piyasası işlemcilerinin büyük hacmi piyasa katılımcılarının tek tip işlemcilerden oluşmamasına neden olur. Katılımcılar homojen değildir. Portföy tercihleri ve beklentileri yönüyle heterojendir. Bu kur oranı beklentilerinin de büyük ölçüde heterojen olması anlamındadır. İkinci olarak işlemlerin büyük bir kısmının oldukça kısa dönemli olması rasyonalite kuralını geçersiz kılar. Para ekonomik göstergelere göre fazla değerlendiğinde piyasada uzun dönemli kararlar alan ve uzun dönemli göstergeleri dikkate alan çok az yatırımcı kalır. Ekonomik göstergeler, uzun dönemde geçerlilik kazansa bile işlemcilerin kısa dönem davranışlarına girmez. Bu kısa dönemli perspektif ile bir gün içinde yapılan işlemlerin yüksek hacmi kendi kendine bir hareket yaratır. Eğer piyasada göstergeleri dikkate alan diğer yatırımcıların oranı önemli ölçülerdeyse gün içindeki işlemler spot oranı doğru değerinden çok fazla itemez. Fakat piyasadaki yatırımcıların çoğu göstergeler yerine teknik analizi kullanırlarsa ve küçük kur oranı hareketlerinin kendi kendini doğrulayacağı (self-confirming) yönde beklenti formu oluştururlarsa spot oran doğru düzeyinden çok uzaklaşabilir[103].

Rasyonel spekülatif şişme nosyonu, spekülatör kendi bakış açısından optimal davransa bile kur oranlarının gerekmeyecek ölçüde volatil olduğunu gösterir. Rasyonel spekülatif şişme teorisi ile tanımlanan şişmenin varlığı kur oranlarının her zaman uzun dönem dengesine dönmeyeceğini fakat sık sık sapacağını ve dengeden sürekli uzak kalacağını söyler. Dornbusch'a göre "Şişme ihtimalini tanımak önemlidir. Çünkü piyasanın her zaman doğru yaptığı varsayımından çok temel bir ayrılışı sunar"[104]. Fakat kur oranı sapmalarının asıl önemi, yaratacağı reel etkilerden gelir. Uzun dönem denge değerinden sapmış kur oranının neden olduğu kur oranı şişmesi diğer politika seçenekleri, rekabet düzeyi, enflasyon ve istihdam üzerinde önemli reel etkiler yaratacaktır.

---

[103] Jeffrey FRANKEL ve Rudiger DORNBUSCH: a.g.e., 20-21.
[104] R. DORNBUSCH: "Equilibrium and Disequilibrium Exchange Rates", NBER Working Paper, No.983, (September 1982), 16.

Rasyonel spekülatif şişme teorisi ile ilgili temel problem, şişmeye neden olanın ne olduğunu açıklamaktaki başarısızlığıdır. Bu teoriye göre kur oranları tespit edilemez. Ayrıca bu nitelikteki istikrar bozucu bir spekülasyon hükümetin herhangi bir müdahalesi ile ortadan kalkmaz[105].

Bununla birlikte Frankel'e göre:

"Para politikasında dışsal değişikliklerin etkisi, teoride olduğu gibi açıkça ve aynı anda olmaz, zamanla şekillenir. Bu spekülatif şişmenin nasıl başladığına bir örnek olabilir. Örneğin, parasal sıkışmanın kur oranları üzerindeki tam etkisinin ortaya çıkması bir yıl alabilir. Bu durumda işlem yapanlar temel gösterge tahmin tekniklerinden teknik analize yönelirler. Dolayısıyla taleplerini kurun değerlenmesi yönünde arttırırlar. Göstergeler eski değerlerine dönse bile kurun bu değerlenmesi sürecektir[106].

Daha önce belirtildiği gibi 'hedefi aşan dengenin hedefi aşması' olarak tanımlanan bu durum bazı şaşırtıcı olayları açıklama imkanı verir. Örneğin, forward iskonto ya da faiz farklılıkları aşağıya doğru yönlenmişken kurun yukarı doğru çıkma eğilimi gibi. Faiz oranı farklılıklarındaki bir artış sonrasında kur bir sonraki yıl değerlenir. Etkin piyasa overshooting teorisinde olduğu gibi aynı anda değerlenme ve değer kaybı oluşmaz.

Bununla birlikte spekülatif şişmenin kur oranı tespitindeki öneminin az olduğuna ilişkin görüşler de bulunmaktadır. Örneğin Flood ve Hodrick yaptıkları çalışmada spekülatif şişmeye yönelik varolan bulguların ikna edici olmadığını savunmuştur[107].

Sonuçta kur oranı volatilitesine ilişkin olarak bir kısım hareketleri açıklayan rasyonel spekülatif şişme, döviz piyasasındaki oluşumlara bütünüyle açıklama getirememektedir.

---

[105] Jeffrey FRANKEL: "How Well Do Foreign Exchange Markets Work: Might a Tobin Tax Help?", Tobin Tax: Coping With Financial Volatility, Edit. Mahbub UL HAQ, Inge KAUL, Isabelle GRUNBERG, (Oxford: Oxford University Press, 1996), 43.

[106] Jeffrey FRANKEL: "How Well Do Foreign Exchange Markets Work: Might a Tobin Tax Help?", a.g.e., 56.

[107] R. P. FLOOD ve R. HODRICK: "On Testing for Speculative Bubbles", Journal of Economic Perspectives, 4, (1990), 85-101.

C. MAKRO ANALİZİN YETERSİZLİĞİ; PİYASANIN MİKROYAPISAL ANALİZİ

Daha önce belirtildiği gibi, esnek kur sisteminin pratikteki sonuçları teorik olarak öngörüldüğü biçimde gerçekleşmemiştir. Esnek kurlar sisteminde nominal kur oranları, fiyat düzeyleri ve reel gelirler gibi önemli makroekonomik göstergelerden bağımsız ve çok daha büyük bir değişkenlik göstermektedir. Makro göstergeler-nispi enflasyon ya da nispi faiz oranı gibi- bir yılın üzerinde zaman dilimlerinde bile kur oranı hareketindeki değişimler yönüyle yeterli bir açıklama gücüne sahip değildir. Ortalama kur oranı değişikliği ile temel göstergelerdeki ortalama hareketler arasında 5, 10 ve 20 yıllık ortalamalar alındığında bir oransallık oluşmaya başlar. İktisatçılar kısa dönem kur oranı davranışını anlamada makro modeller üzerindeki çalışmaların çok fazla yardımcı olmayacağını, döviz piyasasının mikro yapısı üzerine çalışmaların ise haklı bir gerekçeye sahip olduğunu ve gelecek vaat ettiğini savunurlar[108].

Döviz piyasası katılımcılarının beklentileri, piyasa volatilitesi, işlem hacmi, bilgi süreci gibi mikroyapısal faktörlerin özelliklerinin araştırılmasının 1973'te endüstriyel dünyanın esnek kur oranlarına geçişini izleyen reel ve nominal kur oranı volatilitesindeki artışı açıklamaya yardım edebileceği savunulmuştur. Bu alandaki çalışmalar döviz kurlarının belirlenmesinde özellikle 1980 sonrasında finansal piyasalardaki işlemlerin öneminin arttığını göstermektedir. Döviz piyasalarının mikroyapısal analizi içinde incelenen konular döviz kurunun oluşumunda önemli bir faktör olarak ortaya çıkan beklentilerin dinamiklerini anlamaya imkan vermektedir.

Piyasanın mikroyapısal analizi, kur oranı ekonomilerine mikroyapısal yaklaşım olarak yeni bir perspektif getirmiştir. Analiz, bilgi ekonomilerinin kurumsal konularına yoğunlaşarak önceki yaklaşımın üç gerçekçi olmayan

---

[108] Bkz. Robert P. FLOOD ve Mark P. TAYLOR: "Exchange Rate Economics: What's Wrong With the Conventional Macro Approach", The Microstructure of Foreign Exchange Markets, Edit. Jeffrey FRANKEL, Giampaolo GALLI, Alberto GIOVANNINI, (Chicago: The University of Chicago Press, 1996), 283-285; Andrew ROSE: a.g.m.,19-30.

varsayımından uzaklaşır. Buna göre, öncelikle, mikroyapısal modeller kur oranlarıyla ilgili bütün bilginin herkes tarafından elde edilebildiği varsayımı yerine bazı bilgilerin herkes için mevcut olmadığını kabul eder. Modellerde ikinci olarak, bütün piyasa katılımcılarının hedefleri ve bilgiye yaklaşımları açısından benzer olduğu varsayımı yerine bazı piyasa katılımcılarının fiyatları etkilemek bakımından farklılaştığı kabul edilir. Son olarak işlemlerin nasıl organize edildiğinin kur oranları için önemli olmaması varsayımına karşı farklı işlem mekanizmalarının fiyatları etkileyebileceği kabul edilir[109].

Bu bölümde piyasa işlem hacmi, eksik ve yayılmış bilgi, alım-satım talimatları (order flows) ve heterojen beklentilerin yanında, kriz zamanları kur oranı dinamiklerini anlamada ipuçları sağlayabilen sürü davranışı/tıkanma ve çoklu denge modeli açıklanmaktadır.

1. Piyasa İşlem Hacmi

Döviz piyasalarında işlem hacmi ve volatilitenin büyüklüğüne açıklama getiren iki yaklaşım bulunmaktadır. Birinci yaklaşımda, piyasanın bilgiyi mikroyapısal anlamda etkin biçimde işlediği kabul edilir[110]. Bu yaklaşım yeni bilginin piyasaya ulaşmasıyla bağlantılı olarak işlem hacmi ve volatilite arasında pozitif bir korelasyon öngörmektedir. Buna göre işlem hacminin kaynağı anlaşmazlık içerdiğinde (yani heterojen inançların varlığında) hacim ve volatilite arasındaki korelasyon pozitif iken, hacim işlemci sayısı tarafından tespit edildiğinde (likidite etkisi) korelasyon negatiftir[111].

---

[109] Richard LYONS: The Microstructure Approach to Exchange Rates, (New York, 2001), 4.

[110] Etkin piyasalar hipotezinde, bütün işlemcilerin homojen, bütün bilgilerin aynı anda ve tümüyle fiyata yansıtıldığı ve işlemlerin oluşmasını sağlayacak hiçbir karın olmadığı etkinlik tanımlaması yerine mikroyapısal yaklaşım heterojenliği temel alır. Bu yaklaşım daha bilgili işlemcilerin diğerlerine göre daha avantajlı olmasına izin veren asimetrik bilgiye dayalıdır. Bu yaklaşım piyasanın her bilgi parçasını hızlı ve düzenli bir biçimde birleştirdiğini kabul etmektedir.

[111] Philippe JORION: "Risk and Turnover in the Foreign Exchange Market", The Microstructure of Foreign Exchange Markets", Edit. Jeffrey FRANKEL, Giampaolo GALLI, Alberto GIOVANNINI, (Chicago: The University of Chicago Press, 1996), 21.

Dolayısıyla standart bilgi modellerinde yüksek işlem hacminin bir bilginin ortaya çıkması ve hızlıca işlenmesiyle ilgili olduğu kabul edilmektedir. Döviz piyasası işlem hacmine yönelik yapılan çalışmalar modelleri destekleyici bulgular elde etmiştir. Bunun yanında Lyons tarafından savunulan sıcak patates (hot potato) teorisi, dealer'lar arası spot piyasadaki büyük işlem hacmine farklı bir açıklama getirmiştir. Buna göre, bir müşteri emrinin (order) bir dealer'a ulaşmasıyla başlayan süreç dealer'lar arası stok dengesizliklerinin tekrarlanan geçişine neden olmaktadır. Sonuçta başlangıçtaki bir müşteri işlemi kendi büyüklüğünün dokuz katına yakın bir işlem hacminin oluşmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla Lyons'a göre döviz piyasasında her işlem bir başka işlemin gerçekleşmesine neden olmaktadır ve söz konusu işlemlerin bilgisel bir içeriği bulunmamaktadır[112].

Lyons sıcak patates yaklaşımını ampirik olarak doğrulayan bulgulara ulaşmıştır. Ona göre her durum için geçerli olmasa bile, işlem yoğunluğu yüksekken oluşan işlemler işlem yoğunluğu düşükken oluşan işlemlerden önemli ölçüde daha az bilgi içerir.[113]

Lyons modelinin döviz piyasa yapıcılarını tam ifade etmediğini savunan Flood'a göre piyasa fiyatları kotalayan bir piyasa yapıcının fiyat tespitinde fiyat bilgisinin belirleyici olması gerekmektedir. Bununla birlikte piyasa yapıcısının fiyatlamasında fiyat bilgisinin belirleyici olması, piyasa yapıcının fiyat dışı bilgiyi ihmal etmesi ya da hesaba katmaması anlamına gelmez. Ona göre fiyat dışı bilgi, bazı iktisatçıların savunduğu gibi, döviz kurlarının belli dönemlerdeki salınımlarını karakterize eden ve piyasa işlemcilerinin spekülatif şişme oluşturan işlemlerinin göstergesi olabilir. Bununla ilgili olarak, istenilen stok pozisyonu piyasa yapıcının stratejisinin diğer temel unsurudur[114].

---

[112] Richard LYONS: "Foreign Exchange Volume: Sound and Fury Signifying Nothing?", The Microstructure of Foreign Exchange Markets, Edit. Jeffrey FRANKEL, Giampaolo GALLI ve Alberto GIOVANNINI, (Chicago: The University of Chicago Press, 1996), 183.
[113] Richard LYONS: a.g.m., 199.
[114] Mark FLOOD: "Comment", The Microstructure of Foreign Exchange Markets, Edit. Jeffrey FRANKEL, Giampaolo GALLI ve Alberto GIOVANNINI, (Chicago 1996), 202.

Flood'a göre, "Geçerli piyasa fiyatı bütün piyasa yapıcılarının (fiyat dışı) bilgisini yansıtmada başarısız olduğu ölçüde bu çelişkiden spekülatif pozisyon alma yoluyla yararlanılabilir"[115].

Bu bizi döviz piyasası işlem hacmi büyüklüğünü açıklayan diğer alternatif yaklaşıma götürmektedir. Bu yaklaşım gürültü tacirleri tarafından gerçekletirilen işlemler üzerine odaklanmaktadır. Bu işlemlerin üstün olduğu piyasada işlem hacminin kendi başına volatilite oluşturabileceği savunulmaktadır.

Döviz piyasasındaki işlem hacminin büyüklüğünün volatiliteyi arttırıcı etkisinin önemli olduğuna ilişkin bulgular vardır. İşlem hacmi, zaman değişkeni ve volatilite ilişkisini araştıran çalışmalara göre işlem hacminin küçük olduğunun bilindiği zaman aralıkları boyunca volatilitenin küçük olduğu bulgulanmıştır[116].

Jeanne ve Rose döviz işlem hacmindeki artışın daha fazla kur oranı volatilitesi ile ilgili olduğunu kuramsal ve ampirik olarak göstermiştir[117]. Bu sonuç Ito, Lyons ve Melvin'in Tokyo döviz piyasası için elde ettiği bulgularla uyumludur[118].

Günlük yaklaşık 1.2 trilyon dolarlık döviz işlem hacminin dalgalanan kur oranları rejiminde büyük bir volatilite oluşturduğu düşünülebilir. Sabit kur oranı rejimlerinde ise politika yapıcıların döviz kurlarını istikrarlı kılma girişimi işlem hacmi tarafından büyük ölçüde sınırlandırılmıştır. Geleceğe ilişkin beklentilerdeki değişme döviz piyasalarında önemli bir fiyat volatilitesine yarabilmektedir.

---

[115] Mark FLOOD: a.g.m., 204

[116] Charles GOODHART ve M. GIUGALE: "From Hour to Hour in the Foreign Exchange Market", LSE FMG Discussion Paper, No. 33, (March 1993), 1-33; J. FRANKEL ve K. A. FROOT: "Exchange Rate Forecasting Techniques, Survey Data, and Implication for the Foreign Exchange Market, NBER Working Paper, No. 3470, (October 1990), 1-26.

[117] Oliver JEANNE ve Andrew ROSE: "Noise Trading and Exchange Rate Regimes", NBER Working Paper, No. 7104, (April 1999), 29.

[118] T. ITO, R. LYONS, K. MELVIN: "Is There Private Informations In The FX Market?: Tokyo Experiment", Journal of Finance, 53, (1998), 1111-1130.

2. Ticaret Mekanizmaları ve Eksik Bilgi

Standart asimetrik bilgi modellerinde bütün işlemcilerin piyasa yapısı hakkında -tercih ve inançlara ilişkin- tam bilgi sahibi olma durumu söz konusudur. Bununla birlikte uluslararası döviz piyasasının yüksek entegrasyon derecesinde gözlenen volatilitenin, bu modellerde öngörüldüğü gibi özel bilginin (fiyatlara) birleştirilmesi nedeniyle olmadığı savunulmuştur. Piyasaya yeni bir bilginin ulaşmasından ziyade, eksik bilginin toplanması/elde edilmesi ve piyasa katılımcıları tarafından öğrenilmesi sonucunda fiyatlarda büyük değişikliklere neden olabilecek olaylar gerçekleşebilir[119].

Döviz piyasasında, piyasa katılımcıları arasında işlemcilerin tercih ve inançlarına ilişkin olarak ortak bilgiye sahip olunduğu varsayımı, pek çok piyasada olduğu gibi, gerçekçi değildir. İşlemciler genel piyasa algılamasına ilişkin bilgilere sahip olmadan önce kendi yaklaşımlarına ilişkin olarak bile kesin değil, kararsızdırlar. İşlem açılışında işlemcinin piyasa yapısına ilişkin bilgi elde etmesi, özellikle diğer işlemcilerin davranışına ilişkin olarak, oldukça önemli olabilir. Yeni piyasaya giren dealerlar bu bilgiyi elde ederken geniş kur marjları koyarlar, işlemci piyasa algılamasını aldıktan sonra kur marjlarının düzeyi ve kotaların volatilitesi düşer. Bu durum işlem açılışındaki eksik bilgi modeli olarak ifade edilmiştir[120].

Piyasa kapanışındaki yüksek volatilite ve spread'ler ise pozisyonunu kapatma girişimindeki günlük işlemcinin faaliyetleriyle bağlantılıdır. Bu işlemcilerin gün sonunda posizyonlarını kapatma zorunlulukları, işlem taleplerini inelastik yapar ve gün içinde işlemciler tarafından beğenilmemiş fiyatı kabul etmek zorunda bırakabilir[121].

---

[119] David HSIEH ve Allan KLEIDON: "Bid Ask Spreads in Foreign Exchange Markets: Implication for Models of Asymmetric Information", The Microstructure of Foreign Exchange Markets, Edit. Jeffrey FRANKEL, Giampaolo GALLI ve Alberto GIOVANNINI, (Chicago: The University of Chicago Press, 1996), 42.
[120] David HSIEH ve Allan KLEIDON: a.g.m., 60.
[121] David HSIEH ve Allan KLEIDON: a.g.m., 62.

Hsieh ve Kleidon, piyasa açılış ve kapanışındaki yüksek volatiliteyi açıklayan eksik bilgi ve işlem mekanizmaları yaklaşımlarını ampirik olarak doğrulamıştır.

Chen'e göre konu işlemcilerin diğerlerinin ticaret kurallarını öğrenme ihtiyacı içinde olmalarıdır. Bunu çeşitli kotalarla diğerlerinin reaksiyonunu test ederek yapabilirler. Sonuçta piyasa açılışı zamanlarında ekran verilerinden yüksek volatilite ve bir çok kota oluşumu gerçekleşebilir[122].

Piyasa algılamasından öğrenme durumu Keynes'in finansal piyasaların işleyişini güzellik yarışmalarına benzetmesi ile benzerlik taşımaktadır. Bir başka ifadeyle, finansal piyasalarda güzellik yarışmalarında olduğu gibi herkes herkesin fiyat tahmininin ne olacağını tahmin etmeye çalışmaktadır. Bu sonuçta daha yüksek volatiliteye varabilmektedir.

3. Yayılmış Bilgi Yaklaşımı ve Alım-Satım Talimatları

Makroekonomik modeller, ilgili tüm bilginin kamuca bilindiği ve fiyatlara birleştirildiği bir bilgi ortamını varsayar. Bu modellerin ampirik başarısızlığı yanında, Lyons'un yayılmış bilgi yaklaşımını (dispersed information) test etmek üzere yapılan ampirik çalışmaların pozitif sonuçları yukarıdaki varsayımın geçerliliğini oldukça tartışmalı hale getirmiştir.

Yayılmış bilgi yaklaşımında kamu bilgi yaklaşımında hiçbir rolü olmayan ve mikrofinans alanından alınmış bir kavram olan alım-satım talimatları ya da emirleri (order flows) ön plandadır. Yaklaşım, dövize ilişkin bazı bilgilerin herkes tarafından bilindiği ve elde edilebilir olduğu halde bazılarının bilinemediğini temel alır. Dolayısıyla döviz piyasalarında işlem talimatlarından öğrenme önemli olabilir[123].

---

[122] Zhaohui CHEN: "Comment", The Microstructure of Foreign Exchange Markets, Edit. Jeffrey FRANKEL, Giampaolo GALLI ve Alberto GIOVANNINI, (Chicago: The University of Chicago Press, 1996), 66.

[123] Richard LYONS: The Microstructure Approach to Exchange Rates, a.g.e, 5.

Dealer yayılmış bilgi modelinde dealer olmayan bir piyasa katılımcısının (hedge fon, mutual fon) işlemiyle fiyatı oluşturur. Bu işlem dealer olmayan piyasa katılımcısının yayılmış bilgiyi tespit etmesi/analiz etmesi sonucu gerçekleşir. Kamusal bilgi modelinde bilgi fiyatı doğrudan etkilerken yayılmış bilgi modelinde bilgi işlem talimatları (order flows) aracılığıyla etkiler[124].

Ampirik çalışmalar söz konusu işlemlerin kur oranları üzerinde önemli ve sürekli bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Lyons kümülatif işlem talimatları ve nominal kur oranı düzeyinin güçlü bir biçimde birbirleriyle korelasyon halinde olduğunu göstermiştir[125].

Kur oranı-talimatlar ilişkisinin büyüklüğü ise Hybrid modeli sonuçlarından elde edilir. Model, makro belirleyenler ile iktisatçıların ilgisinden kaçmış işlem talimatlarına ilişkin bilgiler (order flows) gibi mikro belirleyenler arasında bir bağ oluşturur. Modelden elde edilen ampirik sonuçlara göre, net 1 milyar dolar alım emri, doların DM fiyatını %0.54 artırmaktadır. Tek bir dealer düzeyinde ise bilgi asimetrisi dealerın her gelen 10 milyon dolar alım emri için fiyatı 0.0001 DM arttırmaya teşvik ettiğini göstermektedir[126]. Burada talebin fiyat arttırıcı bir etki yaratması söz konusudur.

İşlem talimatları, farklı işlem tiplerine ait bilgileri içermektedir. Örneğin dealerlar arası talimatlar küçük-büyük ya da yatırım-ticaret bankaları olarak ayrılabilir. Müşteri talimatları ise finansal olmayan işletmeler, hedge fonlar, yatırım fonları ve emeklilik fonları olarak ayrılabilir. Belirli tip emirler (finansal kurumlardan olanlar) daha fazla bilgi içerdiği için[127] daha fazla fiyat etkisi yaratır. Farklı işlem tiplerinin bilgi yoğunluğunu anlamak döviz piyasası bilgi

---

[124] Richard LYONS: "Foreign Exchange: Macro Puzzles, Micro Tools", Centre for Pasific Basin Monetary and Economic Studies Working Paper, (October 2001), 2.
[125] Richard LYONS: "Foreign Exchange: Macro Puzzles, Micro Tools", a.g.m., 4.
[126] Richard LYONS: "Foreign Exchange: Macro Puzzles, Micro Tools", a.g.m., 5.
[127] Bankalararası döviz işlemcileri herkes tarafından gözlemlenemeyen işlemlere ilişkin bilgi sahibidirler. Bu bilgi kur oranı tahminlerinde kullanılır. Bu asimetrik bilgi durumu kur oranlarına ait bütün bilgilerin kamuca bilindiği varsayımını geçersiz kılar. Daha fazla order akımı gözlemleyebilen bazı piyasa katılımcıları daha iyi informedir.

yapılarının daha açık ortaya konulmasını sağlar. Fakat daha önemlisi alım emirlerini yönlendiren unsurların tespit edilmesini mümkün kılmasıdır[128].

Cai, Cheung, Lee ve Melvin 1998 yılına ait yen/dolar volatilitesini açıklamada, işlem talimatlarının (order flows) bağımsız bir rolü olduğunu ortaya koymuştur[129].

4. Heterojen Beklentiler

Mikroyapısal analiz piyasa katılımcılarının fiyatları etkilemek bakımından farklılaştığını kabul etmektedir. Piyasa katılımcıları arasındaki farklılığa ilişkin olarak, ortak bilgiye sahip işlemcilerin bilgiyi farklı yorumlaması gösterilir. Lyons'a göre katılımcılar arasında farklılığın diğer örneği ticaret güdülerindeki farklılığa ilişkindir. Bazıları temel olarak korunma amaçlı işlem yaparken, bazısı ise spekülatördür. Spekülatörler arasında bile spekülatif zaman dilimleri farklılaşmaktadır[130].

Flood ve Taylor heterojenliği, kısa dönem kur oranı davranışını açıklamada önemli bir özellik olarak görür. Onlara göre döviz piyasası katılımcılarının ne riskten kaçınması ne de rasyonel beklentiler hipotezine uymaması döviz piyasasındaki birimlerin beklentilerinin hetorejenliğinin kanıtıdır[131].

Beklentilerdeki hetorojenliğin araştırılması, farklı yatırımcı grupları arasındaki beklenti formasyonundaki farklılığın tespitine yöneliktir. Heterojen beklentilerin döviz piyasalarında farklı inançlar ve uluslar söz konusu olduğunda tam olarak tespiti zordur. Örneğin yapılan bir çalışmada, japon yatırımcı davranışında sistematik farklılıklar tespit edilmiştir. Japon ihracatçıları Yenin değer kaybetmesini umarlarken ithalatçılar değer kazanmasına umarlar. Bir başka çalışmada yedi büyük ülkede yatırımcı

---

[128] Richard LYONS: Foreign Exchange: Macro Puzzles, Micro Tools, a.g.m., 12.
[129] Jun CAI, Yan-Leung CHEUNG, Raymond LEE, Michael MELVIN: "Once-in-a-Generations Yen Volatility in 1998: Fundamentals, Interventions, and Order Flow", Journal of International Money and Finance, 20, (2001), 327-347.
[130] Richard LYONS: The Microstructure Approach to Exchange Rates, a.g.e., 4
[131] Robert FLOOD ve Mark TAYLOR: a.g.m., 286.

davranışlarına bakarak diğer ülkelerden ziyade Almanlar arasında extrapolatif davranış bulgularına rastlanılmıştır[132].

Döviz piyasasındaki işlem hacminin büyüklüğü piyasa katılımcılarının portföyleri ve beklentileri yönüyle hetorojen olmasında önemli bir faktördür. Bu anlamda heterojenliğin tespiti döviz kurlarındaki hareketleri anlamada önemli olabilir.

5. Etkinsiz Bilgi Süreci; Sürü Davranışı ve Tıkanma

Piyasalar arası elde edilen ve yayılan bilginin işlenmesi standart makro modellerde dikkate alınmaz. Fakat bu konu ekonomik birimlerin beklentilerinin ve bilgi oluşturmanın heterojenliğinde çok önemli olabilir. Bilgi sürecinin aynı zamanda döviz piyasalarındaki tıkanmanın kaynağını oluşturabileceği belirtilmektedir[133].

Etkinsiz bilgi süreci temel bir piyasa bozulması olarak görülür. Bilgisel sınırlamanın ortaya çıkardığı bu bozulmanın çeşitli nedenleri vardır. Yatırımcı için çeşitlendirme fırsatları arttıkça özel bir duruma ait bilgiler daha az önemli hale gelir. Çünkü bu bilgi ile ilgili sorunlar çeşitlendirme yapılarak uzaklaştırılabilir. Sonuçta yatırımcı haberler ve söylentiler üzerine işlem yapmak için güçlü bir teşviğe sahiptir. Buna ek olarak yatırımcıların bir ülkeye ait bilgileri toplamaya ve işlemeye durumları uygun olmayabilir. Onlar genellikle daha informe yatırımcıların yatırım stratejilerini taklit etmeyi daha kolay bulurlar. Çünkü bu yatırımcıların işlemleri bedava bir piyasa bilgisi oluşturur[134].

Etkinsiz bilgi sürecinin iki örneği sürü davranışı ve tıkanmadır. Sürü davranışı bir piyasa içinde yatırımcı davranışlarındaki benzerliğe gönderme yaparken tıkanma piyasalar arasındaki benzerliğe gönderme yapar. Her ikisi de irrasyonel yatırımcı davranışına karşılık gelir. Sürü davranışında yatırımcının yatırım yaptığı piyasaya ait bilgilere duyarlılığı düşüktür. Bu

---

[132] Jeffrey FRANKEL ve Andrew ROSE: "A Survey of Emprical Research on Nominal Exchange Rates", a.g.m., 36.
[133] Robert FLOOD ve Mark TAYLOR: a.g.m., 289.
[134] OECD: Financial Market Trend, (Paris, 2000), 68.

yatırımcılar daha ziyade bu piyasadaki diğer yatırımcıların davranışlarını yakından izlerler. Bilgi sınırlamalarının sonucu olarak yatırımcının piyasa kur oranı ve kredi riskini değerlendirmesi zordur. Sonuçta belirli finansal ürünler veya ülke/bölgelere ait posizyonların riskliliğine ilişkin yatırımcı algılamasındaki kaymalar benzer olarak düşünülen piyasalarda aynı anda hareketler oluşturur. Bu tür hareketler belirli bir piyasadan başladığı zaman tıkanma durumu söz konusudur[135].

Diğer yandan bilginin maliyetli olduğu bir dünyada sürü davranışı ve tıkanmanın irrasyonel olmadığı savunulabilir. Bu koşullar altında bir yatırımcı için bilgi avantajına sahip olduğu hissedilen diğerlerini izlemesi optimal olabilir. Bunun ötesinde uluslararası yatırımcı bir problem olduğunda kendisine ödeme yapılacağını beklemesi, yatırımcının diğerlerini izlemesini rasyonel yapar. Her bir yatırımcının bakış açısından sürü davranışı ve tıkanma rasyonel olsa bile aşırı volatiliteyle sonuçlanma boyutlarıyla sosyal olarak optimal ya da istenir durumlar değildir. Her iki durumda da sınırlar arası sermaye akımları ile ülkenin ekonomik göstergeleri arasındaki bağ zayıflar ya da şiddetlenir[136].

Yatırım yapacağı ülke sayısının artmasıyla çeşitlendirme için daha fazla fırsatı olan uluslararası yatırımcının bilgi elde etmek için marjinal teşviki azalmıştır. Bununla birlikte her bir ülkeyle ilgili söylenti ya da olumsuz haberlerin etkisindeki yatırımcının reaksiyonu çeşitlendirme fırsatlarının büyük seti tarafından büyütülür.

6. Piyasa Katılımcıları

Finansal piyasalarla ilgili standart analizlerde piyasa katılımcıları informe işlemciler (fundamentalistler) ve teknik analizciler (chartist/noise trader) olarak tanımlanır. Birinci grup, doğru bilgiyi elde eden ve onun üzerine işlem yapan piyasa katılımcılarıdır. İkinciler ise, likit fonlar elde etmek için

---

[135] OECD: a.g.e., 69.
[136] S. BLÖNDALL ve H. CHRISTIANSEN: Recent Experience With Capital Flows To Emerging Market Economies, (Paris, 1999), 11.

İşlem yapan ve varlık fiyatlarının kendi temel değerlerinden sapmasına neden olabilen işlemcilerdir.

Goodhart'a göre piyasadaki informe işlemciler ile teknik analizciler arasındaki bölünme, kur oranlarındaki sapmaları açıklamamıza yardım edebilir. İnforme işlemciler, teoride olduğu gibi, kısa dönemde şoklara aşırı tepki verebilirler. Fakat oldukça farklı bir bilgi seti temelinde işlem yapan önemli büyüklükte spekülatörün varlığı onların hareketlerini etkisizleştirebilir[137].

Döviz piyasası katılımcılarının büyük bir oranının özellikle kısa zaman aralıklarında makro göstergeleri dikkate almayarak analitik teknikleri (teknik ya da chartist analiz gibi) kullanan kısa dönemli işlemciler olduklarına ilişkin bulgular artmaktadır.

Frankel ve Froot tarafından 1980'lerin ilk yarısı boyunca teknik analizin kur oranı tespitinde artan ölçüde geçerlilik kazandığı ortaya konulmuştur. Taylor ve Allen'ın 1988'de teknik analizin Londra döviz piyasasında kullanımı ile ilgili yaptığı bir çalışmaya göre; katılımcıların %90'ı teknik analize ağırlıklı önem verdiklerini bildirmişlerdir. Kısa dönemlerde oran artmaktadır. Frankel ve Rose'a göre bu kısa dönemli teknik analizler klasik finansın ünlü istikrarsız spekülatörü ile benzerlik taşımaktadır[138].

Borsalardaki işlemlerin çoğu 1 yıldan az zaman aralığında meydana gelir. İşlem yapanların çoğu bankalardır ve çok kısa zamanlarda büyük pozisyon alırlar. Bu piyasa fiyatının tespitinde kısa dönem aralığının belirleyici olduğu anlamına gelmez. Eğer işlem yapanlar tam anlamıyla rasyonelse kısa zaman aralığında olsa bile kurun ne kadar değerleneceğine ilişkin beklentileri, şu andan 1 yıl sonraya ne kadar değerleneceğinin rasyonel

---

[137] Charles GOODHART: a.g.m., 454.

[138] Jeffrey FRANKEL ve Andrew ROSE: a.g.m., 36; H. I ALLEN ve M. P. TAYLOR: "Chart Analysis and Foreign Exchange Market", Bank of England Quarterly Bulletin, 29, (Nowember 1989), 548-551.

tahminini içerebilir. Buna rağmen yapılan çalışmaların sonuçları kısa dönem beklentilerinin geleceğe bakılarak oluşturulmadığını ortaya koyar[139].

Döviz piyasalarındaki en büyük işlemciler olan bankaların spekülasyonlarının (açık posizyon alma) vadeli piyasada gerçekleşmediği bilinmektedir. Banka kurumsal müşterilerinin yalnızca %4-5'i vadeli piyasada açık pozisyon alırlar. Bankalar daha çok spot piyasada oldukça kısa dönem açık pozisyon alırlar. Açıkça temel ekonomik göstergelere dayalı uzun dönem açık pozisyon almanın ya da vadeli kur piyasasında açık pozisyonun çok riskli olduğunu düşünürler. Fakat gün içinde açılıp gün sonunda kapatılan büyük açık pozisyon almaktadırlar[140].

Bu bulgular esnek kur oranlarına geçilmesinin ardından kur oranlarındaki dramatik artışların, kısmen, döviz spekülasyonundaki artışla açıklanmasını desteklemektedir.

7. Çoklu Denge Modeli

Krugman'ın kur krizlerinin spekülatif saldırı modelinde; saldırılar için parasal ve mali genişleme, düşen rekabet düzeyi, cari işlem açıkları ve uluslararası rezervlerdeki kayıplar önemli göstergelerdir. Buna rağmen bazı spekülatif saldırılar büyük ve belirgin parasal ve mali dengesizlikler olmaksızın gerçekleşmiştir. Bu duruma açıklama ikinci kuşak spekülatif saldırı modelinden gelir. Bu model çoklu denge ihtimali üzerine yoğunlaşır.

Model, beklentilerdeki değişikliğin ekonomik dengede değişikliğe yol açacağı varsayımına dayanır. Belli bir ülkede yakında oluşabilecek baskılara ilişkin algılamaların oluşması, eğer yatırımcılar fonlarını ülkeyi önemli ölçüde güçsüz bırakacak şekilde çekerlerse kendi kendini doğrulayan bir sürece (kehanete) dönüşebilir. Burada her bir kişi, diğer kişilerin fonlarını çekeceğini düşünür. Dolayısıyla herkes olabildiğince çabuk fonlarını çekmelidir. Model

---

[139] Jeffrey FRANKEL: "How Well Do Foreign Exchange Markets Work: Might a Tobin Tax Help?", a.g.m., 55.
[140] Jeffrey FRANKEL ve Rudiger DORNBUSCH: a.g.m, 20.

dayandığı beklentileri gerçekleştirebilmesi yönüyle kendi kendini doğrulayıcıdır[141].

Belirsizlik çoklu denge modelinin en önemli unsurudur. Çünkü eğer yatırımcılar bir piyasadaki finansal kırılganlığın ülke özelinde bir güçsüzlük ya da belirli bir yatırımcının tetiklediği bir hareket olup olmadığından emin değillerse bunu ekonomide yakında oluşacak problemler olarak alabilirler. Bu belirsizlikle kötü bir dengeye doğru hareket etmeye hazırdırlar[142].

Beklentilerin neden değiştiğine ilişkin bir açıklaması olmamasına rağmen model iktisatçılar arasında 1990'lardaki krizlerin açıklanmasında merkezi bir yere oturtulur. Kore ve Meksika kur krizleri panikle yönlendirilen değişiklikten ortaya çıkan çoklu denge örnekleri olarak görülür. Paniğin nedeni irrasyonel olabilir fakat model içinde yatırımcının ona yanıtı rasyoneldir. Çünkü bütün diğer yatırımcılar panik içinde olduğunda bir yatırımcı için panik davranışı göstermek rasyoneldir[143].

Modelin önemli bir özelliği, pek çok spekülatörün parayı aynı anda satmasıyla kurun çökmesine rağmen, spekülatörlerin bu işlemi yapmadıkları sürece kur oranı rejimlerinin devam edebilmesidir.

Çoklu denge durumunda, ekonominin temel göstergelerinde bir değişiklik olmasa bile sürü davranışı ve panikle yönlendirilen spekülatör ya da diğer piyasa katılımcısının işlemleri piyasada birden çok dengeyi oluşturabilir. Böyle bir durum, ekonomide iktisadi dalgalanmalara neden olurken döviz kuru volatilitesi büyük boyutlara varabilir.

---

[141] Maurice OBSTFELD: a.g.m., 72-79.
[142] OECD: a.g.e., 68.
[143] Jayendra NAYAK: "From Crises to Redesign: A Lexicon for the New Financial Architecture ", Economic and Political Weekly, (2 October 1999), 2860.

III. FİNANSAL LİBERALİZASYON POLİTİKALARI

A. GENEL OLARAK FİNANSAL LİBERALİZASYON POLİTİKALARININ ETKİLERİ

Bu bölümde Asya ve Latin Amerika özelinde FL politikalarının değerlendirilmesine geçilmeden önce, büyük ölçüde 1980'lerden itibaren yoğunluk kazanan FL politikalarının genel ekonomik performans üzerindeki etkileri incelenmektedir. Ayrıca söz konusu dönemde yaşanan deneyimler, FL'un para ve döviz kuru politikaları ile ekonomik istikrar üzerindeki etkilerinin ayırt edici olduğunu göstermektedir. Çalışmanın bu bölümünde ayrıntılı bir analizden ziyade yalnızca genel bir değerlendirme sunmak amaçlanmaktadır.

1. Ekonomik Performans Üzerindeki Etkiler

FL'un ekonomik performans üzerindeki etkilerinin analizi ilk olarak büyüme hızındaki gelişmeler çerçevesinde yapılabilir. FL politika uygulamalarının hızlandığı 1980'lerden bu yana Dünya'da, GÜ ve GOÜ'lerde gerçekleşen ekonomik büyüme hızının değerlendirilmesi için Tablo 1'den yararlanılabilir.

Dünya'da 1990'ların ilk yarısına kadar 1980-1990 ortalamasının %1 altında gerçekleşen büyüme hızı, dönemin ortasına doğru artışa geçerek 1996'da, % 3.5 ile 20 yılın en yüksek büyüme hızına ulaşmıştır. Bu tarihten sonra ise önemli düşüşler görülmektedir. 1997 ortasında başlayan Asya krizinin etkisiyle 1998'de gerçekleşen 1.8'lik büyüme hızı ise 20 yılın en düşük değerini oluşturmaktadır. 1998'de dünya ölçeğinde global büyüme hızında bir önceki yıla göre yarı yarıya düşüş temel olarak kaynaklanmıştır. Düşme GÜ'lerde 1 puan civarında iken GOÜ'lerde 4 puanın üzerindedir.

1999'da global ekonomik koşulların düzelmesi ile büyüme hızı artışa geçerek %2.6'e ulaşmıştır. Bu artışta Japonyanın resesyondan büyümeye geçmesi ve GOÜ'lerdeki ekonomik koşullardaki iyileşme etkili olmuştur. 1998'deki GÜ'lerdeki büyümenin 20 yıllık dönemde ilk defa GOÜ'lerin

üzerinde gerçekleşmesinin ardından, 1999'da GOÜ'ler tekrar GÜ'lerden %1 oranında yüksek bir büyüme performansı göstermektedir.

GOÜ'ler için FL öncesi dönem olan 1970'lerdeki büyüme oranları 1980 ve 1990'lar ile karşılaştırılabilir. UNCTAD raporuna göre[144] GOÜ'lerde 1970'lerde büyüme hızı, yıllık dalgalanmalara rağmen, yıllık ortalama %6 civarındadır. Bu oran söz konusu dönemde hiç bir yıl %3'ün altına düşmemektedir. 1980'lerde global resesyon nedeniyle büyüme oranlarında dramatik düşüşler gerçekleşmiştir. Bu dönemde resesyonun da etkisiyle oluşan borç krizleri GOÜ'lerin büyüme oranlarında büyük dalgalanmalara neden olmuştur. Tablo 1'den görüldüğü gibi 1980'lerde büyüme %3 civarında istikrar kazanmıştır. Bu dönemi izleyen 1990'lı yılların ilk yarısında gerçekleşen %4.9'lik büyüme hızı 1970'lerin bir puan altındadır. Söz konusu dönemin ikinci yarısında gerçekleşen %3.9'luk büyüme ise 1970'lerin 2 puan altındadır. 1990-2001 döneminin ortalaması ise %4.4'tür. Dolayısıyla 1980 ve 1990'lar istikrarsız ve düşük büyüme hızının gerçekleştiği dönemler olarak görülmektedir.

TABLO 1: EKONOMİK BÜYÜME ORANLARI (1980-2001)

	1980 -90[a]	1990 -95[a]	1990 -95[b]	1996[b]	1997[b]	1998[b]	1999	2000	2001	1996-2001
Dünya	2.9	1.9	2.1	3.5	3.4	1.8	2.6	3.8	1.3	2.7
GÜ	2.8	1.7	1.8	3.1	2.9	2.0	2.4	3.4	1.0	2.4
GOÜ	3.0	4.9	4.9	5.7	5.5	1.3	3.4	5.4	2.1	3.9
LA	1.3	3.3	3.6	3.6	5.3	1.9	-0.2	3.9	0.4	2.4
ASYA	4.6	6.4	6.1	6.8	5.9	0.9	5.3	6.4	2.8	4.6

(a) Yıllık ortalamalardır ve 1990 yılı dolar verileri temel alınarak hesaplanmıştır.
(b) 1990-95 yıllık ortalamalardır ve 1995 yılı dolar verileri temel alınarak hesaplanmıştır.
KAYNAK: UNCTAD: Trade and Development Report 1994, (New York, 1994), 4; UNCTAD: Trade and Development Report 1998, (New York, 1998), 4; UNCTAD: Trade and Development Report 2000, (New York, 2000) 8; Trade and Development Report 2002, (New York, 2002), 5.

[144] UNCTAD: Trade and Development Report 1998, (New York, 1998), 23; UNCTAD: Trade and Development Report 1999, (New York, 1999), 77.

Asya krizi sonrası 1999'da ve 2000'in başlarında dünya ekonomisinin beklenenden daha iyi büyüme performansına rağmen bu iyimserliği bozabilecek global dengesizlikler ve belirsizlikler belirtilmektedir. UNCTAD 2000 raporuna göre, Doğu Asya'daki pek çok GOÜ'de ise kriz sonrası iyileşmenin beklenenden güçlü olmasına rağmen kötüleşme işaretleri görülmektedir. Latin Amerika düzelme yolunda iken Brezilya ve Arjantin'in durumu bölgede kırılganlığın sürmesine neden olmaktadır. 1998 krizinden sonra Brezilya'daki iyileşmenin sürdürülebilirliği hayati olarak dünya piyasalarındaki koşullara bağlıdır[145]. Arjantin'de ise uzun süre devam eden ekonomik durgunluğun ardından 2001 yılı sonunda moratoryum ilan edilmesiyle oluşan kriz koşulları devam etmektedir. GÜ'ler ise 2000 ortalarından itibaren yavaşlama belirtileri göstermeye başlamıştır. ABD ekonomisinde 2000 yılının son çeyreğinde başlayan yavaşlama 2001 yılında da devam etmiş ve 11 Eylül saldırıları ile zirveye ulaşmıştır. Avrupa'da büyümenin durması ve Japonya'da resesyon koşullarının devam etmesi 2001 yılında GÜ'lerde büyüme oranının son yirmi yılın en düşük düzeyinde (%1) gerçekleşmesine neden olmuştur.

Liberalizasyon dönemi öncesine göre global büyümenin düşmesinde 1960'lar sonundan itibaren düşük sermaye birikimi, kaynak tahsislerindeki yanlışlıklar ve kaynakların eksik kullanımı gibi faktörlerinin önemli olabileceği savunulmaktadır. FL ile tahsis etkinliği arasındaki ilişkiyi pozitif olarak alan çalışmalarda bunun nedeni olarak, piyasa bozucu politikaları, faktör arz katılıklarını ve dışsal teknoloji ve arz şoklarının önemli olduğu belirtilmiştir[146]. Bununla birlikte sermaye hesapları liberalizasyonu ile büyüme yada yatırımlar arasında anlamlı bir ilişki bulgulamayan ampirik çalışmalar artmaktadır[147].

FL öncesi dönemin sonrası dönemle büyüme yanında yatırım ve ihracattaki gelişmeler bakımından karşılaştırılması yapılabilir. OECD ülkeleri

---

[145] UNCTAD: Trade and Development Report 2000, (New York, 2000), 23.
[146] David FELİX: "On Drawing General Policy Lessons From Recent Latin American Currency Crises", a.g.m., 193.
[147] Dani RODRIK: "Who Needs Capital Account Convertibility?, Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility", Essay in International Finance, No.207, (Princeton University, 1998), 19.

için söz konusu veriler Tablo 2'de görülmektedir. Buna göre Bretton Woods dönemi olan 1959-1970 en yüksek büyümenin gerçekleştiği dönem olmuştur. 1959-1970 arasındaki %5 oranındaki büyüme bu tarihten itibaren azalarak 1977-82 arasında %2.4 ile 1959-70 düzeyinin yarısının altına düşmektedir. Büyüme oranında 1983-1988 döneminde nispi bir düzelme olsa da bu tarihten sonra düşme devam etmiştir.

Tablo 2'den mal ve hizmet ihracatındaki 1970 sonrasında başlayan düşme görülmektedir. 1959-64 arasında %8.6 olan ihracat büyüme oranları 1995-2000'de %6'lara düşmüştür. Benzer bir durum sabit yatırımlar için de görülmektedir. Söz konusu dönemde oldukça dalgalı bir değişim gösteren gayrisafi sabit yatırımlar dönem başındaki %6.9 değerinden dönem sonunda %2.1'e düşmüştür.

Bu veriler söz konusu dönemin büyüme kadar yatırımlar üzerinde de olumlu etkiler yaratmadığı yönündeki görüşleri destekler niteliktedir.

Pek çok ülke üzerinde yapılan çalışmalar FL ve mali sektör reformlarının mali derinleşmeyi arttırdığını göstermektedir. Konuyla ilgili çalışmalarda yatırım, tasarruflar ve büyüme hızı üzerinde beklenen etkileri yapmadığı gözlenen FL reformlarının, "Tasarrufların alternatif finansal araçlar arasında dağılımında etkinliğin sağlanması ve finansal derinleşmenin hızlanması sürecinde olumlu sonuçlar verdiğini söylemek mümkündür"[148].

Özellikle uluslararası finansal integrasyon finansal piyasaların gelişmesi üzerinde büyük etkiler yaratmıştır. FL ile küçülen işlem maliyetleri finansal piyasalardaki işlem hacminde dramatik artışlar oluştururken, bu piyasaların dünyanın en büyük piyasaları haline gelmesine neden olmuştur. Regülasyonların kaldırılması ve iletişim teknolojisindeki gelişmenin etkisiyle işlem etkinliği ve rekabet düzeyindeki büyük artışa rağmen finansal piyasaların ekonomik performansa katkıları oldukça tartışmalıdır.

---

[148] Kadir ESER: "Mali Baskı Altındaki Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Liberalizasyon Politikalarının Etkinliği", Ekonomik Yaklaşım, 4, 10, (1993), 99.

TABLO 2: OECD ÜLKELERİNDE BAZI TEMEL GÖSTERGELERDEKİ YILLIK EKONOMİK BÜYÜME ORANLARI (1959-200) (%)

Yıllar	Reel GSMH[1]	Mal ve Hizmet İhracatı[2]	Gayrisafi Sabit yatırımlar
1959-1964	5.0	8.6	6.9
1965-1970	4.6	8.8	5.4
1971-1976	3.4	7.6	2.5
1977-1982	2.4	5.0	1.7
1983-1988	3.4	5.5	5.4
1989-1994	2.1	6.4	2.3
1995-2000	2.5	6.1	2.1

(1) Ağırlıklandırılmış ortalamalar.
(2) Sabit fiyatlarla.
KAYNAK: OECD Economic Outlook, 2000; Felix, "On Drawing general Policy Lessons From Recent Latin American Currency Crises", Journal of Post Keynesian Economics, 20, 2, (Winter 1997-1998), 193- 201.

GSMH'da finans, sigorta ve emlak faaliyetlerinin payı, mal ve finansal olmayan hizmetlerin payı karşılaştırılarak, finans kesimindeki büyümenin ekonomik performansa etkileri değerlendirilebilir. Felix'e göre 1970'lere kadar finans, sigorta ve emlakın oranının yükselmesi mal ve finans dışı hizmetlerin reel büyüme oranında iyileşmeye eşlik ederek finansal derinleşmenin reel büyümeyi teşvik ettiğine ilişkin yaklaşımı destekler. Fakat bu tarihten sonra finans, sigorta ve emeklilik faaliyetleri artmaya devam ederken finansal olmayan sektördeki reel büyüme yavaşlamaktadır. Bu durum kaynakların finans, sigorta ve emlak faaliyetlerinde yoğunlaşmasının bir göstergesidir[149].

Dolayısıyla finansal piyasaların büyümesinin üretken alanlarda kullanılabilecek kaynaklarda büyük bir artışa neden olduğu oldukça şüphelidir. Summers ve Summers tarafından ülkelerin beşeri ve sermaye kaynaklarının gelecekteki büyüme için zenginlik yaratmaktan ziyade finansal

[149] David FELİX: "Financial Globalization Versus Free Trade: The Case For Tobin Tax", a.g.m., 24-30.

varlık işlemleriyle ilgili sıfır toplamlı oyunlarda finansal mühendisliğe yönlendirildiği belirtilmektedir[150].

Finansal piyasaların globalizasyonu, bir yandan iletişim teknolojisindeki büyük ilerlemelerin sağladığı teknik olanaklar, diğer yandan deregülasyon dalgasının ulusal ve uluslararası işlemlerde yarattığı büyük çeşitlilik ve hız ile gerçekleşmektedir. Bu ortam döviz piyasalarının gelişmesini hızlandırarak bu piyasaların dünyanın en büyük piyasaları haline gelmesine neden olmuştur.

TABLO 3: GLOBAL DÖVİZ PİYASALARINA İLİŞKİN GÖSTERGELER (1977- 2001)

Yıllar	Günlük Global Döviz İşlemi Milyar Dolar	Yıllık Global Döviz Hacmi[a] Trilyon Dolar	Yıllık Dünya İhracatı Trilyon Dolar	İhracat/ Döviz Hacmi	Global Resmi Döviz Rezervleri[b] Milyar Dolar	Rezervler/ Günlük Döviz İşlemi
1977	18.3	4.6	1.31	28.5	265.8	14.5
1980	82.5	20.6	1.88	9.1	386.6	4.7
1983	119.0	29.8	1.66	5.6	339.7	2.8
1986	270.0	67.5	1.99	2.9	456.0	1.7
1989	590.0	147.5	2.91	2.0	722.3	1.2
1992	820.0	205.0	3.76	1.8	910.8	1.1
1995	1.230.0	307.5	4.80	1.6	1.202.0	1.0
1998	1.442.0	360.5	4.10	1.5	1.636.1	1.1
2001	1.210.0	302.5	5.63	1.1	2.021.5	1.6

(a) Günlük global döviz işlemi 250 işlem günü ile çarpılmıştır.
(b) Yıl sonu stok değerlerini göstermektedir.
KAYNAK: BIS: 69th Annual Report (Basle 1999); BIS 72nd Annual Report (Basle 2002); UNCTAD: Trade and Development Report Çeşitli Yıllar.

Bu piyasaların büyüklüğü Tablo 3'den görüldüğü gibi 1977'de 18.3 milyar dolar iken 1998'de 1.442 milyar dolara ulaşmıştır. Bu büyüklük 1977'den 1998'e 80 katlık bir artışa karşılık gelmektedir. Diğer yandan Tablo'dan görüldüğü gibi döviz işlemlerindeki aşırı büyüme ticaretin finansmanı ile ilgili değildir. Döviz işlem hacminin ihracatın finansmanı için

[150] Laurence SUMMERS ve Victoria SUMMERS: a.g.m., 151.

kullanılan oranını gösteren yıllık ihracat/döviz hacmi 1977'de 28.5 iken 2001'de 1.1'e düşmüştür.

Döviz işlemlerinin büyük bir kısmını ise bu piyasalardaki en büyük işlemciler olan bankaların döviz posizyonlarını düzenlemek için yaptıkları döviz alım satım işlemleri ve paralar arasındaki örtülü faiz oranı arbitrajı oluşturmaktadır.

Döviz piyasası işlem hacmindeki büyümenin likidite artışı anlamında yatırımlar üzerinde dolaylı olumlu etkileri olduğu kabul edilmektedir. Bununla birlikte finansal derinleşme ile sağlanan parasallaşmanın, FL politika öngörülerinin aksine, üretimde ve yatırımda büyümeye katkısının düşük olduğu görülmektedir. Bu durum Akyüz tarafından şöyle ifade edilmektedir:

> "Finansal derinleşmenin ekonomik performansa katkıları, finansal varlık çeşitliliğinin üretken yatırım hacminde artışa neden olmasına bağlı görülmektedir. Oysa bulgular özellikle GOÜ'lerde, finansal derinleşmenin tüketimde bir artışa neden olabileceğini göstermektedir. Bu durum tasarrufların fazla veren sektörlerden açık veren sektörlere kayması ile gerçekleşirken, üretken olmayan kesimler lehine yeniden dağıtıcı etkiler ortaya çıkarmaktadır"[151].

Sonuçta bir ülkede finansal derinleşme ve parasallaşmanın sağlanması tasarruf ve yatırım düzeyinde doğrudan bir artışa değil, sadece dağılımında değişikliğe neden olabilmektedir.

2. Para Politikası Üzerindeki Etkiler

Bretton Woods sisteminin yıkılmasından sonra dünya ekonomisinde gerçekleşen en önemli değişim önce GÜ'ler daha sonrada GOÜ'lerde olmak üzere sermaye üzerindeki kontrollerin başlangıçta tedrici bir biçimde

---

[151] Yılmaz AKYÜZ: a.g.m., 9.

azaltılması ve sonrada tamamen kaldırılmasıdır. Bu süreç sermaye hareketliliğinde çok önemli artışlara varmıştır. Bilgisayar ve telekominikasyon teknolojilerindeki gelişmelerin de etkisiyle likiditesi oldukça yüksek sermayenin uluslararası hareketliliğindeki artışlar aktif bir para politikası uygulamasının önündeki en önemli engel haline gelmiştir. Bu süreçte Avrupada oluşan Eurodolar piyasası Atlantiğin her iki tarafındaki gelişmiş ülkelerin kısa dönem para piyasalarını birleştirmektedir. Kısa dönemli fonların faiz duyarlılığı ülkeleri birbirlerinin para politikalarının etkilerine maruz bırakmıştır. Avrupa ülkeleri para politikaları üzerindeki bağımsızlıklarını büyük ölçüde kaybetmişlerdir[152].

GOÜ'ler için olayın görünümü biraz daha farklıdır. GOÜ'lerin 1980'li yıllarda yaşadığı borç krizleri, resmi dış finansman bulma şanslarını büyük ölçüde azaltmıştır. 1990'larda finansman ihtiyacı devam eden bu ülkelerin FL politikaları ile para ve sermaye piyasaları kanalıyla finansman elde etmeleri tek alternatif olarak kalmıştır. Uluslararası piyasaların güvenini sağlamak ve IMF kredilerinden yararlanmak isteyen pek çok GOÜ'lerin IMF ile yaptığı yapısal istikrar programları ise reel para arzına kısıtlama getiren sıkı para politikası uygulanmasını öngörmektedir. Faizleri arttırıcı etki yapan bu süreç kamu ya da özel sektörün finansman gereksinimi için finansal piyasalardan fon talebinin yarattığı baskı ile birleşerek faiz oranlarının piyasa koşullarından çok daha yüksek oluşmasına neden olmaktadır[153].

GÜ'lerde ekonomik koşullar durgunlaşıp, faizler düştüğünde likiditesi yüksek sermaye akımları için GOÜ'lerdeki yüksek faiz oranları cazip hale gelmektedir. GOÜ para otoriteleri ise söz konusu sermaye akımlarına karşı para politikası yönetiminde ciddi sorunlar yaşamaktadır[154].

---

[152] James TOBIN: "A Proposal for International Monetary Reform", Eastern Economic Journal 4, (3-4), (July October 1978), 154.

[153] Güven SAK: "Konsolide Bütçe Açıkları ve Kamu Açıklarının Finansal Piyasalardaki Ağırlığının Faiz Oranları ve Döviz Kurları Üzerindeki Etkileri", İktisat, İşletme ve Finans, 110, (Mayıs 1995), 45-46.

[154] Bu ülkeler genellikle sermaye akımlarını cazip kılmak için döviz kurunu istikrarlı veya öngörülebilir kılan sabit ya da açıklanan bir band içinde tutma tahahüdü verirler. Oysa açık ekonomi makroiktisadında imkansızlık üçlüsü olarak bilinen duruma göre sabit kur rejimi ve

Bu ülkelerde para politikası öncelikle döviz kuru istikrarını sağlamaya yöneliktir. Bunun en önemli nedeni sermaye hareketlerini zorlaştırmamak ve dış borçlanmayı yapabilmektir[155]. Diğer bir ifadeyle bu ülkelerde cari işlem hedeflerine dayalı kur oranı politikası izlemek imkansızlaşırken kısa dönemli sermaye akımlarını uyaracak kur ve faiz oranı politikası izlemek gerekmektedir.

Yüksek faiz politikasıyla sağlanan döviz kuru istikrarı ise ekonomide başka istikrarsızlıklar yaratma potansiyeli taşımaktadır. Öncelikle reel olarak aşırı değerlenmiş döviz kurundan dış ticaret açıkları artarken finansal sektörde ise bilançolarda taşınan riskleri (açık pozisyon) arttırmaktadır. Bu süreç sonunda ulusal ekonomilerin bir istikrarsızlık ve kriz ortamına sürüklendikleri görülmektedir.

Kriz sonrası ekonomik durgunluktan çıkmak için merkez bankalarının para politikalarını kullanması sınırlandırılmıştır. Çünkü merkez bankaları yerli paralarını desteklemek için faizleri yükselttikçe resesyon daha da şiddetlenmektedir. Bir başka ifadeyle ekonomilerin hızlandırılması için faizlerde bir indirime gidilmesi güçtür. Geçerli olan yüksek faizler ise bankacılık sektöründe geri dönmeyen kredileri artırarak mevcut sorunları ağırlaştırmaktadır.

Bu ortamda ülkeler paralarının değer kaybetmesini önlemek ve finansal piyasalardaki istikrarsızlıkları denetlemek için büyük rezervler tutma baskısı ile karşılaşmaktadırlar. Bununla birlikte bugün merkez bankalarının para ve döviz piyasalarına müdahale gücünün tedricen azaldığı savunulmaktadır. Bunun en önemli nedeni, Tablo 3'ten görüleceği üzere, global resmi rezervlere göre global döviz işlem hacminin vardığı boyutlardır

---

sermaye hareketleri konvertibilitesi durumunda yurtiçi hedeflere uygun bağımsız bir para politikası uygulaması zorlaşmaktadır.

[155] Bu ülkelerde döviz kuru istikrarı üç nedenle önemlidir. Birincisi yabancı fonlara döviz kuru riski yaşatmak istenmemesidir. İkincisi döviz kurundaki hızlı değişmelerin dış borçlanmaya yönelmiş kesimlere önemli maliyetler yüklemesini önlemek ve üçüncüsü ise enflasyona neden olma kaygısıdır. Bkz. Ercan UYGUR: "1999 İlkbaharında Türkiye Ekonomisinde İstikrar Arayışları", İktisat İşletme ve Finans, 14, 157, (Nisan 1999), 21-33.

[156]. Bu ise parasal otoritelerin spekülatif saldırılara karşı parasını koruma kabiliyetindeki düşmenin en önemli göstergesidir.

Sermaye akımlarının gayrisafi büyüklüğü de ulusal para politika yapıcılarını zorlamaktadır. Global döviz piyasaları rakamlarını oluşturan BIS'e göre dünya çapındaki döviz işlemlerinin gayrisafi hacmi 2001'de günlük olarak yaklaşık 1.2 trilyon dolardır. Bu işlemlerin %90'ı yedi gün içinde %30'u ise bir gün içinde geri dönmektedir. Bu ortam ulusal para politikaları için oldukça dar bir alan bırakmaktadır. Bu dönemde, sermaye girişlerinin neden olduğu döviz kuru değerlenmesi, para politikasını baskı altına alırken sermaye çıkışını önleyecek tek araç olan yüksek faiz politikasının reel ekonomi yönüyle sürdürülebilirliği endişe konusu olmuştur.

3. Döviz Kuru Politikası Üzerindeki Etkiler

1973'te Bretton Woods sabit kur oranı rejiminin çöküşünden sonra GÜ'ler kademeli olarak esnek döviz kuru sistemine geçmişlerdir. GÜ'lerin çoğunda FL ortamında artan sermaye hareketliliği esnek kur oranı rejimlerinin başarısı konusunda soru işaretlerinin oluşmasına neden olmuştur. Bunun nedeni GÜ'lerde esnek kur oranları rejimi temel paralar arasında hem nominal hem de reel kur oranı volatilitesinde artışlara neden olmasıdır. Bu durum esnek kur oranlarına geçiş ile artan kur oranı değişkenliği üzerinden spekülasyon yapılmasını teşvik etmektedir.

Dolayısıyla 1973 sonrası ve 1980'lerdeki esnek kur oranı deneyimi, ticaret elastikiyetlerinden ziyade, istikrar bozucu kısa dönemli spekülatif sermaye hareketleri ve geniş kur oranı dalgalanmalarına karşılık gelmiş bulunmaktadır[157]. AB içinde parasal birliğin oluşturulmasının en önemli nedenlerinden biri döviz kurlarındaki dalgalanmalarının ulusal ekonomiler için yaratacağı negatif etkilere ilişkin endişelerdir.

---

[156] Örneğin BIS rakamlarına göre, global resmi rezervler 1995'te 1.202 milyar dolar iken global döviz işlemlerinin bir günlük değeri 1.230 milyar dolardır. Bu tarihten sonra rezervler bir miktar artmakla birlikte iki büyüklük arasındaki fark hala önemli boyutlardadır.
[157] Fransisco RIVERA-BATIZ ve Luis RIVERA-BATIZ: a.g.e., 278.

GOÜ'lerde uygulanan sabit ya da ayarlanabilir kur oranı rejimleri ise sermayenin serbest hareketliliği altında döviz kuru politikası sürdürmeyi zorlaştırmaktadır. Bu durumda spekülasyonla kur oranında yaratılan küçük değişikliklerin hükümetlere kur oranını değiştirme yönünde baskılar yüklediği görülmektedir. Ayrıca spekülatörler ileride genişletici para politikası izlenebileceği gibi beklentilerle, yerli parayı satmaya başladıklarında sabit döviz kuru sisteminin sürdürülmesini güçleştirebilirler. Bu tür kendi kendini besleyen (self-fulling) özel beklentiler, diğer hallerde sürdürülebilir sabit kur rejimlerinin çökmesine varmaktadır.

Kenen'e göre FL ile kaldırılan sermaye kontrollerinin döviz kuru politikası üzerinde iki önemli sonucu vardır:

> "Birincisi, sermaye hareketlerinin yerli para politikasına çok duyarlı hale gelmesidir. Fakat içsel ve dışsal beklentiler gibi diğer faktörlere de duyarlıdır. İkincisi ise sermaye hareketlerinin kur oranını etkiledikleri zaman para arzını etkiledikleri zamandan çok daha fazla reel ekonomiye zarar vermeleridir"[158].

Yapılan çalışmalar GÜ'lerde kur oranı volatilitesinin reel ekonomi üzerinde tahrip edici sonuçlarının önemli olduğunu göstermektedir. Örneğin 1980'lerin başında Yen karşısında ABD Dolarının değerlenmesi Amerikan otomotiv endüstrisini olumsuz etkilemiştir[159]. Kur oranı değişkenliğinin AB içinde yabancı doğrudan yatırımları azalttığına ilişkin bulgular vardır[160]. Endüstriyel ülkelerin reel efektif kur oranlarındaki kısa dönem volatilitenin uluslararası ticaret hacmini düşürdüğünü ortaya koyan çalışmalar bulunmaktadır[161].

---

[158] Peter KENEN: Exchange Rates and the Monetary System, (Vermont, 1994), 237.
[159] Barry EICHENGREEN, J. TOBIN ve C. WYPLOSZ: "Two Cases for Sand In The Wheels of International Finance" The Economic Journal, 105, (January 1995), 162-172.
[160] Bu konu için Bkz. R.L.A. MORSINK ve W.T. MOLLE: "Direct Investment and Monetary Integration", European Economy, 1, (1999), 36.
[161] Peter KENEN: a.g.e., 311.

T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU DOKÜMANTASYON MERKEZİ

Ayrıca döviz kurlarındaki volatilenin artmasının faiz oranları ve diğer finansal fiyatları etkileyerek yatırım stratejileri üzerinde bozucu etkiler yarattığı kabul edilmektedir. Nitekim kur oranı volatilitesinin neden olduğu belirsizlik ve kur riskinin ABD'li en büyük 500 şirket için en büyük endişe konusu olduğu tespit edilmiştir[162].

Kur oranı volatilitesinin yatırım kararları üzerindeki olumsuz etkisini gösteren bu bulgulara rağmen istatistiksel çalışmalar farklı sonuçlara işaret etmektedir. Buna göre son dönemlerde yapılan ve etkilerin önemli olduğunu gösteren bir kaç çalışmaya rağmen[163], genellikle, ticaret hacmi üzerinde etkilerin ihmal edilebilir düzeyde olduğu savunulmuştur[164].

Obstfeld'e göre[165] istatistiksel çalışmalarda etkilerin küçük olması korunma (hedging) araçlarındaki gelişme ile açıklanabilir. Döviz kuru riskinden korunmaya yönelik talep, özellikle döviz piyasasında işlem hacminin artmasına neden olmuştur. Obstfeld'e göre, korunma bir maliyet eklerken risk ancak kısmen transfer edilebilir. Bunun nedeni, 1970'den bu yana kur oranı dalgalanmaları yıldan yıla önemli volatilite oluştururken, 12 aydan fazla geleceğe uzatılamayan vadeli kontratların kullanımı ile riskten ancak kısmen kaçınılabilmesidir. Üstelik koruma araçları, aynı zamanda, döviz ve çapraz kur faiz oranı hareketleri üzerindeki spekülasyonu kolaylaştırmaktadır. Spekülasyon için yeni araçların olması ise volatiliteyi artırmaktadır[166].

Obsfeld'e göre kısa dönemde kur oranı değişikliklerinin maliyetlerinin korunma araçları kullanımı nedeniyle düşük olmasına rağmen, orta ve uzun dönem bozulmaların maliyeti çok daha önemlidir. Fiziksel sermaye sahipleri

---

[162] David FELIX: "Financial Globalizasyon Versus Free Trade: The Case For Tobin Tax", a.g.m., 22.
[163] Jeffrey FRANKEL ve S-J WEI: "Regionalization of World Trade and Currencies", Regionalization of The World Economy, Edit. Jeffrey FRANKEL, (Chicago: The University of Chicago Press, 1995), 71.
[164] Jeffrey FRANKEL: "How Well Do Foreign Exchange Markets Work: Might A Tobin Tax Help?", a.g.m., 86.
[165] Maurice OBSTFELD: "International Curreny Experience: New Lessons and Lessons Relearned", Brookings Papers on Economic Activity", 1 , (1995), 144.
[166] David FELIX: "On Drawing General Policy Lessons from Recent Latin American Currency Crises", a.g.m., 208.

sermaye tutumlarını uluslararası düzeyde çeşitlendirme fırsatlarına sahiptirler ve beklenmedik kur oranı şoklarına karşı korunurlar. Fakat beşeri sermaye sahipleri için etkiler oldukça şiddetli olabilir. Bunlar vadeli piyasalarda gelecek ücret gelirlerinin ticaretini yapamadıkları gibi işletmelerinin uluslararası rekabetçi niteliğindeki hareketler sonucu iş kayıpları ile karşı karşıya gelebilirler[167].

4. Ekonomik İstikrar Üzerindeki Etkiler

FL'a ilişkin başlangıçtaki pozitif yaklaşımlar 1980'ler ve 1990'larda hem GÜ hem de GOÜ'lerde yaşanan finansal kırılganlıktaki artış ve finansal krizler tarafından gölgelenmiştir. Son on yılda global ekonomideki istikrarsızlıklar ve krizler, kriz yaşayan ülkelerde GSMH'da büyük küçülmelere neden olmuştur. Özellikle Asya ve Latin Amerika'daki kriz deneyimi yaşamış ülkelerdeki GSMH'nın %10'nun üzerindeki dalgalanmalar ABD'de büyük depresyonda ortaya çıkan büyüklüklerle aynıdır[168].

1990'larda yaşanan krizlerin nedenleri iktisatçılar arasında yoğun çalışmalara konu olan bir alan olmuştur. GOÜ'ler söz konusu olduğunda bazı krizler ekonomik göstergeler temelinde önemli bir öngörülebilir kısma sahiptir. Diğer bazı krizler temel göstergelere yoğunlaşıldığında önemi sonradan anlaşılan bir öngörülebilir kısma sahip görünmektedir. Fakat, hala, bazı krizleri temel ekonomik göstergeler temelinde açıklamak zordur. Bunlarla ilgili olarak bilgisel bozulmalar (friction) ve 'sürü davranışına' (herding) dayalı yeni açıklamalara varılmaktadır. Bununla birlikte spekülatif davranış kadar bu yapıların ortaya çıktığı döviz piyasaları da en az anlaşılmıştır[169].

Bretton Woods sonrası yaşanan krizlerde her dönemin kendine özgü farklılıkları olmasına rağmen 1990 sonrası finansal krizler dönemine ilişkin bazı ortak özellikler tespit edilebilir;

---

[167] Maurice OBSTFELD: "International Curreny Experience: New Lessons and Lessons Relearned", a.g.m, 145.
[168] Frederic MISHKIN: "Global Financial Instability: Framework, Events, Issues", Journal of Economic Perspectives, 13, 1, (Fall 1999), 3.
[169] R. FLOOD ve N. MARION: "Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature", NBER Working Paper, No: 6380, (January 1998), 7.

i. Geçmiş on yılda pek çok finansal krizin finansal piyasa liberalizasyonu özellikle uluslararası finansal hareketler üzerindeki kontrollerin elimine edilmesiyle ilgili olduğu savunulmaktadır[170].

GOÜ'lerdeki finansal krizlerin hem genel incelenmesi hem de formel ekonometrik çalışmalar FL ile krizler arasında önemli bağlantıların varlığına işaret etmektedir[171]. Özellikle GOÜ'lerde finansal regülasyonların kaldırılması ve sermaye hesapları liberalizasyonu krizlerin önemli bir göstergesidir. Uluslararası faiz oranı farklılıklarından yararlanmak isteyen büyük arbitraj akımlarının varlığının Bretton Woods sonrası dönem krizlerinde önemli bir unsur olduğu görülmektedir[172].

ii. Para istikrarsızlıkları, sermaye girişlerinde ani artışları izleyen aynı ölçüde ani sermaye çıkışları tarafından başlatılmaktadır. UNCTAD'a göre son dönem krizlerin ortak bir özelliği şöyle ifade edilmektedir:

> "Sermaye girişlerindeki büyük artışlar aynı büyüklükte ve hızda bir sermaye çıkışına dönebilmektedir. Bunun için girişleri oluşturan koşulların tersine dönmesi ya da sermaye girişlerinin yurtiçi ekonomi politikaları idare etmeyi zorlaştırarak mevcut koşulların sürdürülemez olması yeterlidir"[173].

Söz konusu sermaye akımlarının giriş ve çıkış çevrimi pek çok ülkede gerçekleşmiştir. Sachs'a göre finansal piyasa liberalizasyonu ile ilgili krizler içindeki Arjantin, Meksika, Venezuella, İsrail, İsveç ve Norveç örneklerinde her durum farklı özelliklere sahiptir. Fakat hepsi sabitlenmiş bir kur oranı rejimine eşlik eden ani ve kısa dönemli sermaye giriş dalgasıyla bir şişme ve patlama (boom-bost) konjonktürü gösterir[174].

---

[170] Jeffry SACHS: a.g.m., 249.
[171] Ayrıntı için Bkz. R. CHANG ve A. VELASCO: "Financial Crises in Emerging Markets" NBER Working Paper, No: 6606, (June 1998).
[172] UNCTAD: Trade and Development Report 1998, a.g.e., 18.
[173] UNCTAD: Trade and Development Report 1998, a.g.e., 22.
[174] Jeffry SACHS: a.g.m., 251.

Sonuç olarak, FL politikaları kapsamında uygulanan sermaye hareketleri serbestisi krizlerin oluşması için uygun ortamı oluşturmuş ve istikrarsızlık etkilerinin sınırlar ötesi yayılmasını kolaylaştırmıştır. İzleyen bölümde ele alınacağı gibi bu süreç GOÜ'leri çok daha fazla etkilemektedir.

B. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE FİNANSAL LİBERALİZASYON POLİTİKALARI

FL politikalarının GOÜ'lerde uygulanması çeşitli gerekçelerle savunulmuştur. Öncelikle bu politikaların GOÜ'lerde 1980'lerin başlarındaki borç krizleriyle ilgili ödeme güçlüklerine çözüm olacağı savunulmuştur. Fakat FL savunucuları tarafından özellikle öne çıkarılan gerekçe bu ülkelerde daha hızlı ve sürdürülebilir bir büyümeyi sağlamaktır. Ayrıca GOÜ'lerin 1970'lere benzer dışsal şoklara daha az duyarlı olmalarının sağlanması bir başka argüman olarak belirtilmiştir.

Çalışmada GOÜ'lerde uygulanan FL politikalarının etkilerine ilişkin bir inceleme Asya ve Latin Amerika ülkeleri çerçevesinde yapılmaktadır. 1980'lerden bu yana Asya ve Latin Amerika'nın GOÜ'leri, ekonomilerindeki mali baskı uygulamalarını kaldırarak ve FL politikalarını geçerli kılarak dünya ekonomisi ile bütünleşme sürecine girmiştir. FL politikaları Asya ve Latin Amerika ülkelerinde öncelik, hedef, araç ve politika uygulamalarına bağlı olarak değişen temel farklılıklar göstermektedir. Bunun gerisinde söz konusu politikaların uygulanış biçiminin farklı olmasının yanında, bu ülkelerin mali sistemlerinin farklı yapısal özelliklere sahip olması ve herbirinin farklı derecede mali baskı altında bulunmaları gibi nedenler yatmaktadır[175].

---

[175] Kadir ESER: a.g.m., 91.

1. Latin Amerika Ülke Deneyimleri

a. Latin Amerika Ülkelerinde Finansal Liberalizasyon

1980 başlarında Meksika başta olmak üzere borç krizlerine girmiş Latin Amerika ülkelerinin finansman ihtiyaçları için finansal piyasalara yönelme zorunluluğu, FL politikalarının bu bölgede büyük bir hızla uygulanmasına neden olmuştur.

Latin Amerika'da iç mali piyasalarla ilgili temel politika değişmeleri; serbest faiz politikası, kredi kısıtlamalarının ve zorunlu kredi kotalarının azaltılması, mali vergilerin düşürülmesi, mali piyasalara ve bankalar sistemine girişin kolaylaştırılması ve kamu kesimi finansmanında merkez bankasından serbest piyasaya yönelme şeklinde belirtilebilir. Dış mali işlemlerle ilgili özellikle önem taşıyan değişiklikler ise sermaye giriş ve çıkışına yönelik işlemlerde serbestlik ve yerleşiklerin döviz cinsinden borç/alacak işlemlerine izin verilmesidir[176].

Bu süreç sonunda Latin Amerika'nın, mali işlemlerde -özellikle yabancıların yurt içi piyasalarda tahvil, hissesenedi alıp satması ve bunlarla ilgili sermaye transferleri, döviz mevduatı açtırma ve repo piyasalarına giriş kolaylığı alanlarında-bir çok Batı ülkesinin 1980 başlarından ve hatta bugünkü uygulamalarından bile daha serbest olduğu görülmektedir.

Bu politikaların bölge ülkelerinin büyüme, tasarruf ve yatırım oranları üzerindeki etkileri Tablo 4'den tespit edilebilir. Bölgede büyüme hızı 1994 Meksika krizi öncesinde %4.9'a ulaşırken kriz sonrası 1995'te %1'in altına düşmüştür. Bu dönemde büyüme oranında gerçekleşen büyük dalgalanmalar 1990-95 ortalamasının %2.6 olarak gerçekleşmesine neden olmuştur. Oysa bu oran borç krizlerininde yaşandığı 1983-89 arasında geçekleşen oranın çok az üzerindedir. Bunun ötesinde 1990 ortasına kadar gerçekleşen büyüme

---

[176] Yılmaz AKYÜZ: "Ekonomide Liberalleşme ve Sanayileşme Latin Amerika Deneyimi", İktisat İşletme ve Finans, 96, (Mart 1994), 7.

oranları, 1965 ile 1980 arasında gerçekleşen yılda ortalama %6[177] büyüme oranı ile karşılaştırıldığında oldukça düşüktür.

Tablo 4'de görüldüğü gibi reformların ilk yıllarında yurtiçi tasarruf hacminin gayrisafi milli gelir içindeki payı küçülmüştür. En büyük tasarruf küçülmesi Meksika'da gerçekleşmiştir. Meksika'da 1988'de tasarruf GSMH'nın %20'si iken bu pay kriz öncesi 1993'te %10'a düşmüştür[178].

TABLO 4: LATİN AMERİKA ÜLKELERİNDE MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER (Yıllık Ortalama, GSMH'nın %'desi Olarak)

Latin Amerika[1]	1983-89	1990-95	1994	1995
Reel GSMH[2]	2.1	2.6	4.9	0.8
Tüketici Fiyat Enflasyonu[2]	180.5	230.8	263.6	40.8
Özel tüketim	64.1	67.3	67.5	65.8
Özel tasarruf	16.4	13.9	13.9	15.5
Mali denge[3]	-4.4	-0.1	0.1	-0.5
Cari işlem dengesi	-0.6	-1.8	-2.8	-1.8
Reel efektif kur oranları[4]	-0.3	3.5	6.0	-1.2
Net sermaye girişleri	0.7	3.3	2.3	3.6
Rezervlerdeki değişim	-0.2	-1.5	0.7	-2.3
Toplam tasarruf	20.1	18.5	18.0	18.2
Toplam yatırım	20.0	20.5	21.1	20.0

1. Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika, Peru ve Venezuella'yı kapsamaktadır.
2. Yıllık % değişim
3. Sadece merkezi hükümet gelir ve harcamalarını kapsamaktadır.
4. Artış bir değerlenmedir.

KAYNAK: IMF: World Economic Outlook Database, http://www.imf.org.

Bölgede büyümenin ise finansal liberalizasyon politikaları ile artan sermaye girişleri ile finanse edildiği gözlenmektedir. Bölgede özellikle Meksika ve Arjantinde büyüme hızıyla sermaye girişleri arasında büyük bir paralellik mevcuttur. Sermaye girişlerinin en yoğunlaştığı dönemlerde bütün Latin Amerika ülkelerinde tasarruf oranları düşmektedir. Aynı dönemde özel

---

[177] Yılmaz AKYÜZ: "Ekonomide Liberalleşme ve Sanayileşme Latin Amerika Deneyimi", a.g.m., 15.

[178] Andrei PALMA: "The Three Routes to Financial Crises: The Need for Capital Controls", CEPA Working Paper, No.18, (November 2000), 18.

tüketim harcamalarında bir artış gerçekleşmiştir[179]. Tablo'dan krize kadar tüketimdeki artış eğilimi görülmektedir. Bu yönüyle Latin Amerika'da sermaye girişleri tüketime dayalı bir büyümeyi desteklemiştir.

Bu ortamın üretkenliği arttıracak modernleşme yatırımlarının yapılmasını mümkün kılmasına rağmen yatırım oranlarında belirgin bir artış olmadığı görülmektedir. Sermaye girişlerinin yatırım oranı üzerinde olumlu etkide bulunmaları sürekli ve uzun dönem doğrudan yatırım niteliğinde olmalarına bağlıdır. Bölgeye yönelen sermaye girişleri Şili hariç doğrudan yabancı yatırımlardan çok yüksek faiz hadlerinden yararlanmak amacıyla gelen kısa vadeli girişlerdir. Latin Amerika'da reformların ilk yıllarından itibaren önemli kısa dönemli sermaye girişleri gerçekleşmiştir. Bunun nedenlerinden biri, yurtiçi faiz oranının ABD'den yüksek olması ve izlenen kur politikaları nedeniyle Latin Amerika ülke paralarının dolar karşısında değer kaybetme oranlarının faiz oranları farkının altında kalması nedeniyle önemli arbitraj karlarının oluşmasıdır[180].

1980 sonlarında bölgeye sermaye girişi oldukça düşükken 1990 ortalarına kadar sermaye akımlarının GSMH'ya oranı büyük artışlar göstermiştir. Bölgede sermaye akımlarının en büyük alıcısı Meksika'dır. 1980 sonunda bu ülkeden GSMH'nın %1'i civarında sermaye çıkışı varken 1991-93 arasında GSMH'nın %8'inden fazla net sermaye girişi gerçekleşmiştir. Bu tür sermaye girişlerinin ilk etkisi sermaye piyasaları üzerinde gerçekleşmiştir. Buna göre 1991'de Arjantin'de sermaye piyasası endeksi %300'lük, Meksika'da ise %100'e yakın artmıştır[181].

Sermaye girişlerinin cari işlem dengeleri üzerinde de önemli etkileri olmuştur. Bölge ülkelerine yönelen yoğun sermaye girişleri yerli paraların dolar karşısında değerinin yükselmesine neden olmuştur. Bu durum ise ucuzlayan ithalatın artmasına sebep olmuştur. Aynı dönemde dış ticaretin

---

[179] UNCTAD: Trade and Development Report 2000, (New York, 2000), 54.
[180] Yılmaz AKYÜZ: "Ekonomide Liberalleşme ve Sanayileşme Latin Amerika Deneyimi", a.g.m., 10.
[181] Manuel R. AGOSIN ve Ricardo FFRENCH-DAVIS: "Managing Capital Inflows in Chile", http://www.southcentre.org/papers/finance/agosin/kfwide%7E1.htm, (January 1998), 13-26.

serbestleştirmesi ise ithalatın hızla artmasını kolaylaştırmıştır[182]. Bu durum ihracat aynı hızla artmadığı için dış ticaret açığının büyümesi ile sonuçlanmıştır. Tablo 4' den yedi Latin Amerika ülkesine ait verilerde Meksika krizine kadar cari işlem dengesindeki bozulma görülmektedir.

Diğer yandan bölgeye yönelik sermaye girişleri ülkelerin ulusal piyasa likiditesinde büyük artışlara neden olmuştur. Örneğin Arjantin'de dolaşımdaki para ve bankalardaki toplam mevduatın GSYİH'ya oranı 1990'da %5 iken 1994'te %20'ye ulaşmıştır. Dolayısıyla ulusal ekonomilerde önemli bir parasallaşma görülmektedir[183]. Bu durum mali sektör reformları ve liberalizasyonun mali sistemin GSYİH'ya oranını yani mali derinleşmeyi arttırdığını göstermektedir.

1980'lerin başında Latin Amerika ülkelerinin çoğu dış borç krizlerinin kamu mali açığı/fazlası üzerindeki olumsuz etkisiyle karşı karşıya kalmıştır. Bu ortamda yapılan finansal reformlar özellikle Meksika, Arjantin ve Brezilya'da kamu sektörü mali açıklarının finansmanında yeni araçların kullanılmasını mümkün kılmıştır. Finansal serbestleşme ile ulusal piyasalarını yabancı yatırımcılara açan Meksika'da kamu açıkları, büyük ölçüde, yabancı yatırımcılara satılan kamu tahvilleri ile iç piyasadan borçlanılarak finanse edilmiştir[184]. Brezilya'da ise kamu açıkları ülkedeki yüksek faizlerden yararlanmak isteyen özel sektörün, dış borç alıp kamu iç borçlanmasına yatırması ile finanse edilmiştir. Söz konusu Latin Amerika ülkelerinde, borçlanmanın bu yapısı ulusal ekonomilerin dışsal ve içsel şoklara kırılganlığını arttırmıştır.

Fakat Şili hariç Latin Amerika'da sermaye girişlerinin ağırlıklı olarak kısa vadeli niteliği, borç sorununu daha ciddi hale getirmiştir. Kısa sürede toplam borçlanma içinde kısa vadeli borçların oranı artmıştır. Meksika'da

---

[182] Brezilya bu duruma bir istisnadır. Bu ülkenin uyguladığı istikrarlı faiz oranı politikası ve kısıtlı ticaret liberalizasyonu tüketici malı ithalatının diğer LA ülkeleri kadar büyümesini engellemiştir.

[183] Erinç YELDAN: "Neoliberalizmin Gözde Ekonomisi Arjantin Çökerken", Birikim, (Şubat, 2002).

[184] Gülay SAKALLI: "İç Borçlanmada Latin Amerika Örneği", Ekonomik Yaklaşım, 9, 29, (Yaz 1998), 52.

1988'de toplam dış borcun %8'i kısa dönemli iken 1994'te bu oran %24'e ulaşmıştır. Brezilya'da 1994'te %20 olan bu pay 1998'de %56 olmuştur[185].

Sermaye hesaplarını tümüyle liberalize eden Meksika ve Arjantin, belirli kontrolleri uygulamayı sürdüren Şili ve Kolombiya'ya göre daha fazla sermaye girişlerinin etkilerine maruz kalmıştır. Bu ülkeler önemli sermaye girişleri yaşarken, girişlerin hem büyüklüğü hemde komposizyonu sermaye alan ülkelerde önemli problemlere neden olmuştur. Şili ve Kolombiya ağırlıklı olarak doğrudan yatırım akımları alırken Meksika ve Brezilya'da en büyük kalem portföy sermayesi akımları olmuştur. Sermaye girişlerinin en büyük etkilerinden biri girdiği ülkenin kur oranlarında önemli değerlenmelere neden olmasıdır. Kısa dönemli sermaye girişlerini sınırlandıran Şili ve Kolombiya'da bile ılımlı değerlenmeler görülmüştür. Meksika, Arjantin ve Brezilya ise 1990'ların ilk yarısında önemli kur oranı değerlenmeleri yaşadılar[186].

Bu ülkelerde sermaye girişlerinin yol açtığı döviz kuru değerlenmeleri devalüasyon beklentilerini arttırırken yurtiçi faiz oranlarında büyük yükselişler görülmüştür. Sermaye girişlerinin parasal taban üzerindeki olumsuz etkisini önlemek için Merkez Bankaları tarafından uygulanan sterilize müdahale, yurtiçi faiz oranının yüksek olmasına ve daha çok sermaye girişine neden olmuştur.

Sermaye girişlerine karşı merkez bankaları, genellikle, döviz bolluğunun kurda bir değer artışına yol açmasını engellemek için bu fazlaları satın almak zorunda kalmıştır. Hükümetler bu durumun para arzında neden olduğu artışı massetmek için ise kamu tahvilleri satmıştır. Bununla birlikte tahvil faiz oranları döviz rezervlerinden sağlanabilecek getiriye kıyasla çok yüksek olduğu için bu tür kur müdahaleleri bütçeye önemli bir yük getirmiştir. Örneğin 1992'de Brezilya'da bu yöntemle piyasadan çekilen 5 milyar doların bütçeye net maliyetinin 2 milyar doları aştığı tahmin edilmektedir[187].

---

[185] Andrei PALMA : a.g.e., 22.
[186] Manuel AGOSIN ve Ricardo FFRENCH-DAVIS: a.g.m, 15.
[187] Yılmaz AKYÜZ: "Ekonomide Liberalleşme ve Sanayileşme: Latin Amerka Deneyimi, a.g.m., 14.

Şili diğer Latin Amerika ülkelerinden farklı olarak makroekonomik istikrarsızlıklarını düzelttiği bir süreçte finansal reformları daha kontrollü bir biçimde uygulamıştır. Ülke 1985 ortalarından sonra kamu sektörü borçlanma gereğini sistematik olarak düşürerek mali dengesizliği azaltmış ve 1988'de dengeyi sağlamıştır. Bunun nedeni olarak ülkenin en önemli doğal kaynağı olan bakır fiyatlarının artışından elde edilen rantların mali hesapların düzeltilmesinde kullanılması, iyi borç yönetimi ve kamu gelirlerinde artış sağlanması sayılmaktadır[188]. Bunun yanında ikinci bölümde ayrıntılarıyla bahsedilecek olan kısa vadeli sermaye akımlarını sınırlandıran, özel doğrudan yatırımları teşvik eden politikalarla kamu ve özel yatırımların arttırılabilmiş olması Şili ekonomisinin istikrarına katkıda bulunmuştur.

b. Latin Amerika Ülkelerinde Finansal Krizler

1984'ten itibaren dış ticaret ve finans alanında liberal politikalar uygulayan Meksika'ya sermaye girişleri özellikle 1990'dan itibaren büyük bir artış göstermiştir. 1990-93 döneminde Meksika'ya GOÜ'lere yönelik toplam net sermaye girişinin beşte birine eşit olan 91 milyar dolarlık bir kaynak yönelmiştir. Bu tutarın üçte ikisi portföy yatırımları olup, bunun büyük bir bölümü borsaya yönelmiş ve hissesenedi fiyatlarının artmasına yol açmıştır. 1990-93 arasında dolar cinsinden değer artışı %436'yı bulmuştur[189]. Bu olağanüstü artışı stabilizasyon politikaları sonucunda ekonominin temel göstergelerdeki değişmelerin bir yansıması olarak değerlendirmek zordur.

Sermaye girişlerinin neden olduğu varlık fiyat şişmeleri bu durumun sürdürülebilirliğine ilişkin riskleri ortaya çıkarmıştır.

Meksika'ya sermaye girişlerinin yüksek faiz oranlarından yararlanmak amacıyla gelen portföy yatırımları şeklinde olması, 1994'e doğru cari işlem açıklarının artması ve politik istikrarsızlıkların oluşması sermaye girişlerinde düşüşlere neden olmuştur. Şubat 1994'te ise ABD'nin daha sıkı bir para politikasına geçmesi Meksika'ya sermaye girişlerini önemli ölçüde azaltmıştır.

---

[188] Gülay SAKALLI: a.g.m., 61.
[189] Andrei PALMA: a.g.m., 25.

Rezervleri iyice eriyen Meksika Merkez Bankası, Aralık 1994'te para birimini %40 oranında devalüe etmiştir. Bu devalüasyonu izleyen dönemde döviz piyasasında istikrarı sağlayamayan hükümet döviz kurunu dalgalanmaya bırakmak zorunda kalmıştır.

Krizin nedenine ilişkin yaygın olarak yapılan açıklamalarda iktisat politikası uygulamalarının -özellikle para ve döviz kuru politikalarının- krize neden olduğu savunulmuştur. Buna göre sabit döviz kuru politikası, pezoyu aşırı değerlendirerek cari işlem bilançosu açıkları oluşturmuştur.

Bunun yanında hızlı liberalizasyon uygulamasının neden olduğu yüksek faizlerden yararlanmak isteyen kısa vadeli sermaye akımlarının, Latin Amerika'yı türbülansa sürükleyen temel faktörlerden biri olduğu yönünde görüşler bulunmaktadır. Calvo ve Mendoza'ya göre "Bölgeye yönelen kısa dönemli ve portföy yatırımcılarının sürü davranışı krizlerin hayati bir unsurudur"[190]. Bu yatırımcılar portföylerinde Meksika firmalarının hissesenetleri küçük bir yer teşkil ettiğinden maliyetli olan bilgi elde etmek yerine, piyasa sinyallerini izlemek ve diğer piyasa işlemcilerinin davranışlarını dikkate almayı tercih etmişlerdir. 1980 başlarında Meksika'da yapılan reformlar yatırımcılar için pozitif sinyal olarak değerlendirilmiştir. İyimser beklentilerle Meksika'ya yatırımlardaki büyük artış pozitif sinyalleri negatife döndürecek koşulları yaratmıştır. Buna göre bölgede kısa dönemde ekonomik büyüme ve ithalat patlamasına neden olan kısa vadeli sermaye akımları, döviz kurunu aşırı değerlendirerek cari işlem açıklarına neden olmuştur. Ayrıca büyük sermaye girişleri varlık fiyatlarının ekonomik göstergeler tarafından doğrulananın çok üzerine çıkmasına neden olmuştur. Bu koşullar sonuçta Meksika'daki varlıklara yatırım yapan piyasa katılımcılarının beklentilerinde değişikliğe neden olmuştur[191].

Bu ortamda bazı koşulların değişmesi ve yanlış öngörüler sermaye hareketlerinin tersine dönmesine ve fiyatlardaki şişmenin patlamasına neden

---

[190] G. A. CALVO ve E. G. MENDOZA: "Petty Crime and Cruel Punishment: Lessons From the Mexican Debacle", American Economic Review, 86, 2, (May 1996), 65.
[191] G. A. CALVO ve E. G. MENDOZA: a.g.m., 65-67.

olmuştur. Meksika'da moratoryum ya da sermaye kontrollerinin uygulanacağına ilişkin söylentiler piyasada büyük bir hareket başlatırken paniğin yayılmasına neden olmuştur. Bu durumda, yatırımcılar, ilgilerini ülkedeki ekonomik durumun tespitinden uzaklaştırıp diğer yatırımcıların davranışlarını değerlendirmeye yönlendirmişlerdir.

Meksika krizindeki durumun, finansal piyasalarda görülen şişme ve patlama çevriminin neden olduğu çoklu denge özelliği gösterdiği savunulmuştur. Burada büyük sermaye girişleri ile kur oranı değerlenirken büyük sermaye çıkışı ile kurun değer kaybetmesi söz konusudur. Sermaye girişlerinin kur oranını değerlendirmesi akımların yönünün tersine dönmesi için koşulları yaratmıştır[192]. Uluslararası finansal piyasaların bu davranışı temel göstergelerin belirlediği denge kur oranının geçerliliğini ortadan kaldırmaktadır.

Meksika'dan sermaye çıkışı ve bununla ilgili kur oranlarındaki ani salınımlar temel güçsüzlükleri arttırmıştır. Döviz kurundaki artış sonucunda yabancı paradan borçlanmaların yurtiçi değerindeki artış ve ulusal borç alıcıların kredibilitesinin azalması zaten sinyal veren finansal sistemi sıkıntıya sokmuştur. Sistemdeki borçlanma kanallarının kapanması temel göstergelerin daha da kötüleşmesine neden olmuştur.

Meksika krizi diğer Latin Amerika ülkeleri özellikle Arjantin ve Brezilya'da döviz rezervleri ve sermaye hesapları üzerinde önemli etkiler yaratmıştır. Makroekonomik performansı nispeten iyi olsa bile yatırımcıların Latin Amerika bölgesine bakışının bütünlük taşıması nedeniyle, Arjantin ve Brezilya'da ulusal paradan kaçış ve önemli sermaye çıkışları gerçekleşmiştir. Sonuçta Meksika, Arjantin ve Brezilya gibi büyük Latin Amerika ülkeleri kriz sürecine girmiştir. Şili ise krizin en az etkilediği Latin Amerika ülkesi olarak görünmektedir[193].

---

[192] Manuel AGOSIN ve Ricardo FFRENCH-DAVIS: a.g.m, 13.
[193] Gülay SAKALLI: a.g.m., 43.

Dolayısıyla Latin Amerika örneğinde sürü davranışı ve tıkanmanın Meksika'da başlayan krizin diğer bölge ülkelerine yayılmasında etkili olduğu görülmektedir. Diğer yandan özellikle Şili'nin Meksika krizinden diğer Latin Amerika ülkeleri kadar etkilenmemiş olmasında kısa vadeli sermaye akımlarına kısıtlayıcı tedbirler uygulaması gösterilmiştir[194]. Bu uygulama sonucunda Şili'de sermaye girişlerinin önemli bir kısmı doğrudan yatırım niteliğindedir. Bu yatırımlar Meksika'ya yönelen volatil ve kolay geri dönebilen portföy akımlarının tersine istikrarlı ve uzun vadeli yatırım niteliğindedirler.

UNCTAD raporunun bölgeye ilişkin değerlendirmesi şu unsurları içermektedir:

> "Bölgedeki ülkelere ait bazı göstergelerdeki iyileşmelere rağmen kırılgan görünüm devam etmektedir. Kur oranları bazı ülkelerde büyük ölçüde istikrarsız olmasına rağmen bölgedeki enflasyon oranı son elli yılın en düşük düzeyidir. Mali açıklar GSMH'nın %2.4'ü ile 1990'ların en üst düzeyine ulaşmıştır. Fakat bu açıklar 1980'lerden daha düşüktür. Latin Amerika ülkeleri son dönemlerde bankacılık regülasyonları ve düzenlemelerini kapsayan yapısal reformlardaki ilerlemelerle sermaye girişleri komposizyonunda uzun dönemli yatırımlar yönüyle kısmi bir artış sağlamıştır[195].

Bununla birlikte dışsal finansmana bağımlılığın sürmesi ve global ekonomideki durgunluk beklentilerinin artarak devam etmesi bölgenin herhangi bir likidite krizine duyarlı kalmasına neden olmaktadır.

Sonuç olarak Latin Amerika, FL politikalarının uygulandığı 1990'larda önemli bir dış kaynak elde etmiştir. Fakat gerek ülke ekonomilerindeki zayıflıklar gerekse FL uygulamasının getirdiği riskler nedeniyle sürekli istikrarsızlık ve krizlere açık bir görünüm içinde olmuştur.

---

[194] Manuel AGOSIN ve Ricardo FFRENCH-DAVIS, a.g.m., 9.
[195] UNCTAD: Trade and Development Report 1999, a.g.e., 8.

2. Güneydoğu Asya Ülke Deneyimleri

a. Güneydoğu Asya Ülkelerinde Finansal Liberalizasyon

Asya'da finansal liberalizasyon reformları Latin Amerika'ya göre daha ihtiyatlı ve denetimli bir biçimde uygulanmıştır. FL uygulamalarında, öncelik makroekonomik koşulların iyileştirilmesi ve ekonomilerin rekabetçi koşullara uyumuna verilirken, kalkınma stratejilerinin sürdürülmesi doğrultusunda düzenlemeler yapılmıştır.

Güneydoğu Asya ülkeleri 1997'de yaşanan bölgesel krize kadar piyasa temelli endüstrileşme stratejisinin iyi örnekleri olarak gösterilmiştir[196]. Doğu Asya'daki başarının merkezinde, tasarrufların ve sermayenin etkin tahsisini teşvik eden finansal piyasalardaki devlet müdahaleleri görülmüştür. Doğu Asya hükümetleri finansal sistemlerinin işlemesine yoğun olarak müdahale etmiştir. Bu müdahaleler, finansal piyasa ve kurumlarının yaratılmasını teşvik etmek, onları regüle etmek ve kredilerin belli endüstrilere yönlendirilmesi şeklinde belirtilebilir[197].

Ayrıca Doğu Asya ekonomileri dış borç yönetiminin başarılı örnekleri olarak görülmüştür. UNCTAD'a göre "Bu devletin kısmen açık ve kısmen gizlice borçlanmayı ihracat kazanımları oluşturacak yatırımları finanse etmek amaçlı kullanıma yönlendirmesiyle gerçekleşmiştir"[198].

Bu ülkelerin başarılı para ve döviz kuru politikaları izlediği belirtilmiştir. Reel döviz kurunun çok fazla değerlenmesine izin verilmemiş, büyük ve finanse etmesi zor mali açıkların yükselmesine engel olunmuştur. Ayrıca para politikaları enflasyonu kontrol altında tutmayı hedeflemiştir. Bu ülkelerde

---

[196] Bu konuda Bkz. Yılmaz AKYÜZ, H. CHANG, R. KOZUL-WRIGHT: "New Perspectives on East Asian Development", Journal of Development Studies, 34, 6, (1998), 5.
[197] Joseph E. STIGLITZ ve Marilou UY: a.g.m., 250.
[198] UNCTAD: Trade and Development Report 1998, a.g.e, 59.

devlet sosyal ve ekonomik yapının oluşturulması, büyümenin teşvik edilmesi ve ihracatın canlandırılması için aktif olarak fonksiyon görmüştür[199].

Malezya'da 1980'lerin başındaki büyük açıklar, 1990'ların başında gelir idaresinin etkinliğinin arttırılması ile azaltılmıştır. Filipinler harcama kontrolü ile başarılı bir mali performans gösterirken, Tayland'da gelirlerdeki düşme ve harcamalarda artış tespit edilmektedir[200]. Bu durum Tayland'da talep fazlasını kontrol etmeye yönelik harcama kısıcı maliye politikalarının uygulanması gündeme gelmiştir. Malezya ve Filipinler vergi hasılatını arttırıcı politikalar ile bütçe açıklarını azaltmışlardır.

Bu reformlar temel ekonomik sorunlarını halletmiş Asya ekonomilerinde istikrarlı bir makroekonomik ortamın oluşmasına katkıda bulunmuştur. 1990'ların başında gelişmiş ülkelerdeki resesyon ve düşük faiz oranları, büyüme oranı yüksek ve düşük riskli Asya ekonomilerini cazip bir yatırım yeri haline getirmiştir. Bu koşullar altında Tablo'5 den görüldüğü gibi 1990'larda bölgeye önemli sermaye girişleri gerçekleşmiştir.

TABLO 5 : BAZI ASYA ÜLKELERİNİN[a] CARİ İŞLEM DENGESİ ve DIŞ FİNANSMAN (Milyar Dolar)

	1994	1995	1996	1997	1998
Cari İşlem Dengesi	-24.6	-41.3	-54.9	-26.0	17.6
Net Dış Finansman	47.4	80.9	92.8	15.2	15.2
-Doğrudan Hisse Akım.	4.7	4.9	7.0	7.2	9.8
-Portföy Akımları	7.6	10.6	12.1	-11.6	-1.9
-Ticari Banka Kredileri	24.0	49.5	55.5	-21.3	-14.1
-Banka dışı özel Borçlan	4.2	12.4	18.4	13.7	-3.3
Net resmi akımlar	-5.4	-13.7	-18.3	22.7	-27.1

a. Bu ülkeler Endonezya, Malezya, Filipinler, Kore ve Tayland'dır.

KAYNAK: IMF World Economic Outlook 1999.

Sermaye girişlerinin %90'ı banka ve banka dışı özel sektör işletmelerinin aldığı kısa dönem banka kredileridir. Düşük faiz oranlarında

---

[199] Joseph STIGLITZ Marilou UY: a.g.m., 255.

[200] L. KOENIG: "Capital Inflows and Policy Responses in the ASEAN Region", IMF Working Paper, No. 25, (1996), 14.

yabancı paradan kısa dönemli borçlanmalar Asya firmalarının finansman maliyetlerini küçültmelerine izin vermiştir. Bu yolla bölgedeki özel sektör kurumları önemli finansman elde etmiştir. BIS'e göre 1997 haziran sonunda Endonezya, Malezya, Filipinler, Kore ve Tayland tarafından kullanılan kredilerin toplamı 275 milyar dolara ulaşmıştır[201].

Bu nispi olarak düşük maliyetli dış fonların bölge ülkelerinin zaten yüksek olan yatırım oranlarında bir artış oluşturduğu Tablo 6'dan görülebilir.

TABLO 6: BAZI ASYA ÜLKELERİNDE GSMH'NIN %'DESİ OLARAK YATIRIM

Ülke	1986-90	1991-95
Endonezya	26.3	27.2
Malezya	23.4	39.1
Filipinler	19.0	22.2
Kore	31.9	37.4
Tayland	33.0	41.1

KAYNAK: UNCTAD: Trade and Development Report, (New York, 1998), 61.

Fakat bölgeye yatırım finansmanının gerektirdiği miktarın çok üzerinde sermaye girişleri gerçekleşmektedir. Dolayısıyla kredilerin önemli bir kısmı arzı sabit olan varlıkların (arazi, mülk ve hissesenedi stoku gibi) spekülatif talebini finanse etmede kullanılmıştır. Sonuçta bu varlıkların fiyatlarında ekonomik göstergeler tarafından doğrulanan değerlerin çok üzerinde artışlar gerçekleşmiştir.

1998'de Tayland, Malezya ve Filipinler'de banka kredilerinin %25-40 arası emlak kredileri için kullanılmıştır. Bu durum mülk fiyatları ve mülk yatırım şirketlerinin hisse fiyatlarını arttırmıştır. Bu durum sonuçta borsa spekülasyonunu finanse etmek için kredinin genişlemesi ve borsalarda bir şişmenin oluşmasına varmıştır[202]. Dolayısıyla bankacılık sistemi aracılığıyla sağlanan kredi artışının önemli bir kısmı, verimli yatırımlara kanalize edilmek

---

[201] BIS: The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending, (Basle, 1998), 19.
[202] UNCTAD: Trade and Development Report 1998, a.g.e, 63.

yerine gayrimenkul gibi verimsiz alanlara ve ticaret dışı faaliyetlere tahsis edilmiştir.

Bu durum Doğu Asya'da 1980'ler ile 1990'lar arasındaki temel bir farklılığa işaret etmektedir. Uluslararası finansal liberalizasyon politikaları -özellikle sermaye hesapları liberalizasyonu- Asya'ya büyük sermaye girişlerinin gerçekleşmesine neden olmuştur. Fakat bu durum bölgede sistemik istikrarsızlığın artmasına ve bölgenin ekonomik mucizesinde önemli bir rolü olan kalkınmacı devletin müdahale alanının daralmasına varmıştır[203]. 1980'lerde bölgeye yönelen FDI'ler ihracat sektörüne ya da ithalatla rekabet eden sektörlere yönlendirilmiştir. Bu strateji bölge ülkelerinin yatırım oranlarını ve döviz kazanımlarını arttırmıştır. 1990'larda ise FDI'lerin portföy ve kısa dönem borç akımları ile yer değiştirmesi -ki bu yatırımlar büyük ölçüde borsa ve emlak piyasasında spekülatif şişmeye gitmiştir- bölge ülkelerinin döviz yaratma kapasitesinde büyük bir düşmeye varmıştır. Bunun sonucunda cari işlem dengeleri 1990'larda açıklara dönmüştür (Tablo 5).

Ülkelerin döviz yaratma kapasitelerinde artışa neden olan ihracata dayalı büyümeden döviz yaratma kapasitesi düştüğü için ithalat yoğun ve kısa dönemli borçlanmaya dayalı bir büyümeye doğru bir kayma gerçekleşmiştir. Doğu Asya ülkelerindeki yüksek yatırım düzeyinin ve ithalat yoğun büyüme stratejisinden kaynaklanan büyüyen cari işlem açıklarını finanse etmek için korunmamış kısa vadeli dış krediler ve kısa dönem portföy akımlarından büyük ölçüde yararlanılmıştır[204].

1997 haziran sonu itibarıyle Endonezya'ya yönelen toplam 58.7 milyon dolar olan kredilerin 34.6 milyon doları bir yılın altındadır. Benzer biçimde aynı büyüklükler Güney Kore için 103.4 ve 70.2 ve Tayland için 69.4 ve 45.5

---

[203] Bu konuda ayrıntılı bigi için K. S. JOMO: "East Asia: From Miracle To Debacle and Beyond?", METU International Conference in Economics VI, September 11-14, (Ankara, 2002); M. M ERDOĞDU: "The South Korean Crisis of 1997 and its Aftermath: The Legacy of Developmental State and the Importance of State Capacity in Post-Crisis Adjustment", METU International Conference in Economics, September 11-14, (Ankara, 2002), 9.

[204] Joseph Y. LIM: "The Macroeconomics of The East Asian Crisis and The Implications of The Crisis For Macroeconomic Theory", The Manchaster School Special Issue, 67, 5, (1999), 429.

milyon dolardır[205]. Dolayısıyla 1990'ların ortasında bu ekonomilerin kısa vadeli dış borçlanma ve portföy akımlarına bağımlı hale geldiği görülmektedir. Bu durum bölge ülkelerinin dış şoklara kırılganlığını arttırmıştır.

Kredi genişlemesi Asya'da Latin Amerika'ya benzer şekilde varlık ve mülk fiyatlarında şişme oluştururken Asya'da Latin Amerika'dan farklı olarak tüketim harcamalarında bir artış olmamıştır. Örneğin Malezya'da 1988'de GSMH'da tüketimin payı %56.7'den 1996'da %54.8'e, Tayland'da %49.4'ten %45.9'a düşmüştür[206].

Bölge ülkelerine yönelik aşırı iyimser yatırımcı beklentilerinin de etkisiyle gerçekleşen aşırı kısa dönemli sermaye girişleri reel kur oranında önemli değerlenmeler oluşturmuştur. Bu değerlenme, özellikle 1997'e doğru uygulanan kur politikası (kur oranlarının dolara sabitlenmesi) nedeniyle daha da artmıştır[207].

Bölge paralarındaki değerlenmeler ihracatçı sektörleri olumsuz etkilemiştir. 1990 sonlarına doğru bölgesel ve global koşullar mevcut olumsuzlukları artırmıştır. Söz konusu dönemde bölge ülkeleri emek yoğun üretimde rekabet üstünlüklerini sürdürmede zorlanmaya başlamıştır. Bu durum global aşırı arz ve bölgeden ihraç edilen ürünlerin fiyatlarındaki hızlı düşüşten kaynaklanmıştır. Bu yapısal zorluklara dolar-yen kur oranındaki salınımlardan kaynaklanan zıt etkiler eklenmiştir. Bunun nedeni istikrarlı kur oranının Doğu Asya ülkelerinin ihracat temelli kalkınma stratejisinin önemli bir unsuru olmasıdır[208]. Bu gelişmeler yabancı paradan borçlanan ve ihracata yönelik üretim yapan firmaların döviz kuru riski ile karşılaşmasına neden

---

[205] K. S. JOMO: a.g.m., 15.
[206] Andrei PALMA : a.g.m., 25.
[207] 1991-1995 arasında dolar temel dünya paralarına karşı değer kaybetmiştir. Bu dönemde paralarını dolara sabitleyen Asya ülkeleri kendi paralarında reel bir değer kaybı deneyimi yaşadılar. 1995 ilkbahar sonrasında ise dolar temel paralara karşı değer kazanmaya başladı. 1995 ilkbaharı ile 1997 yaz arasında yen/dolar oranı 80'den 125'e çıkarak %56'lık bir değer kazanma gerçekleşmiştir. Dolayısıyla nominal anlamda dolara bağlanan Asya paralarıda değer kazandılar. Kore dışında Doğu Asya krizini yaşayan bütün ülke paraları önemli miktarda bir reel değerlenme yaşadılar. Bkz. Nouriel ROUBINI ve David BACKUS: Lectures in Macroeconomics, .stern.nyu.edu./~nroubbini/LNOTES.Htm., (23.09.2002).
[208] Joseph STIGLITZ ve Marilou UY: a.g.m., 256.

olmuştur. Bölgede uzun yıllar gerçekleşen istikrarlı kur oranı ve sürekli yüksek ihracat büyümesi dış borçlanmalardaki kur riskine karşı korunmanın ihmal edilmesine neden olmuştur.

Dolayısıyla 1990'ların ikinci yarısına kadar hızla büyüyen bölge ülkelerinin, yukarıda belirtilen global ortamdaki değişikliklerden dolayı yatırımlarının getiri ve kazanımlarında kötüleşme gerçekleşmiştir. Bölge de finansal zorluklara karşı kısa vadeli dış borçlanmadan büyük ölçüde yararlanılmaya devam edilmiştir. Bu durum ise firmaları kur ve uluslararası faiz oranlarındaki değişikliklere kırılgan yapmıştır[209].

Bölgede sermaye girişlerinin parasal büyüklükler üzerindeki olumsuz etkisi sterilizasyon politikaları ile giderilmeye çalışılmıştır. Bu Endonezya, Malezya ve Tayland'da merkez bankalarının döviz alımı ile yapılmıştır. Endonezya'da Endonezya bankasının bonolarının satışı, Malezya'da hazine ve merkez bankası bonolarının satışı, Tayland'da bonolar ve devlet kağıtları satışı ile rezerv paradaki büyüme azaltılmıştır. Bunun yanında bu ülkelerde açık piyasa işlemleri gerçekleştirilmiştir. Malezya ve Tayland yabancı mevduat ve sermaye akımlarına uygulanacak zorunlu karşılıkları arttırmışlardır. Banka ve finansal kurumların denetimi güçlendirilmiştir[210]. Benzer biçimde Kore'de de süreç içinde sistemde ortaya çıkan sorunlar, etkin banka yönetim ve denetim mekanizmalarıyla çözülmeye çalışılmıştır[211].

Kore'de olduğu gibi sermaye akımlarının milli gelire payı düşük olduğu sürece, akımların kontrolünü sağlamak kolayken, akımlar arttığında sterilizasyonla idare etmek zorlaşmaktadır[212]. Örneğin Endonezya'da özellikle 1992'den sonra, yoğun sermaye girişlerinin parasal kontrolün etkinliğini azalttığı görülmektedir. Bu ülkelerde uygulanan sterilizasyon politikaları, parasal tabandaki artışı önlemeyerek enflasyonist baskıları gündeme getirmiştir. 1990 ortalarına doğru merkez bankalarının sermaye

---

[209] UNCTAD: Trade and Development Report 1998, a.g.e., 62.
[210] L. KOENIG: a.g.m., 10
[211] Kadir ESER: a.g.m., 93
[212] Bu konuda bkz. Yung Chul PARK: "The Republic of Korea's Experience with Managing Foreign Capital Flows", Tobin Tax: Coping with Financial Volatility, Edit. Mahbub UL HAQ, Inge KAUL, Isabelle GRUNBERG, (Oxford: Oxford University Press, 1996), 193-220.

girişlerinin sterilize etme kapasitesinin sınırlarına yaklaşılmış ve parasal otoriteler döviz rezervlerindeki hızlı artışın etkisini gidermede yetersiz kalmıştır[213].

Diğer yandan Doğu Asya Ekonomilerinin pek çok GOÜ'ye göre regülasyonlarını ve denetim sistemlerini oldukça erken bir aşamada geliştirmeye başlamalarına rağmen bu önlemler sistemde aşırı risklerin oluşmasını ve finansal sektördeki kırılganlığı kontrol etmede etkin olmamıştır[214].

b. Doğu Asya Finansal Krizi

Bir çok Asya ülkesi, FL reformlarının uygulandığı dönemde, zaten yüksek olan tasarruf oranlarının da katkısıyla dünya ortalamasının çok üzerinde büyüme oranları elde etmiştir (Tablo 7). Fakat 1990'ların ikinci yarısına doğru bölgeye sermaye girişlerinin yoğunlaşması ve onların yönetilmesindeki sorunlar artmaya başlamıştır. Bu dönemde dışsal faktörler, mevcut zayıflıkların daha belirgin hale gelmesine katkıda bulunmuştur.

Mayıs 1997'de Japon faiz oranındaki bir yükseliş beklentisi kısa dönem arbitraj fonlarının Güneydoğu Asya'dan Japonya'ya akmasına neden olmuştur. Bu durum Tayland Baht'ı üzerinde güçlü bir satış baskısı oluşturmuştur. Tayland Merkez Bankasının kur bandını savunmaya yönelik girişimleri yetersiz kalınca Temmuz 1997'de Tayland Baht'ı dalgalanmaya bırakılmıştır. Bu krizin tetikleyicisi olmuş, bundan sonra bölgeden sermaye çıkışı başlamıştır.

Doğu Asya krizinin en yıkıcı etkileri dört Doğu Asya ekonomisinde görülmüştür. 1997 ortalarına kadar en başarılı kalkınma deneyimi örnekleri olarak gösterilen bu ülkelerde kriz ile pek çok yıl için yıllık %8-10 aralığında gerçekleşen büyüme oranları negatife dönmüştür.

---

[213] Jang-Yung LEE: "Implication of Surge in Capital Flows: Available Tools and Consequences for the Conduct of Monetary Policy", IMF Working Paper, No.53, (1996), 36.
[214] UNCTAD: Trade and Development Report 1998, a.g.e., 63.

TABLO 7: ASYA'DA BÜYÜME ORANLARI (Yüzde Değişme)

	1990-1995	1995	1996	1997	1998	1999
Asya	6.1	-	6.8	5.9	0.9	5.1
Endonezya	7.1	8.2	8.0	4.5	-13.2	0.2
Malezya	8.7	9.5	10.0	7.5	-7.5	5.4
Filipinler	2.2	4.8	5.8	5.2	-0.5	3.2
Tayland	8.6	8.8	5.9	-1.8	-10.4	4.2
Kore	7.4	-	6.8	5.0	-6.7	10.7

KAYNAK: UNCTAD: Trade and Development Report 2000, (New York, 2000),14.

Tablo 7'den görüldüğü gibi Asya'da 1990'lardaki ortalama %6'yı aşan yüksek büyüme oranları Asya krizinin yaşandığı 1997-98 döneminde büyük düşüşler göstermiştir. Bölgede 1998'de büyüme bir önceki yıla göre %85'lik bir azalma ile %1'in altına düşmüştür. Bu, bölgenin, 1990'larda ilk defa LA ve Afrika'dan daha düşük bir büyüme oranına işaret etmektedir. Asya krizinin yaşandığı yılda yalnızca Çin ve bir kaç Güney Asya ülkesi son dönemlerdeki büyüme oranını sürdürmeyi başardılar[215].

Krizin en çok etkilediği dört Asya ülkesinde 1990'ların ortalarına kadar gerçekleşen %7 civarındaki yüksek büyüme hızlarında 1998'de önemli düşüşler gerçekleşmiştir. Gerçekleşen negatif büyüme değerleri Filipinler'de %1'den az iken Endonezya'da %13'ü aşmıştır. Krizi izleyen 1999 yılında da söz konusu ülkelerde büyüme sınırlı kalmıştır. UNCTAD raporunda belirtildiği gibi "1999'da bu ülkelerde gerçekleşen %3'ün altındaki büyüme son 20 yılın en düşük düzeyidir"[216].

[215] UNCTAD: Trade and Development Report 1999, a.g.e., 11.
[216] UNCTAD: Trade and Development Report 1998, a.g.e., 17.

Asya krizindeki ülke paraları Ocak 1998'de en düşük değerlerine ulaştıkları zaman; Endonezya Rupiah'ı 1997 Haziranın'daki kendi değerine göre %81, Malezya Ringgit'i %46 ve Tayland baht'ı %55 değer kaybetmiştir. Bu paralar için günlük spot kur oranı değişimlerinin standart sapması ile ölçülen ortalama volatilite, bir önceki yılın aynı dönemi ile karşılaştırıldığında 1997'nin birinci yarısında 10 katlık bir artış göstermiştir. Döviz piyasası volatilitesindeki artışa eşlik edecek şekilde, bu paralar için spot, forward ve diğer türev piyasalar işlem maliyetlerinde büyük sıçramalar gerçekleşmiştir. Sonuç olarak piyasalarda likiditede büyük bir düşme yaşanmıştır.

1999'da Asya'nın GOÜ'lerinin büyüme hızı bir önceki yıl küçülmesi ile karşılaştırıldığında keskin bir yükseliş göstermektedir. Finansal krizden en çok etkilenen Doğu Asya GOÜ'lerinin iyileşme hızı pek çok iyimser araştırmacıyı bile şaşırtmıştır. Fakat UNCTAD raporuna göre Asya ekonomilerindeki büyümedeki düzelmeye ihtiyatla yaklaşılması gereklidir. Bunun nedeni bölge ülkelerinde nisbi bir iyileşme olmakla birlikte, krizleri açıklamada büyük rolleri olan yapısal güçsüzlüklerin bölgede geçerliliğini sürdürmesidir. Kriz dönemindeki yüksek faiz oranları kurumlarda ve finansal sektörlerde ciddi sorunlar yaratmıştır. Ayrıca kriz yaşayan ülkelerede finansal ve işletme yeniden yapılanmalarında önemli ilerlemeler gerçekleşmemiştir[217].

Asya krizinin bölgenin güneyindeki ülkeler üzerinde sınırlı etkilerde bulunduğu görülmektedir. Asya finansal krizi Güney Asya'da büyümenin 1996'da 6.6'dan 1997'de %4.8' düşmesine neden olmuştur. UNCTAD raporuna göre Krizin Güney Asya üzerinde daha az dramatik etkisinin nedeni sermaye hesapları konvertibilitesi üzerindeki sınırlamalar ve kısa dönem yabancı borçlanmaya daha az maruz kalmalarıdır[218].

İzleyen bölümde, Asya krizinin nedenleri ve belirtileri Latin Amerika krizi ile birlikte incelenerek, FL döneminde oluşan söz konusu finansal istikrarsızlıkların bütün yönleriyle ve karşılaştırmalı olarak ortaya konulması amaçlanmaktadır.

---

[217] UNCTAD: Trade and Development Report 2000, a.g.e., 52.
[218] UNCTAD: Trade and Development Report 1998, a.g.e., 18.

3. Latin Amerika ve Asya Krizlerinin Değerlendirilmesi

Asya finansal ve ekonomik krizi, geçmiş 30 yıldaki krizlerden, alan ve yarattığı geniş çaplı baskılar nedeniyle çok daha kapsamlıdır. Bu bağlamda Latin Amerika'daki en büyük finansal kriz olan 1994 Meksika krizi değerlendirmeye konu edilmektedir. Meksika krizi oldukça izole, etkisi oldukça lokalize ve göreli olarak kısa ömürlü olmuştur. Bunun aksi olarak Doğu Asya finansal krizi yalnızca Güneyde değil Kuzeydeki sermaye piyasaları üzerinde de önemli etkiler yaratırken, söz konusu yılda global büyümedeki yavaşlamanın temel nedeni olmuştur[219].

IMF bile Asya gelişmekte olan ülke piyasalarındaki krizleri 1980 başlarında GOÜ'lerde oluşan borç krizlerinden bu yana yaşanan en büyük türbulans olarak görür[220]. Bu krizin önemi etkilerinin yalnızca kriz içinde olan ülkelerde değil onların bölgedeki ticaret ve finansal akımlarla yakın bağlantılı diğer ülkelerdede -Çin, Hong Kong, Tayvan ve Japonya'da- görülmesidir. Diğer yandan Asya krizi yanlızca Asya'nın GOÜ'lerini değil diğer bölgelerdeki GOÜ'leride-özellikle Brezilya ve Rusya'yı- etkilemiştir. Doğu Asya ülkeleri ile ortak yapısal koşullar ve/veya kırılganlıkların olduğu düşünülen diğer ülkelere ilişkin yatırımcı beklenti ve algılamalarının etkilendiği tıkanma durumu Asya krizinde yoğun olarak görülmüştür.

Daha önce belirtildiği gibi kurumsal yatırımcılar GOÜ'leri tek bir varlık sınıfında işlem yaptıkları için bir GOÜ'ye ait yatırıma ilişkin kayıp beklentileri çabucak diğer GOÜ'lere, onların ekonomik göstergelerini hesaba katmaksızın, yayılma eğilimindedir. Bu Asya krizinin Doğu Avrupa ve Latin Amerika'ya yayılmasında önemli bir faktördür. Bununla birlikte yayılma etkisinde finansal ilişkilerin artan globalizasyonu da rol oyamıştır. Örneğin Kore ve Hong Hong'daki bankaların pek çok GOÜ'de yatırımları vardır. Ödünç alınan fonlarla finanse edilen bu pozisyonlar, kur oranı türbülansı sonucu varlık değerleri düştüğünde ve borçlanma oranları yükseldiği zaman zararlı hale gelmiştir. Bankalar, krizli ülkelerdeki krediler üzerindeki

---

[219] UNCTAD: Trade and Development Report 1998, a.g.e., 23.
[220] IMF: International Capital Markets, (Washington, 1998), 59-71.

kayıplarını küçültmek ve likidite pozisyonlarını iyileştirmek için Latin Amerika Brady tahvillerinin ve Rusya Hazine kağıtlarını satmıştır[221]. Bu satışların neden olduğu ilgili ülkelerdeki tahvil piyasalarındaki düşme ise modern risk yönetim sistemleri aracılığıyla diğer anahtar GOÜ piyasalarına geçmiştir. Bu sistemlerde, bir ülkedeki piyasa volatilitesi benzer geçmiş volatilitesi olan diğer bir ülkede ölçülen kredi ve piyasa riskini arttırmaktadır[222].

Asya krizine ilişkin olarak, Asya ülkeleri arasında tıkanma temel olarak ticaret bağlantıları ile açıklanırken, Asya'dan Latin Amerika ve Rusya'ya ise finansal bağlantılarla yönlendirilmiş olduğu görülmektedir.

Asya krizinin önemi, ekonomik göstergelerde güçsüzlük veya bir değişiklik olmadan da bir krizin çıkabileceğini göstermesidir. Gerçekten Doğu Asya, yüksek tasarruf oranlarıyla desteklenen büyümenin, mali hesapların dengede ve enflasyon oranlarının düşük olduğu ekonomilerin finansal kriz örneğini oluşturmaktadır. Genel olarak Doğu Asya'da genellikle yerli firmaların ve bankaların tehlikeli ölçüde yüksek riskler almalarının krizi tetikleyen unsur olduğu belirtilmiştir. Bu riskler, varlık portföylerinde 'ters seçim' problemine neden olurken borçların geri ödenmesiyle ilgili sıkıntılar yaratmıştır. Latin Amerika'da uluslararası borçlanmalarda hükümetlerin ağırlığı söz konusu iken Doğu Asya'da borçlanmalar çoklukla özel sektörün - banka ve firmaların- korunmamış borçlarından oluşmaktadır. Doğu Asya'daki bu farklılık hükümetlerin endüstri firmalarının kredi bulmalarını kolaylaştıracak bir politika izlemesinden kaynaklanmaktadır. Hükümetler, bankaların kredilerini garantileyerek kredi akımlarını hızlandırmayı hedeflerken, onların aşırı risk almasına neden olmuşlardır. Bu ahlaki risk durumu yabancı borçlanmaların korunmadan kalmasına neden olmuştur[223].

Bu konuyla ilgili olarak iki bölge arasında önemli bir farklılık belirtilebilir. Latin Amerika'da 1990'larda işletmeler için ticari bankalar değil uluslararası sermaye piyasalarından elde ettikleri portföy akımları tek ve en

---

[221] UNCTAD: Trade and Development Report 1998, a.g.e., 68.
[222] S. BLÖNDALL ve H. CHRISTIANSEN: a.g.e., 11.
[223] Jayendra NAYAK: a.g.m., 2861.

büyük finansman formudur[224]. Ayrıca Asya'da banka borçlanmalarından Latin Amerika'dan daha fazla yararlanıldığı bilinmektedir. Dolayısıyla moral hazard durumu Latin Amerika'dan ziyade Asya'da etkili görünmektedir.

Benzer bir biçimde Mishkin[225], Meksika ve Doğu Asya krizlerini, asimetrik bilgi sonucu oluşan kredi piyasalarındaki bozulmalar ile açıklamaktadır. Ona göre, kriz süreci büyük net sermaye girişleri, kredi patlaması ve banka bilançolarındaki bozulmayla başlamaktadır. Temel problem aşırı hızlı genişleyen kredilerin aşırı risk almayı ortaya çıkarmasıdır. Meksika ve Asya ülkelerinde aşırı risk almanın nedeni, riski doğru değerlendirecek kurumların olmaması ve finansal denetim ve gözetimin yetersiz oluşudur. Bu ülkelerdeki borç kontratlarının kısa dönemli[226] ve yabancı paradan geri ödemeli olması, para krizlerinin bir finansal krize dönüşmesine yardım etmiştir. Borç kontratlarının bu özelliği para krizlerinin, kredi piyasalarında asimetrik bilgi problemini arttırarak bir finansal krizin oluşmasına neden olan üç mekanizma oluşturmuştur. Birinci mekanizma devalüasyonun firma bilançoları üzerinde doğrudan etkisi ile firmaların borç yükünü arttırmasıdır. İkincisi, yerli paranın devalüasyonunun banka bilançosunda daha fazla kötüleşmeye vararak büyük ölçekte bir bankacılık krizini teşvik etmesidir. GOÜ'lerde para krizini, finansal krize dönüştüren üçüncü mekanizma devalüasyonun fiyatlar genel düzeyi üzerindeki etkileridir.

Özellikle Meksika ve Endonezya para krizlerinden sonra enflasyon oranındaki artış, nominal faiz oranında bir artışa neden olmuştur. Bu çoğunlukla kısa vadeli borçları olan firmaların, faiz ödemelerinde büyük artışlara neden olmuştur. Sonuç firmaların nakit akım pozisyonlarının ve bilançolarının daha fazla bozulmasıdır. Bu ise, kredi piyasalarında ahlaki risk ve ters seçimden kaynaklanan problemleri daha da arttırmıştır[227].

---

[224] Barry EICHENGREEN ve Ricardo HAUSMAN: "Exchange Rates and Financial Fragility", NBER Working Paper, No. 7418, (November 1999), 1-31.
[225] Frederic MISHKIN: a.g.m, 10.
[226] BIS rakamlarına göre Kore ve Tayland'da BIS'e kayıtlı banka varlıklarının %70'i kısa dönem vadelidir. Arjantin ve Meksika için ilgili rakam %40, Brezilya için %45'tir. Bkz. BIS: a.g.e., 15.
[227] Frederic MISHKIN: a.g.m, 17.

Mishkin'in analizi krizlere ilişkin yapılan en yaygın açıklamalardan biridir. Burada krizlerin nedenlerine yönelik açıklamalar, döviz ve menkul kıymetler piyasalarının ödemeler dengesizliklerine reaksiyonu temelinde yapılmıştır. Finansal sistemin regülasyon ve denetim yetersizliği krize yardımcı olmuştur. Ayrıca gizli devlet garantileri ahlaki risk oluşturmuş ve aşırı borçlanmaya neden olmuştur. Buna ek olarak ekonomik karar almada yaygın devlet müdahaleleri bozulma (corruption) ve ahpap-çavuş kapitalizminin (crony capitalism) oluşmasına neden olmuştur. Bu durum teşvik yapılarını bozarak yatırımların etkinliğini küçültmüştür[228].

Mishkin finansal istikrarsızlığın temel nedenini, bankacılık kurumlarının yetersiz denetimi ile hükümetlerin güvenlik ağının varlığında görürken, istikrarsızlık problemlerinin açık hale getirdiği bir mekanizmaya işaret etmektedir. Bu bankalar yönüyle aşırı risk alma ve kredi patlamasına varan sermaye girişlerinin ve onu izleyen sermaye çıkışlarının kısır döngüsüdür[229].

Krizleri açıklamadaki bu yaklaşım, Doğu Asya'daki hükümetler, finansal kurumlar ve özel sektör tarafından yapılan hatalar üzerine yoğunlaşmaktadır. Fakat daha önce belirtildiği gibi doğu Asya finansal krizi çok boyutlu bir süreçtir ve krizin diğer belirleyenleri hariç tutularak tek bir faktörle açıklanabilir görünmemektedir.

Bu dönemde pek çok global faktörün Doğu Asya ülkelerinin ihracat performanslarının kötüleşmesine katkıda bulunduğu tespit edilmektedir. Bu süreçte devletin yaptığı en büyük hata ise yeterli regülatif sistemler oluşturmadan erken finansal liberalizasyon reformlarının uygulanmasıdır. Asya tipi kalkınmacı devlet modelinin temel unsurları belli endüstrileri destekleme ve kontroldür. Oysa Doğu Asya ülkelerinin çoğu finansal ve sermaye hesapları liberalizasyonu sürecinde devletin düzenleyici ve kontrol edici mekanizmalarını ortadan kaldırdılar[230]. Finansal sektör üzerindeki

---

[228] UNCTAD: Trade and Development Report 1998, 53.
[229] Frederic MISHKIN: a.g.m, 19.
[230] Z. ÖNİŞ and A.F. AYSAN: "Neoliberal Globalization, the National-State and Financial Crises in the Semi-Periphery: A Comparative Analysis", Third World Quarterly, 21, 1, (January 2000) 119-139.

kontrolün kaldırılması ve devletin kredileri garantilemesinin sonucu olarak bölgedeki bankalara yönelik krediler hızla genişlemiştir. Sonuç banka kredilerinin üretken olmayan yatırımlarda kullanılması, belirli sektörlere aşırı yatırım ve düşen rekabet düzeyidir. Bu durum ihracata yönelik üretim karlılığının düşmesi, mülk ve portföy yatırımlarına yönelme ve spekülasyonda artışa varmıştır.

Finansal liberalizasyon süreci sonunda kırılgan finansal sistemlerin oluşmasına yardım etmiştir. Bu kırılganlıktaki artışın en önemli göstergesi, süreç boyunca, kısa dönemli borçlanma içinde dış borçların payındaki istikrarlı artış olarak değerlendirilmiştir[231]. Bu durum bölgenin sermaye hareketliliği ile ilgili bir istikrarsızlığa açık olmasına neden olmuştur.

Sermaye akımlarının krizlerdeki önemi, son dönemlerde iktisat teorisinde geniş bir tartışma bulmaktadır. Frankel [232], krizleri spekülatif saldırı modelleri ile açıklamaktadır. Frankel'e göre, mali problemlerini çözen Doğu Asya ülkelerindeki krizler, ikinci ve üçüncü kuşak spekülatif saldırı modelleri ile anlaşılabilir. Üzerinde en çok vurgu yapılan üçüncü kuşak spekülatif saldırı modelleri, krizlerden temel olarak ahlaki risk kapsamında bankaları ve diğer finansal kurumları sorumlu tutar. Frankel'e göre bu model, krize kısmi bir açıklama sağlayabilir. Bu yaklaşıma göre, uluslararası finansal piyasalardaki spekülatörler ve diğer piyasa katılımcılarının varlığına işaret eden ikinci kuşak modeller ise krizin tam açıklamasını sağlamaktadır. Bu piyasa katılımcıları çoklu denge eğilimi ile temel göstergelerde bir değişiklik olmasa bile 'herd davranış' ve panik ile bir kriz oluştururlar.

Bu anlamda, Asya finansal krizi, temel ekonomik dengesizliklerin krizde büyük belirleyici olduğu Latin Amerika'daki krizlerden oldukça farklı görülmektedir. Bu yaklaşıma göre Asya'daki finansal kriz bir likidite krizidir. Asya ülkelerindeki sorun, esas olarak, kısa vadeli fonların çekilmesinden ve bir kez bu sürecin başlamasıyla kendi kendini beslemesinden ve diğer

---

[231] Z. ÖNİŞ and A.F. AYSAN: a.g.m., 126.

[232] Jeffrey FRANKEL:"Comment", http://ksghome.harvard.edu/~jfrankel.academics.ksg/commentOnCaballeroStructuralVolatilityInLA. pdf, (25. 09. 2002.).

yatırımcıların da fonları çekmeye başlamasından doğmuştur. Bu mali panik likidite sorununu derinleştirdikçe kriz ekonominin mali piyasalarına ve üretim kesimine yansımıştır[233].

Krize benzer bir açıklama getiren UNCTAD'a göre Doğu Asya'daki krizler iflasdan ziyade likidite krizleri şeklindedir. Bunun nedeni herhangi bir doğu Asya ülkesine yatırımlarını realize etmesi için yeterli zaman verilseydi dış borçlarını geri ödemek için gerekli dövizi oluşturamayacağına ilişkin hiçbir bulgunun olmamasıdır. Rapora göre yaklaşık %40 tasarruf oranlı ve yüksek ihracat kapasiteli Asya ülkeleri uygun bir zaman dönemi içinde borçlarını geri ödemede zorluk yaşamazlardı[234].

Bununla birlikte bölge ülkeleri, diğer halde gerçekleşmeyebilecek bir finansal kriz deneyimi yaşadılar. Bu deneyim uluslararası finansal sistemin istikrarsızlığı ve finansal paniğin yıkıcı etkilerinin büyüklüğünü ortaya koymuştur.

C. GLOBAL FİNANSAL İSTİKRARSIZLIKLARI ORTADAN KALDIRACAK ÖNERİLER

FL reformlarının uygulandığı dönem boyunca yaşanan makroekonomik istikrarsızlıklar ve krizler, sorunların teşhisi ve politika tavsiyeleri bakımından çok çeşitli yaklaşımların tartışılmasına neden olmaktadır. Bir ülkeye/ bölgeye yönelik spekülatif saldırı ve finansal panikleri önlemek için politika alternatifleri geliştirmek, politik yelpazenin her kesimi tarafından kabul edilmekle birlikte sorunun nerede tanımlandığına bağlı olarak çözüm önerileri değişmektedir.

Bu sürecin istikrarsızlık ve kriz oluşturma niteliğine ilişkin olarak bir kısım iktisatçılar piyasa aksaklıkları üzerinde yoğunlaşırlar. Finansal krizlerin finansal piyasalardaki aksaklıklardan kaynaklandığını savunan Sachs'a göre

---

[233] Tülay ARIN: "Asya Krizi ve Kriz Yönetiminde Hegemonya", İktisat Dergisi, (Ocak 1998), 7
[234] UNCTAD: Trade and Development Report 1998, a.g.e., 71.

[235], düzenlenmemiş ve düşük sermayeli bir bankacılık sisteminin uluslararası düzeyde finansal olarak liberalleşmesi çok yüksek borçlanmaya ve sonunda finansal krize neden olmaktadır. İkinci önemli piyasa aksaklığı olarak belirtilebilecek mali (finansal) panik, GOÜ kredi piyasalarında önemli etkiler doğurmaktadır. Hem Meksika hemde Doğu Asya ekonomilerinde mali panikle tetiklenen finansal kriz örnekleri olarak değerlendirimiştir. Sach'a göre bu aksaklıklar nedeniyle GÜ'lerden GOÜ'lere serbest finansal akışlar ciddi istikrarsızlıklara neden olmaktadır. Küreselleşme süreci bu aksaklıkları sınırlamak yerine daha da şiddetlendirmektedir.

Krizleri uluslararası mali sistemin krizi olarak gören diğer yaklaşım ise uluslararası mali sistemin işleyiş biçimi ve uluslararası mali sistemin kredi politikalarının krizlere neden olduğuna işaret etmektedir. Bunu sağlayan ise uluslararası mali sistemin uluslararası sermaye açısından son 25 yıldır süren denetimsiz ve istikrarsız işleyişidir. Bu yaklaşım, uluslararası finansman fonlarının en büyük alıcısı olan Latin Amerika ve Güney doğu Asya ülkelerinde finansal istikrarsızlık ve krizlerin oluşumunu açıklamanın kolay olduğunu savunmaktadır[236].

Yukarıda belirtilen yaklaşımların ortak noktası kısa dönem sermaye akımlarının şu anki durumda risklerinin büyük ve yararlarının düşük olduğuna yöneliktir. Mussa'ya göre [237], son on yıldaki sermaye akımları hacmindeki büyük kaymalar dikkat çekicidir. Sermaye akımlarının GOÜ'lere doğru hareketi bu akımların 1997 ortalarında yıllık oranda gayrisafi akım olarak yaklaşık 400 milyar dolara ulaşmasına neden olmuştur. 1998 Ağustos ortalarında söz konusu gayrisafi akımlar sıfırdır. GÜ'lerden GOÜ'lere serbest finansal akımlar ciddi istikrarsızlıklara neden olmaktadır. Dolayısıyla sermayenin içeriye doğru akımını ve zıt yöndeki piyasa paniği ile uğraşabilmeyi mümkün kılacak etkin bir mekanizma gereklidir.

---

[235] Jeffrey SACH: "Uluslararası Ekonomi ve Küreselleşmenin Sırlarının Çözülmesi", Foreign Policy, (Bahar 1998), 79.
[236] Tülay ARIN: a.g.m, 13.
[237] Michael MUSSA: "Addresing the Risks of Capital Mobility", IMF Survey, 27, 20, (2 November 1998), 340.

Krizlerin büyük ölçüde firmaların ve finansal kurumların global piyasa güçleri disiplini altında işlemesini engelleyen devlet müdahaleleri ve kurumsal uygulamalar dolayısıyla ortaya çıktığını savunanlara göre, Doğu Asya krizi ile açık hale gelen, kalkınma stratejileri ve büyüme süreçlerinde ortaya çıkan yapısal ve kurumsal güçsüzlüklerin globalizasyon gerçeklerine göre uyarlanması gerekliliğidir. UNCTAD raporunun ifadesiyle bu perspektifin politika tavsiyesi, "Daha fazla açıklık ve globalizasyonla ilgili riskleri küçültmek üzere tasarlanmış kurumsal değişiklikler ile düzenlenmiş dünya ekonomisiyle daha yakın bir entegrasyona ulaşmaktır"[238]. Böylece yanlış sektörlere hatalı biçimde yönlenmiş olan sermaye akımları durabilir ve sermaye hesapları açıklığının sürdürülmesinin avantajlarından yararlanılabilir.

Bu çerçevede önerilen kamu hesaplarında saydamlık ve enformasyon akımlarının iyileştirilmesi yoluyla finansal piyasalarda panikten kaynaklanan sürü etkisinin önemini azaltmak ve bir krizin 'salgın etkisinin' yayılmasını sınırlandırabilmek mümkün görünmektedir. Bununla birlikte bir görüşe göre

> "Kamu hesaplarında saydamlık bir anti-kriz tedbiri olarak düşünüldüğünde yalnızca enformasyon aksaklıkları nedeniyle kriz çıkma riskini azaltmaktadır. Ekonomiler hala dışsal ve içsel şoklar nedeniyle tetiklenen kriz etkilerine açıktır"[239].

Bununla ilgili ve çok daha önemli olarak, özellikle yeni-Keynezyenler, finansal piyasalarda asli olan ve piyasaların doğasında yer alan özelliklerden dolayı saydamlık ve gözetim yapılarının oluşturulmasını sistemdeki sorunların giderilmesinde yeterli görmezler. Onlara göre, finansal piyasalarda görülen piyasa başarısızlıkları (ahlaki risk, asimetrik bilgi ve ters seçim) piyasaların doğasına özgü ve (borç alan ve verenlerin niyetlerine ve geleceğe ilişkin) belirsizlikler durumu daimidir. Bu piyasa başarısızlıkları devlet

---

[238] UNCTAD: Trade and Development Report 2000, a.g.e., 68.

[239] Sinan SÖNMEZ ve Güven SAK: "Mali Şeffaflık ve Borç Yönetimi", Türk Kamu Mali Yönetiminin Yeniden Yapılandırılması ve Bu Yapılanmada Performans Yönetimi ve Denetiminin Yeri, 15. Türkiye Maliye Sempozyumu, (Antalya: Akdeniz Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yayınları, 2000), 89.

garantilerinin kaldırılması, banka ve firmalara iflas kurallarının getirilmesi ve açıklığı iyileştirecek kurumsal mekanizmaların getirilmesi ile tümüyle ortadan kaldırılamaz[240].

Bu yaklaşımda piyasa başarısızlıkları ile ilgili yurt içi finansal piyasalarda regülasyon ve denetim yapılarının oluşturulmasının sadece kısmen çözüm olabileceği belirtilirken, uluslararası finansal piyasalarının regülasyon ve kontrolünün gerekliliğine dikkat çekilmektedir. Çünkü benzer piyasa başarısızlıkları burada da geçerlidir[241]. Bunun ötesinde Asya ve Latin Amerika ülkelerinde borsalarda önemli fiyat şişmelerine neden olan uluslararası kısa dönem akımların büyük bir kısmı yurt içi finansal ve finansal olmayan kurumlar kanalı ile ülkelere yönlenmemiştir.

Bu yaklaşıma göre, regülasyon ve gözetimi sağlayacak kurumsal düzenlemelere ek olarak sermaye ya da döviz kontrolleri, krizlerin tekrarını önlemek için anahtar uzun dönem araçlardan biri olmalıdır. Özellikle Asya krizinde görüldüğü gibi sermayeye kolay girişin mümkün olması gizli hükümet garantileri ile birlikte firma ve bankaların çok fazla borçlanmasına varmıştır. Bunu mümkün kılan 1990'larda yaygınlık kazanan sermaye hesapları liberalizasyonudur.

Eğer sadece yurtiçi fonlar söz konusu ise aşırı borçlanmaya doğal bir sınır bulunmaktadır. Fakat sermaye hesapları açıklığı ile aşırı borçlanma, irrasyonel davranış ve şişme yaratılması çok daha tehlikeli hale gelmektedir. Sermaye hesaplarının açılması volatiliteyi arttırmaktadır. Riskli ve spekülatif sektörlere sermaye girişlerini büyütmektedir. Bu durum, 1980'lerin sonuna doğru Latin Amerika'da ve 1990'ların başından itibaren Asya'da sermaye hesaplarının liberalizasyonu ile gerçekleşmiştir.

Dolayısıyla ülkeler kendi ekonomi politikalarını iyi yönetseler de çok sağlam bankacılık sistemine sahip olsalar da bu tip sistem müdahaleleri gerçeğinde uluslararası sermaye akımlarına karşı aktif bir politika

---

[240] Joseph Y. LIM: a.g.m., 442.
[241] Joseph Y. LIM: a.g.m., 454.

sürdüremezler. Mussa'ya göre "Uluslararası topluluk bazı sorumluluk almalı ve bununla uğraşmak yalnızca GOÜ'lere bırakılmamalıdır"[242].

Genellikle UNCTAD tarafından savunulan görüşlere göre[243], bu tip krizleri önlemede ve daha iyi yönetmede kuşkusuz ulusal politikalar için bir alan bulunmaktadır. Bununla birlikte sistemik bir problem olan bu krizlerde hareket global düzeyde de olmalıdır. Global finansal sisteme integrasyonun doğru yönetimi, bilgisel açıklık ve ihtiyatlı regülasyonun ötesinde araçlar gerektirir. Finansal işlemler artan ölçüde birbirine bağlı hale geldiği ve sınırlararası işlemleri öngördüğü için, onların regülasyonu ve denetlenmeside global temelde ve birleştirilmiş bir zemine taşınmalıdır.

Bu bağlamda daha açık sistemlerin oluşturulması ve ulusal bankacılık sisteminin iyi yönetiminin, finansal krizlerden kaçınmada tek başına yeterli olmayacağı[244], özellikle kısa dönemli sermaye akımlarını yönetmede daha aktif politikaların oluşturulması önerilmektedir.

Bu çerçevede çalışmanın ikinci bölümünde incelenen sermaye kontrollerinin çeşitli biçimleri, finansal liberalizasyon sürecinde sermaye akımlarını regüle etmede önemli bir politika aracı olarak gündemdedir.

---

[242] Michael MUSSA: "Addresing the Risks of Capital Mobility", a.g.m., 340.
[243] UNCTAD: Trade and Development Report 1998, a.g.e, 76.
[244] James TOBIN: "Financial Globalization", World Development, 28, (2000), 1104.

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL LİBERALİZASYONUN SERMAYE AKIMLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ, SERMAYE KONTROLLERİ VE TOBİN VERGİSİ

I. ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARI

Finansal liberalizasyon (FL) politikalarının yaygınlaşmasında en önemli ve sürekli etken, akışkan sermaye akımları için yapılan rekabet olmuştur. 1980'lerden bu yana çok uluslu firmaların ve portföy finansının büyümesi, büyük OPEC petrol gelirlerinin artması ve Euro bankacılığının oluşması gibi bir takım gelişmeler sermaye miktarında artışlara neden olmuştur. Aynı dönemde gerek kıta Avrupası gerekse gelişmekte olan ülkelerde (GOÜ) yaygınlaşan liberalizasyon politikaları, sermayenin sınırlararası hareketliliğinin oldukça yüksek olduğu bir ortamın oluşmasına katkıda bulunmuştur.

Bugünün finansal piyasaları büyük çeşitlilikteki finansal varlıkların serbest ticareti ile ilgili finansal işlemleri kolaylaştırmada oldukça başarılıdır. Piyasa katılımcıları saatler içerisinde portföylerini yatırım araçları arasında yeniden tahsis etme kabiliyetindedir. Bilgi ve telekomünikasyon teknolojisindeki hızlı gelişim ve türev piyasaların yaygınlaşması yatırımcıları her çeşit riskten kolaylıkla korumaktadır. Böylece 1990'lara gelindiğinde uluslararası sermaye akımları çok büyük boyutlara varırken uluslararası finans piyasalarında dünya mal ve hizmet ticaretinin getirdiği karlılıktan daha yüksek bir karlılık düzeyi gerçekleşmektedir[1].

Bu finansal sermaye akımları ulusal ekonomileri çok yönlü olarak etkilemektedir. 1990'lardan itibaren sermaye hesapları, döviz piyasalarındaki oluşumları ve döviz kurundaki değişiklikleri açıklamada belirleyici bir faktör haline gelmiştir. Bugün artık döviz kur oranlarının davranışının ekonomideki

---

[1] Mehmet ŞİŞMAN: "Uluslararası Finans Piyasalarında Serbestleşme (Deregulation): Nedenleri ve İlk Sonuçları", İktisat Araştırmaları Dergisi, (1993), 132.

sermaye hareketliliğinin derecesi ile çok yakından ilintili olduğu kabul edilmektedir. Sermaye hareketlerinin serbesti derecesi arttıkça kur oranlarındaki hareketleri açıklamada sermaye hesapları ve özellikle kısa dönemli sermaye akımları daha önemli hale gelmektedir[2]. Özellikle GOÜ'lerin zaten yüksek olan ve hızla genişleyen, volatilitesi yüksek ve regüle edilmemiş finansal sermaye hareketleri karşısında, liberalize sermaye hesaplarıyla nasıl yaşayacakları önemli bir soru olarak ortadadır.

Finansal liberalizasyon politikalarının uygulandığı dönemde ortaya çıkan sorunların giderilmesi için geliştirilen politika önerileri oldukça geniş bir perspektif sunmaktadır. Bu bölümde, sermaye akımlarının volatilitesini düşürmeyi hedefleyen Tobin vergisi üzerinde açıklamalarda bulunulacaktır. Fakat öncelikle, teorik ve tarihsel olarak uygulamalarda sermaye hareketliliğinin sınırlandırılmasının en geleneksel biçimi olan sermaye kontrolleri incelenmektedir. Bölüm sermaye akımlarının kaynakları ve belirleyenlerine ilişkin açıklamalarla başlamaktadır. FL politikalarının sermaye akımlarının büyüklüğü üzerindeki etkileri ve sermaye akımlarının belirleyenleri, akımları yönetmede oluşturulacak polika önerileri için önemlidir.

A. SERMAYE AKIMLARININ KAYNAKLARI

Sermaye akımları temel olarak özel kaynaklı sermaye hareketleri veya devletten devlete veya uluslararası kuruluşlar aracılığıyla gerçekleşen resmi sermaye akımlarından oluşmaktadır.

1. Özel Sermaye Akımları

a. Ticari Banka Kredileri

Para piyasalarının temel kurumları kısa süreli finansman kaynağı sağlayan ticari bankalardır. Sermaye akımlarının ticari banka kredileri kanalıyla

---

[2] Fransisco RIVERA-BATIZ ve Luis RIVERA-BATIZ: International Finance and Open Economy Macroeconomics, (New York, 1994), 277.

yurt dışına yönlenmesi uluslararası para piyasası aracılığıyla olmaktadır. Mali liberalleşmenin ulusal banka kaynaklarının kullanımı ile ilgili kısıtlamaları azaltması bu piyasaların gelişmesini sağlamıştır.

Özellikle 1970'lerde yoğunlaşan bu nitelikteki akımlar 1970'lerin sonlarına doğru ticari banka kredilerinde büyük artışa neden olmuştur. Ulusal politika ya da performans karşılığı olmaksızın GOÜ'lerin gelişmiş ülke ticari bankalarından limitsiz borçlanması 1982'de Meksika'nın tetiklediği borç krizlerine kadar varmıştır. Tablo 8'den görüldüğü gibi GOÜ'lere yönelen sermaye akımlarının 1982-84 arasında ortalama %23'ü ticari banka kredilerinden oluşmaktadır. Borç krizlerinin etkisiyle bu oran 1985-89 arasında %3'e düşmüştür; 1990-94 döneminde ise %7.4'e yükselmiştir. 1995-98 arasında %40'a ulaşan ticari banka kredilerinin payı 1999'da global krizin etkisiyle negatif değerlere düşmüştür.

b. Uluslararası Tahvil ve Hisse Senedi İhracı

Tahviller orta ve uzun vadeli sermaye piyasası borçlanma araçlarıdır. Uluslararası tahvil ihracı ile fon sağlama, bir şirketin veya hükümet kuruluşunun belirli bir yabancı piyasada satılmak üzere o ülke parası ile çıkarttığı tahvillerin satımı ile gerçekleşir.

1990'larda kredi değerliliği iyileşen bir çok GOÜ yabancı piyasada tahvil çıkartarak fon sağlamışlardır. Tahvil ihracı sermaye akımını en çok Pasifik ve doğu Asya ülkeleri ile Latin Amerika ülkeleri çekmektedir. Bu tür borçlanmaların çoğu euro pazarlarda dolar cinsinden gerçekleşmektedir.

c. Portföy Yatırımları

Uluslararası sermaye akımları içinde en hızlı büyüyen kısım portföy yatırımlarıdır. Bu yatırımları gerçekleştirenler, belli bir ülke piyasasındaki mali varlıkları portföylerine alarak o ülkeye sermayelerini yönlendiren yatırımcılardır.

Doğrudan yatırım ve ticari banka borçlanmasından farklı olarak portföy yatırımcıları kısa dönemler içinde hareket edebilir ve yatırımlarını oldukça çabuk likit hale dönüştürebilirler.

GOÜ'lere yönelik portföy yatırımlarında hakim olan yatırımcı tipi yatırım fonları (mutual fund) kullanan yatırımcılardır. Bu yatırımcılar genellikle bir ülkenin politik ekonomisindeki temel değişiklik sinyallerinden ziyade, getiriye bakarak hareket ederler. Dolayısıyla getirideki kısa dönemli değişikliklere duyarlıdırlar. Bu fonlardaki yatırımcılar eğer getiriler endüstri ortalaması kadar ya da daha iyi performans göstermede başarısız olursa fonlarını hızlı biçimde nakte çevirebilirler[3]. Özellikle GÜ'lerdeki faiz oranları düşük olduğu zaman, risk oranının düşük olmasına karşın getiri yatırımcıyı tatmin etmeyebilir. Bu durumda yatırım fonları kullanan yatırımcılar daha yüksek getiri için daha fazla risk alma eğilimiyle GOÜ'lere yönelirler.

Diğer bir portföy yatırımcı tipi hedge fonlardır. Burada kısa dönemli yatırımcılar, nispi getirilerden ziyade fiyat üzerinde yoğunlaşarak sermaye kazanımlarını maksimize etmeyi amaçlayabilirler. Bu yatırımcılar, piyasa irrasyonalitesine dayalı fiyat düşüşleri ve ülkenin ekonomik ve politik performansındaki değişikliklerle ilgili fiyat düşüşleri arasında ayırım yapmaya çalışırlar. Bu yatırımcıların davranışı eğer ekonomik göstergelerin yanlış değerlendirildiğine inanırlarsa sürü davranışı (herd) tarafından yönlendirilen piyasa dalgalanmalarını azaltmaya yardım edebilir. Genellikle hedge fonların yer aldığı bu kategorideki fon yöneticileri yatırım fonlarına göre daha geniş bir zaman ufkuna sahiptirler. Fakat yinede bu tip yatırımcıya ait sermaye akımlarının yönünün öngörülemezliği ulusal politika yapıcılarını sınırlandırmaktadır[4].

Emeklilik fonları ve sigorta şirketleri gibi kurumsal yatırımcılar da portföy yatırımlarına yönelirler. Öncelikle fiyat ve getiri motivasyonları olan bu

---

[3] Sylvia MAXFIELD: "Effect of International Portfolio Flows on Government Policy Choice", Capital Flows and Financial Crises, Edit. Miles KAHLER, (New York: Cornell University Press, 1998), 70.

[4] Sylvia MAXFIELD: a.g.m., 74.

yatırımcılar genellikle portföy çeşitlendirmesi yaparlar. Bu nitelikteki portföy yatırımcısı, risk durumunda, bir varlık sınıfından, -koşullara göre- ülke veya bölgeden göç etmeyi araştırır. Bunlar GOÜ'lerde kısa süreli al-sat stratejisinden ziyade satın alıp tutma stratejisi izlerler. Bundan dolayı uzun dönemli yatırımlar olarak görülürler.

GOÜ'lere portföy yatırımları kanalıyla yönlenen sermaye akımlarının bu ülkelerde finansal piyasaların gelişmesi ve derinleşmesine katkıda bulundukları kabul edilir. Bunun yanında yapılan çalışmalar, portföy yatırımlarının kısa vadeli ticari banka kredileri ile birlikte en riskli sermaye akımları olduğunu ortaya koymaktadır. Bu yatırımların GOÜ ekonomileri üzerindeki olumsuz etkileri, iktisadi politika özerkliğini kısıtlaması ve ekonominin finansal dalgalanmalara daha açık bir hale gelmesi olarak ifade edilmektedir[5].

d. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları

Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları (DYSY), bir şirketin üretimini ana merkezinin bulunduğu ülke sınırları dışına taşıyarak yabancı ülkelerde üretim tesisi kurması[6], yerli bir üretim tesisini satın alması veya yerli bir üretim tesisine ortak olması biçimlerinde gerçekleşebilir. Bu yatırımlar niteliği gereği uzun vadeli sermaye akımları olarak değerlendirilir.

Bu amaçla ülkeye gelen sermaye akımları, sermaye akımlarının diğer tiplerinden oldukça farklı motivasyonla yönlendirilmektedirler. Bu yatırımcılar borç alanın geri ödeme kapasitesi ve/veya büyüme potansiyeline önem verirler. Uzun dönemli karlılık beklentileri ile yönlendirilen DYSY'ler, yatırımcı algılamasındaki kısa dönemli ani değişikliklere en az tepkiyi vermektedirler.

Asya krizinde görüldüğü gibi DYSY'ler en az değişkenlik gösteren sermaye akımlarıdır. Bunun en önemli nedeni bu akımların finansal getirideki

---

[5] Oğuz ESEN: "Finansal Küreselleşme Ortamında Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Portföy Yatırımları", Ekonomik Yaklaşım, 9, 30, (Sonbahar 1998), 62.
[6] Halil SEYİDOĞLU: Uluslararası Finans, (İstanbul, 1997), 384.

kısa dönem değişikliklerden ziyade uzun dönem büyüme trendlerine daha duyarlı olmasıdır. Ayrıca DYSY'ler kısmen doğal kaynak ve beşeri sermaye tarafından tespit edilir. Bu unsurlar ise krizden hemen etkilenmezler. Bunun da ötesinde kriz ülkelerindeki kur değer kaybı onların veri yerli üretim faktörü kullanım koşullarında, üretim maliyetlerini küçültür[7].

2. Resmi Sermaye Akımları

Resmi sermaye akımları iki yanlı ya da çok yanlı krediler olarak tanımlanabilir. Devletten devlete gerçekleşen akımlar ikili anlaşmalar ile yapıldığı için iki yanlı; Dünya Bankası ve IMF gibi uluslararası kuruluşlarca sağlanan kaynaklar ise çok yanlı krediler olarak tanımlanır.

İki yanlı resmi sermaye akımları 1980 borç krizlerinden sonra önemli ölçüde azalmıştır. Bununla birlikte yapısal istikrar politikaları çerçevesi içinde IMF tarafından verilen çok yanlı kredilerdeki artış resmi sermaye akımlarının belirli bir seviyede kalmasını sağlamıştır.

B. SERMAYE AKIMLARININ BÜYÜKLÜĞÜ

Sermaye akımlarının büyüklüğü farklı kurumların verilerinde gerek kapsadığı ülkelere gerekse akım tiplerine ilişkin olarak yapılan sınıflamalara bağlı olarak farklılaşmaktadır. Burada sermaye akımlarının 1980 başından itibaren gelişimini verebilmek amacıyla Dünya Bankası borç istatistiklerinden yararlanılmıştır.

Tablo 8'de 1980'li yıllarda GOÜ'lere yönelen uzun dönem sermaye akımları görülmektedir. GOÜ'lere yönelik sermaye akımları 1980'lerin başında patlak veren borç krizleri nedeniyle 1980'li yıllarda daralma göstermiştir. 1981'de toplam akımlar 1980'lerin en yüksek düzeyi olan 101.4 milyar dolardır. Bu tarihten sonra akımlar 1988'e kadar bir düşme trendine girmiştir.

---

[7] World Bank: Global Development Finance, (New York, 2000), 42.

Kaynak akımlarındaki küçülme resmi akımlardan değil özel sermaye akımlarından kaynaklanmaktadır. Tablo 8'de görüldüğü gibi azalmadaki en büyük pay ticari banka kredilerine aittir. 1982'de 31.7 olan bu kalem 1989'da 3.3'e düşerek yaklaşık %90'lık bir azalma göstermiştir. Borç krizinin GOÜ'lerin risklerini arttırması nedeniyle tahvil ihracıyla finansmanın azalmasına neden olmuştur. Doğrudan sermaye yatırımları ise dönem boyunca istikrarlı bir seyir izlemiştir. GOÜ'lere yönelik resmi sermaye akımları ise 1980'lerin ortalarında Dünya Bankasının yapısal uyum kredilerini arttırmasıyla, miktar olarak çok yüksek artışlar olmamasına rağmen toplam finansman içinde payı nispi olarak artan bir kalem olmuştur. Resmi sermaye akımları dönem boyunca toplam sermaye akımlarının yaklaşık %60'ını oluşturmuştur.

TABLO 8: GOÜ'LERE UZUN DÖNEM SERMAYE AKIMLARI (1981-1990)

(Net / Milyar Dolar)[1]

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Resmi Akımlar	35.1	35.3	33.9	33.3	34.1	36.0	36.0	37.6	40.1	55.9
Özel Akımlar	66.3	55.7	37.9	29.9	25.8	18.8	15.6	29.1	31	42.6
1. Ulusl. serm. piy.	53.3	44.5	29.3	21.5	15.2	9.2	2.1	9.5	7.4	18.5
Banka borç.	44.5	31.7	20.4	16.2	5.8	2.2	-1.4	2.0	3.3	15.7
Tahvil ihracı	1.3	4.9	1.1	0.3	4.9	1.5	0.3	3.2	2.8	3.2
Diğer	6.4	7.9	7.8	5.0	4.5	5.5	3.2	4.3	1.3	1.2
2.Doğ. Yab. Yat..	13.0	11.2	8.6	8.4	10.6	9.6	13.5	19.6	23.6	24.1
Toplam Kay.Akım.	101.4	91.0	71.9	63.3	60.4	54.7	51.6	66.4	70.9	98.5

(1) Dünya Bankası hesaplamalarında uzun dönem kaynak akımları, orjinal vadesi 1 yıldan fazla olan net borç işlemleri olarak tanımlanmaktadır.
KAYNAK: WORLD BANK: World Bank Debt Tables 1991-1992, Vol.1, (Washington, 1991), 18.

1990'larda GOÜ'lere yönelen toplam sermaye akımları Asya krizine kadar istikrarlı bir artış içindedir. Bu artış temel olarak özel sermaye akımlarından kaynaklanmaktadır. 1990'da 42.6 milyar dolar olan özel sermaye akımları 1997'de 304 milyar dolara ulaşarak yaklaşık %615'lik bir artış göstermiştir(Tablo 9). Fakat bu akımların niteliği bir önceki dönemden farklı özellikler gösterir. 1970'lerde GOÜ'lere özel sermaye akımlarının temel kaynağı

uluslararası banka borçlanmasıdır. 1990'larda ise özel sermaye akımlarının yaklaşık yarısı uluslararası sermaye piyasalarından sağlanan fonlardan oluşmaktadır. Dolayısıyla 1990'larda uluslararası bono finansmanı ve portföy hisse yatırımları sermaye girişlerinin temel kanallarını oluşturmaktadır. Sermaye piyasalarından sağlanan fonlardaki artış belirli tip kurumsal yatırımcı ve fonların öneminin artmasına neden olmuştur. Bunlar; portföy yatırımcısı şeklindeki kurumsal yatırımcılar, emeklilik fonları, yatırım fonları, hedge fonlar ve benzerlerini kapsamaktadır.

1997'e kadar hızlı bir artış trendi içinde olan sermaye akımları 1998 Asya krizi sonrası yatırımcıların GOÜ piyasalarından aniden çıkması ile azalmaya başlamıştır. 1990'lı yıllarında en yüksek sermaye akımı değeri Asya krizi öncesi 1997'de gerçekleşmiştir. Son dönem finansal krizler GOÜ'lere sermaye akımlarında ani bir azalmaya neden olmuştur. Net uzun dönem akımlar 1997'deki 343.7 milyar dolardan 1998'de 318.3 milyar dolara ve 1999'da ise (28 milyar dolar düşme ile) 291 milyar dolara inmiştir. Bu azalmanın temel kaynağı ise özel akımlardır. Bu akımlardaki düşme uluslararası sermaye piyasalarından elde edilen akımlardan kaynaklanmaktadır. Uluslararası sermaye piyasalarından borç akımları 1997 zirve değeri olan 103.4 milyar dolardan keskin bir düşüşle 1999'da 19 milyar dolar olmuştur. Kısa sürede gerçekleşen bu düşme söz konusu akımların en kolay ve hızla geri dönebilir olma niteliğinin bir sonucudur.

Bu duruma zıt olarak doğrudan yabancı sermaye yatırımları 1998'de istikrarlı kalırken 1999'da 21 milyar dolar artmıştır. Bu durum bu tip sermaye akımlarının geri dönüşsüz reel yatırım niteliği ve uzun dönem dinamiklerle ilgili olması ile açıklanır. Bununla birlikte Asya krizi sonrası bu nitelikteki akımlardaki söz konusu artış, büyük ölçüde, batan/özelleştirilen şirketlere yönelik alımlardan kaynaklanmıştır.

Tablo 9'dan 2000 ve 2001 yıllarında GOÜ'lere sermaye akımlarında azalışın sürdüğü görülmektedir. Bunun gelişmiş ülke (GÜ) ve GOÜ'ler kaynaklı

çeşitli nedenleri bulunmaktadır. GÜ'lerde 2001 yılında artan ekonomik yavaşlama, 11 Eylül saldırısının neden olduğu istikrarsızlık ile birlikte olumsuz bir yatırım ikliminin oluşmasına neden olmuştur. Büyük Amerikan şirketlerinin bilanço hesaplarındaki hilelerin ortaya çıkmasını, ilgili şirketlerin hisse değerlerinin çöküşü izlemiştir. Bu gelişmeler NASDAQ'ın 2002'de, 2000 yılındaki değerinin yaklaşık %50 altına düşmesi ile sonuçlanmıştır. GOÜ'ler açısından ise bir kaç GOÜ ekonomisinin kırılgan dengelerinin diğer GOÜ'lere olası yayılma etkileri yatırım iklimini olumsuz etkilemektedir. Bu nedenlerle, 2002 başında ABD'de gerçekleştirilen faiz düşüşü, GOÜ'lere sermaye hareketleri üzerinde belirgin bir etki yaratmamıştır.

TABLO 9: GOÜ'LERE UZUN DÖNEM SERMAYE AKIMLARI (1991-2001)

(Net / Milyar Dolar)[1]

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Resmi Akımlar	62.3	54.0	53.4	45.9	53.9	31.0	39.9	50.6	52.0	35.3	36.5
Özel Akımlar	61.6	99.7	165.8	174.5	203.3	282.1	303.9	267.7	238.7	225.8	160.0
1.Ulus.Serm.P.	26.4	52.2	99.8	85.7	98.3	151.3	133.6	98.6	46.7	59.1	-8.3
Borç Akımları	18.8	38.1	48.8	50.5	62.2	102.1	103.4	81.2	19.1	8.2	-26.8
Banka Borç.	5.0	16.4	3.5	8.8	30.4	37.5	51.6	44.6	-11.4	-6.1	-32.3
Bono Finan.	10.9	11.1	36.6	38.2	30.8	62.4	48.9	39.7	25.0	16.9	9.5
Diğer	2.8	10.7	8.7	3.5	1.0	2.2	3.0	-3.1	5.5	-2.5	-4.0
Hisse Akımları	7.6	14.1	51.0	35.2	36.1	49.2	30.2	15.6	27.6	50.9	18.5
2.Doğ.Yab.Yat.	35.3	47.5	66.0	88.8	105.0	130.8	170.3	170.9	192.0	166.7	168.2
Top.Akımlar	124.0	153.7	219.2	220.4	257.2	313.1	343.7	318.3	290.7	261.1	196.5

(1) Dünya Bankası hesaplamalarında uzun dönem kaynak akımları, orjinal vadesi 1 yıldan fazla olan net borç işlemleri olarak tanımlanmaktadır.
KAYNAK: World Bank, Global Development Finance, (Washington, 2000), 36.

Sermaye akımlarından GOÜ'lerin tümünün belirli ölçülerde yararlanmasına rağmen akımların belli bir bölgede yoğunlaştığı görülmektedir. Doğu ve Güneydoğu Asya ve Latin Amerika, hem portföy hem de DYSY'larının en büyük alıcısı durumundadır. Güney Asya, Orta Asya ve Sahra altı Afrikanın sermaye akımları yoluyla elde ettiği finansman çok daha düşük düzeylerde kalmıştır. GOÜ'lere 1975-1998 arası net sermaye girişlerinin bölgesel dağılımının yer aldığı Tablo 10'da, sermaye girişlerinde en büyük payın Doğu Asya ve Latin Amerika ülkelerine ait olduğu görülmektedir.

TABLO 10: GOÜ'LERE NET SERMAYE GİRİŞLERİNİN BÖLGESEL DAĞILIMI (1975-1998) (1)

ÜLKELER	1975-1982	1983-1989	1990-1998
Doğu Asya ve Pasifik	18	25	42
Latin Amerika ve Karib.	43	18	32
Afrika Saharan	13	23	10
Güney Asya	6	14	6
Avrupa	2	3	4
G.Amerika ve Orta Asya	18	18	6

(1) Toplam Girişlerin yüzdesi olarak ifade edilmiştir.
KAYNAK: UNCTAD: Trade and Development Report 1999, (Washington, 1999), 103.

Sermaye akımlarına ilişkin Tablo 8 ve 9'da görülen uzun dönem sermaye akımlarına ilişkin veriler GOÜ'lere önemli sermaye girişlerinin gerçekleştiğini göstermektedir. Fakat aynı dönemde önemli sermaye çıkışlarının gerçekleştiği bilinmektedir. Söz konusu çıkışların büyüklüğünün kesin olarak tespiti zor olsada Tablo 11' deki veriler bu konuda fikir vermektedir. 1990'ların ortasına kadar artış eğilimi içinde olan net dışsal finansman 1996'da 175.8 milyar dolara ulaşmıştır. Fakat bu tarihten sonra Asya krizi sonrasında gerçekleşen çıkışlar nedeniyle azalma sürecine girmiştir.

Sonuçta GOÜ'lere sermaye girişlerinde önemli artışlara rağmen gerçekte dışsal finansman miktarı 1991'de yaklaşık 89 milyar dolardan 1999'da 24 milyar dolara düşmüştür.

Benzer bir durum Bazı Asya ve Latin Amerika ülkeleri için GSMH'nın oranı olarak sermaye girişleri ve çıkışlarının yer aldığı Tablo 12'den görülebilir. Her iki bölgede'de önemli sermaye girişlerini izleyen dönemde önemli sermaye çıkışları izlemektedir.

T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU DOKÜMANTASYON MERKEZİ

TABLO 11: NET KAYNAK AKIMI VE GOÜ'LERE NET DIŞSAL FİNANSMAN (1991-1999 / Milyar Dolar)

	1991	1992	1996	1997	1998	1999
Net Uzun Dön.Kaynak Akım.	124.0	153.7	313.1	343.7	318.3	290.7
Net Kısa Dön. Kaynak Akım.	20.1	38.2	42.9	20.4	-47.6	-11.2
Toplam Net Kaynak Akım.	144.1	191.9	356.0	364.1	270.7	279.5
Sermaye Çıkışları, hata ve diğ.	-55.3	-80.3	-180.2	-257.2	-199.6	-255.5
Net Dışsal Finansman	88.8	111.6	175.8	106.9	71.1	24.0

KAYNAK: World Bank, Global Development Finance, (New York, 2000), 43.

TABLO 12: BAZI ASYA VE LATİN AMERİKA ÜLKELERİ İÇİN GSMH'NIN ORANI OLARAK SERMAYE GİRİŞLERİ VE ÇIKIŞLARI

ÜLKELER	Kümülatif Girişler/GSMH		Sermaye Çıkışı/GSMH	
Arjantin	(1991-94)	9.7	(1994-95)	4
Brezilya	(1992-94)	9.4	(1990-91)	8
Şili	(1989-94)	25.8	(1990-91)	8
Meksika	(1989-94)	27.1	(1993-95)	6
Endonezya	(1990-94)	8.3	(1996-97)	5
Malezya	(1989-94)	45.8	(1993-94)	15
Filipinler	(1989-94)	23.1	(1996-97)	7
Güney Kore	(1991-94)	9.3	(1996-97)	11
Tayland	(1988-94)	51.5	(1996-97)	26

KAYNAK: World Bank, World Dept Table; IMF, International Financial Statistics'in ilgili yıllarının verilerinden derlenmiştir.

FL ile sağlanan sermaye hareketliliği sınırlararası büyük parasal akımlara neden olmuştur. Bunun en önemli göstergesi dünya çapında döviz işlemlerinin gayrisafi hacmi günlük 1.2 trilyon dolar iken, bu işlemlerin yaklaşık %90'ı yedi gün içinde %30'u (spot işlemler) üç gün içinde geri dönmektedir.

Bununla birlikte yukarıdaki veriler, sermaye akımları ile sağlanan net dışsal finansmanın, sermaye akımlarının gayrisafi büyüklüğündeki artışa paralel bir artışın gerçekleşmediğini göstermektedir.

C. SERMAYE AKIMLARI ÜZERİNDE ETKİLİ OLAN FAKTÖRLER

Kuramsal düzeyde sermaye hareketlerinin temel belirleyicisi sermayenin ülkeler arası getiri oranındaki farklılıktır. Mundell-Fleming koşuluna göre iki ülkede farklı faiz oranları sermaye hareketlerine neden olmaktadır. Daha sonra portföy teorisyenleri, sermayenin getirisi yanında risk unsurunu da dikkate almışlardır. Buna göre yatırımcıların, getiri ile ülke parasının beklenen değer değişimi karşılaştırmasının sermaye akımına yol açtığı savunulmuştur.

Finansal liberalizasyon ortamında sermaye akımlarının sınırlararası hareketini teşvik eden faktörler içsel ve dışsal faktörler olarak iki grupta açıklanmaktadır.

1. İçsel Faktörler (Yurtiçi Faktörler)

İçsel faktörlere ilişkin açıklamalar, sermaye akımlarının yöneldiği ülkelerin ulusal ekonomik ve politik koşulları çerçevesinde yapılmaktadır. Buna göre 1980'lerden itibaren GOÜ'lerdeki ticari ve finansal liberalizasyonu kapsayan ekonomik reformların sağladığı istikrarlı ortam, sermaye akımlarını bu ülkelere çeken içsel faktörlerin oluşumuna katkıda bulunmuştur. Ayrıca bu ülkelerde uygulanan istikrar programları enflasyonu kontrol altına alarak makroekonomik riski küçülterek sermaye girişlerini teşvik etmiştir.

Sermaye akımlarının ülkeye girmesine sağlayan iki önemli içsel koşul mevcuttur. Birincisi uygulanan yapısal değişim politikalarının ülke ekonomisindeki neden olduğu olumlu gelişmeler ve kamu sektörü açıklarındaki azalmalardır. 1980'lerin sonundan itibaren GOÜ'lerde ekonomik reformlarla birlikte uygulanan para ve maliye politikaları ile ekonomik iyileşmeler

sağlanmıştır. Ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkiler yapan bu gelişmeler ülkelerin kredi notu ve tahvillerinin ikincil piyasa fiyatları üzerinde olumlu etkilerde bulunmuştur. Bu gelişmelerin etkisiyle pek çok GOÜ'de gerçekleşen yüksek büyüme oranı yabancı sermaye girişlerini cezbetmede önemli bir unsurdur.

Sermaye akımlarının ülkeye girmesine sağlayan diğer neden ise sıkı para politikasının izlenmesi ve mali piyasalardaki liberalizasyon ile yurtiçi faiz oranının yükselmesidir. GOÜ'lerde uygulanan FL politikaları ile serbest bırakılan faiz oranlarındaki artışlar, sermaye hareketlerini belirleyen önemli bir etkendir. Ayrıca özellikle GOÜ'lerde stabilizasyon programları çerçevesinde uygulanan sıkı para politikası faizleri arttırdığı için sermaye girişleri için cazip bir ortam oluşturmaktadır.

Sermayenin başka bir ülkeye yönelmesinde faiz getirisi kadar önemli bir konu döviz kuru riskidir. İstikrar programları ile sabit kur rejimlerini uygulayan ülkelerde, kur riski yatırımcılardan hükümetlere transfer edildiği için yatırımcı için çekici bir ortam oluşmaktadır[8].

1980 sonrası GOÜ'lerde izlenen dışsal liberalizasyon politikaları ile sermaye hesapları üzerinde sağlanan serbestleşme, kontrollerin kaldırılması ve vergilerin düşürülmesi uygulamaları yabancı sermaye girişlerini çekmede önem taşıyan unsurlar olmuştur. Bu uygulamalar, yabancı yatırımcı fonlarının piyasalara hızlıca giriş ve çıkış yapabilmelerini mümkün kılmaktadır.

Yapılan çalışmalarda dışsal faktörlerin özellikle 1990'ların birinci yarısına kadar sermaye akımlarının hareketinde en önemli belirleyici olmasına rağmen, içsel faktörler, hem akımların büyüklüğü hem de kompozisyonu yönüyle önemlidir. Calvo, Leiderman ve Reinhart'a göre sağlam yurtiçi temel göstergelere sahip ülkeler daha büyük sermaye ve daha uzun dönemli

---

[8] Alejand LOPEZ-MEJIAS: "Large Capital Flows: Causes, Consequences, and Policy Responses", Finance and Development, 36, 3, (September 1999), 4.

yatırımlar çekmiştir. Özellikle ekonomik göstergeler ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında önemli bir bağ olduğu çeşitli çalışmalarda gösterilmiştir[9].

Bununla birlikte içsel faktörlerin önemini azaltan belirli durumlar bulunmaktadır. Yeldan' a göre:

> "Sermaye akımları sadece doğru makroekonomik politikaları uygulayan bir kaç ülkeye değil, yapıları ve iktisadi politikaları son derece farklılık gösteren pek çok ekonomiye aynı anda yönelebilmektedir[10].

Dolayısıyla bir bölgedeki bir ya da iki büyük ülkeye sermaye akımlarının artması komşu ülkeler için dışsallık oluşturabilmektedir. Örneğin Meksika ve Şili'nin 1990'da uluslararası sermaye piyasalarına tekrar girişinin yatırımcıları diğer GOÜ piyasalarına yönlendirmede etkisi olduğu gösterilmiştir[11]. Özellikle Latin Amerika'ya yönelen sermaye akımlarının, önemli bir kısmının sürü psikolojisi özelliği taşıdığı ve yatırımcıların bu bölgeye yatırımlarında ekonomik göstergelere bakarak değil büyük ölçüde diğerleri öyle yaptığı için borç verdiği veya yatırım yaptığı bilinmektedir.

Sonuç olarak 1990'ların başından itibaren sermaye akımlarının özellikle Latin Amerika ve Asya'ya hareketinde yurt içi faktörler kısmi bir açıklama sağlayabilir. Bununla birlikte sadece yurtiçi faktörler sermayenin neden bazen reformlar uygulamayan ülkelere de yönlendiğinin ve bazende neden bu akışın gerçekleşmediğini açıklamaz. Burada dışsal faktörlerin önemi ortaya çıkmaktadır.

---

[9] Guilermo CALVO, Leonardo LEİDERMAN, Carmen REİNHART: "Inflows of Capital To Developing Countries in The 1990s", Journal of Economic Perspectives, 10, 2, (Spring 1996), 128.

[10] Erinç YELDAN: "Asya ve Latin Amerika Ekonomilerine Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Etkileri Üzerine Gözlemler", Ekonomide Durum, 3-4, (Bahar-Yaz 1997), 155.

[11] Guilermo CALVO, Leonardo LEIDERMAN, Carmen REINHART: a.g.m., 128.

2. Dışsal Faktörler (Global Faktörler)

Sermayenin uluslararası hareketinde belirleyici olan en önemli dışsal faktör, endüstriyel ülkelerdeki düşük faiz oranı ve endüstriyel ülke borçlusu tarafından çıkartılan varlıkların risk-getiri yapısındaki değişmedir. Bu dönemde kurumsal borç vericilerin piyasa paylarının büyümesi ve menkul kıymetleştirmede önemli bir artış gerçekleşmiştir. Bu faktörler portföy çeşitlenmesi nedeniyle GOÜ'lere borç vermenin öneminin artmasına neden olmuştur[12].

1990'ların ilk döneminde sermaye ihraç eden ülkelerdeki iktisadi ortamdaki gelişmeler, özel sermayenin sınırlar arası yatırım fırsatlarına duyarlılığını arttırmıştır. En önemli gelişme, 1990'ların başından itibaren ABD, Japonya ve pek çok Avrupa ülkesinde görülen resesyon ve iş çevrimindeki dalgalanmaların yatırım karlılığını azaltmasıdır. Bu durum endüstriyel ülkelerdeki firmaları karlarını arttırmak için dışarıda yatırım ve üretim yapmaya zorlamıştır. Bu dönemde genel olarak GÜ'lerde faiz oranlarının düşük olması ve gelişmiş ülke sermaye piyasalarındaki düşük büyüme, yatırımcıların portföy çeşitlendirmesine yönelik isteklerini arttırmıştır. Ayrıca iletişim maliyetlerindeki düşme ile birlikte yurtiçi piyasalarda yükselen rekabet kar oranlarını düşürmüştür[13].

Son yıllardaki gelişmiş ülkelerdeki kar oranlarındaki azalışlara bir çözüm sermayenin yüksek getiri sağlayan GOÜ'lere yönelmesiyle bulunmuştur. Bu ülkeler, ABD faiz oranlarındaki hızlı düşme sonucunda yatırımcılar için riski yüksek olmakla beraber yüksek getiri nedeniyle alternatif yatırım merkezleri haline gelmiştir. Ayrıca büyük finansal merkezlerdeki yatırımcıların uluslararası çeşitlenmeye ve dünya finansal piyasalarının büyüyen entegrasyonuna doğru

---

[12] Peter MONTIEL ve Carmen REINHART: "Do Capital Controls and Macroeconomic Policies Influence the Volume and Composition of Capital Flows? Evidence from the 1990s", Journal of International Money and Finance, 18, (1999) , 621.
[13] Alejand LOPEZ-MEJIAS: a.g.m., 5.

bir trend oluşmuştur. Bu eğilim ile büyük miktarlarda hayat sigorta ve emeklilik fonları GOÜ piyasalarına girmiştir.

Kuşkusuz iletişim ve bilgisayar teknolojilerindeki ilerlemeler, sermayenin sınırlararası hareketini kolaylaştıran en önemli faktörlerden biridir. Bu teknolojik ilerlemelerle entegrasyon düzeyi artan ve teknolojik olarak daha karmaşık hale gelen finansal piyasalarla, nispi getiri oranlarındaki değişiklik kolaylıkla sınırlar arası sermaye akımlarındaki değişikliklere dönüşebilmektedir[14].

Sermaye girişlerini açıklamada dışsal faktörlerin önemi, dönemlere ve sermaye akımlarının niteliğine göre değişen özellikler göstermektedir.

Yapılan çalışmalara göre 1990'lardaki ABD'deki ekonomik ortam ve faiz oranlarındaki hareketler kısa vadeli sermaye akımlarını GOÜ'lere yönlendirmede en belirleyici dışsal değişkendir. 1990'ların başındaki Latin Amerika'daki sermaye girişleri, büyük ölçüde, ABD'deki resesyon ve düşük uluslararası faiz oranları gibi dışsal faktörler tarafından açıklanmaktadır[15]. Bu konuyla ilgili yapılan çalışmalara göre, dışsal faktörler ülkelere göre değişmekle birlikte, %30-60 arasında değişen oranlarda sermaye girişlerini açıklamaktadır. Nitekim 1994'de ABD'de sıkı para politikası uygulamasına geçilmesiyle artan faiz oranları Latin Amerika ülkelerine yatırımları daha az çekici kılmış ve Latin Amerika ülkelerinden sermaye çıkışları yaşanmıştır.

Sermaye akımlarının hareketinde dışsal faktörlerin önemi sermaye akımlarının niteliğine de bağlıdır. Doğrudan yatırımlardan ziyade portföy yatırımlarının dışsal faktörlere duyarlılığının daha fazla olduğu kabul edilir. Yapılan çalışmalarda GOÜ'lere portföy akımlarını açıklamada ABD'deki faiz oranı ve endüstriyel üretimin yavaşlaması[16] gibi dışsal faktörlerin önemli

---

[14] Guilermo A. CALVO, Leonardo LEIDERMAN ve Carmen M. REINHART: a.g.m., 123.
[15] Guilermo CALVO, Leonardo LEIDERMAN ve Carmen REINHART: "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The role of External Factors", IMF Staff Papers, 40, 1, (March 1993), 108-109.
[16] Endüstriyel üretimin yavaşlaması ile sermaye piyasası ilişkisine yönelik değerlendirme ABD için geçerli görünmektedir. ABD'de endüstriyel yatırımlar NASDAQ'ın temel motoru durumundadır. Dolayısıyla endüstriyel üretimin yavaşlaması sermaye piyasalarındaki kar

olduğunu göstermektedir[17]. Taylor ve Sarno'ya göre faiz oranları, Asya ve LA ülkelerine portföy akımları dinamiğinde en önemli belirleyici olarak görünmektedir. Yazarlara göre faiz oranları LA'da Asya'dan daha önemlidir. Hissesenedi akımları (equity flows) söz konusu olduğunda ise içsel ve dışsal faktörler eşit önemde görünmektedir[18].

Tarihsel boyutu dikkate alan bir yaklaşım sermayenin uluslararası hareketinde temel belirleyicinin 1980'lerden itibaren merkez kuzey ülkelerinde sermayenin düşen getirisi olduğunu göz ardı edemez. Dolayısıyla içsel faktörler ne kadar önemli görünürse görünsün merkezdeki düşük büyüme oranları sermaye hareketini belirlemede önemli bir rol oynamayı sürdürecektir. Dışsal faktörler içinde özellikle dış faiz oranı belirleyici bir önemde olmuştur.

Konu ile ilgili yapılan bütün çalışmalarda, dış faiz oranının akımların hem kompozisyonu hem de hacmi üzerinde her zaman önemli bir etkiye sahip olduğu görünmektedir. Özellikle toplam sermaye akımları ve portföy akımları, yurtiçi temel göstergeler ve sermaye piyasasına ilişkin bir takım karakteristik unsurlar kontrol edildikten sonra bile Japonya ve ABD'deki faiz oranlarındaki değişikliklere sistematik olarak yanıt vermektedir[19].

Gelişmiş ülkelerdeki düşük faiz oranıyla birlikte sermayenin hareketini belirleyen önemli bir faktör uluslararası piyasalarda çok fazla likidite birikimidir. GOÜ'lerde FL reformlarının uygulandığı dönemde uluslararası likiditede olağanüstü bir artış gerçekleşmiştir. Uluslararası finansal piyasalardaki büyüme yönüyle söz konusu artışa bakıldığında, IMF verilerine göre, 1988-1996

---

marjını düşürmektedir. Oysa Almanya, Japonya ve İngiltere gibi diğer Batı ülkeleri için söz konusu ilişki bu kadar güçlü görünmemektedir.

[17] Guilermo A. CALVO, Leonardo LEIDERMAN, Carmen M. REINHART: "Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s", a.g.m., 56.; Mark P. TAYLOR ve Lucio SARNO: "Capital Flows to Developing Countries: Long- and Short- Term Determinants", The World Bank Economic Review, 11, 3, (September 1997), 451-467.

[18] Mark TAYLOR ve Lucio SARNO: a.g.m., 466.

[19] Guilermo CALVO ve Carmen REINHART: "When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and policy Options", http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.htm. Bu konu ile ilgili ayrıntılı bilgi için Guilermo CALVO ve Carmen REINHART: "Capital Flows Reversals, The Exchange Rate Debate, and Dolarization", Finance and Development, 36, 3, (September 1999), 88.

arasında kurumsal yatırımcıların varlık değerlerindeki artış olağanüstüdür. Özellikle İngiltere'de büyüme GSMH'nın %80'ine ve ABD'de %60'ına eşit büyüklüktedir. G7 için ortalama artış %40'a eşittir[20]. Dolayısıyla Uluslararası likiditedeki artış gelişmiş ülkelerde büyümenin yavaşlamasıyla birlikte gittiğinde sermaye GOÜ'lere doğru akmıştır.

Sermaye akımlarını belirleyen faktörler bu akımları yönetmede uygulanacak politikaları tespit etmede önem taşımaktadır. Bu akımları etkilemede dışsal faktörlerin önemindeki artış sadece içsel faktörlere yönelerek onların idare edilmesindeki zorluğa işaret etmektedir.

D. SERMAYE AKIMLARININ ETKİLERİ

Dünya ekonomisinin büyük kısmında uygulama alanı bulan sermaye hareketleri liberalizasyonu, temel olarak, uzun dönem uluslararası yatırımların potansiyel faydalarına ilişkin görüş birliği ile ivme kazanmıştır. Özellikle GOÜ'lere doğrudan yatırım niteliğindeki sermaye akımları önemli yararlara sahiptir. Bu nitelikteki akımlar GOÜ'lerdeki yatırım düzeyini arttırmanın yanında geldiği ülkeye teknolojik know-how piyasalara giriş imkanları da getirmektedir[21]. Sermaye girişleri altyapı sektörü, doğal ve beşeri kaynakları harekete geçirmede önemli katkı yapabilir. Bu yönüyle özel sermaye yurtiçi yatırım oranında önemli etkiler doğurabilir.

Sermaye akımları aynı zamanda önemli pozitif mikroekonomik etkilere sahip olabilir. Bunlardan en önemlisi kredibilitesi yüksek firmalar için sermayenin maliyetini düşürmeyi olanaklı kılmasıdır. Ayrıca bir ülkeye yönelik sermaye akımlarındaki artış finansal sistemin gelişmesine katkıda bulunur. Makroekonomik düzeyde yabancı sermaye akımları daha yüksek yatırım ve

---

[20] Andrei PALMA: "The Three Routes to Financial Crises: The Need for Capital Controls", CEPA Working Paper, No.18, (November 2000), 9.

[21] Stephany GRIFFITH-JONES: "How Protect Developing Countries From Volatility of Capital Flows?", (London: Commonwealth Secretariat for the Expert Group Meeting Publication, 1998), 2.

büyümeye ulaşarak yurtiçi tasarrufları tamamlayabilir. Bu etkiler düşük tasarruflu ekonomiler için oldukça değerlidir.

Sermayenin uluslararası hareketinin belirli yararlar sağlayabileceği kabul edilmesine rağmen kısa dönemli sermaye akımlarının yararlarına ilişkin böyle bir görüş birliği yoktur. Bunun nedeni GOÜ'lere kısa dönem ve potansiyel olarak geri dönebilir nitelikteki sermaye akımlarındaki büyük artışın aynı zamanda oldukça negatif etkilere sahip olabilmesidir. İlk olarak, bu tür akımlar makroekonomik politikaların yönetimi için önemli zorluklar oluşturur. Bunun nedeni bu tür akımların mülk ve hisse gibi varlık fiyatlarını ve kur oranları gibi anahtar makroekonomik değişkenleri uzun dönem denge değerlerinden uzaklaştırmasıdır.

Sermaye girişleri ekonomide tüketim ve yatırımda kullanılabilecek sermaye miktarını arttırır. Fakat dışarıdan sermaye transferi arttıkça bu yurtiçinde üretimde bir artışla karşılanmalıdır. Eğer harcamalardaki artışın bir kısmı ticarete konu olmayan mallara yönelirse onların nispi fiyatları artacaktır. Bunun açık etkisi ise ulusal kaynakların bir kısmının ticarete konu olmayan alanlara kaymasına neden olacaktır. Büyük sermaye girişleri reel kur oranı değerlenmesine neden olurken borsa ve mülk fiyatlarında büyük dalgalanmaya ve sürdürülemez olduğunu kanıtlayan varlık fiyat şişmelerine varabilir.

Sermaye akımlarının bir ülke için neden olabileceği ikinci olumsuz etki, bu akımların oldukça ani geri dönüş riski taşıması ile ortaya çıkar. Bu dönüşler, eğer özellikle kur ve finansal krizlere varırsa oldukça ciddi üretim, yatırım ve istihdam düşmeleriyle sonuçlanabilir[22]. Bu akımlara bağımlılık nedeniyle bazı politika uygulamalarının devamı (belirli bir toplam talep düzeyinin korunması, iç borç çevrimi gibi) bu sermayeye bağlanırsa ekonomik, sosyal, mali ve politik maliyeti ne olursa olsun bu politikaları geri çevrilemez kılmaktadır. Bununla birlikte bu süreç aynı zamanda bu politikaları tümden uygulanamaz kılabilmektedir.

---

[22] Stephany GRIFFITH-JONES: a.g.m., 3.

Nitekim 1990'lı yıllarda yaşanan deneyimlerde finansal kriz ve istikrarsızlıklara varan süreç yoğun sermaye girişleriyle başlamaktadır. Kısa dönemli yabancı sermaye bolluğu ulusal paranın aşırı değerlenmesine neden olmaktadır. Bu sürecin gelişimi Yeldan tarafından şöyle açıklanmaktadır.

> "Kısa dönem sermaye (sıcak para) akımları ulusal piyasalardaki görece yüksek reel faize yönelirken, ülke kısa dönemli bir döviz birikimi sağlamakta, bu da ulusal paranın yabancı dövizler karşısında aşırı değer kazanmasına yol açmaktadır. Böylece ithalat malları ucuzlarken ihracatçı sektörler gerilemekte, cari işlemler açığı da büyümektedir. Bu koşullarda sağlanan iktisadi büyüme ise dışa bağımlı ve yapay bir nitelik göstermekte ve reel faiz ile döviz kuru arasındaki hassas dengenin bozulmasıyla ani bir çöküntüye uğrayabilmektedir"[23].

Ekonomileri uluslararası sermayeye daha az bağımlı endüstrileşmiş ülkeler sermaye girişlerinin ekonomi üzerindeki etkilerini daha kolay tolere edebilirler. Fakat bu akımlara daha bağımlı olan GOÜ'lerde durum farklıdır. Bu ülkelere sermaye girişi nominal kur oranlarını yukarı doğru hareket ettirirken kurda önemli reel değerlenme oluşturmaktadır.

Sermaye girişlerinin bir diğer etkisi ulusal politika oluşturma tercihlerini sınırlandırmasıdır. Sermaye girişlerinin neden olduğu döviz kuru değerlenmesini önlemek için Merkez Bankaları döviz satın almak zorunda kalmaktadır. Bu alımın para arzında yaratacağı artışı önlemek için girişlerin bir kısmı sterilize edilir. Yüksek faizle kamu tahvil ihracı ile yapılan kur müdahaleleri bütçeye önemli yük getirir. Diğer yandan yüksek yurtiçi-yurtdışı faiz oranı farklılıklarını sürdürme eğilimi mali yük artışını büyütür. Bu durumun kamu kesimi dengelerini bozması ve sürdürülemezliğine ilişkin beklentilerdeki artış ise sermaye girişinin tersine dönmesine neden olur. Dolayısıyla ulusal

---

[23] Erinç YELDAN: a.g.m., 156.

politika yapıcılarının yurtiçi istikrara uygun politikalar uygulaması için çok az alan bırakılmıştır.

Bulgular sermaye akımlarının -özellikle portföy akımları- yurtiçi sermaye piyasalarının gelişmesine neden olduğunu göstermektedir. Bununla birlikte bu akımlar güçsüz finansal piyasalı bir ülkenin bankacılık ve döviz kurundan kaynaklanan krizlere duyarlılığını (kırılganlığını) arttırabilir. Global finansal sistemin istikrarını tehdit eden finansal krizler üretimde kısa dönem düşmelere neden olmaktadır. Fakat daha önemlisi bulgular sermaye akımlarının süregiden volatilitesinin düşük uzun dönem büyümesi ile ilgili olduğunu göstermektedir[24].

Sermayenin çekilmesi ya da kısa dönemli borçlanmaların çevrilmesinin olanaksızlaşması pek çok GOÜ ödemeler dengesi krizlerinin merkezindedir. 1994-95 Meksika ve 1997-98 Endonezya krizleri önemli sermaye çıkışları içermiştir. IIF (International Institute of Finance) istatistiklerine göre Doğu Asya'da 1997-98 arasında krizin en sert vurduğu 5 Asya ülkesinde 105 milyar$ net sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. Bu söz konusu ülkelerin GSMH'larının % 10'undan fazladır[25]. Döviz kuru krizleri ve sermaye girişlerindeki ani durmayı izleyen yıllarda üretimde önemli düşmeler meydana gelmiştir.

1990'lardaki krizler sonunda özel sermaye akımlarının bütün kalkınma problemlerini çözmeyeceği ve önemli maliyetler yükleyebileceğini göstermiştir. Bugün artık özellikle kısa dönem sermaye akımlarının risklerinin büyük, yararlarının düşük olduğu biçiminde görüşler önemli ölçüde taraftar bulmaktadır.

Bu bağlamda uluslararası parasal sistemin bütün olarak yeniden yapılandırılmasının gerekliliğine ilişkin artan bir görüş birliği bulunmaktadır. Bu yapılandırma, krizler ortaya çıktığında onları yönetmek kadar maliyetli krizlerin

---

[24] D. MISHRA, A. MODY ve A. P. MURSHID: "Private Capital Flows and Growth", Finance and Development, (June 2001), 4.
[25] Andrei PALMA: a.g.m., 5.

oluşmasını önlemek içinde gerekli görülmektedir. Bu çerçevede sermaye kontrolleri önemli bir araç olarak tartışılmaktadır.

II. SERMAYE AKIMLARININ KONTROLÜ

A. SERMAYE KONTROLLERİ

Gelişmiş ülkelerde 1946-1970 arası Bretton Woods döneminde uygulanan sermaye kontrolleri izleyen dönemde önemli ölçüde azaltılmıştır. 1990'larda sermaye kontrollerine yönelik ilginin tekrar ortaya çıkmasının nedeni ise, kısa dönemli ve volatilitesi yüksek sermaye akımlarının neden olduğu düşünülen olumsuz etkilerdir. Bu akımlar, hem GÜ hemde GOÜ'lerde döviz kuru ve para politikaları yönetiminde zorluklara neden olmaktadır. 1992'deki Avrupa Para Sistemi krizinde, kısa dönemli ve spekülatif sermaye akımlarının önemli bir rol oynadığı kabul edilir. Bu durum Avrupa Birliği'nde, söz konusu dönemde, parasal birliğe geçişte sermaye kontrollerinin uygulanmasının yararlı olacağının savunulmasına neden olmuştur[26].

Son dönemlerde yeni endüstrileşen ve GOÜ'lerde sermaye akımlarının son dönem volatilitesi ve onunla ilgili maliyetler, bu ülkelere sınırsız sermaye hareketliliğinin istenirliğine ilişkin soru işaretleri oluşturmuştur. Sermaye kontrolleri, özellikle kısa vadeli sermaye akımlarının artması ile oluşabilecek döviz kuru istikrarsızlıkları ve ödemeler dengesi krizlerinin önlenmesi için gündeme getirilmiştir. Özellikle GOÜ'lerde 1990'larda oluşan para ve finansal krizlerde kısa dönemli sermaye akımlarının rolünün önemli olduğuna yönelik artan bir görüş bulunmaktadır. Uluslararası finansal sistemin reform ihtiyacı tartışmaları çerçevesinde, sermaye kontrollerinin tekrar gündeme getirildiği görülmektedir.

---

[26] Bu konuda bkz. Barry EICHENGREEN, James TOBIN ve Charles WYPLOSZ: "Two Cases For Sand in The Wheels of International Finance", The Economic Journal, 105, (January 1995), 164.

B. SERMAYE KONTROLLERİNİN GEREKÇESİ

Sermaye hareketliliği ve sermaye hareketliliğini sınırlandırmanın kapsamının değerlendirilmesi için klasik teorik çatı, küçük açık ekonomi Mundell-Fleming modelidir. Modele göre, nominal ücret ve fiyatların yavaş ayarlanma hızlarından kaynaklanan bir bozulma söz konusudur. Sermaye kontrolleri esnek nominal fiyatların oluşturduğu bozulmalara karşı refah iyileştirici politika araçları olarak değerlendirilmektedir. Bu analiz sermaye kontrollerinin istikrar politikası aracı olma fonksiyonu üzerinde yoğunlaşır.

Analiz Dooley tarafından şu biçimde açıklanmaktadır:

> "Eğer sermaye sınırlar arasında serbestçe hareket ediyorsa ve döviz kuru sabitlenmiş ya da kontrol altında yönetiliyorsa otoriteler yurtiçi parasal koşullar üzerinde kontrolünü kaybeder. Eğer döviz kuru yönetilmiyorsa para politikası sermaye hareketleri tarafından sınırlandırılmıştır. Çünkü yurtiçi faiz oranındaki değişiklikler nominal ve reel kur oranında büyük değişiklikler oluşturabilir"[27].

Bu analiz sermayenin sınırlararası hareketliliğinin para politikasının stabilizasyon rolünü büyük ölçüde azalttığını ortaya koymaktadır. Buna karşılık sermaye piyasası entegrasyonu yüksek olsa bile maliye politikası yurtiçi üretimi istikrarlı kılmak için güçlü bir araçtır. Bu çatı sermaye hesaplarının sınırlandırılması için önemli bir gerekçe oluşturmaktadır. Eğer maliye politikası araçları yurtiçi istikrara tahsis edilebiliyorsa sermaye hesaplarını açmak optimaldir[28]. Burada sermaye kontrolleri ile yurtiçi faizle döviz kuru arasındaki ilişkinin kopması sağlanmaktadır. Böylece ekonomiyi canlandırmak için faizlerin düşürülmesi halinde resmi döviz kuru büyük kaymalar göstermez. Bu çerçeve

---

[27] Michael DOOLEY: "A Survey of Academic Literature on Controls Over International Capital Transaction", NBER Working Paper, No. 5352, (1995), 5-10.
[28] Michael DOOLEY: a.g.m., 5-6.

içinde sermaye kontrolleri para politikasında bağımsızlığın bir aracı olmaktadır. Bu yolla sermaye akımlarının döviz kurları üzerindeki etkisi azaltılmış olur.

Esnek kur oranlarında kontrollere yüklenen temel işlev kur oranlarının temel göstergelerden uzaklaşmasını sınırlamaktır. Sabit oranlar durumunda ise kontroller iki yönlü bir işlev görür. Öncelikle spekülatif sermaye akımlarını sınırlayarak, politika yapıcılarına destekleyici makroekonomik politikaları uygulama imkanı ve zamanı yaratır. Ayrıca sınırlamalar sabit döviz kuru paritesini savunmanın maliyetini düşürür. Bu tip sınırlamalar piyasa işlemcilerinin fonları paralar arasında hareket ettirme maliyetini arttırır. Böylece kaynaklar yetkili birimlerde kalır ve döviz kuru paritesinin savunmasında kullanılır.

Refah iktisadında semaye kontrolleri ikinci en iyi teorisi ile açıklanır. Refah iktisadı hem tasarrufçu hem de yatırımcının uluslararası sermaye piyasalarına girmekten özel yararlar elde edeceğini varsayar. Buna göre sermayenin serbest hareketi sermayeyi en üretken kullanımına tahsis edecektir. Fakat mükemmel öngörü ve piyasaların olduğu rekabetçi model döviz kuru rejimleri durumunda geçerli değildir. Çünkü önceden var olan bozulmalar birinci en iyi rekabetçi dengeyi sağlamak için gerekli varsayımlara zarar verir. Bu durum ikinci en iyi denge için teorik bir haklılık sağlar. Bu varsayıma göre eğer ekonomi bir bozulmadan zarar görüyorsa diğer bir bozulma kanalıyla refahın iyileştirilmesi mümkündür[29].

Dolayısıyla sermaye piyasası bozulmaları ve eksik bilgi sürecini yansıtan piyasa aksaklıkları sermaye kontrolleri için önemli gerekçelerdir. Bu tür piyasa bozulmaları; ahlaki risk, döviz piyasalarında çoklu dengenin varlığı, piyasa katılımcılarının sürü davranışı, gürültü tacirleri tarafından gerçekleştirilen işlemler ve fiyatlarda meydana gelen şişme olarak belirtilebilir. Sermaye hareketliliğindeki serbestlik bu unsurların önemini ve şiddetini arttırarak rekabetçi dengede bozulma yaratır. Sermaye kontrolleri sermayenin etkin

[29] Michael DOOLEY: a.g.m., 9-37.

tahsisini bozan piyasa aksaklığını azaltırken birinci en iyi rekabetçi dengenin oluşumunu sağlar.

Frankel'e göre sermaye kontrolleri, liberalizasyonun optimal sırası tartışmasında önemli bir işleve sahiptir. Ona göre ekonomide belirli problemlerin olduğu bir ortamda eğer sermaye kontrolleri yoksa, yanlış piyasa sinyalleri aşırı sermaye girişi uyarabilir. Bu ortamda cari işlem açıkları oluşurken ülke aşırı borçlanmış ve kırılgan hale gelebilmektedir. Eğer varolan sorun parasal enflasyona karşı tedbirler ya da büyüyen bütçe açıklarıysa yüksek reel faiz oranları ve reel anlamda aşırı değerlenmiş kur içeren piyasa sinyalleri, sermaye girişleriyle ve cari işlem açıklarıyla sonuçlanır. Eğer varolan sorun yurtiçi finansal liberalisazyon -tasarrufçuya faiz oranını suni olarak düşük tutan finansal baskının sona ermesi- ise yurtiçi tasarruflardaki yetersizlik büyük sermaye girişlerine varabilir[30]. Dolasıyla bu sorunların varlığında sermaye kontrolleri istikrarsızlıkların oluşmasını önleyebilir. Kontroller, yurtiçi dengeleri uluslararası faiz ve kur dalgalanmaları gibi dış şoklardan korumaya yardım edebilir.

Bunun yanında sermaye kontrolleri ulusal kalkınma ile ilgili uzun dönemli hedefler için tasarlanabilir. Sermaye kontrollerinin sanayileşme ve ulusal kalkınmayla ilgili olarak kullanılması, sermayenin yurtiçinde yatırılmasını teşvik etmeyi amaçlamaktadır. Kontrollerin uzun dönem kalkınma amaçları için başarıyla uygulandığı ülkeler Japonya, Almanya ve Güney Koredir[31].

Sermaye kontrolleri için bir diğer gerekçe kamu gelirlerinin arttırılmasını sağlamaktır. Küreselleşme üretim faktörlerine akışkanlık kazandırarak ulusal devletlerin vergi tabanını büyük ölçüde erozyona uğratmıştır. Sermaye

---

[30] Jeffrey FRANKEL: "Proposal Regarding Restrictions on Capital Flows" , The African Finance Journal, 1, (1999), 4.

[31] Oğuz ESEN: "Sermaye Kontrolleri Üzerine Bazı Gözlem ve Değerlendirmeler", Türk-İş Yıllığı, Cilt.2, 1997, 229.

kontrolleri bu erozyonu önlemeye yardımcı olurken hükümetlere finansal aktifleri daha etkin vergileme olanağı sağlayabilir[32].

Son olarak, sermaye kontrolleri önemli sermaye çıkışının önlenmesine yardımcı olabilir. Özellikle GOÜ'lerde finansal liberalizasyon ile yerleşiklerin ülke dışına sermaye çıkarmalarının önemli olduğu bilinmektedir. Dolayısıyla sermaye kontrolleri, ulusal tasarrufların yurtiçinde muhafaza edilmesi için önemli bir fonksiyon görebilir.

C. SERMAYE KONTROLLERİNİN ÇEŞİTLERİ

Sermaye kontrollerinin ilk biçimleri miktar kısıtlamalarıdır. Bunun dışında -Endonezya, Malezya ve diğer Asya ülkelerindeki gibi- yalnızca sermaye girişleri üzerine miktar sınırlaması getirmek ya da sadece sermaye çıkışları için sınırlamalar getirmek yanında akımları vergilendirme şeklinde sermaye kontrolleri uygulanmaktadır. Sermaye akımlarının vergilendirmesi Şili'de uygulandığı gibi yabancı paradan kısa dönem borçlanmalarla ilgili yükümlülükler üzerine 'zorunlu mevduat yükümlülüğü' getirmek şeklinde olabileceği gibi, izleyen bölümde incelenecek Tobin vergisi önerisinde olduğu gibi döviz işlemleri üzerine bir vergi biçiminde de olabilir.

FL ortamında katı miktar sınırlamalarından ziyade piyasa mekanizmasıyla daha fazla uyumlu olduğu düşünülen kısa dönemli sermaye giriş ve çıkışları üzerine kontrollerin çeşitli biçimlerinin getirildiği görülmektedir.

1. Sermaye Çıkışları Üzerindeki Kontroller

Sermaye çıkışı üzerindeki kontroller, bir finansal kriz veya kur krizinde kullanılabilecek savunma aracı olarak görülmüştür. Bu durumda kontrollerin amacı bir spekülatif saldırı durumunda rezerv kaybını ve gerekli faiz oranı artışını sınırlandırmaktır.

Bu tür kontroller için teorik gerekçe ikinci kuşak kur kriz modellerinde bulunabilir. İkinci kuşak (spekülatif saldırı) modellerine göre, ülkeler kreditör

---

[32] Oğuz ESEN: a.g.m., 237.

paniği ile karşı karşıya kalabilir ve güçlü ekonomik göstergeleri olsa bile sonuçta döviz rezervlerini kaybedebilirler. Spekülatif saldırılarda sermaye kontrollerine yüklenen işlev, özel sektörün döviz talebini sınırlayıcı etkide bulunmaktır. Eğer spekülatif saldırı, özel sektör tarafından devletin gelecekte parasal sınırlamaları kaldıracağının bir sinyali olarak algılanırsa finansal piyasalarda spekülasyon bugün sermaye hareketlerine neden olacaktır.

Bu durumda sermaye hesapları konvertibilitesinin geçici olarak kaldırılması çıkışlardaki paniği durdurabilir ve politika yapıcılarına doğrulayıcı politikaları devreye sokmak için zaman sağlar. Sermaye kontrolleri bu saldırı hamlesini önemli ölçüde yavaşlatabilir. Piyasalarda spekülatif saldırı nedeniyle oluşacak çoklu denge koşullarını değiştirebilir.

Çıkışlar üzerindeki kontrollerde iki çeşit uygulama biçimine rastlamak mümkündür. Birinci tip kontroller krizden koruyucu niteliktedir. Bu tip kontroller belirli bir ülkede ödemeler dengesi açıkları olduğu fakat henüz bir devalüasyon krizi yaşamadığı zaman yüklenir. Bu kontroller dışarıdan gelen fonlar üzerine vergiler, ikili kur oranları ya da fon transferine sınırlama getirilmesi biçimlerinde uygulanabilir. Bu kontrollerin uygulanmasının temel amacı, uluslararası rezervlerin erimesinin yavaşlatılması ve spekülatörleri etkinsiz kılmak için otoritelere gerekli doğrulayıcı politikaları uygulamak için zaman sağlamaktır[33].

Sermaye çıkışı üzerindeki kontrollerin ikinci biçimi, kriz önleyici niteliktedir. Bu durumda büyük bir krizle karşı karşıya kalan ülkenin kısa dönemli sermaye çıkışı üzerinde kontroller yüklemesi ya da varolanları arttırması söz konusudur. Bu tip kontrolleri savunan Krugman'a göre, çıkışlar üzerine kontroller yükleyen krizli ülkeler faiz oranlarını düşürebilirler ve büyüme

[33] Sebastian EDWARDS: "How Effective Are Capital Controls?", NBER Working Paper, No. 7413, (November 1999), 6.

yönlü politikaları uygulayabilirler. Ona göre ekonomi kendi ayakları üzerinde durmaya başladığında ise kontroller kaldırılmalıdır[34].

Sermaye çıkışları üzerindeki kontrollerin etkinliği açık ekonomik rasyonalitesine rağmen tartışmalı kalmıştır. Bunun en önemli nedeni kontrollerin, piyasa güveninin daha fazla kaybedilmesine neden olacağına yönelik düşüncelerdir[35]. Ayrıca kontrollerin ekonomide yapılması gerekli reformların gecikmesine neden olabileceği savunulmuştur. Buna ek olarak kontroller, genellikle, ithalat ve ihracatla ilgili ödemelerde delinir. Bu tür kontrollerin uluslararası finansal piyasaların makroekonomik politikanın kalitesi üzerine yerleştireceği disiplini azaltabileceği de savunulmuştur[36].

Ampirik çalışmalar genellikle bu tip kontrollerin büyük ölçüde etkinsiz olduğunu gösterir. Çünkü büyük bir kriz olasılığının varlığında özel sektör, büyük miktardaki fonları ülke dışına hareket ettirerek kontrollerden kaçınacak yolları bulmaktadır. Edwards'a göre daha kötüsü kontroller, yatırımcılar paralarını güvenli cennetlere hareket ettirmeye çalıştıkları durumda bozulma ile sonuçlanmaktadır. Bunun ötesinde kontroller bir kere yerleştirildiğinde otoriteler, güvenilir ve sağlam bir yapısal reform programı uygulamada genellikle isteksiz ve başarısız olmaktadır[37].

1980 borç krizleri sermaye çıkışları üzerindeki sınırlamaların işlemesine ilişkin önemli örneklerdir. Sermaye çıkışı üzerine kontroller uygulayan Arjantin, Meksika ve Brezilya gibi Latin Amerika ülkeleri büyüme, enflasyon ve işsizlikte acılı bir süreç yaşadılar. Bunun ötesinde çıkışlar üzerindeki kontrollerin sıkılaştırılması söz konusu ülkelerde ulusal ekonomilerin yeniden yapılanmasını teşvik etmemiştir. Aksi olarak politikacıların popülist politikaları bozulmayı arttırarak krizlerin derinleşme yolunu açmıştır. Bu ülkelerin hiç birisinde

---

[34] Paul KRUGMAN: "Saving Asia: It's Time To Get Radical", Fortune, (7 September 1998), 74-80.
[35] Ethan KAPLAN ve Dani RODRIK: "Did Malaysian Capital Controls Work?, NBER Working Paper, No. 8142, (February 2001), 11.
[36] Jeffrey FRANKEL: a.g.m., 3.
[37] Sebastian EDWARDS: a.g.m., 7.

sermaye çıkışı üzerindeki kontrollerin sermayenin akımını yavaşlatmada başarılı olmadığı belirtilmektedir[38].

Yakın tarihte Malezya 1998-99 krizinde sermaye çıkış kontrolleri uygulamıştır. Asya finansal krizinden sonra Kore ve Tayland IMF programlarına yönelirken, Malezya sermaye çıkışı üzerine kontroller yüklemiştir. Bu sermaye kontrol politikaları Malezya'da daha hızlı ekonomik düzelme ile istihdam ve reel ücretlerde daha az düşme sağlamıştır. Diğer yandan ülkeye DYSY'nın yavaşladığına ilişkin göstergeler vardır ve tahvilerin risk primi bölgedeki diğer ülkelere göre biraz yüksek kalmıştır. Bununla birlikte Kore ve Tayland IMF'ye ve diğer uluslararası kuruluşlara oldukça yüksek oranlarda borçlu kalırken, Malezya'da bu tür borç birikimi olmamıştır[39]. Edwards'a göre ülkenin ekonomik performansı üzerinde bu politikanın tüm etkilerini değerlendirmek için çok erken olmasına rağmen, temel bulgular geçici kontrollerin çok fazla bozulma oluşturmadığına yöneliktir[40].

İyi tasarlanmış ve zamanlaması iyi yapılmış bu tip kontrollerin çoklu denge modellerinin öngördüğü bozulmaları ve onun para krizine genişlemesini engelleyebileceği kabul edilir. Malezya'nın 1998'de kendi para krizine doğru uyguladığı sermaye çıkışı üzerine kontroller bu anlamda başarılıdır. Malezya hem beklenmedik hem de iyi zamanlanmış olan bu kontrollerin çoğunu bir kaç ay sonra kaldırmıştır. Dolayısıyla Malezya'da bankalarda paradan kaçışın görülmeye başlandığı andan itibaren ödemelerin geçici kesilmesi biçiminde uygulanan kontroller, çoklu dengenin elimine edilmesi için etkin bir mekanizma olmuştur.

Buna karşın sermaye çıkışı üzerindeki kontroller piyasa katılımcıları ve yapıcıları yönüyle dikkatsiz davranışı teşvik edebilir. Edwards'a göre Kore'deki son dönem kriz ise bu duruma bir örnektir. 1997'nin sonuna kadar uluslararası analistler ve yerel politika yapıcıları sermaye hareketliliği üzerindeki

[38] Sebastian EDWARDS: a.g.m., 10.
[39] Ethan KAPLAN ve Dani RODRIK: a.g.m., 1
[40] Sebastian EDWARDS: a.g.m., 9.

sınırlamaların varlığı nedeniyle Kore'nin bir para krizinden büyük ölçüde bağışık olduğuna inandılar. Kore bankalarının rating oranları düşürüldüğünde ise durum tamamıyla değişmiştir[41].

Sonuç olarak bu tip kontroller belli koşullar altında etkin olabilirken, bunların gelecekteki girişleri etkileyip etkilemediği sorusu tam olarak yanıtlanmamıştır. İktisatçılara göre gelecekte dışarıdan yatırım bekleyen bir ülkenin sermaye çıkışı üzerinde kontroller yüklemesi kötü bir fikir olabilir. Çünkü sermaye çıkışı üzerine kontroller yükleyen ülkeler yatırımcıların alım listesinde son sıradadır[42].

2. Sermaye Girişleri Üzerindeki Kontroller

Bu kontroller özellikle karmaşık finansal denetim sistemleri uygulayacak kapasiteleri olmayan GOÜ'lerde kısa dönemli sermaye akımlarının neden olabileceği piyasa baskılarını önlemeyi amaçlamaktadır. Sermaye girişleri üzerindeki kontrolleri savunanlara göre eğer spekülatif sermaye içeri girmezse aniden çıkma sorunu da olmaz.

Dolayısıyla bu tür kontroller için en önemli gerekçe aşırı borçlanmaya varan sermaye girişlerinin önlenmesidir. Aşırı sermaye girişlerinin neden olduğu aşırı kur değerlenmesi para politikalarının yönetimini zorlaştırmaktadır. Geleneksel olarak yüksek düzeyde sermaye girişleri ve milli gelirin ya da ihracatın payı olarak tanımlanan kümülatif borçluluk sık sık reel anlamda aşırı değerlenmiş kurla bir aradadır. Bu ise finansal kriz riskinin önemli bir göstergesi sayılır. Örneğin Meksika 1994'te ve Tayland 1996'da krizlerden önce büyük net sermaye girişleri gerçekleşmiştir[43].

---

[41] Sebastian EDWARDS: a.g.m., 8.
[42] Kenneth ROGOFF: "International Institution for Reducing Global Instability", Journal of Economic Perspective, 13, (Fall 1999), 24.
[43] Jeffrey FRANKEL: a.g.m., 3.

1990'larda Latin Amerika ve Asya ülkelerinin çoğunda uygulanan sterilizasyon politikalarının yurtiçi ve yurtdışı faiz oranları arasındaki farklılığı genişletmesi kısa dönemli sermaye girişlerinde daha çok artışlara neden olmuştur. Dolayısıyla Malezya, Şili, Kolombiya, Brezilya ve Çek cumhuriyeti gibi ülkelerde çeşitli zamanlarda sermaye girişleri üzerine kontroller uygulanmıştır. Bu uygulamaların değerlendirilmesi kontrollerin pek çok durumda değişen derecelerde etkin olduğunu ortaya koymaktadır. Buna göre Brezilya ve Kolombiya hariç kontrollerin uygulanmasından sonra girişler milli gelirin yüzdesi olarak önemli ölçüde düşmüştür. Belirli bir süre girişler Şili ve Malezya'da negatif olurken, yine Şili ve Kolombiya'da ise girişlerin kompozisyonunda kısa dönemli akımlara yönelik azalma görülmüştür[44].

İstatistiksel bulgular sermaye girişlerinin komposizyonunun döviz kuru kazaları (crash) oluşmasında önemli bir faktör olduğunu göstermektedir. Doğrudan yabancı yatırımlar arttıkça kriz ihtimali azalırken bankalar kanalıyla olan kısa ya da uzun dönemli döviz cinsinden borçlanma arttıkça kriz ihtimali artmaktadır[45]. Bunun anlamı sermaye girişlerinin toplam büyüklüğünden ziyade kompozisyonunda değişiklik oluşturabilecek sermaye kontrolleri, ekonomide kriz riskini azaltıcı etki yapar.

Bununla birlikte sermaye girişleri üzerindeki sınırlamaların tek başına finansal istikrarsızlıkları ortadan kaldırması beklenemez. Şili 1978-82'de sermaye girişlerini sınırlamasına rağmen 1981-82'de yıkıcı bir kur krizi deneyimi yaşamıştır. Şili Pezo'su %90 devalüe edilmiş ve devlet çok sayıdaki bankayı devralmak zorunda kalmıştır. Dolayısıyla sermaye akımlarının denetlenmesine rağmen kötü regüle edilmiş bankacılık sistemi krizlere neden olabilmektedir. 1986'da uygulanan büyük bankacılık reformu ise Şili'nin 1990'ların ikinci yarısındaki global finansal zorluklardan uzak kalmasına yardım

---

[44] UNCTAD: Trade and Development Report 1998, (New York, 1998), 104.
[45] Jeffrey FRANKEL: a.g.m., 3.

etmiştir[46]. Dolayısıyla sermaye kontrollerinin etkinliği beraberinde uygulanan politikaların uyumu ve etkinliğine bağlıdır.

Bu önerinin etkinliği ulusal finansal piyasaların yüksek entegrasyon seviyesi ve piyasa işlemcilerinin sofistikasyonunda zamanla azalabilir. Bir yandan yalnızca yerli bankalar tarafından alınan borçların vergilendirilmesi para transferini yabancı şubelere yönlendirirken diğer yandan yerli bankaların yabancılara ödünçleri banka dışı borç veren kurumların oluşmasına varabilir. Bunun önlenmesi için yerli paradan bütün banka kredilerinin vergilendirilmesi ise bozucu etkiler oluşturabilir. Çünkü etki uzun vadede bütün potansiyel ödünç alanlara yayılabilir ve ekonomik faaliyeti negatif etkileyebilir.

Bu politika aracının, spekülasyonla en çok ilgili olan kısa dönemli swapları hedeflemesine rağmen, teknik nedenlerle daha uzun dönemli swapları-reel akımlarla ilgili döviz hedge'lerini kapsayan-olumsuz etkileyebilir[47]. Eylül 1992 ve sonrasındaki İspanyol Pezeta'sına spekülatif saldırıları önlemek için uygulanan faiz getirmeyen zorunlu mevduat bu duruma bir örnek olmuştur. Bu örnekte zorunlu mevduatın geniş uygulama alanı yalnızca döviz spekülasyonunu değil finansal işlemleri ve dış ticaretle ilgili risk korumayı ciddi bir biçimde sınırlandırmıştır[48].

Frankel'e göre sermaye girişi üzerindeki kontrollerin sermaye çıkışı üzerindeki kontrollerden daha etkin olmasına rağmen sistemin uygulaması bu duruma ciddi bir sınırlama oluşturabilir[49]. Eğer büyük piyasalarda kontroller yönüyle bir işbirliği yoksa işlemler offshore'a yönlenebilir. Sermaye girişlerinin gözlenmesi ve diğer işlemler üzerindeki etkilerinin sıkı bir denetimi gereklidir. Buna ek olarak geçici bir süre için getirilen kontroller daha uzun bir uygulamaya

---

[46] Sebastian EDWARDS: a.g.m., 20.
[47] Çünkü uzun dönemli swapları etkilemeden kısa dönemli swapları cezalandırmak mümkün değildir. Bunun nedeni kısa dönemli swapların çok az farklı değerlenme (value) tarihli iki eşit ve zıt uzun dönemli swaptan oluşmasıdır.
[48] Peter GARBER ve Mark TAYLOR: "Sand In the Wheels of Foreign Exchange Markets: A Sceptical Note", The Economic Journal, 105, (January 1995), 176.
[49] Jeffrey FRANKEL: a.g.m., 4.

dönüşürse ülkenin kalkınma finansmanı anlamında avantajlardan mahrum kalmasına varabilir. Kontroller belirli bir esneklik içinde uygulanmalıdır.

D. SERMAYE AKIMLARININ KONTROLÜNDE ZORUNLU MEVDUAT UYGULAMASI

1. Zorunlu Mevduat Uygulaması

Geleneksel olarak sermaye kontrolleri, temelde yerleşik olanların ve olmayanların sınırlararası işlemleri üzerine yüklenmiştir. Bununla birlikte yaygınlaşan finansal liberalizasyon uygulamaları ve bankacılık tekniklerindeki gelişmelerden dolayı çeşitlenen hizmetler ve döviz karşılığı işlemlerin büyük boyutlara varması, bu işlemlerin makroekonomik koşulları -özellikle kur oranlarını- sınırlararası finansal işlemler ile aynı biçimde etkilemesine neden olmuştur[50]. Bu çerçevede 1990'larda bankaların yabancı ülkelerden borçlanmasıyla ilgili olarak zorunlu mevduat uygulaması (deposit requirement) sermaye akımlarının kontrolünde en yaygın kullanılan politika aracıdır. Bu araç, bir sermaye kontrol tipi olarak tanımlandığı gibi para politikası aracı olarak da görülebilir.

Zorunlu mevduat uygulaması faiz getirmeyen bir mevduattır. Gün sonu net posizyon üzerinden alınan bir vergi olarak da görülebilir. Bu uygulama gecelik faiz oranı düzeyine ve net pozisyonun süresine bağlı olduğu için yaratılan maliyet değişkendir. Bu uygulamanın en önemli yararı, fırsat maliyetinin faiz oranı ile artmasıdır. Bu maliyet faiz oranının yükseldiği spekülatif baskı döneminde yükselecektir. Bu durumda spekülatif saldırılara karşı faiz oranı savunması daha güçlüdür. Çünkü yalnızca faiz paritesini arttırmaz aynı zamanda pozisyon almaya bir maliyet yükler. Bu tür kontroller özellikle bir ülke büyük sermaye girişleri yaşıyorsa fonların iyi kullanımını destekleyebilir. Bununla birlikte zorunlu mevduatın parasal disiplini

[50] UNCTAD: Trade and Development Report 1998, a.g.e., 101.

güçsüzleştirebileceği savunulmuştur. Uluslararası finansal piyasalar tarafından yüklenen disiplinden izole edilen devletler kur oranlarını daha istikrarsız kılacak politikalara girişebilirler. Örneğin moral hazard potansiyelinin varlığında AB içinde bu tür bozulmalardan kaçınılması için Avrupa parasal kurumları tarafından devletlerin davranışının takip edilmesi önerilmiştir[51].

Bu bölümde kısa vadeli sermaye girişlerini caydırmak için zorunlu mevduat türü sermaye kontrolleri uygulayan Şili deneyiminde, sistemin işleyişi ve etkinliği ayrıntılı olarak değerlendirilecektir.

2. Zorunlu Mevduat Uygulamasında Şili Örneği

Şili 1970'ten beri geleneksel sermaye kontrollerine sahiptir. Ülkede 1990 sonrasında ise yabancı sermaye arzındaki dalgalanmalara karşı, uzun dönem ve kısa dönem sermaye akımları için farklılaşan bir düzenleme politikası izlenmiştir. Bu politika temel olarak, uzun dönemli yatırımlara oldukça liberal politikalar, kısa dönemli yatırımlara ise caydırıcı tedbirler uygulamayı öngörmektedir.

Şili'de sermaye akımlarını yönetmede kullanılan politikalar, hedeflenen büyüme modelini gerçekleştirmek için tasarlanmıştır. Bu model, ekonomide büyümenin motoru olarak görülen ihracatın arttırılması ve çeşitlendirilmesine dayanmaktadır. Bunun için reel kur istikrarı çok önemli görülmüştür. Şili otoriteleri reel kur istikrarı için döviz piyasalarını regüle etmeyi seçmiştir. Burada amaç reel kur oranlarının uzun dönem trendiyle ilgili büyük yanlış sinyalleri önlemektir. Uygulanan müdahale araçları; kısa ve orta dönemli dışsal krediler üzerine %20 zorunlu mevduat (rezerv) ve bir yıla kadar olan hem yurtiçi hem de yurtdışı kredi işlemlerine yıllık %1.2 damga vergisi uygulamasıdır[52].

---

[51] B. EICHENGREEN, A. ROSE, C. WYPLOSZ: "Is There a Safe Passage to EMU? Evidence on Capital Controls", Microstructure of Foreign Exchange Market, Der. Jeffrey FRANKEL, G. GALLI, A. GIOVANNI, (Chicago: The University of Chicago Press, 1996), 321..

[52] Manuel AGOSIN ve Ricardo FFRENCH-DAVIS: "Managing Capital Inflows in Chile" http://www.southcentre. org/papers/finance/agosin/kfwide%7E1.htm, (January 1998), 1-13.

Bu uygulamalara rağmen sermaye girişleri artmaya devam ettiğinde gizli vergiler olarak değerlendirilen zorunlu rezerv sistemi daha da sıkılaştırılmış ve bütün uluslararası finansal işlemlere uygulanacak şekilde genişletilmiştir. Mayıs 1992'den itibaren dışşal krediler üzerindeki zorunlu rezerv %30'a ulaşmıştır. Ayrıca yabancı para cinsinden mevduata ve Şili hisse senetlerinin yabancılar tarafından alımına da yüklenmiştir.

Yabancı borçlanma üzerindeki vergiler ve zorunlu karşılıkların yabancı borçlanmaya yüklediği finansal maliyet Tablo 13'den görülebilir. Toplam vergi yabancı kredi üzerindeki vergi ve zorunlu rezerv ile yüklenen ekstra faiz maliyetinden (zorunlu rezervden dolayı mahrum kalınan faiz geliri) oluşmaktadır. Yabancı borçlanma üzerindeki gizli vergiler, zorunlu rezervin minimum tutma süresinin 1 yıla çıkmasından sonra vade kısaldıkça iki katına varan keskin artışlar göstermektedir. Zorunlu rezerv uygulamasının bu özelliği zorunlu rezervlerin 1 yıl tutulması gerekliliğinin rasyonalitesidir. Agosin ve French-Davis'e göre; kısa dönem işlemler üzerindeki yüksek verginin amacı, kısa dönemli ve portföy akımları üzerinde önemli bir caydırıcılık oluşturmaktır[53].

TABLO 13: ŞİLİ'DEKİ YABANCI BORÇLANMA ÜZERİNDEKİ GİZLİ VERGİLER (1991-96)

	1991 II	1992 I	1992 II	1993	1994	1995	1996
Zorunlu Rezerv (%)	20	20	20	30	30	30	30
Minim.rezerv dön.(ay)	3	3	3	12	12	12	12
LIBOR	5.5	4.5	3.6	3.4	5.0	6.1	5.6
Spread	2.5	2.5	2.5	4.0	4.0	4.0	4.0
Fin. Maliyet	2.8	2.6	3.0	3.4	3.9	4.2	4.1
Vergi, yıllık	2.9	2.6	3.3	3.0	3.9	4.3	4.1
6-ay	3.0	2.7	3.3	5.0	6.2	7.2	6.7
3-ay	3.0	2.7	3.4	8.0	11.0	13.2	12.2

KAYNAK: M. R. AGOSIN ve R. Ffrench-DAVIS: "Managing Capital Inflows in Chile" (January 1998), http://www.southcentre. org/papers/finance/agosin/kfwide%7E1.htm, (January 1998), 8.

Söz konusu regülasyonların ülkeye yönelen sermaye girişlerinin hacmi ve komposizyonu üzerinde etkileri olduğu görülmektedir. Öncelikle politikaların girişlerin toplam düzeyi üzerindeki etkileri önemli ama kısa süreli olmuştur. Şili

[53] Manuel R. AGOSIN ve Ricardo FFRENCH-DAVIS: a.g.m., 8.

sermaye hesaplarına bakıldığında zorunlu rezerv uygulamasının başlatıldığı ve sıkılaştırıldığı 1991 ve 1995'te toplam giriş düzeyinde önemli azalışlar meydana gelmiştir. Fakat bir yıl sonra 1992 ve 1996'da girişler tekrar yüksek düzeyine dönmüştür (Bkz. Tablo 14).

TABLO 14: ŞİLİ'YE SERMAYE GİRİŞLERİ (Milyon Dolar)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Doğrudan Yatırımlar	1436	1822	1726	894	476	993	1683	1807	3622
Portföy Yatırımları	-	87	359	225	452	730	908	-61	1101
Uzun-orta dön.özel kredi	-1112	66	136	-7	227	434	831	1001	2604
Kısa dön.özel akım	-230	310	895	728	1484	881	495	-7	-344
Resmi akımlar	805	-1135	-204	-675	111	-415	-166	-3839	-2886
Toplam net girişler	899	1149	2912	1166	2749	2623	3751	-1098	4098

KAYNAK: Şili Merkez Bankası Verileri İçin Bkz. Agosin and Ffrench-Davis: "Managing Capital Inflows in Chile", http://www.southcentre. org/papers/finance/agosin/Kfwide%7 E1.htm, (January 1998), Ek tablolar.

Sermaye girişlerinin komposizyonu üzerindeki etkilerin ise daha kalıcı ve belirgin olduğu görülmektedir. Uygulanan politikalar, kısa dönemli akımları caydırmada etkili olurken doğrudan yatırımların payı oransal olarak çok daha büyük olmayı sürdürmüştür. Kısa dönemli akımlardaki küçülme tümüyle uzun dönemli girişlerdeki artışla telafi edilmiştir.

Konuya ilişkin yapılan çalışmalarda bu sonucu doğrulamaktadır. Edward ve Valdes tarafından, Şili örneğinde sermaye girişleri üzerindeki kontrollerin sermaye girişlerinin kompozisyonu üzerinde vadeleri uzatarak önemli bir etkisi olduğu ortaya konulmuştur. Bununla birlikte ülkeye toplam sermaye girişlerinin azaldığına ilişkin hiçbir bulgu yoktur[54].

Zorunlu rezerv uygulamasının bir amacı da merkez bankasının bağımsız bir para politikası izlemesini sağlamaktır. Edwards ve Valdes'e göre, politika en

[54] S. EDWARDS ve G. R. VALDES: "Controls on Capital Inflows: Do They Work?", Journal of Development Economies, 63, (2000), 59-83.

azından kısa dönemde otoritelere faiz oranı hedeflemesine izin vermiştir. Yüksek faiz oranları, daha fazla sermaye girişleri, sterilizasyon politikalarının neden olduğu daha yüksek oranlar ve daha büyük girişler kısır döngüsünün oluşması engellenmiştir.

Sermaye giriş hacmindeki küçülmenin daha fazla değerlenmeyi önleyeceği savunulurken yapılan çalışmalarda, kur oranı etkisinin küçük olduğu ortaya konulmuştur[55]. Benzer bir biçimde, Palma'ya göre, kontrollerin Şili ekonomisinin 1990'larda karşı karşıya kaldığı iki önemli problem olan Peso'nun değerlenmesi ve rezerv düzeyi üzerinde önemli bir etkisi görünmemektedir. Bu dönemde hem Peso'nun izin verilen bandın ötesinde değerlenmesine yönelik baskılar devam etmiş hem de rezerv düzeyi artmaya devam etmiştir. Dolayısıyla kontrollerin her iki problem yönüyle etkisiz olduğu görülmektedir[56].

Edwards Şili'nin 1990'lardaki sermaye kontrollerinin finansal istikrar üzerindeki etkisini GARCH metodolojisi ile analiz eder. Bu analizin varyans eşitliklerinden elde edilen sonuçlara göre, sermaye girişlerini sınırlama politikası Şili'nin borsa istikrarsızlığını küçültmesine katkıda bulunmuştur. Buna rağmen yazara göre, bu politika kısa dönem faiz oranı volatilitesini küçültmeye yardım etmemiştir. Buna ek olarak kontroller Asya krizinden ülkeyi izole etmede yeterli olmamıştır ve ülke kriz kaynaklı bir tıkanmaya konu olmuştur[57].

Meksika krizinde Şili diğer Latin Amerika ülkeleri kadar krizden etkilenmemiş ve 1995'te %10.6 büyümüştür. Kolombiya gibi Şili'nin de kısa dönemli akımlara getirdiği sınırlamaların krizin etkilerinden korunmada önemli bir faktör olduğu görülmektedir. Asya krizinde ise, Şili bölgedeki diğer Asya ülkelerinin yaşadığı finansal zorlukları yaşamamamakla birlikte, kontrollerin

---

[55] Konuya ilişkin yapılan çalışmalar Şili sermaye kontrollerinin kur oranlarını etkilemediğini göstermektedir. Zorunlu mevduat kur oranlarının uzun dönem denge düzeyini herhangi bir yolla etkilememiştir. Bunun ötesinde kısa dönem kur oranı üzerinde önemsiz bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Bkz. Sebastian EDWARDS: a.g.m., 16; S. EDWARDS ve G. R. VALDES: a.g.m., 85.

[56] Andrei PALMA: a.g.m., 37.

[57] Sebastian EDWARDS: a.g.m., 21-22.

etkisiz olduğu alanlarda krizin etkilerine maruz kalmıştır. Şili'de uygulanan düzeyi ile sermaye kontrolleri, özellikle Peso'nun süren değerlenme problemini çözmede başarısızdır. Sonuçta 1994 Meksika krizinde Şili'de ekonominin krizden korunmasına yardım eden düşük cari işlem açıkları mevcutken, 1997 Asya krizinde ihracatın %20'sine ulaşan düzeyde cari işlem açıkları söz konusudur[58].

1995'ten itibaren zorunlu rezerv sisteminin sıkılaştırılması ile kısa dönem krediler azalmış orta dönem krediler artmıştır. Fakat 1996-97 döneminde bu ortam değişmeye başlarken döviz piyasasındaki yoğun müdahalaye rağmen Şili Merkez Bankası döviz kuru değerlenmesini önleyememiştir. Bu dönemdeki finansal sermaye girişleri otoritelerin kullandıkları politika araçlarıyla onları sınırlama kapasitelerini aşmıştır. Ülkeye sermaye girişleri GSMH'ya göre oldukça büyüktür (%10'un üzerinde) ve MB döviz alımına rağmen Peso'nun önemli reel değerlenmesini önleyememiştir. 1998 başında Asya krizinin tıkanma etkileri de eklenince 1996-97 döneminde gerçekleşen büyük finansal sermaye girişleri, çıkışa dönmeye ve nominal döviz kuru değer kaybetmeye başlamıştır. Bu sürecin sonunda nominal kur oranı %10'un üzerinde değer kaybetmiştir[59].

Tablo 15'den Şili ekonomisindeki kırılgan dengeler tespit edilebilir. Tablo'da bazı Asya ve Latin Amerika ülkeleri için BIS tarafından derlenen kalan vadelere göre kısa dönemli borç yüzdeleri verilmektedir. Kalan vadelere göre borç tanımlaması yabancıların ellerindeki ülke borçlarının stok değerini dikkate alır ve bu oran bir ülkenin finansal krizlere kırılganlığını ölçmede önemli bir gösterge olarak değerlendirilir[60].

---

[58] Asya krizi Şili ihracatını hem hacim hem de fiyatlar yönüyle olumsuz etkilemiştir. Şili, Latin Amerikanın en yüksek ihracat payına sahip ülkesidir ve Şili tarafından ihraç edilen pek çok malın fiyatları krizden sonra ani bir biçimde düşmüştür. 1998 ile Şili cari işlem açıkları daha fazla yükselmiş ve ihracatın %25'ine ulaşmıştır. Bkz. Andrei PALMA: a.g.m., 37.

[59] Manuel AGOSIN ve Ricardo FFRENCH-DAVIS: a.g.m., 12.

[60] Sebastian EDWARDS: a.g.m., 25.

TABLO 15: KISA DÖNEM BANKA KREDİLERİNİN TOPLAM BANKA KREDİLERİNE ORANI (%)

	1996-ortası	1996-sonu	1997-ortası	1997-sonu	1998-ortası
Arjantin	53.4	56.3	54.2	57.7	57.4
Brezilya	57.7	63.0	62.6	64.3	62.6
Şili	**57.7**	**51.2**	**43.3**	**50.4**	**45.9**
Kolombiya	45.9	39.3	39.4	40.0	39.6
Meksika	47.8	44.7	45.5	43.7	44.9
Peru	78.3	79.2	67.0	69.3	75.7
Endonezya	60.0	61.7	59.0	60.6	55.0
Kore	70.8	67.5	68.0	62.8	45.8
Malezya	49.7	50.3	56.4	52.7	48.6
Tayvan	86.4	84.4	87.3	81.6	80.1
Tayland	68.9	65.2	65.7	65.8	59.3

KAYNAK: The Bank for International Settlements: Bank for International Settlements Reporting Area, http://www.bis.org

Tablo'dan Şili'nin kalan vadelere göre borç tanımıyla kısa dönem borçlarının bazı Asya ve Latin Amerika ülkeleri ile karşılaştırması yapılabilir. 1996 sonlarında Asya finansal krizinden önce Şili'nin, Malezya hariç, bütün Doğu Asya ülkelerinden daha düşük kısa dönem borç yüzdesine sahip olduğu görülmektedir. Bununla birlikte bu oran hiçbir sermaye sınırlaması uygulamayan Arjantin'den önemli ölçüde düşük değildir. Bunun ötesinde söz konusu oran kontrollerin olmadığı diğer Latin Amerika ülkesi olan Meksika'dan yüksektir. Dolayısıyla Şili'de uygulanan sermaye kontrollerinin kısa dönem banka kredileri üzerinde oldukça sınırlı bir etkisi olduğu görülmektedir. Bu durum Asya krizinin Şili'yi etkileme kanallarından biri olmuştur.

Sermaye kontrollerinin kısa dönem borç birikimi (stok) üzerindeki etkileri çeşitli biçimlerde değerlendirilebilir. Eğer Şili'de 1990'lardan bu yana kısa dönem borçların toplam borçlar içindeki payına bakıldığında sermaye kontrollerinin 1995'e kadar çok az etkileri olduğu görülmektedir. Bu yılda kontrollerin sıkılaştırılmasından sonra ise önemli bir etki görünmektedir. Bu pay 1994'te %18 iken izleyen yıllarda %16 ve %12'ye düştükten sonra 1997'de %5 olarak gerçekleşmiştir[61].

[61] Andrei PALMA: a.g.m., 34.

Fakat karşılaştırma Tayland ve Brezilya gibi sermaye kontroleri yüklemeyen ülkelerdeki gelişmeler açısından yapılırsa Şili'deki kontrollerin başlangıçten itibaren olağanüstü etkilere sahip olduğu görülmektedir. Örneğin, 1994'te Şili, Brezilya'da finansal liberalizasyonun başlangıcında %5 oranında daha fazla kısa dönem borç payına sahipken 1998'de ise Brezilya'nın payı Şili'den 4 kat daha büyüktür[62].

Kontrollerin Şili borsası varlık ve mülk fiyatlarındaki varlık-fiyat şişmesini önlemedeki etkisi oldukça sınırlıdır. Şili ekonomisi 1991'den beri borsasında fiyat şişmeleri yaşamış, 1995'te kontrollerin kuvvetlendirilmesi şişmeyi azaltsa da kısa bir süre sonra tekrar artışlar gerçekleşmiştir. Benzer bir durum 1995 sonrası emlak sektöründe de gerçekleşmiştir. Özel sektöre krediler ve faiz oranı göstergeleri ise istikrarlı görünmektedir. Kuşkusuz bu durumun sadece sermaye kontrolleriyle ilgili olmamasına rağmen kontrollerin özellikle 1991 sonrasında daha istikrarlı makro ekonomik ortamın oluşumunda belirgin bir etkisi olmuştur[63].

Şili sermaye kontrollerinin özellikle küçük ve orta büyüklükteki Şili firmaları için sermaye maliyetini arttırdığı belirtilmektedir. 1996 yılı boyunca bu firmalar için fon kullanma maliyeti Peso cinsinden %24 daha yüksek olduğu hesaplanmıştır[64].

Bu tip kontrollerin temel dezavantajı akımların vergisiz olan diğer alanlara yönlenmesidir. Bunun en yaygın yolu ihracat ve ithalatın fazla ya da eksik faturalanmasıdır. Çünkü ticari krediler vergiden muaf tutulmuştur. Bununla birlikte Şili açısından ithalatın aşırı faturalanması çekici bir alternatif değildir. Çünkü ithalatta benzer bir oranda vergilendirilmiştir. Dolayısıyla Şili uygulamasında kaçınma olayı mümkün olmakla birlikte, kısa dönem sermaye

---

[62] Andrei PALMA: a.g.m., 39.
[63] Andrei PALMA: a.g.m., 40.
[64] Sebastian EDWARDS: a.g.m., 25.

girişlerini caydırmak için kullanılan araçlardan büyük ölçüde kaçınıldığına ilişkin çok sağlam bulgular yoktur[65].

Sonuç olarak Şili uygulaması özelinde sermaye hesapları regülasyonunun, girişlerin hacmini kontrol etmedeki etkisi sınırlı ve kısa süreli görünmektedir. Bunun yanında Şili sermaye kontrolleri uygulaması akımların kompozisyonunu etkileyerek kısa dönemli sermaye girişlerini azaltmıştır. Kısa dönemli akımların çok kolay geri dönebileceği düşünüldüğünde zorunlu mevduat uygulamasının uluslararası yatırımcı algılamasına ülkenin kırılganlık derecesini küçültüğü belirtilebilir[66]. Kırılganlıktaki azalmanın finansal kriz riskini azaltması söz konusu olmuştur. Kuşkusuz doğrudan yatırımlar bu durumdan olumlu etkilenmişlerdir. Bundan başka kontrollerin toplamdaki kısa dönemli borç stokunun payını sınırlandırmada önemli bir etkisi olduğu görülmektedir.

E. SERMAYE KONTROLLERİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ

1. Sermaye Kontrollerine İlişkin Ampirik Bulgular

Sermaye kontrollerinin etkinliği ile ilgili geniş bir literatür vardır. Burada kontrollerin, öncelikle sermaye akımları ve döviz kurları üzerindeki etkileri ele alınacaktır.

Sermaye kontrollerinin uygulandığı ülkelere yönelik yapılan çalışmalar, sermaye kontrolerinin, en azından kısa dönemde, sermaye girişlerinin hacmini düşürmek ve/veya kompozisyonunu değiştirmek yönleriyle etkin olduğunu göstermektedir. Etkiler toplam sermaye girişleri üzerinde sınırlı iken, akımların kompozisyonu üzerinde önemlidir.

Ülke uygulamalarına bakıldığında sermaye girişleri üzerindeki kontroller, Şili ve Malezya'da girişlerin hacmini düşürmede başarılı olmuştur. Yine Şili,

---

[65] Carmen REINHART ve Vincent REINHART: " Some Lessons for Policy Makers Who Deal With the Mixed Blessing of Capital Inflows ", Capital Flows and Financial Crises, Der. A. KAHLER, (New York: Cornell University Press, 1998), 93-127.
[66] S. EDWARDS ve G. R. VALDES: a.g.m., 80.

Malezya ve Kolombiya'da kontrollerin sermaye girişlerinin kompozisyonunu değiştirmek yönüyle etkin olduğu görülmektedir. Kontroller doğrudan yatırımlar gibi uzun dönemli yatırımlardan ziyade kısa dönemli girişlerin oranında bir düşmeye neden olmaktadır.

Sermaye kontrollerinin etkinliğine ilişkin kapsamlı bir çalışma Eichengreen, Rose ve Wyplosz tarafından yapılmıştır. Onlara göre, döviz piyasalarındaki devalüasyon ve döviz kuru rejimlerinin dalgalanmaya bırakılması gibi önemli olayların sermaye kontrollerinin olmadığı durumlarda ortaya çıkma ihtimali yüksektir. Ayrıca sermaye kontrolleri olduğunda döviz kuruna başarısız saldırıların oluşma ihtimali yükselmektedir. Yazarlara göre sermaye kontrolleri yalnız hükümetlerin döviz kuru rejiminden çıkmaları değil aynı zamanda spekülatif bir saldırının neden olduğu rejim geçişlerini önlemelerine de izin verebilir[67].

Aynı yazarlar tarafından yapılan bir başka çalışmada spekülatif bir krizin varlığında ve normal dönemlerde sermaye kontrollerinin olduğu ve olmadığı durumun makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Çalışmanın bulgularına göre, sermaye kontrolleri kriz dönemlerinde değil kriz dışı normal dönemlerde makroekonomik değişkenler üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahiptir. Bu etki, temel ekonomik göstergelerde farklılık yaratmak şeklinde kendisini göstermektedir. En önemli farklılık, kontrollerin olduğu ülkelerin daha genişletici politikalar izlemesidir. Bu ülkeler ayrıca para ve kredi hacminde hızlı bir büyüme gösterirken daha yüksek enflasyonla karşılaşmıştır. Onlara göre, sermaye kontrollerinin faiz oranları ve döviz rezervleri üzerindeki düşük etkileri ise politik risk priminin varlığına yorulabilir[68].

Kontrollerin etkinliğinin diğer bir göstergesi, yurtiçi ve yurtdışı faiz oranları arasındaki bağlantıyı zayıflatması ya da kesmesidir. Yapılan

---

[67] Barry EICHENGREEN, A.K. ROSE, Charles WYPLOSZ: "Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks", Economics Policy, 21, (1995), 289.
[68] B. EICHENGREEN, A. K. ROSE, C. WYPLOSZ: " Is There a Safe Passage To EMU: Evidence on Capital Controls", a.g.m., 308.

çalışmalar, hem GÜ hem de GOÜ'lerde kontrollerin yurtiçi ve yurtdışı faiz oranı farklılığı oluşturduğuna işaret etmektedir. Kontrollerin faiz oranı farklılığı oluşturarak merkez bankasına belirli bir parasal bağımsızlık sağlamış olmasına rağmen bundan yararlanılması sınırlı gözükmektedir. Bunun en önemli nedeni, özellikle GOÜ'lerde 1990'larda yüksek faiz oranlarının yaşandığı dönemlerin para politikasının gevşetilmesine büyük bir zorluk oluşturmasıdır[69].

Bunun ötesinde kısa ve orta dönemde sermaye kontrollerinin daha düşük döviz kuru ve istikrarlı faiz oranına neden olduğu[70] ve sermaye kaçışı üzerinde etkili olduğu Şili, Malezya ve Filipinler örneklerinde görülmüştür.

Sermaye kontrollerinin sürü davranışının tetiklediği krizleri önlemede belirli bir rolü olduğu görülmektedir. Etkin kontroller özel beklentilerde aniden oluşan değişiklikten zarar gören rejimlerin sona ermesini geciktirebilir. Bununla birlikte sürü davranışının tetiklediği spekülatif işlemlerin sermaye kontrollerinin konulacağı beklentisiyle oluşabileceğine ilişkin bulgular da vardır[71]. Fakat açık olan sermaye kontrollerinin bu nitelikteki işlemleri ve onunla ilgili maliyetleri geciktirebileceği ve belirli koşullar altında önleyebileceğidir.

Bununla birlikte Eichengreen, Rose ve Wyplosz'a göre, kontroller ülkelere kur oranlarını sonsuza kadar değişmeden tutacak bir sabit bir döviz kuru ile tutarsız politikalar izlemelerine izin vermez. Sermaye kontrolleri spekülatif saldırıları, rezerv kayıplarını ya da saldırı başladığında faiz oranı artışını önlemezler. Kontroller, sadece krizler ile kur rejimlerinin çökmesi arasındaki bağı incelterek para politikasını daha uzun bir dönem için sürdürülebilir kılarlar[72].

---

[69] Kenneth ROGOFF: a.g.m., 25.
[70] IMF: International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues, (Washington, 1998), 178.
[71] Michael DOOLEY: a.g.m., 27.
[72] Barry EICHENGREEN, A.K. ROSE, Charles WYPLOSZ: "Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks", a.g.m., 308.

Benzer şekilde Gros'a göre sermaye kontrollerinin kur rejimleri üzerinde belirli bir etkinliği görülmektedir. Bununla ilgili çalışmalar, sermaye kontrollerinin geçici bir süre için sabit yada sabite yakın döviz kuru rejimlerini yaşayabilir yapacağı sonucuna ulaşmaktadır. Fakat hala belirli bir maliyetle spekülatörler piyasada üstün gelebilirler[73]. Dooley'e göre "Kontroller ile oluşan faiz oranı farklılıkları krizleri önleyemez. Bunun nedeni devalüasyonların oluşturacağı kar beklentilerinin faiz oranı farklılıklarının oldukça üstünde olmasıdır"[74].

Bununla birlikte kontroller uzun süreli uygulanırsa etkinliklerini yitirecekleri savunulmuştur[75]. Konuyla ilgili yapılan çalışmalar ve ülke deneyimleri, kontrollerin belirli bir süre sonra etkinliklerini yitirdiklerine işaret etmektedir.

Parasal bir modelde sermaye kontrollerinin kısa ve uzun dönem etkilerinin analizini yapan bir çalışmanın sonuçlarına göre, cari tasarrufta artışla finanse edilen net dış borçlanmada küçülme, cari tüketimde geçici bir düşme, reel kur oranında kısa dönemli düşme ve cari işlem açıklarında bir düşme şeklinde etkiler görülmektedir. Uzun dönemde ise reel kur oranı üzerindeki etkiler farklılaşmaktadır. Buna göre uzun dönemde reel kur değerlenmesi kontrollerin olmadığı durumdan daha yüksek gerçekleşmektedir.[76].

Sermaye kontrollerinin bir kaç hafta veya ay için oluşturduğu büyük getiri farklılıklarının zamanla küçüldüğüne ilişkin bulgular vardır[77]. Kontrollerin etkinliğini yitirmesinin en önemli nedeni sermayenin kontrollerden kaçınmak için teknikler geliştirmesi olarak belirtilebilir.

Sermaye hareketliliğini sınırlandıracak öneriler, gizli olarak bu tür akımların kontrol edildiğini varsayar. Bununla birlikte çeşitli nedenlerle bu

---

[73] Daniel GROS, "Capital Controls and Foreign Exchance Market Crises in the EMS, European Economic Review, 36, (December 1992), 1540.
[74] Michael DOOLEY: a.g.m., 1.
[75] Carmen REINHART ve Vincent REINHART: a.g.m., 93-127.
[76] Carmen REINHART ve Todd SMITH: To Much of a Good Thing: The Macroeconomic Effects of Taxing Capital Inflows, (San Fransisco, 1996), 3.
[77] Michael DOOLEY: a.g.m., 29.

akımları kontrol etmek zor olabilir. Bunun nedeni özel sektörün onlardan kaçınmak için yollar bulabilecek olmasıdır. Özel sektör sınırlamalardan kaçınmak için; sınırlandırılmış akımları muaf akımlarla ikame etmek, fonları gayri resmi döviz piyasası kanalıyla getirmek, kısa dönemli fonları DYSY olarak kayıt ettirmek ve rüşvet gibi yasal olmayan yollar geliştirebilir[78]. Buna ek olarak finansal türev araçlarının gelişimi sermaye kontrollerinden kaçınma kapasitesi arttırmıştır[79].

Dolayısıyla bu araçların sermaye girişlerini caydırmadaki etkinliğinin oldukça kısa dönemli olması kaçınma yollarının oluşturulmasına bağlanmıştır. Buna ek olarak iletişim teknolojisindeki ilerlemeler kontrollerin etkinliğini sınırlandırabilir. Sermaye kontrolleri uygulaması ile ilgili olarak kaçınma önemli bir güçlük olsa da, etkin bir denetim ve gözetim sistemi ile uygulamadaki sorunlar tespit edilebilmektedir. Nitekim Şili sermaye kontrolleri uygulamasında büyük boyutlarda kaçınmanın gerçekleştiğine ilişkin bulgular yoktur.

2. Sermaye Kontrollerinin Etkinliğinin Değerlendirilmesi

Daha önce belirtildiği gibi sermaye kontrollerinin sermaye akımlarının düzeyi ve kompozisyonu üzerinde belirgin etkileri olmaktadır. Yapılan çalışmalar 1990'larda yaşanan finansal istikrarsızlık ve krizlerde kısa vadeli sermaye akımlarının belirleyici bir rolü olduğunu ortaya koymaktadır[80]. Dolayısıyla akımların kompozisyonunu değiştiren sermaye kontrollerinin politika yapıcılar için önemli bir politika aracı oluşturacağı belirtilebilir.

Sermaye kontrolleri, ekonomik politika bağımsızlığı sağlamakla birlikte spekülatif saldırılara dayanma maliyetini küçültmek anlamında önemli bir katkı

---

[78] Ayrıntı için bkz. M. AGOSIN ve R. FFRENCH-DAVIS: , a.g.m., 1-13.
[79] P. M. GARBER: "Derivatives in Internarional Capital Flows", NBER Working Paper, No. 6623, (June 1998), 14.
[80] Ayrıntılı bilgi için Bkz. Jeffrey FRANKEL ve Andrew ROSE: "Currency Crashes in Emerging Markets: An Emprical Treatment", Journal of International Economics, 41, (1997), 351-366; R. CHANG ve A. VELASCO: "Financial Crices in Emergin Markets: A Canonical Model", NBER Working Paper, No. 6606, (1998), 16.

sağlamamaktadır. Kontroller varken rezerv kayıpları ve merkez bankaları tarafından uygulanmak zorunda kalınan faiz oranı artışları daha düşük görünmemektedir. Kontrollerden kaçınmanın riskleri sabit bir maliyet olduğu için ekonomik birimler normal zamanlarda portföy çeşitlendirmenin yararlarından vazgeçebilirler. Fakat büyük bir devalüasyonun yakın olduğu algılandığı zaman kaçınmaya yönelik teşvik oldukça yüksek hale gelmekte ve sermaye kontrolleri etkinsiz olmaktadır.

Kontrollerin, özellikle Şili uygulamasında görülen, sermaye girişlerini caydırmada sınırlı etkileri kontrollerin düzeyi ile ilgili görülmüştür. Örneğin, Reinhart ve Smith'e göre sermaye girişleri üzerindeki kontrollerin sermaye girişlerini kavramada başarılı olması için dış borçlanma üzerinde oldukça yüksek vergi oranları olarak yüklenmelidir. Buna göre sermaye girişleri üzerindeki kontroller ile sermaye hesapları dengesindeki GSMH'nın %5'i kadar kadarlık bir küçülme için yurtiçi faiz oranı dünya faiz oranının 1 yıl %30 üzerinde veya 2 yıl dünya faiz oranının %7 üzerinde olmalıdır. Bu büyüklükte faiz oranı farklılıkları oluşturmak için, yabancı yatırımcıya faiz ödemeleri üzerinde vergi oranları 1 yıl %84 ve 2 yıl %59'dan daha düşük olmamalıdır[81].

Yazarlara göre bu oranlar yüksek görünmesine rağmen politikanın etkinliği için gereklidir. Ülke deneyimleri, sermaye girişlerine nispi olarak düşük vergi oranı yükleyen ülkelerin cari işlem dengelerinde küçük bir etki oluştuğunu göstermektedir. Örneğin Brezilya'da sermaye giriş vergileri biçimindeki kontrollerin, vergi oranı düşük olduğu için, sermaye girişlerini caydırmada yeterli olmadığı savunulmuştur[82].

Uluslararası finansal piyasalardaki gelişmeler ve ulusal ekonomilerin durumuna göre sermaye akımlarına karşı ani ve şok nitelikli bir politika gerekli olduğu zaman miktar kontrolleri tercih edilmelidir. Bu durumda Şili'de

---

[81] Carmen REINHART ve Todd SMITH: a.g.m., 5.

[82] Ayrıca Brezilya'da sterilizasyon politikasının, sermaye girişlerini engelleyecek politikaların etkinliğini azalttığı savunulmaktadır. Bkz. Carmen REINHART ve Todd SMITH: a.g.m., 7.

uygulanan fiyat temelli tipinden ziyade, Malezya'da uygulanan miktar temelli biçiminin uygulanması gerekli olabilir[83].

Bununla birlikte bazı iktisatçılara göre, bu tür araçların uygunluğu ve yararlılığı açıkça her ülkenin kendi koşullarına bağlı olacaktır. Örneğin Malezya ekonomisinin ticarete açıklığı uzun dönemde kontrollerin etkinliğini büyük ölçüde azaltır. Çin'de ise bu kontroller ticaretin GSMH'da küçük payı nedeniyle çok iyi çalışır[84]. Bir başka önemli konu ülkelerin sermaye hesaplarının bileşenleridir. Sermaye hesapları bilançosu daha çok dolaysız yatırımlara dayanan ülkeler sermaye kontrollerini uygulamada daha esnek olabilirler. Özellikle sermaye çıkışı üzerindeki kontrollerde sermaye hesapları doğrudan yabancı sermaye yatırımı ağırlıklı olan Malezya başarılı olmuştur. Kısa vadeli portföy yatırımlarının ağırlıkta olduğu ülkelerde aynı etkiler oluşmayabilir. Ayrıca sermaye girişlerine daha az ihtiyaç gösteren yüksek tasarruf oranları, üretken kapasiteleri olan ve bütçe açıkları olmayan Doğu Asya ülkeleri için sermaye kontrollerini uygulamak çok daha kolaydır.

Rogoff'a göre sermaye giriş vergileri az sayıda belirli ülke için işe yarıyabilir. Ona göre sonuçta GOÜ'ler kendilerini çabucak uluslararası sermaye piyasasından borçlanmada ani küçülmenin rotasında bulacaklardır[85]. Bu konu pek çok GOÜ için sermaye giriş kontrollerinin uygulanmasıyla ilgili önemli bir zorluk olarak görünmektedir. Borçların çevrimi için sermaye girişlerine bağımlı

---

[83] Malezya'da Şili'de olduğu gibi, kontrollerin yüklenmesiyle bir yıl gibi kısa bir süre içinde net özel sermaye girişleri GSMH'nın %18'ine yaklaşan ölçüde azalmıştır. Bu araç özellikle GSMH'nın %13'ünden fazla düşen kısa dönemli akımlar yönüyle etkin görünmektedir. Kontrollerin bir yıl sonra kaldırılması ile girişlerde bir miktar iyileşme olmasına rağmen, Şili uygulamasından farklı olarak toplam özel sermaye girişleri eski düzeyine ulaşmamış ve 1997 Asya krizine kadar GSMH'nın %10'unun altında kalmaya devam etmiştir. Kuşkusuz bunda uygulanan sermaye kontrolleri kadar düşük faiz oranı politikasının kontrollerin kaldırılmasından sonra bile devam etmesinin payı vardır. Bu politika nispi olarak sermaye giriş hacminin nispi olarak istikrarlı düzeyde sürmesine yardım eden bir unsur olmuştur. Bkz. Andrei PALMA: a.g.m., 44.

[84] John McHALE: "Capital Account Convertibility and Capital Controls in Emerging Markets: Some Themes from the first Meeting", NBER, http://www.nber.org/crises/capital_report.html., (19.03.2003).

[85] Kenneth ROGOFF: a.g.m., 32.

olan GOÜ'ler, finansal istikrarsızlıkların azaltılması için sermaye girişleri üzerinde kontroller uygulamakta çok fazla esnekliğe sahip değillerdir.

Bununla birlikte sermaye girişlerinin kredi patlaması ve aşırı risk almayı önlemek ve girişlerin sınırlandırılmasının gerekliliğine ilişkin güçlü gerekçeler olduğu kabul edilmektedir[86].

Bu konu ile ilgili akademik çevreler ve politika uygulayıcıları arasında süren tartışma, sermaye hesapları liberalizasyon politikalarının sistemli makroekonomik sorunlar yaratması çerçevesinde yapılmaktadır. Uluslararası finansal entegrasyon süreci, banka ve uluslararası yatırımcılara sermaye giriş ve çıkışları için alternatif yollar ortaya çıkarmıştır. Sermaye girişlerinin yoğunlaşması makroekonomik dengesizliklere neden olurken çıkışlar krizlerin oluşumunu tetikleyebilmektedir. Sermayenin uluslararası hareketinde dışsal faktörlerin belirleyici önemi, ulusal ekonomileri her an söz konusu etkilere maruz bırakmaktadır. Dolayısıyla bu tür dengesizlikleri önlemek sermaye akımlarının kontrol edilmesini gerekli kılmaktadır.

Sermaye kontrollerini tasarlama ve uygulama sürecine bağlı olarak çeşitli maliyetler oluşabileceği kabul edilmektedir. Fakat sermaye akımlarının uluslararası regülasyonunun yokluğunda global finansal entegrasyon, sermaye hareketleri ile finansal şokların sınırlararası geçişini kolaylaştırmaktadır.

Oyan tarafından belirtildiği gibi "Mali işlemler ile reel ekonomi arasında büyüyen açıklığın kriz yaratıcı etkilerine karşı kesin koruma düzeneklerine sahip olmayan"[87] günümüz ekonomileri için sermaye kontrolleri ya da benzer politika önerileri bir alternatif olarak ortaya çıkmaktadır. Ülke uygulamaları, sermaye kontrollerinin belirli koşullarda ve belirli sermaye kontrol biçimlerinde etkin olarak fonksiyon görebileceğini göstermektedir.

---

[86] F. S. MISHKIN: "Financial Policies and The Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries", NBER Working Paper, No. 8087, (January 2001), 26.
[87] Oğuz OYAN: "1980 sonrasının Neo-liberal Politikalarının Değerlendirilmesi: Yeni Birikim Modelinin Dönüm Noktaları", Türk-İş'99 Yıllığı, 1, (Kasım 1999), 23.

III. SERMAYE AKIMLARININ KONTROLÜNDE TOBİN VERGİSİ

A. TOBİN VERGİSİ

Finansal liberalizasyon politikalarının uygulandığı dönem artan finansal istikrarsızlık ve krizler global finansal sistemin mimarisinin güçlendirilmesinin gerekliliğini ortaya çıkarmıştır. Bunun için ulusal ve uluslararası düzeyde uygulanabilecek çok çeşitli öneriler getirilmektedir. Tobin vergisi uluslararası düzeyde yapılan bir öneri olarak öne çıkmaktadır.

Amerikalı iktisatçı James Tobin kendi adıyla anılan vergiyi ilk defa finansal liberalizasyon sürecinin başlarında 1974'te önermiştir. Tobin başlangıçta vergiyi ulusal ve kıtasal para politikalarının bağımsızlığını korumak ve onları para piyasalarının büyüyen uluslararasılaşmasına karşı savunmanın bir aracı olarak görmüştür[88].

Daha sonra 1990'larda yaşanan para krizleri ve ulusal para piyasalarının kronik istikrarsızlığı, döviz kuru istikrarsızlıklarını azaltmanın olası bir aracı olarak vergiye ilginin artmasına neden olmuştur. Bu ilgi, böyle bir verginin uluslararası öncelikler ve ulusal ekonomiler için oluşturacağı yüksek gelir sağlama potansiyeli ile artmıştır[89].

Tobin'e göre finansal sermayenin paralar arasında uluslararası hareketi döviz kurlarında istikrarsızlık ve makroekonomik politikaların etkinliğinde azalmaya neden olmaktadır[90]. Özellikle kısa dönemli sermaye akımlarının bir ülke ve/veya bölgeye giriş çıkış şeklindeki (boom-bost) çevrimi döviz kurlarında büyük volatiliteye varabilmektedir. Vergi sermaye akımlarının söz konusu hareketini ve spekülasyona teşvikleri küçültmek için tasarlanmıştır. Verginin kökeni Keynes'in Londra borsasındaki hisse senetleri üzerindeki spekülatif

---

[88] James TOBIN: The New Economics One Decade Older, (Princeton, 1974), 85.
[89] John Grieve SMITH: "Exchange Rate Instability and the Tobin Tax", Cambridge Journal of Economics, 21, (1997), 744.
[90] James TOBIN: "A Proposal of International Monetary Reform", Eastern Economic Journal, 4, (July-October 1978), 153-158.

işlemlerin önemini azaltmak için önerdiği işlem vergisinde bulunabilir[91]. Tobin aynı yaklaşımı döviz işlemleri üzerine bir vergi önerisine uyarlar. .

Vergi temel olarak dış mali liberalizasyonla büyük bir hız ve akışkanlık kazanmış olan sermaye hareketlerini yavaşlatmayı hedeflemektedir. Bu amaçla Bretton Woods sisteminin çöküşüne kadar sermaye kontrolleri kullanılmıştır. Finansal sistemin büyük hız kazanan tekerine kum atmak biçiminde ifadesini bulan "Sand in the Wheels" türü vergiler içinde yer alan Tobin vergisi sermaye kontrol programlarından farklılaşmaktadır. Geleneksel sermaye kontrolleri, temel olarak, sermaye akımlarının miktarını sınırlandırır. Dooley'e göre "Tobin vergisi tipi vergiler ise net akım stokunu veya uzun dönem kur oranı denge düzeyini etkilemeden kısa dönemli sermaye akımlarının oranını azaltmak için tasarlanmıştır"[92].

Bir başka ifadeyle sermaye kontrolleri istikrarsızlık etkileri taşıdığı savunulan kısa dönemli sermaye akımları kadar uzun dönemli yatırım amaçlı sermaye akımlarını da sınırlandırır. Tobin vergisi ise uzun dönemli yatırımlar üzerinde ihmal edilebilir bir maliyet yaratırken kısa dönemli işlemler üzerinde önemli maliyetler oluşturmayı amaçlar. Bunun yanında vergi, tarifeler gibi alternatiflerinden çok daha etkin bir biçimde, önemli bir gelir yaratma potansiyeli taşımaktadır[93].

Sermaye kontrollerine ilişkin olarak uygulama sürecinde oluşan yönetim zorlukları, orta ve uzun vadede oluşabilecek etkinsizlikler ve gelir toplama potansiyeli iktisatçıların miktar kontrollerinde ziyade maliyet temelli Tobin

---

[91] Keynes spekülasyonu piyasa psikolojisini tahmin etmeye dayalı bir faaliyet olarak tanımlamaktadır. Ona göre finansal işlemler üzerine bir finansal işlem vergisinin getirilmesi, ABD'deki işletmeler üzerindeki spekülasyonun uzaklaştırılmasında oldukça etkin fonksiyon görebilir. Ona göre yüksek işlem maliyetleri, spekülasyonu caydıracak ve finansal piyasaların kaynak tahsis etkinliğini iyileştirecektir. Bkz. John M. KEYNES: The General Theory of Employment Interest and Money, (London, 1936), 159.

[92] Michael DOOLEY: "The Tobin Tax: Good Theory, Weak Evidence, Questionable Policy", Tobin Tax: Coping with Financial Volatility, Edit. Mahbub UL HAQ, Inge KAUL, Isabelle GRUNBERG, (Oxford: Oxford University Press, 1996), 86.

[93] Jeffrey FRANKEL: "How Well Do Foreign Exchange Markets Work: Might a Tobin Tax Help?", Tobin Tax: Coping with Financial Volatility, Edit. Mahbub UL HAQ, Inge KAUL, Isabelle GRUNBERG, (Oxford: Oxford University Press, 1996), 42.

vergisi tipi vergileri tercih etmelerine neden olmaktadır. Tobin vergisi ile katı miktar kontrolleri ve finansal regülasyonlardan ziyade sistemde yapısal esnekliklerin oluşturulması amaçlanmaktadır.

Finansal işlemlerin bir türü olan döviz işlemleri üzerinden alınan Tobin vergisi, özelliği gereği finansal işlemler üzerinden alınan vergilerden farklıdır. Bir ülke içinde menkul kıymet alım veya satımı üzerindeki vergiler gibi ulusal sınırlar içindeki finansal işlemler üzerinde satış vergisi uygulayan pek çok ülke vardır. Tobin vergisi ile ilgili yeni olan onun uluslararası işlemler üzerinde yoğunlaşmasıdır. Bunun yanında Tobin vergisi uluslararası para piyasalarının reformunu -özellikle döviz kuru volatilitesinin küçültülmesini- hedeflemektedir. Bununla birlikte menkul kıymet işlemlerine -döviz işlemlerine değil- yüklenen vergiler için temel gerekçe, oluşan bir gelirin vergilendirilmesidir[94]. Tobin vergisinin temel amacı döviz kuru istikrarı iken bu tip vergilere ilişkin olarak piyasa volatilitesinin azaltılması temel konu değildir.

Bir önceki bölümde incelenen Şili tipi sermaye giriş vergileri de Tobin vergisi gibi kısa dönem sermaye girişlerini sınırlandırmayı hedeflemektedir. Bu tip vergiler Tobin vergisine göre çeşitli avantajlara sahiptir. Öncelikle yerleşikler ve yerleşik olmayanlar arasındaki bütün finansal işlemlere uygulanabilir ve böylece daha az varlık ikamesine konu olur. Bunun dışında bu tip vergiler sadece bir ülkenin kararını gerektirdiği için Tobin vergisinden daha kolay uygulanabilir niteliktedir. Çalışmada belirtildiği gibi bu politika aracı tek başına etkin olmamakla birlikte, politik olarak uygulanabilirliğinin olması ve akımları küçültmedeki etkisi nedeniyle gelecekteki finansal sistem mimarisinin bir parçası olma özelliği taşımaktadır.

Tobin vergisiyle ilgili burada yapılan analizin temel sonucu ise şudur; Tobin vergisi uygulanması durumunda sermaye sınırlamalarının etkinliği, onların süren krizi cezalandırmadaki rollerine yönelik değil, orta ve uzun

---

[94] Jeffrey FRANKEL: "How Well Do Foreign Exchange Markets Work: Might a Tobin Tax Help?", ag.m., 56.

T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ

dönemde daha dayanıklı ve krizden koruyucu sistemleri oluşturmadaki önemine yöneliktir.

Tobin'in önerdiği biçimiyle vergi kısa dönem spekülasyonu engellemekle birlikte döviz kurlarına yönelik büyük spekülasyonda tümüyle etkinsiz olacaktır. Bulgular gösteriyor ki krizin olmadığı normal zamanlardaki spekülasyondaki küçülme büyük ölçekli spekülatif istikrarsızlık olaylarının sayısını azaltmaktadır. Yüksek devalüasyon zamanları için spekülatif ve istikrarsız kısa dönem akımları engellemek için ise vergi pek çok politika aracı ile birlikte kullanılmalıdır.

Vergiye ilişkin en önemli zorluk ise vergiden kaçınmanın azaltılması global düzeyde uygulanmasına bağlı iken böyle bir politik ortamın mevcut bulunmamasıdır. Verginin uygulanabilir olması bu noktaları dikkate alan önerilerin geliştirilmesine bağlı görünmektedir.

B. TOBİN VERGİSİNİN GEREKÇELERİ

Finansal liberalizasyon ve özellikle finansal piyasaların globalizasyonundan elde edileceği varsayılan etkinlik kazanımlarına yönelik düşünceler, istikrarsız finansal dinamikler ve parasal ve mali bağımsızlığın kaybedilmesine yönelik endişeler tarafından gölgelenmiştir. Söz konusu dinamikler ve ulusal politika yapma bağımsızlığının kaybedilmesi Tobin vergisi önerisinin gerekçelerini oluşturmaktadır. Zaman içinde verginin farklı amaçlar için kullanılabileceğine yönelik öneriler geliştirilmiştir. Bunlar gelir sağlama, sosyal malların finansmanı ve vergi eşitliğinin sağlanması için vergiden yararlanılması olarak belirtilebilir.

1. Döviz Kuru İstikrarı

Tobin vergiyi temel olarak döviz piyasası istikrarının sağlanmasında bir araç olarak görmüştür. Ona göre döviz piyasasında döviz kuru volatilitesinin

neden olduğu istikrarsızlık verginin uygulanmasının altındaki temel motivasyondur[95]. Tobin, verginin temel gerekçesini oluşturan döviz kurundaki dalgalanmaların nedenini, özel finansal sermayenin uluslararası ya da paralar arasındaki aşırı hareketliliğinde görmüştür. Paralar arasında konvertibilitenin sağlanması, sermaye kontrollerinin kaldırılması ve işlem maliyetlerindeki büyük düşüşler söz konusu hareketliliğin artmasına katkıda bulunmuştur.

Bu bağlamda verginin amacı finansal piyasaların reaksiyon hızını yavaşlatmak ve sermaye akımlarının neden olduğu döviz kuru değişkenliğini küçültmektir. Vergi özellikle istikrarsızlık unsurları taşıdığı düşünülen kısa dönemli sermaye akımlarını engelleyerek döviz kuru istikrarını sağlamayı amaçlar.

Finansal piyasalarda kısa dönemde işlem yapan bazı piyasa katılımcıları kur ve faiz dalgalanmaları ve ülkelerarası farklılıklardan yararlanmak için belirli paraları alıp-satarlar. Ayrıca bu katılımcılar döviz kurundaki değişim beklentisi içinde ya da bu tür değişiklikleri zorlamak için belirli ülke ulusal paraları cinsinden varlıklar satın alırlar. Piyasa temel göstergelerine dayalı olmayan bu tür işlemler ulusal paraların temel değerlerini bozar ve döviz kurunda değişkenlik yaratır.

Bu çerçevede vergi, uzun dönem temel göstergelere değil kısa dönemli ve şu anki trendin devam edeceği yönündeki beklentilere (extrapolatif beklentiler) dayalı işlem strateji izleyen piyasa katılımcılarının[96] piyasadaki payını azaltarak kur oranı değişkenliğini düşürmeyi amaçlar. Bir işlem vergisi, spekülatif olarak görülen işlemleri yaratılan maliyet ile caydırırken, bu işlemlerin döviz kuru üzerindeki etkisini küçültür. Sonuçta piyasanın kısa dönem

---

[95] James TOBIN: The New Economics One Decade Older, a.g.e., 89.

[96] Normalde fiyatlar yükseldiğinde satıp düştüğünde alan işlemcilerin işlemleri piyasadaki volatiliteyi düşürür. Negatif feedback stratejisi izleyen bu tip işlemciler, temel göstergelerle piyasa fiyatlarını karşılaştırarak alım yaparlar. Pozitif feedback stratejisine göre işlem yapanlar ise piyasa yükseldiğinde alım yaparken düştüğünde satma işlemi yaparak volatiliteyi yükseltirler.

beklentilerden uzaklaşarak daha fazla temel göstergeler üzerinde yoğunlaşması sağlanır.

Tobin'e göre verginin en önemli özelliği kısa dönemli ve spekülatif niteliği ağır basan sermaye akımlarını caydırırken, uzun dönemli akımlar üzerinde ihmal edilebilecek kadar düşük bir etkiye sahip olmasıdır. Bu şekilde döviz kurlarının temel göstergelerin belirlediği uzun dönem denge değerinden sapmaması sağlanır.

TABLO 16: TOBİN VERGİSİNİN KISA VE UZUN DÖNEM YATIRIM GETİRİLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Vergi oranları (%)	Yabancı Ülke Yıllık Getiri Oranı (i*)[1] (%)		
	1 hafta	1 ay	12 ay
0.10	15.2	11.2	10.1
0.20	20.5	12.4	10.2
0.25	23.0	13.0	10.3
0.55	36.0	16.3	10.5
1.00	62.0	22.0	11.0

(1) (i*) Yurtiçi faiz oranı (i) %10 olduğunda dışarıda bir yatırımın çekici olabilmesi için gerekli yabancı ülke getiri oranını göstermektedir.
KAYNAK: Ek 1'de verilen metedololoji kullanılarak hesaplanmıştır.

Verginin kısa dönem işlemleri uzun dönem işlemlerden daha fazla cezalandırabileceği Ek 1'de yer alan modelde Frankel tarafından gösterilmiştir. Bu model temel alınarak yapılan hesaplamalar Tablo 16'da görülmektedir. Burada belirli bir yurtiçi faiz oranına karşı (%10) Tobin vergisinin varlığında dışarıda yatırımın cazip olması için gerekli yabancı ülke faiz oranları hesaplanmıştır. Tablo'dan görüldüğü gibi eğer vergi oranı %1 ise dışarıda yatırım için gerekli dış dünya faiz oranı 1 haftalık bir yatırım için %62 iken, 1 yıllık yatırım için %11'dir. Böylece kısa dönemli işlemler daha fazla cezalandırılmış olmaktadır.

2. Ulusal Makroekonomik Politika Bağımsızlığını Korumak ve Güçlendirmek

Sermaye akımlarını ülkeye çekmek isteyen hükümetler uygun bir ortamın yaratılması için kapsamlı bir dizi politika hayata geçirirler. Yabancı

yatırımcılar ülke ve kur riskini dikkate alacakları için genelde daraltıcı para politikaları tercih ederler. Hükümetler sermaye çıkışı ve finansal kriz durumunda ise bu süreci tersine çevirecek önlemleri almak zorunda kalmaktadırlar. Çünkü sermaye akımlarının geri dönme riski döviz kurları ve faiz oranlarında istikrarsızlıklara, döviz rezervleri düzeyine bağlı olarakta ödemeler dengesi krizlerine yol açabilmektedir. Bu ortamda hükümetler, ekonominin gerçek ihtiyaçlarından ziyade bu oluşumları önleyecek makroekonomik politikalar uygulamak zorunda kalabilmektedir.

Tobin'e göre esnek döviz kuru rejimlerinde sermayenin serbest hareketi ulusal makroekonomik-özellikle para politikası-bağımsızlığını ortadan kaldırarak sermaye hareketliliğinin avantajlarının çoğunun- özellikle tasarrufların en yüksek marjinal üretkenliğin olduğu alanlara tahsisiyle ilgili- kaybedilmesine neden olur. Tobin'e göre bu iki yolla gerçekleşmektedir. Öncelikle sermaye hareketliliği, politika bağımsızlığının dünya faiz oranını tespit eden dış politika yapıcılarına teslim edilmesine neden olur. Ayrıca sermaye hareketliliği spekülatif fırsatları arttırarak spekülatörlere büyük bir güç verir. Bunların işlemleri döviz kurunun ve menkul kıymet fiyatlarının aşırı volatile olmasına neden olur [97].

Fonların bu şekilde hareketi büyük boyutlardadır ve bu hareketi dengeleyici resmi müdahaleler kur ve faiz oranını kontrol etmede büyük zorluklarla karşılaşmaktadır. Merkez bankaları gerekli gördüklerinde döviz alıp satarak döviz kuru trendlerini değiştirmeyi amaçlayan işlemler yaparlar. Örneğin 1985'te G5 merkez bankaları birlikte dolar satışı ile doların uzun süren yükselişini tersine döndürmede başarılı olmuşlardır. Bu dönemde döviz işlemlerinin günlük hacmi 150 milyar dolardır. Bu sayı 2001'de 1.2 trilyon dolara yükselmiştir. Bu gün merkez bankası kaynaklarının etkin bir müdahale için yeterli olmadığı bilinmektedir (Bkz.Tablo 3). Bu anlamda vergi, finansal piyasa

---

[97] James TOBIN: "A Proposal of International Monetary Reform", a.g.m., 153.

işlem hacmini küçülterek, merkez bankasının piyasalara müdahale kabiliyetinin artmasına önemli bir katkıda bulunabilir.

Verginin merkez bankasına sağlayacağı bağımsızlık, bir paranın diğer bir paraya dönüştürülmesine yükleyeceği maliyetle gösterilebilir. Tablo 17'den görüldüğü gibi bir paranın diğer paraya dönüştürülmesine %0.2 vergi eğer her gün işlem yapılırsa yıllık %48 maliyet oluştururken üç aylık bir işleme sadece %0.8 maliyet yükler. Kısa dönemli akımlara yaratılan yüksek maliyet, bu akımları yönetmede zorluk yaşayan merkez bankalarına döviz ve faiz oranı politikalarında esneklik sağlar.

Bu vergi maliyeti, iki paraya ait para piyasası faiz oranının fon hareketlerini uyarmaksızın farklılaşabileceği aralıktır. Bu aralık, söz konusu paraların ilgili olduğu merkez bankalarına bağımsız karar alma imkanı sağlar.

TABLO 17: FARKLI VERGİ ORANLARI İÇİN YILLIK MALİYETLER (%)[1]

Vergi oranı (%)	Günlük (240)	1 hafta (52)	1 ay (12)	3 ay (4)	1 yıl (1)	5 yıllık (0.2)
0.1	24.0	5.2	1.2	0.4	0.1	0.2
0.2	48.0	10.2	2.4	0.8	0.2	0.04
0.5	120.0	26.0	6.0	2.0	0.5	0.1

(1)Günlük işlemler için yılda 240 işlem günü varsayılmıştır. Buna göre maliyetler, günlük (0.001x240=0.24), haftalık, aylık, üç aylık, bir yıllık ve beş yıllık işlemler için hesaplanmıştır.

Tobin vergisi, faiz oranı paritesi koşulunu kırarak ulusal otoritelere ekonomilerini büyük döviz kuru hareketlerine maruz bırakmadan dışarıda süren politikalardan farklı politikalar izlemelerine izin verir. Vergi yurtiçi faiz oranı farklılıkları oluşturur ve ulusal para otoritelerine yurtiçi makroekonomik ihtiyaçlara uygun ulusal para politikaları izlemeye izin verir. Örneğin %0.5'lik bir vergi üç aylık bir paraya giriş-çıkış (round trip) işlemi üzerinde %4'lük yıllık

orana dönüşür[98]. Bir başka ifadeyle %0.5'lik bir vergi 3 aylık bir hazine bonosunun yıllık faiz oranında %4'e eşit bir farklılık oluşturur.

Vergi, özellikle sabit ya da sabit benzeri döviz kuru rejimlerinde gerçekleşen para ve finansal krizlerde rezervlerin erimesini yavaşlatmak ve otoritelere oluşan bozulmalara müdahale etmek için zaman verebilir. Spahn'a göre bu durum globalizasyon alanında GÜ'ler ve GOÜ'ler arasındaki en önemli asimetrilerden birine işaret eder. GÜ'ler döviz kuru volatilitesine karşı belirgin bir bağımsızlık oluşturma kabiliyetindedirler. Oysa paralarının değeri döviz rezervleri ile kuşatılmış olan GOÜ'lerin spekülasyona karşı yapabilirlikleri sınırlıdır. Bir kez bu rezervler tükendiğinde ülkeler yabancı paradan borçlanmaya itilmiş olurlar[99].

Dolayısıyla ulusal otoritelerin uluslararası para piyasaları karşısında parasal ve makroekonomik politikalarını oluşturmada bağımsızlığının artması özellikle GOÜ'ler için önemlidir. GOÜ'ler kendilerini GÜ'lerden daha zor dışsal şoklara intibak ettirirler. Ayrıca onların finansal piyasaları daha zayıf olduğu için sermaye giriş ve çıkışlarının etkilerine daha fazla kırılgandırlar.

Kuşkusuz likiditesi yüksek döviz piyasalarının olduğu bir dünyada ılımlı bir işlem vergisi; para ve maliye politikaları dengenin dışında olduğunda ve döviz kuru aşırı değerlendiğinde sinyalleri değiştiremez. Fakat rezervlerin çabuk tükenmesinden oluşacak spekülatif baskıların önlenmesi ve döviz kuru sistemlerinin çökmesinden kaçınmak için ulusal otoritelere tedbir alabilecek zamanı sağlayabilir.

---

[98] Barry EICHENGREEN, James TOBIN, Charles WYPLOSZ: "Two Cases For Sand In The Wheels Of International Finance", The Economic Journal, 105, (January 1995), 164.

[99] Paul B. SPAHN: On the Feasibility of a Tax on Foreign Exchange Transaction, http://www.wiwi.uni-frankfurt .de/professoren/spahn/Spahn_010618.pdf , 29 Mart 2002, 11.

3. Gelir Kaynağı Oluşturmak

Tobin vergisinin ilk akademik savunucuları, verginin döviz kuru istikrarını sağlama fonksiyonu üzerine yoğunlaştılar ve oluşacak gelir miktarı ile doğrudan ilgilenmediler. Tobin'e göre verginin ilk amacı gelir sağlamak değildir. Büyük vergi tabanı nedeniyle gelir yaratma kapasitesinin önemli olmasına rağmen bu tür vergilerin sadece gelir kaynağı olarak düşünülmesi çeşitli sakıncalar oluşturur. Bunun nedeni bu tür vergilerin uygun biçimde tasarlanmadığı zaman piyasa işlemcilerinin iktisadi kararlarını olumsuz etkileme potansiyeli taşımasıdır. Dolayısıyla Tobin, verginin gelir yaratma özelliğini temel amacı değil ama bir yan ürünü olarak değerlendirmiştir.

Diğer yandan verginin bazı savunucuları döviz piyasalarındaki çok büyük miktarda işlem hacminin vergilendirilmemiş olduğuna dikkat çekerler. Bu büyük işlem hacmi potansiyel vergi tabanı olarak ilgi çekmektedir. Verginin uluslararası niteliği, uluslararası kalkınma ve GOÜ'lere yardım sağlamak için önemli bir gelir kaynağı olmasını mümkün kılabilir. Birleşmiş Milletler Kalkınma raporunda verginin global sistem tarafından oluşturulan sorunlara çözüm sağlamada global bir gelir olarak uygun olabileceği savunulmuştur[100].

Bunun yanında vergi gelirleri kamu finansmanına katkı sağlamada önemli bir fonksiyon görebilir. Piyasaların uluslararasılaşması ve ekonomik liberalizasyon ulusal devletlerin vergileme kapasitesini etkilemektedir. Tobin vergisi gibi global vergiler devletlerin globalizasyon sürecinde kaybettikleri vergilendirme gücünün bir kısmını yeniden kazandırmaya yardım edebilir.

1980'ler gelişmekte olan ülkelerde dışsal borç kriz yılları iken 1990'lar gelişmiş ülkelerdeki mali kriz yılları olmuştur. 1994'te bütün OECD ülkelerinde bütçe dengeleri negatiftir. Bütçe açıkları nominal GSMH'nın ortalama yaklaşık %3.9'dur. 1995'te Norveç %0.6 pozitif dengeye sahip tek ülkedir. Krizlerin en

---

[100] D. NAJMAN ve H.d'ORVILLE: Towards a New Multilateralism: Funding Global Priorities, (New York, 1995), 19.

önemli nedenlerinden biri gelişmiş ülkelerde düşük ekonomik büyümedir. Bu devletlerin vergi tabanlarını daraltırken istihdam baskıları da artmaktadır. Son yıllarda artan harcama baskısı borçların artması ile karşılanmıştır[101].

Hükümetleri bütçe açıkları ve yetersiz gelir tabanları ile sınırlandırılmış olan ülkelerde gelirler ekonomik ve politik nedenlerle yeteri kadar arttırılamamaktadır. Bu gelişmiş ülkeler Tobin vergisi gelirlerinin en büyük toplayıcıları olacaklardır[102]. Dolayısıyla Tobin vergisinden elde edilecek ek gelir hükümetlerin bütçe açıklarını düşük ekonomik, sosyal ve politik maliyetle küçültmelerini mümkün kılabilir.

4. Sosyal Malların Finansmanı İçin Gelir Sağlamak

Piyasa güçlerine dayalı mekanizmaların üretemediği ya da oldukça yetersiz düzeyde ürettiği mal ve hizmetlerin varlığında vergi rejimleri etkin bir kamu maliyesi sisteminin gerekli bir unsuru olarak görülür. Bununla ilgili olarak toplum ve çevre üzerinde negatif dışsallıkları olan faaliyetlerin regülasyonu ve pozitif dışşallıkları olan faaliyetlerin teşviki ve sosyal malların sağlanması en temel konulardır[103].

Finansal piyasalarda işlem yapan belirli piyasa katılımcılarının faaliyetleri fiyat dinamiklerini bozarak diğer piyasa katılımcıları üzerinde negatif dışsallıklar oluşturmaktadır. Uluslararası sermaye kontrollerinin kaldırılması, söz konusu etkilerin sınırlararası yayılmasını mümkün kılmıştır. Finansal spekülasyon ulusal ve global ekonomide sistemik riski getirmektedir. Belirli bir spekülatör ya da finansal kurum karşılaştıkları çeşitli spekülatif durumların kendilerine fayda/maliyetlerini hesaplarken bu faaliyetlerin topluma ve bütün olarak sisteme daha geniş maliyetlerini dikkate almazlar. Bütün olarak sisteme bu maliyetler,

---

[101] I. KAUL ve J. LANGMORE: "Potential Uses of the Revenue From a Tobin Tax ", Tobin Tax: Coping with Financial Volatility, Edit. Mahbub UL HAQ, Inge KAUL, Isabelle GRUNBERG, (Oxford: Oxford University Press, 1996), 255.
[102] I. KAUL ve J. LANGMORE: a.g.m., 256.
[103] Rupen MENDEZ: International Public Finance, A New Perspectives on Global Relations, (Oxford, 1992), 213.

bu tür krizleri kaçınılmaz olarak izleyen, bütün reel ekonomik sonuçlarıyla döviz kuru istikrarsızlığı ve finansal krizlerdir[104].

Pigovian vergi teorisine göre politika yapıcıları, diğer piyasa katılımcıları üzerinde negatif dışsallık oluşturan faaliyetleri caydırmak için vergilendirmelidir. Dolayısıyla Tobin vergisine ekonomik bir gerekçe sağlayacak olan negatif dışsallıkların doğrulanması piyasadaki etkinsiz yapıların ortadan kalkmasını amaçlar. Bir döviz işlem vergisi, katlanılmamış negatif dışsallıkların içselleştirilmesi için tasarlanmış global vergilerin bir çeşidi olarak düşünülebilir. Aksi halde bu dışsallıklar sınırlararasında yayılabilir.

Çevreyi koruma, barışı ve güvenliği sürdürmek, global yoksulluğu sona erdirmek gibi global sosyal mallar bütün ülkeleri etkiler. Ayrıca global istikrar da bir sosyal mal olarak görülebilir. Uluslararası ekonomik faaliyetlerin düzgün fonksiyon görmesi global istikrara bağlıdır. Global malların üretiminde kullanılabilecek Tobin vergisi gibi politika araçları bu istikrara ulaşmaya iki yolla yardım eder. Öncelikle istikrarsızlığa neden olan unsurların engellemesi ve istikrara katkıda bulunan unsurların teşvik edilmesini sağlayan mekanizmaları oluşturabilir. Ayrıca yaratacağı gelirler kanalıyla sosyal malların finansmanı sağlanmış olur.

Global sosyal malları varolan fonlarla finanse etmek yetersizdir ve uygun görülmemektedir. Bu çerçevede global sosyal malların uluslararası faaliyetler üzerindeki ücretler ve vergilerle finanse edilmesinin daha etkin olduğu kabul edilmektedir[105].

Verginin son dönem savunucuları, dünya yoksulluğunu ve özellikle globalizasyonun neden olduğu sorunları ortadan kaldırmak için gerekli gelirin sağlanmasında verginin iyi bir kaynak olduğunu savunmaktadırlar[106].

---

[104] Paul SPAHN: a.g.m., 9.
[105] I. KAUL ve J. LANGMORE: a.g.e., 257.
[106] Vergi son zamanlarda globalizasyon karşıtı gruplar tarafından büyük destek görmektedir. Tobin bu grupların karşı çıktığı serbest ticaret, IMF ve Dünya ticaret örgütünü desteklediğini

5. Vergi Eşitliğini Sağlamak

FL sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaları kaldırarak hem GÜ hem de GOÜ'lerde ulus devletlerin vergi matrahlarının aşınmasına neden olmuştur. Bu aşınma hükümetlerin özellikle kurumsal ve finansal yatırımlardan elde edilen gelir ve karları vergilendirme kabiliyetlerindeki azalmadan kaynaklanmaktadır. GÜ'lerde hareketli finansal sermaye, hem vergilendirme için karları tanımlama hem de vergilendirilebilir karın hangi ülkede kazanıldığına karar vermede zorluklar oluşturmaktadır. GOÜ'ler ise vergi cennetlerine izin vermek ve yabancı yatırımlara yönelik rekabet içinde kendi vergi matrahlarından vazgeçmek gibi baskılarla karşılaşmaktadır.

TABLO 18: TOPLAM VERGİ GELİRLERİNDE FİNANSAL VE SERMAYE İŞLEMLERİ ÜZERİNDEKİ VERGİLERİN PAYI (%)[1]

Ülkeler	1970	1980	1990	1998
Fransa	1.2	1.2	1.3	1.1
Almanya	0.7	0.5	0.7	0.7
Japonya	2.2	2.1	2.4	1.2
Amerika	0.1	0.1	0.1	-
Hollanda	0.9	0.9	0.9	0.5
İngiltere	0.6	0.7	0.8	1.4
Kore	-	4.7	8.6	7.0
Meksika	-	0.6	0.6	-

(1) Bu başlık menkul kıymet satımı, satın alımı, transferi üzerindeki vergiler, çek ve benzerleri üzerindeki vergiler, banka işlemleri üzerine konulan vergiler ve taşınmaz mülklerin satışıyla ilgili işlemler üzerindeki vergileri kapsamaktadır.
KAYNAK: OECD Revenue Statistic, 1965-1998, (Paris, 1999), 26-199.

Globalizasyon altında uluslararası yatırımlardan elde edilen sermaye gelirini ulusal gelir vergileri altında vergilemenin zor olması, sermaye geliri elde edenler ile diğerleri arasında vergi eşitliğini önemli ölçüde zedelemektedir.

---

belirtmiştir. Tobin'e göre verginin para spekülasyonunu cezalandırarak finansal krizlerden kaçınmaya yardım ederken uluslararası ticarete zarar vermemesi önemlidir. Ona göre bunun dışında vergi Afrika'ya yardım ve Bangledeş'te eğitim gibi projelerde kullanılmak üzere büyük bir gelir oluşturur.

Diğer yandan finansal sektörün finansal işlemler yönüyle vergilendirilmemiş veya çok düşük oranda vergilendirilmiş olduğu belirtilebilir. Finansal sektörün vergilendirilmemiş olması Tablo 18'deki toplam vergi gelirleri içinde finansal ve sermaye işlemleri üzerindeki vergilerin payında görülebilir. Bu pay OECD ülkeleri için yalnızca %1 civarındadır. Bu durum, Kore hariç, bir çok OECD ülkesinde ortaktır. Tobin vergisi bu yöntemlerle vergilendirilmesi zor olan finansal hizmetlerin vergilendirilmesinin özel bir şekli olarak görülebilir.

Tobin vergisi çeşitli yönlerden vergi eşitliğini sağlamaya hizmet edebilir. Öncelikle şu anda vergilendirilmemiş bir uluslararası vergi matrahının vergilendirilmesi sağlanacaktır[107]. Böylece finansal işlemler düşükte olsa çeşitli formlarda vergilendirilmiş olduğu halde döviz piyasasındaki işlemlerin vergilendirilmemiş olması nedeniyle bu piyasada işlem yapmaya yönelik yaratılan teşvikler azaltılabilir. Ayrıca verginin büyük ölçüde finansal varlık tutan yüksek gelir düzeyindeki kişiler ve sermaye geliri üzerinden alınmasının hedeflemesi ve tüketim vergilerinden daha artan oranlı yapısı nedeniyle vergide eşitlik ilkesi yanında vergide adalet ilkesinin sağlanmasında da önemli bir fonksiyon görebilir.

Verginin özellikle pek çok vergisel düzenleme dışı kalabilen çok uluslu şirketler için uluslararası bir kurumlar vergisi tabanının yaratılmasında önemli bir işlev görebileceği savunulmuştur[108].

6. Uluslararası Düzeyde İşbirliğini Sağlamak

Son yirmi yılda global ekonomi ve finansal piyasalar ulusal devletlerden daha hızlı büyümüştür. Global piyasalarda kendi dinamikleriyle büyüyen pek çok problemi çözmek ve ulus devletlerin kontrolü sağlamadaki yapabilirlikleri

---

[107] Kunibert RAFFER: "The Tobin Tax: Reviving a Discussion", World Development, 26, (1996), 529.
[108] D. NAJMAN ve H.d'ORVILLE: a.g.e., 22.

küçülmüştür. Bu ortamda uluslararası düzeyde anlaşılmış politika amaçları ve programlarını koordine etmek önemli görülmektedir[109].

Uluslararası sermaye akımları kara paranın aklanması gibi yasal olmayan işlemlere konu olabilmektedir. Bu akımların seffaflığının ve kontrolünün sağlanması uluslararası düzeyde işbirliğini gerektirmektedir. Bu akımlar, vergi dışı ve günlük 1.2 trilyon doları aşan büyük işlem hacmiyle kontrol edilemez boyutlardadır. Bu akımların kontrolü kayıt içine çekilerek ve vergilendirilerek mümkün olabilir[110]. Bu ise sermaye akımlarının uluslararası işbirliği ile sağlanacak regülasyonu ile elde edilebilir.

Özellikle UNCTAD global regülasyon için uluslararası sermaye hareketlerini ve sonuçta oluşan para piyasası dengesizliklerini azaltmak için makroekonomik politika işbirliği önermektedir. Ayrıca makroekonomik politikalar işlem düzeyinde mikroekonomik araçlarla tamamlanarak kuvvetlendirilebilir[111]. Bu bağlamda Tobin vergisinin sermaye akımlarının regülasyon sisteminde önemli bir işlev göreceği savunulmaktadır.

C. DÖVİZ PİYASASI İSTİKRARI VE TOBİN VERGİSİ

1. Döviz Piyasası ve Döviz Kuru Volatilitesi

Döviz piyasasında döviz kuru volatilitesi (değişkenliği) döviz piyasasının işlemesiyle ilgili bir sorunu yansıtabileceği gibi temel ekonomik belirleyenlerle ilgili bir oluşuma da işaret edebilir. Nitekim döviz piyasası çok iyi çalışsa bile para politikası gibi ekonomik göstergelerdeki değişimin kısa dönemde döviz kurundaki büyük dalgalanmalar yarattığı kuramsal olarak Dornbusch tarafından gösterilmiştir. Birinci bölümde değinildiği gibi Dornbusch'un döviz kurlarına parasal yaklaşımı, kısa dönem döviz kurlarının denge değerlerini aşarak

---

[109] D. NAJMAN ve H.d'ORVILLE: a.g.e., 25.
[110] Salih ÖZEL: "Globalleşme (Küreselleşme) ve Vergi İlişkisi", Yaklaşım, 6, 72, (Aralık 1998), 19.
[111] Yılmaz AKYÜZ ve A. CORNFORD: "Rejime for International Capital Movement and Some Proposal For Reform", UNCTAD Discussion Paper, No.83, (May 1994), 18.

değişkenlik gösterebileceğini (overshoot) ortaya koyar. Daha sonra Frankel tarafından overshoot dengenin de overshoot olabileceği ve döviz piyasalarında aşırı volatilitenin oluşabileceği gösterilmiştir.

Bununla birlikte gerek döviz piyasalarının yapısı gerekse bu piyasalardaki işlemcilerin özelliklerine ilişkin ampirik çalışmalardan elde edilen bulgular, döviz kuru volatilitesi ve bu piyasalardaki oluşumlara ilişkin bilgilerimizi arttırmaktadır. Bu çalışmalar döviz piyasalarıyla ilgili aşağıda temel unsurları açıklanan konuları kapsamaktadır;

i. Makroekomik modellere dayalı döviz kuru tahminleri, sonrasında bile spot kur oranı değişkenliğini açıklamada yetersiz bir performans göstermiştir. Dooley'in ifadesiyle "Döviz kurlarının tespitinde ekonomik modellerin yetersizliği temel faktörler ya da spekülasyon tarafından yönlendirilen döviz kuru sapmalarını yorumlamayı zorlaştırmaktadır"[112].

ii. Faiz paritesi teoremleri gibi döviz piyasası etkinlik testleri geçerli görünmemektedir. Finansal piyasa etkinliğine ilişkin, ekonomik birimlerin karar almak için gerekli bilgiye eksiksiz sahip olduğu ve finansal piyasaların fiyat sinyalleri içinde etkin bilgi işleme kurumları oldukları varsayımlarına karşı gerçek hayatta ekonomik kararlar belirsizlik altında alındığı gibi mevcut bilgi ekonomik birimler arasında eşit de dağılmaz.

iii. Global spot döviz işlem hacminin %80'den fazlası 7 gün ve daha az vadelerden oluşmaktadır. Bu, zaten yüksek olan ve büyüyen işlem hacmi nedeniyle artan döviz kuru değişkenliği ile uyumlu ve hatta onu oluşturmaktadır[113].

---

[112] Michael DOOLEY: "The Tobin Tax: Good Theory, Weak Evidence, Questionable Policy", a.g.m., 85.

[113] Ayrıntılı bilgi için Bkz. Oliver JEANNE ve Andrew ROSE: "Noise Trading and Exchange Rate Regimes", NBER Working Paper, No: 7104, (April 1999), 1-38.

iv. Döviz piyasasında teknik analiz yöntemlerine dayalı işlem yapan piyasa katılımcıları kısa dönemde etkin olurken uzun dönemde ise, temel gösterge yatırımcısı piyasada etkin olmaya başlamaktadır.

Birinci bölümde belirtildiği gibi döviz piyasası ile ilgili yapılan çalışmalar kısa dönemli beklentilerin negatif feedback stratejisine göre geleceğe bakılarak oluşturulmadığına işaret etmektedir. Bu çalışmalarda temel göstergelerin belirlediği dengenin işlemcinin kararlarında oldukça küçük bir faktör olarak yer aldığı görülmektedir. Kısa dönemler içinde ve pozitif feedback stratejisi izleyen işlemcilerin, döviz kuru volatilitesinin arttığı savunulmuştur[114].

v. Mali piyasalar ve döviz piyasalarında asimetrik bilgi ve sürü davranışı önemli bozulmaların kaynağı durumundadır. Bu temeli Keynes'de ve daha sonra Tobin'de yer alan uluslararası maliyenin 'Sand in the Wheels' durumudur. Burada yatırımcıların aşırı iyimserlik ve kötümserlik durumuyla diğer yatırımcıları izlemesi söz konusudur. Bu durum patlama (boom) ve çökme (bust) oluşumlarına neden olabilmektedir[115].

vi. Döviz piyasasındaki çoklu dengenin varlığı özellikle esnek kur oranlarında ek bir volatiliteye neden olmaktadır. Bu durumda döviz kurları yalnızca ekonomideki temel göstergeler değiştiği zaman değil, değişmediği zaman bile geniş bir aralıkta bir dengeden bir diğer dengeye doğru hareket etmektedir. Sabit ya da sabit benzeri kur oranları durumunda ise çoklu denge, ikinci kuşak spekülatif saldırı modelleriyle açıklanmıştır. Yine burada da kur oranları enflasyon ve faiz oranları gibi temel ekonomik göstergelere göre değil spekülatif saldırı ile belirlenir.

---

[114] Bkz. Jeffrey FRANKEL ve Kenneth FROOT: "Chartist, Fundamentalist and Demand for Dolar", The American Economic Review, 80, 2, (1990), 180; Jeffrey FRANKEL: "How Well Do Foreign Exchange Market Work: Might a Tobin Tax Help?", a.g.m., 57.

[115] Lyons döviz piyasalarına ilişkin olarak, sıcak patates olarak adlandırılan süreçte başlangıçtaki bir döviz piyasası işleminin diğer bankalar ya da finansal birimlerle nasıl reaksiyon ya da işlem zincirini harekete geçirdiğini açıklar. Bkz. R. LYONS, " Foreign Exchange Volume: Sound and Fury Signifying Nothing", The Microstruructure of Foreign Exchange Market, Edit. J. FRANKEL, G. GALLI, A. GIOVANNI, (Chicago: The University of Chicago Press, 1996), 183-206. Bu süreç kısmen herd davranışı ve döviz işlemlerindeki yığılmayı anlamamıza yardım eder.

Sonuç olarak bugün döviz piyasalarında gün içindeki döviz kuru değişmelerinin temel göstergeleri yansıttığını savunmak gerçekçi değildir. ABD döviz piyasasına ilişkin yapılan bir çalışma, işlemcilerin günlük ve kısa dönem döviz kuru hareketlerinde haberlere aşırı reaksiyon gösterme, sürü etkileri ve spekülatif güçlerin belirleyici olduğunu düşündüklerini göstermektedir. 6 ayın üzerindeki kur oranı hareketleri durumunda piyasa katılımcılarının %80'i bu değişimlerin temel göstergeleri yansıttığını düşünmektedir[116].

Döviz piyasasındaki söz konusu dinamikler bu piyasaların kontrol ve regülasyonu için gerekçeler oluşturmaktadır. Piyasa bozulmaları, sürekli temelde kontroller için gerekçe oluştururken boom-bost çevrimi ise, geçici temelde kontroller için gerekçe oluşturmaktadır.

2. Döviz Piyasası İstikrarının Sağlanmasında Tobin Vergisi

Tobin vergisi tipinde bir verginin döviz kuru volatilitesini küçültebileceğine ilişkin model Ek 1'de sunulmaktadır. Modelde bir işlem vergisinin uzun dönem sermaye akımları için çok küçük bir maliyet yaratırken kısa dönem işlemler üzerinde önemli maliyetler oluşturabileceği gösterilmektedir[117]. Böylece piyasada kısa dönemli işlemlerin payı azaltılırken uzun dönemli işlemler engellenmemiş olmaktadır. Modele göre piyasada uzun dönemli işlemcilerin payı arttıkça döviz kurları daha az değişkenlik gösterir.

Modelde öncelikle bir işlem vergisinin kısa dönem işlem yapanlar üzerinde işlem maliyetlerini arttırarak büyük maliyet yarattığı gösterilmektedir. Söz konusu işlemciler için maliyet artışının neden olduğu işlem karlılığında düşme onların piyasadaki varlığını küçültür.

---

[116] Yin-Wong CHEUNG ve Menzie David CHINN: "Currency Traders and Exchange Rate Dynamics: A Survey of the US Market", Journal of International Money and Finance, 20, (2001), 439.

[117] Jeffrey FRANKEL: "How Well Do Foreign Exchange Markets Work: Might a Tobin Tax Help?", a.g.m., 71.

Modele göre, vergi ile piyasadaki kısa dönemli işlem hacminde gerçekleşecek küçülme ise volatiliteyi küçültecektir. Burada istikrar bozucu spekülatörün kısa dönemlerde işlem yapan piyasa katılımcıları olduğu ve kısa dönem spekülasyonun ortalamada istikrarsız olduğu kabul edilmiştir. Modelde uzun dönemli göstergelerle ilgili olmayan ve herd ve/veya noise gibi faktörlerle işlem yapan piyasa katılımcılarının döviz kurlarında büyük değişikliğe neden olduğu savunulmaktadır. Bu varsayım geçerliliğini, döviz piyasasındaki işlemcilerin kısa dönemde kur oranı tahminlerini kısa dönem beklentilerle oluşturduklarına dayandırır.

Kısa dönemli ve istikrarsızlık unsurları taşıdığı varsayılan işlemlerin engellemesinin kur oranlarındaki değişkenliği azaltmasına ilişkin model Ek 2'de verilmektedir.

Verginin döviz kuru istikrarına katkısı, bir yandan kısa dönem işlemlerin döviz kuru üzerindeki etkisini azaltmak diğer yandan uzun dönem döviz kuru sapmalarını küçültmek yollarıyla gerçekleşir. Bu durum Frankel ve Dornbusch tarafından şöyle açıklanmaktadır:

> "Vergi özellikle kısa dönem para alma/satma işlemlerinin üstün geldiği şu an ki duruma göre uzun dönemli spekülasyonun rölünü güçlendirmek için tasarlanmıştır. Döviz piyasasındaki oluşumları açıklamaya çalışan makroekonomik modeller ve ampirik çalışmalar çok az yatırımcının uzun dönem göstergelere dayalı pozisyon aldığını göstermektedir. Bu ortamda kısa dönem hareketler kendi kendini doğrulayan hale gelmekte ve uzun dönem döviz kuru sapmalarını biriktirmekte/arttırmaktadır"[118].

Bu çerçevede verginin uzun dönem yatırımlardan ziyade sadece kısa dönem yatırımları engelleyici etkisi -böylece uzun dönemli sapmaları değil

[118] J. FRANKEL ve R. DORNBUSCH: "The Flexible Exchange Rate System: Experience and Alternatives", NBER Working Paper, No. 2464, (July 1989), 1-77.

sadece kısa dönem döviz kuru volatilitesini küçültebileceği-daha fazla geçerlilik kazanmaktadır.

Verginin kur oranı volatilitesi üzerindeki belirtilen etkisinin, döviz kurlarında büyük volatilitenin oluştuğu mali kaos zamanlarında geçerli olmadığı kabul edilmiştir. Teorik olarak Ek 1'de sunulan modele göre yıllık vergi oranının işlem hızıyla pozitif olarak çeşitlenmesi geçerli iken gerçekte önemli olan beklenen kazanımların maliyetleri aşıp aşmadığıdır. Mali kriz zamanı spekülasyondan beklenen yüksek yıllık kazançlar yüksek yıllık vergi oranını fazlasıyla tazmin edecektir. Bu durumda verginin istikrar fonksiyonu en düşük düzeydedir.

Örneğin %0.5 devalüasyonun %20 olasılıkla beklendiği durumda işlem kazancı (0.05x0.2=0.01) %1'dir. Bu kazanç bir döviz işleminde iki kere ödenecek %0.5'lik bir vergi dolayısıyla oluşacak %1 maliyete eşittir. Dolayısıyla vergi parayı alım-satımı cazip olmaktan çıkaracaktır. Fakat asıl spekülatif saldırı spekülatörlerin %10'dan fazla devalüasyonu %50 gibi yüksek bir olasılıkla bekledikleri zaman gerçekleşir. Bu durumda bir işlemin beklenen faydası Tobin vergisi ile yaratılacak maliyetten oldukça üstünde olacaktır[119].

Benzer bir durum Rajan tarafında Ek 3'te verilen modelde gösterilmiştir. Buna göre sermaye alan ülke finansal kriz ya da ödemeler dengesi krizi ile karşı karşıya kaldığında kurun %20'nin üzerinde değer kaybetmesi beklenebilir. Bu durumda Tobin vergisi kısa dönemli akımları cezalandırmada etkinsizdir.

İlke olarak kur vergilendirmesi kriz koşullarındaki sermayenin çıkış hızını yavaşlatmak yerine, sermaye girişleri arttığında büyük girişlerinin oluşmasını önleyerek uluslararası sermaye ve döviz kurları volatilitesini küçültebileceği belirtilmelidir. Diğer bir ifadeyle amaç aşırı sermaye girişlerinin ilk aşamada oluşmasını önlemektir. Dolayısıyla Tobin vergisinin asıl etkisi krizin oluşmasından kaçınmaya yardım etmektir. Krizin olmadığı normal

[119] Aynı vergi oranı için %20, %50 ve %70 olasılıkla beklenen %5, %10 ve %15'lik devalüasyonlardan beklenen kazanç sırasıyla %1, %2 ve %10.5'tir.

zamanlardaki spekülasyondaki küçülme, büyük ölçekli spekülatif istikrarsızlık olaylarının sayısını azaltabilir. Vergi küçük döviz kuru değişikleri üzerinden yapılan spekülasyonu karsız hale getirerek caydırırken, kriz zamanlarında büyük ölçüde etkinsizdir.

Şili örneğinde görüldüğü gibi, vadeleri uzatan fakat toplam akım hacminde çok az etkilerde bulunan vergiler, ekonominin büyüme trendi düşük olduğunda daha büyük etkilere sahiptir. Diğer yandan ülkelere yüksek sermaye girişlerinin olduğu ve yüksek büyüme oranlarına ulaşıldığında bu tür vergilerin etkisi azalmaktadır. Bu dönemlerde sermaye akımlarına yönelik geçici temelde daha doğrudan politika araçlarına ihtiyaç vardır.

Bunun dışında burada yer alan modellerin geçerliliği farklı dönemler ve ekonomik koşullarda değişebilir. Globalizasyon sürecinin genel seyri, gelişmiş dünya ve GOÜ'lerdeki ekonomik durum, sermaye ve döviz piyasalarındaki gelişmeler belirleyici göstergeler niteliğindedir. Bu anlamda verginin ilk önerildiğinden bu yana kapsam, amaç ve uygulama değişikliklerini yansıtan pek çok farklı önerinin getirildiği görülmektedir.

D. TOBİN VERGİSİNİN TASARLANMASI

Tobin vergisi döviz piyasası işlemlerinden alınan bir vergidir. Tobin vergisinin kapsam ve etkileri ile ilgili konuları ele almadan önce döviz piyasalarının yapısını, temel özelliklerini ve işlemesini açıklamak gerekmektedir.

1. Döviz Piyasasının Özellikleri

Bretton Wood sistemim çöküşünden bu yana döviz piyasalarında büyük bir değişim gerçekleşmiştir. Değişimin en önemli özelliği, bu piyasaların işlem hacminde gerçekleşen olağanüstü büyümedir. Tablo 3'ten görülebileceği gibi 1977'den 2000'e piyasa işlem hacminde yaklaşık 80 katlık bir artış gerçekleşmiştir.

Bu piyasanın vardığı boyutlar diğer ekonomik büyüklüklerle karşılaştırılarak daha iyi anlaşılabilir. 1992'de günlük 820 milyar dolar işlem hacmi yılda 240 işlem günü varsayıldığında elde edilen 197 trilyon dolar global yıllık döviz piyasası işlem hacmi, dünya toplam GSMH'sının yaklaşık 10 katına eşittir. Bu durum bu tarihten sonra da, döviz piyasası işlem hacmi artışı ile geçerliliğini korumuştur.

Döviz piyasası işlem hacmi büyümesiyle ilgili bir başka nokta, bu büyüme ile ticaretin finansmanı arasındaki bağlantının giderek zayıflamasıdır. Nitekim Tablo 3'den görüldüğü gibi döviz işlem hacminin ihracatın finansmanı için kullanılan kısmı 1977'de %28.5 iken %2001'de 1.1'e düşmüştür.

Piyasanın coğrafi dağılımı 1989'dan bu yana çok fazla değişmemiştir. 2001'de 1989'da olduğu gibi piyasa'da en büyük işlem hacmi İngiltere, ABD, Japonya ve Singapur'da gerçekleşmektedir. Söz konusu dört piyasada işlemlerin %62'si gerçekleşmektedir. Oran, Almanya, İsviçre, Hong Kong, Fransa ve Avustralya piyasaları dahil edildiğinde % 81'e çıkmaktadır. Sadece Avrupa Birliği ülkeleri dikkate alındığında, işlemlerin yaklaşık %50'sinin birlik içindeki ülkelerde gerçekleştiği görülmektedir. G7 ülkeleri ve AB ülkeleri kapsandığında ise oran %80'e ulaşmaktadır (Bkz. Tablo 19).

Bu durum döviz işlemlerinde global düzeyde güçlü bir yoğunlaşmayı göstermektedir. Piyasanın az sayıda finansal merkezde yoğunlaşması temel olarak teknolojik faktörlerle açıklanır. İşlem teknolojisi, artan işlem hacmi için düşen ortalama maliyetler ile ifade edilir. Ayrıca döviz piyasası ile ilgili verilerin global düzeyde mevcut olması ulusal para alanlarında işlem yapma kısıtını ortadan kaldırmıştır. Döviz piyasalarında işlemlerin 24 saat devam ettiği gerçeğinde belirli döviz piyasalarında coğrafi olarak yoğunlaşma gerçekleşmiştir. Avrupa'da merkez Londra, ABD'de New York ve Asya-Pasifik hattında Tokyo işlemlerin yoğunlaştığı merkezlerdir. Son olarak uluslararası

bankacılık sektöründe artan yoğunlaşma eğilimlerinin döviz piyasaları üzerinde belirgin bir etkisi olmuştur[120].

TABLO 19: GLOBAL GELENEKSEL DÖVİZ PİYASASI FAALİYETİNİN COĞRAFİ DAĞILIMI (Milyar Doları Cinsinden Ortalama Günlük Hacim)

Ülkeler	Nisan 1989		Nisan 1992		Nisan 1995		Nisan 1998		Nisan 2001	
	Miktar	%	Miktar	%	Miktar	%	Miktar	%	Miktar	%
İngiltere	184	26	290	27	464	30	637	32	504	31
ABD	115	16	170	16	244	16	351	18	254	16
Japonya	111	15	120	11	161	10	149	8	147	9
Singapur	55	8	74	7	105	7	139	7	101	6
Almanya	-	-	55	5	76	5	94	5	88	5
İsviçre	56	8	65	6	86	6	82	4	71	4
Hong Kong	49	7	60	6	90	6	78	4	67	4
Fransa	23	3	33	3	58	4	72	4	48	3
Avustralya	29	4	29	3	39	3	47	2	52	3
Hollanda	13	2	20	2	25	2	41	2	-	-
Kanada	15	2	22	2	30	2	39	2	-	-
Diğer	64	9	129	12	141	9	129	12	301	19
Toplam Hacim	718	100	1.076	100	1.572	100	1.971	100	1.626	100

KAYNAK: BIS: Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 1998, (Basle, 1999), 8; BIS: Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 2001, (Basle, 2002), 1-16.

TABLO 20: DÖVİZ PİYASASINDAKİ EN AKTİF BANKALARIN PİYASA PAYLARI (%)

Bankalar	Piyasa Payı
City Group	9.74
Deutsche Bank	9.08
Goldman Sachs	7.09
J P Morgan	5.22
Chase Manhattan Bank	4.69
Credit Suisse First Boston	4.10
UBS Warburg	3.55
State Street Bank&Trust	2.99
Morgan Stanley/dean Witter	2.87

KAYNAK: BIS: Consolidated Banking and Financial Market Statistics, (Nisan 2001).

[120] Paul SPAHN: a.g.m., 9.

Döviz piyasalarında uluslararası düzeyde en aktif bankaların piyasa payları Tablo 20'den görülmektedir. Buna göre en aktif dokuz bankanın piyasa payı %50'yi bulmaktadır.

Tablo 21'den döviz piyasasında işlem yapılan paralara bakıldığında ABD dolarının büyük bir üstünlüğü görülmektedir. Bunun dışında sterlin bütün işlemlerde sadece %6.5 kullanılırken Londra piyasası işlem hacminin üçte birini kontrol etmektedir. Diğer yandan Singapur milli parası sadece %1.1 payla işlemlerde (Tablo'da diğer paralar kategorisinde) yer alırken, parasının işlemlerde %15 payı olan Almanya'dan daha büyük piyasa işlem hacmine ulaşmıştır. Bu veriler, döviz piyasasının tümüyle global bir piyasa olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla döviz piyasalarına yönelik düzenlemelerin piyasanın bu yapısını dikkate alması gereklidir.

TABLO 21: GLOBAL GELENEKSEL DÖVİZ PİYASASI FAALİYETLERİNİN PARASAL DAĞILIMI (%)

Para	1989	1992	1995	1998	2001
ABD doları	45.0	41.0	41.5	43.5	45.0
EURO	-	-	-	-	18.5
Alman Markı	13.5	20.0	18.5	15.0	-
Japon yeni	13.5	11.5	12.0	10.5	11.5
İngiliz sterlini	7.5	7.0	5.0	5.5	6.5
Fransız Frankı	1.0	2.0	4.0	2.5	-
İsviçre Frankı	5.0	4.5	3.5	3.5	3.0
Kanada doları	0.5	1.5	1.5	2.0	2.0
Avusturalya doları	1.0	1.0	1.5	1.5	2.0
ECU ve diğer EMS	2.0	6.0	7.5	8.5	-
Diğer paralar	11.0	5.5	5.0	7.5	3.5
Bütün paralar	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**

KAYNAK: BIS: Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 1998, (Basle, 1999), 7: BIS: Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 2001, (Basle, 2002), 1-20.

Global döviz piyasası işlem hacminin kullanılan döviz piyasası araçları ve piyasa katılımcılarına göre dağılımı Tablo 22, Tablo 23 ve Tablo 24'de

verilmektedir. Tablo 22'de 1989'da döviz piyasası işlemlerinde spot işlemlerin payı %54 ile birinci sıradayken dönem boyunca azalarak 2001'de %32'ye düşerken döviz swaplarının aynı dönemde artarak 2001'de %54'e ulaştığı tespit edilebilir. Daha ayrıntılı verilerin yer aldığı Tablo 24'te ise swapların ölçüm hataları indirilmeden önceki payı %56'dır.

Döviz piyasası işlemlerinde kısa dönemli işlemlerin büyüklüğünü gösteren spot piyasaların payı her zaman önemli olmuş ve %30'un altına düşmemiştir. Spot işlemlerin yanında döviz piyasası işlemlerinin kısa dönemde yoğunlaşması swaplardan[121] da görülebilir. Bu gün artık döviz piyasasında en büyük paya sahip olan swap işlemlerin %72'si 7 güne kadar işlemleri kapsamaktadır. Bu durum swapların temel olarak uzun vadeli finansman aracı olarak kullanılmadığını göstermektedir. Bu araçların likit yönetimi ve kısa dönem döviz kuru riskine karşı korunma amaçlı kullanılmasının yanında spekülasyon için ilgi çekici olanaklar sunduğu bilinmektedir[122].

Bu işlemleri yapan döviz piyasası katılımcıları yönüyle işlem hacmine bakıldığında dealer'lar ve diğer finansal kurumlarla yapılan işlemlerin döviz işlemlerinin %75'den fazlasını oluşturduğu görülmektedir. Finansal olmayan müşterilerle[123] yapılan işlemlerin ise 1998'de toplam işlemlerin %16 ve 2001'de %13'ünü oluşturduğu görülmektedir.

---

[121] Swaplar temel olarak firmalara istedikleri para cinsinden uzun vadeli kredi elde etme veya döviz pozisyonunu denkleştirme olanağı verir. Bu işlemler ya nihai kullanıcı durumunda olan firmalar arasında doğrudan ya da nihai kullanıcıları eşleştiren aracı kurumlar kanalı ile yapılır. Aracı kurumların başında bankalar gelir. Bankalar farklı paralar üzerinden swap hesapları tutar ve hizmetleri karşılığında komisyon alırlar. Swap piyasaları oldukça rekabetçi piyasalardır. Bu nedenle piyasalardaki mali aracılar çok düşük kar marjinlerinde çalışırlar. Bkz. Halil SEYİDOĞLU: Uluslararası Finans, (İstanbul, 1997), 312.

[122] Paul SPAHN: a.g.e., 9.

[123] Bunlar döviz satmak isteyen ihracatçı ya da uluslararası tahvil ihraç edenler ya da döviz almak isteyen ithalatçı ya da uluslararası yatırımcılardır.

TABLO 22: GLOBAL DÖVİZ PİYASASI İŞLEM HACMİ

(Milyar Dolar/Günlük) (1)

Kategori	1989	%	1992	%	1995	%	1998	%	2001	%
Spot işlemler	317	54	394	48	494	41	568	38	387	32
Outright forwards	27	5	58	7	97	8	128	9	131	11
Döviz swapları	190	32	324	40	546	46	734	49	656	54
Kayıt-ölçüm hataları	56	-	44	-	53	-	60	-	36	-
Toplam işlem hacmi	590	-	820	-	1190	-	1490	-	1210	-
Nisan 2001 kur oranlarıyla hacim	570	-	750	-	990	-	1400	-	1210	-

(1) Yerel ve sınırlararası işlemlerdeki çifte hesaplamalara ilişkin düzeltmeler yapılmıştır.
KAYNAK: BIS: Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 1998, (Basle, 1999), 1-2; BIS: Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 2001, (Basle, 2002), 2-25.

TABLO 23: TEZGAH ÜSTÜ DÖVİZ PİYASASI TÜREVLERİNE AİT GÖSTERGELER (Milyar Dolar/Günlük)

Kategori	Nisan 1995	Nisan 1998	Nisan 2001
Geleneksel döviz piyasası	1190	1490	1210
Para Türevleri	45	97	67
Para Swapları	4	10	7
Opsiyonlar	41	87	60
Toplam İşlem Hacmi	**1235**	**1587**	**1277**
Türevlerin katılımcılara dağılımı			
Kayıtlı dealerlar[1]	23	53	32
Diğer Finan.Kurum.[2]	14	20	17
Finansal olmayan müş.[3]	7	23	18

(1) Kayıtlı dealerlar temel olarak ticari ve yatırım bankaları ile menkul kıymet alım satımı yapan kurumlardan oluşmaktadır. Bunlar piyasa yapıcı ya da aracı kurum olarak rol oynarlar.
(2) Kayıtlı dealer içinde yer almayan bütün finansal kurum kategorileri olarak tanımlanabilir. (Örneğin, yatırım fonları, emeklilik fonları, hedge fonlar, para fonları, para piyasası fonları, leasing şirketleri, sigorta şirketleri, merkez bankaları)
(3) Finansal olmayan müşteriler, yukarıda tanımlanan kategoriler dışında kalanlardır. Uygulama'da şirketler ve hükümetlerin işlemler bu kategoriye girer.
KAYNAK: BIS: Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 1998, (Basle, 1999), 8 ; BIS: Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 2001, (Basle, 2002), 1-16.

TABLO 24: DÖVİZ İŞLEM HACMİNDE PİYASA KATILIMCILARININ PAYI (%)

Kategori	1998	%	2001	%
SPOT	**568**	**39**	**387**	**33**
Kayıtlı dealerlar ile	348	61	218	56
Diğer Finansal kurumlarla	121	21	111	29
Fin.olmayan müşterilerle	99	17	58	15
OUTRIGHT FORWARDS	**128**	**9**	**131**	**11**
Kayıtlı dealerlar ile	49	-	52	-
Diğer Finansal kurumlarla	34	-	41	-
Fin.olmayan müşterilerle	4	-	37	-
7 Güne kadar	66	51	51	-
7 Günden 1 yıla kadar	59	46	76	-
1 yılın üzeri	5	4	4	-
DÖVİZ SWAPLARI	**734**	**51**	**656**	**56**
Kayıtlı dealerlar ile	512	70	419	-
Diğer Finansal kurumlarla	124	16	177	-
Fin.olmayan müşterilerle	98	13	60	-
7 Güne kadar	529	72	450	-
7 Günden 1 yıla kadar	192	26	197	-
1 yılın üzeri	10	1	8	-
TOPLAM[1]	**1.430**	**100**	**1.173**	**100**
Kayıtlı dealerlar	909	63	689	59
Diğer finansal kurumlar	279	19	329	28
Finansal olmayan müşt.	241	16	156	13
Yerel	658	-	499	-
Sınırlararası	772	-	674	-

(1) Toplam spot, outrigt forward ve döviz swaplarından oluşmaktadır.
KAYNAK: BIS : Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 1998, (Basle, 1999), 34; BIS : Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 2001, (Basle, 2002), 44.

Dealer'ların işlem payı 1998'de toplam işlemlerin %63'ü iken 2001'de %59'a düşmüştür. Buna rağmen bu piyasa katılımcıları döviz piyasası işlemlerinde hala en büyük paya sahip olmayı sürdürmektedir. Bu işlemler büyük ölçüde piyasa yapıcıların ya da bankalararası piyasa işlemlerinden oluşur. Söz konusu işlemciler oldukça aktif bilgisayarların kullanıldığı piyasa aracılığıyla birbirleriyle ticaret yaparlar. Döviz piyasalarındaki dealer'ların üstünlüğü spesifik piyasalarda da büyük ölçüde geçerlidir. Örneğin ABD döviz

piyasasına bakıldığında piyasa katılımcılarının %80'i dealer'lardır. Ticari faaliyetlerin %65'ten fazlası bankalararası işlemlerdir[124].

Dolayısıyla döviz piyasalarında finansal olmayan müşterilerin işlemlerdeki payı düşük ve son yıllarda azalma içindeyken finansal müşterilerle işlemler artmaktadır. 1998'den 2001'e Avrupa Birliği içinde ortak para birimine geçilmesiyle döviz işlem hacmi azaldığında bile finansal müşterilerle işlemler %10 artmıştır. Finansal müşterilerle işlemlerdeki büyüme, büyük ölçüde, hedge fonlar, kurumsal fonlar ve diğer kurumsal yatırımcıların piyasa payındaki artış nedeniyle gerçekleşmektedir. Özellikle hedge fonlar az sayıda büyük yatırımcıların portföylerini yönetirler ve çoğunlukla finansal türevlerle işlem yaparlar. Tablo 23'den görüldüğü gibi swaplar gibi döviz piyasası türev işlemlerdeki büyük artış finansal müşterilerle işlemlerdeki artışla uyumludur.

Döviz piyasalarının burada açıklanan bütün özellikleri, Tobin vergisi kadar bu piyasaların regülasyonu için yapılan diğer önerilerde de temel belirleyici olarak dikkate alınmalıdır.

2. Döviz İşlemlerinin Vergilendirilmesi

a. Tobin Vergisinin Kapsamı

Tobin vergisi döviz alım ve satımı üzerinden alınan bir işlem vergisidir. Verginin uygulanması yönüyle anlaşılmış bütün büyük finansal merkezli ülkeler, kendi parasının yer aldığı işlemler ile diğer paralar arasında yapılan işlemler de dahil olmak üzere kendi sınırları içinde yapılan bütün özel döviz işlemleri (spot, forward vd.) üzerine aynı oranda vergiyi yüklemekle yükümlüdürler.

---

[124] Yin-Wong CHEUNG ve Menzie David CHINN: a.g.m., 439.

Ayrıca bankaların ve diğer finansal kurumların vergi uygulamasına katılmayan ülkelerde kayıtlı offshore işlemlerine verginin yüklenmesi gerektiği savunulmuştur[125].

b. Verginin Matrahı

Verginin konusu söz konusu paraları alma ve satma işlemidir. Verginin matrahı ise alım ve satıma konu olan paraların değeridir. Bir başka ifadeyle Tobin vergisi, işlem hacminin değerinin matrah olarak kabul edildiği değer üzerinden alınan (ad valorem) bir işlem vergisidir.

ba. Vergilendirilebilir İşlemler

Kenen'e göre verginin kapsayacağı işlemlere ilişkin konu özellikle spekülatif işlemleri ticaret ve uzun dönem yatırımlar için yapılan işlemlerden ayırmanın zorluğunda önemlidir. Eğer verginin amacı spekülasyonu kavramaksa bu amaçla kullanılabilecek tüm araçlar vergilendirilmelidir. Eğer amaç gelir yaratmak ise vergiyi gerçek döviz teslimini içeren işlemlerle sınırlandırmak yeterlidir[126].

Verginin istikrar fonksiyonu üzerine yoğunlaşıldığında, doğrudan yatırımlar ve mal ve hizmet ticaretiyle ilgili finansal işlemlere verginin yüklenmesine gerek olmadığı düşünülebilir. Bununla birlikte reel işlemleri spekülatif işlemlerden ayırmak zordur. Ayrıca özellikle GOÜ'lerde spekülatif finansal işlemler çoğunlukla reel ekonomik işlemlerin finansal doğal sonucu olarak değerlendirilir[127]. Son olarak geçmiş deneyimler, bu nitelikteki muaflıkların kaçınma stratejilerine kapı açtığını göstermektedir.

---

[125] David FELIX ve Ranjit SAU: "On the Revenue Potential and Phasing in of the Tobin Tax", Tobin Tax: Coping with Financial Volatility, Edit. Mahbub UL HAQ, Inge KAUL, Isabelle GRUNBERG, (Oxford: Oxford University Press, 1996), 223.

[126] Peter KENEN: "The Feasibility of Taxing Foreign Exchange Transactions", Tobin Tax: Coping with Financial Volatility, Edit. Mahbub UL HAQ, Inge KAUL, Isabelle GRUNBERG, (Oxford: Oxford University Press, 1996), 109.

[127] Bu konu ile ilgili olarak, özellikle, sermaye hesaplarını liberalize etme sürecinde uzun dönem ve kısa dönem borçlanma ile doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımı arasındaki ayırımın

Dolayısıyla Tobin, -başlangıçta sadece spot işlemlere vergiyi öngörmüş- ikinci en iyi çözüm olarak herhangi bir ayırım yapılmaksızın bütün döviz işlemleri üzerine verginin uygulanması gerektiğini belirtmiştir[128].

Kenen'e göre vergi kaçırmayı azaltmak için döviz piyasalarındaki banka ve dealer'ların tüm işlemleri üzerine vergi ödeme yükümlülüğü getirilmelidir[129]. Vergilendirilmiş işlemlerin vergilendirilmemiş işlemlerle ikamesini en aza indirmek için vergiyi, olabildiğince geniş bir aralıkta uygulamak gerekli görülebilir. Örneğin, forward işlemlerde finansal mühendislik sadece spot işlemler üzerine yüklenen bir vergiden kaçınmak için pek çok yol oluşturabilir. 3 günlük forward sözleşmesi 2 günlük spot sözleşmesiyle oldukça yakın ikame edilebilirlik taşır. Dolayısıyla spot işlemler üzerindeki vergi aynı zamanda forward işlemlere de konulmalıdır[130].

Son yıllarda döviz piyasası işlemlerinin en hızlı büyüyen kısmını, türev araçlarla (swap, opsiyon, futures gibi) yapılan işlemler oluşturmaktadır. Deneyimler bu işlemlerin döviz kuru risklerine karşı korunma yanında önemli olumsuzluklar yaratabileceğini göstermektedir. Bu işlemlerin taşıyabileceği riskler, vergilendirilmedikleri durumda işlemlerin onlara doğru kaymasıyla artabilir[131].

---

ihmal edilebileceği savunulmaktadır. Bu konuda Bkz. Joseph LIM: "The Macroeconomics of the East Asian Crises and the Implication of the Crises for Macroeconomic Theory", The Mancester School Special Issue, 67, 5, (1999), 428-459.

[128] James TOBIN: The New Economics One Decade Older, a.g.e., 88.

[129] Peter KENEN: a.g.m., 110.

[130] Peter KENEN: a.g.m., 110.

[131] Uluslararası sermaye akımlarının büyümesiyle paralel büyüyen türevlerin vergi kapsamı dışında tutulmaması için önemli gerekçeler bulunmaktadır. Türevler portföy çeşitlenmesine yardımcı olabilir, riski küçültebilir ya da arttırabilir. Bunun dışında türevler; regülasyonlar, sermaye kontrolleri ve vergilerden kaçınmayı kolaylaştırabilir. Türevler bu faaliyetlerde diğer halde gerçekleşmeyecek gayrisafi sermaye akımları yaratabilirler. Fakat daha önemlisi sınırlararası sermaye akımlarının kaynaklarını ve doğasını anlamayı zorlaştırır. Bu durumda krizlerin kaynaklarına ilişkin bilgiler hatalı olabilir ve bu bilgilere dayalı yanlış politika tavsiyelerine varılabilir. Nitekim Garber Meksika kur oranı krizinde bazı türev araçlarının önemli olduğunu göstermiştir. Bkz. Peter GARBER: "Derivatives in International Capital Flows", NBER Working Paper, No.6623, (June 1998), 7. Asya krizine ilişkin olarak Hedge fonların IMF tarafından krizde katalizör olmadığı World Economic Outlook'ta (Part II, Box 1, 1998) savunulmuş olmasına rağmen, daha sonraki yayınlarda, en azından ABD bankaları durumu

Dolayısıyla bugün döviz piyasasındaki işlemlerin %54'ünü oluşturan swap işlemlerinin de vergilendirme kapsamında düşünülmesi gereklidir (Bkz. Tablo 22). Burada hem spot hem de forward'ın vergilendirilmesi halinde oluşacak çifte vergilendirmenin önlenmesi için swap'ı tek bir işlem olarak değerlendirip yalnızca bir defa vergileme işlemine tabi tutmak gerekli görülmüştür. Futures ve opsiyonların vergi kapsamına alınmasına ilişkin bir görüş birliği yoktur. Yapılan değerlendirmelerde bu işlemlerin vergilendirmesiyle ilgili teknik zorlukların ön plana çıktığı görülmektedir[132].

Türev araçlarını vergilendirmek açısından önemli gerekçeler olmasına rağmen vergilemenin pratik zorluklarından dolayı verginin bu araçlara yüklenmesini vergi otoritesinin amacı belirleyecektir. Eğer verginin temel amacı spekülasyonu kavramak değil, gelir elde etmek ise futures ve opsiyonlar vergilendirilmeyebilir.

Nitekim Spahn, önerdiği vergi yapısı çerçevesinde, verginin geleneksel döviz piyasası işlemlerine uygulanmasını yeterli görür. Spahn'a göre verginin gelir yaratma fonksiyonu, düşük oranda ve belirli işlemlere uygulanacak vergi ile elde edilebilir. Yani verginin bütün spot işlemler, outright forward'lar ve bir aya kadar swapları içermesi yeterlidir. Ona göre opsiyon ve diğer finansal türevlere vergi yüklenmesine gerek yoktur. Onlar, tetikledikleri spot ve forward işlemler kanalıyla dolaylı olarak vergilendirilirler[133].

Fakat sistemin bütünüyle regülasyonu, son dönemlerde hızla büyüyen türevlerin vergi kapsamına alınması gerekliliğini ortaya koymaktadır. Türevler, Tobin vergisinin tasarlanmasını karmaşıklaştırmasına rağmen gerçekte bunların finansal işlemlere vergi koymaya aşılamaz şekilde engel oluşturmayacağı belirtilebilir.

---

için, belirli tip türev kontratların Asya'ya fon akımlarında ve dolayısıyla bu akımların istikrarsızlığında belirli bir role sahip olduğu kabul edilmiştir. Bkz. J. A. KREGEL: "Derivatives and Global Capital Flows: Application to Asia", The Jerome Levy Economics Institute Working Paper, No: 246, (August 1998), 22.

[132] Ayrıntılı bilgi için Bkz. Peter KENEN: a.g.m., 119; Stephany GRIFFTH-JONES: a.g.m., 143.

[133] Paul SPAHN: a.g.m., 5.

Hangi işlemlerin vergilendirileceği ne kadar titizlikle seçilirse seçilsin finansal mühendisliğin vergiye yanıt olarak yeni araçlar geliştirme riski her zaman bulunmaktadır. Dolayısıyla sistem yeni geliştirilecek araçları kavrama esnekliğinde oluşturulmalıdır.

bb. Vergilendirilebilir İşlemciler

Para işlemlerinin çoğu bankalarla dealerlar arasında yapılmaktadır. Bankacılar ve dealerlar paralardaki net pozisyonlarındaki günlük değişiklikler üzerinden vergilendirilebilirler. Bu piyasa işlemcilerinin pozisyonlarını dengelemek için yaptıkları ikincil işlemler ise kur oranlarını çok az etkiler. Bu işlemlerin vergiden muaf tutulabileceği savunulmuştur.

Müşterilerin yaptığı perakende işlemler ise kur oranları üzerinde etkilidir. Bu işlemlerde vergi kapsamında değerlendirilir.

3. Vergi Oranı

a. Vergi Oranına İlişkin Öneriler

Tobin vergisine ilişkin olarak yapılan çalışmalarda, her biri verginin farklı fonksiyonlarını dikkate alan farklı vergi oran ve yapılarının önerildiği görülmektedir. Tobin'in önerisini dayandırdığı temel güdü üzerine yoğunlaşanlar, yüksek vergi oranı önermiştir. Bu güdü, daha önce belirtildiği gibi döviz kuru değişkenliğini küçültmek için globalize finansal piyasaların reaksiyon hızını yavaşlatmak ve ulusal otoritelerin makroekonomik politika tercihlerinde belirgin bir bağımsızlık oluşturmaktır.

Felix'e göre:

> "Bu amaçlara ulaşabilmek için -özellikle kısa dönemli döviz işlemlerini düşürmek için- gerekli olan vergi oranı, döviz işlem hacmi ve yapısını değiştirebilecek yeterli büyüklükte olmalıdır.

Vergi oranının ne kadar yüksek olması gerektiği döviz işlem hacminin vergiye duyarlılığına bağlıdır" [134].

Bununla birlikte Tobin vergisi ile ilgili esneklik ölçümlerini yapabilmek için kullanılacak bilgi oldukça sınırlıdır. Dolayısıyla vergi oranına ilişkin değerlendirmeler büyük ölçüde farklılaşabilmektedir[135].

Tobin'in ilk önerdiği oran tüm spot işlemlere uygulanacak %1 vergi oranıdır. Fakat daha sonra konuya ilişkin yapılan çalışmalar, oranın ilk düşünüldüğünden düşük olması gerektiğini göstermiştir. Buna göre, oranın %0.25'i aşmaması ve hatta %0.1 kadar düşük olması gerektiği savunulmuştur.

Frankel ve Felix, Tobin gibi verginin makroekonomik istikrar aracı olma fonksiyonunu öne çıkartırlar. Frankel'e göre oran seçimleri için hayati olan işlem maliyetleri, döviz için %0.1 olarak alındığında[136] %0.1 vergi oranı uygundur. Ona göre, bu oran şu anki işlem maliyetlerini ikiye katlayacaktır[137]. Diğer yandan Felix, %0.1'den başlayan %0.05 artarak dört yılda %0.25'e ulaşan vergi oran yapısı öngörmüştür. Bu yapıda, dört yıllık zamanın ihtiyari olmasına rağmen vergiye safhalarla başlamak şokları minimize etmek için yararlı görülmüştür. Felix'e göre "Bu sistem verginin makroekomik yararlarını ve gelir potansiyelini ortaya çıkarır"[138].

Verginin daha çok uygulama yönü üzerinde yoğunlaşan Kenen, vergi ile ilgili en önemli sorun olarak gördüğü vergi kaçırma ve vergiden kaçınma durumlarının oluşmaması için vergi oranının düşük tutulması gerektiğini savunur. Ona göre, böyle bir verginin etkin olarak uygulanabilirliği yalnızca vergi oranı düşük tutularak ve böylece ikame ve göç riskleri engellenerek

---

[134] David FELIX ve Ranjit SAU: a.g.m., 223.
[135] Bu konuda bkz. David FELIX ve Ranjit SAU: a.g.m., 223.
[136] Bu genel bir ölçümdür ve banka ile müşteri arasındaki ticarete uygulanabilir. Dealer'lar arası ticaret için sayının çok daha düşük olacağı öngörülür.
[137] Jeffrey FRANKEL: "How Well Do Foreign Exchange Markets Work: Might a Tobin Tax Help?, a.g.m., 61
[138] David FELIX ve Ranjit SAU: a.g.m., 225.

sağlanabilir. Bunun için Kenen'in önerdiği oran % 0.05 ile en düşük oranlardan biridir[139].

Vergiyi sadece Birleşmiş Milletler'i ve onun barışa yönelik faaliyetlerini fonlama kaynağı olarak ya da sosyal kalkınma ve çevre ile ilgili önerilerin finansmanı için öne çıkartanlar, gerekli gelirin düşük vergi oranı ile sağlanması mümkün olduğundan oldukça düşük vergi oranları önermişlerdir[140]. Bu tür öneriler, verginin global döviz işlemlerinin yapısı ve hacmi üzerindeki etkisine önem vermezler. Çünkü önerilen vergi oranları çok düşük olduğundan verginin elastikiyet etkileri işlem maliyetleri için ihmal edilebilir düzeylerdedir. Bu amaçla önerilen en düşük oran % 0.003'tür.

Daha önce belirtildiği gibi Frankel'in vergi oranı önerisine temel olan verginin makroekonomik istikrar aracı olma fonksiyonudur. Frankel'in modelinde, kısa dönemli işlemlerin piyasada üstünlüğünün artmasının döviz kurlarında büyük değişkenlik ve volatilite yarattığı gösterilmiştir. Bu modelde bir işlem vergisi kısa dönemli işlemlere uzun dönemli işlemlerden daha fazla maliyet yükleyerek kur oranı volatilitesini düşürmeyi ve dolayısıyla makroekonomik istikrara katkı yapmayı amaçlar. Frankel verginin mali kriz zamanlarındaki döviz kurlarındaki büyük sapmaları önlemede etkinsiz olacağını fakat normal zamanlardaki sapmaları önleyerek krizden kaçınmaya yardımcı olacağını kabul eder. Burada amaç sermaye çıkışlarından ziyade kısa dönemli sermaye girişlerini ve volatiliteyi engellemek ve ekonomik göstergeleri doğru değerlerine getirmektir.

Bu yapıda verginin kısa dönemde makroekonomik istikrara sınırlı bir katkısı olabileceği savunulmuştur. Spahn ise ikili yapıda bir vergi oranı tasarlamanın makroekonomik istikrarı sağlamada daha işlevsel olmanın yanında Tobin vergisiyle ilgili temel itirazları da elimine edeceğini savunmuştur.

---

[139] Peter KENEN: a.g.m., 110.
[140] D. NAJMAN ve H.d'ORVILLE: a.g.m., 40.

Spahn'ın önerisi, ulusal paralara karşı büyük spekülatif saldırıların olduğu mali kriz zamanlarında bir mali tampon olarak verginin etkinliğini sağlamayı amaçlar. Bu öneri, normal zamanlarda uygulanacak oldukça düşük bir oran ile spekülatif baskı dönemlerinde aktif hale gelecek çok yüksek bir vergi oranını içeren ikili bir oran yapısıdır. Bu şekliyle normal zamanlarda uygulanacak çok düşük oranların piyasa likiditesine zarar vermeyeceği savunulur. Çünkü yüksek vergi oranları bilginin işlenmesi ve sermayenin tahsisiyle ilgili etkinliği küçültebilir. Burada önerilen çok düşük oranlar ile başlangıçta önerilen yüksek Tobin vergisi oranının (%1), normal işlemleri spekülatif işlemlerden ayırmanın zorluğunda piyasa istikrarı için gerekli işlemlere ve piyasa likiditesine zarar vermesi önlenir. Bu konu, temel olarak, kısa dönemli işlemleri hedeflemekle birlikte spekülasyon amaçlı işlemlerle normal işlemler arasında bir ayırım yapmaması nedeniyle Tobin vergisinin etkinliğine ilişkin yapılan itirazları kapsamaktadır[141].

Spahn'ın ikili yapıda vergi oranı önerisinin çok düşük vergi oranını içeren birinci kısmı mali fonksiyonuna ilişkindir. Bununla birlikte istikrarsız noise işlemleri elimine ettiği ölçüde aynı zamanda döviz kurunu stabilize eder. Fakat önerinin asıl istikrar fonksiyonu, çok yüksek vergi yüklerinin oluşmasını sağlayan anti-spekülatif vergi ile elde edilir. Bu vergi, kriz durumunda paralara karşı spekülatif saldırıları önleyecek ve döviz piyasalarındaki çoklu dengeyi ortadan kaldırmayı amaçlar. Dolayısıyla vergi oranlarına ilişkin bu ikili yapı ile vergi, kur oranı istikrarı yanında belli bir miktar gelirin oluşumunu da sağlayabilecektir[142].

---

[141] Bu itirazlar temel olarak verginin piyasa tahsis etkinliğine zarar verme potansiyeli taşımasına ilişkindir. Spahn'a göre spekülasyonun neden olduğu dışsallıklar üzerine yüksek oranlı bir arttırımlı vergi (surcharge exchange) ile birleştirilmiş çok düşük bir vergi oranı, kur oranını stabilize etmek için geçerli ortodoks politikalar üzerinde önemli tahsissel ve dağıtımsal avantajlar taşır. Paul SPAHN: a.g.m., 13.

[142] Burada döviz kurlarının serbestçe hareket edeceği bir koridor tanımlanır. Bu koridor içindeki işlemler vergilendirilmez ve böylece normal likit işlemlerin vergiden etkilenmemesi sağlanır. Spekülasyon genellikle döviz kurlarındaki anormal değişikliklerle ifadesini bulduğu için koridorun dışına çıkan işlemler için vergi oranı yüksektir. Vergilendirme sadece koridorun dışına çıkan işlem fiyatına uygulanır. Buradaki efektif vergi yükü koridordan sapmaların derecesiyle artacağı için marjinal %50 veya %100 olabilir. Bkz. Paul SPAHN: a.g.m., 9.

Verginin, istikrar fonksiyonunu sağlayabilecek bir öneri, Şili zorunlu mevduat uygulamasından esinlenerek yapılabilir. Buna göre sermaye girişlerinin ilk aşamada oluşmasını önlemek için girişlerin yoğunlaştığı zamanlarda (boom) vergi oranını yükseltmek, diğer zamanlarda ise düşürülecek bir uygulama öngörülebilir. Sermaye kontrollerine ilişkin ampirik çalışmalar kontrollerin sermaye çıkışından ziyade girişleri engellemede etkin olduğunu göstermektedir. Bu bağlamda vergi oranının çevrimsel olarak farklılaşması kur oranı istikrarını sağlamada etkin olabilir.

Verginin istikrar fonksiyonunu sağlayacak bir diğer öneri, Tobin vergisinin otomatik olarak çeşitlenen vergi oranları biçiminde tasarlanması ile yapılmıştır. Vergi oranı paralar arasında geçerli olan kısa dönem faiz oranı farklılıklarının oranıyla otomatik olarak çeşitlenebilir. Bu öneriye göre "Eğer faiz oranı farklılıkları 2'den 4'e genişlediğinde vergi oranı otomatik olarak 1'den 2'ye yükselirse genişleyen farklılıklar ani sermaye hareketlerini tetiklemezler"[143]. Çeşitlenen vergi oranları verginin stabilize edici yönünü gerçekleştirirken uygulama ve yönetim maliyetlerine neden olabilir.

Genel olarak düşük bir vergi oranı ile global işbirliğinin bir parçası olarak uluslararası faaliyetlerin ve kurumların finansmanı, makroekonomik istikrarın kolaylaştırılması için yüksek bir vergi oranının kullanılmasından politik olarak daha fazla ilgi görmektedir.

b. Vergi Oranı Tespitini Sınırlayan Faktörler

Finansal işlemler üzerinden alınacak bir vergi için oran tespit edilirken vergi ile öngörülen amaçların gerçekleştirilebilmesi için piyasa likiditesi, döviz piyasası kar marjları, uzun dönemli yatırımcılar üzerindeki etkileri gibi faktörlerin dikkate alınması gereklidir.

ba. Piyasa Likiditesi

Bretton Woods sonrasında finansal piyasalar büyük ölçüde değişmiştir. Bu gün parasal işlemlerin önemli kısmı finansal kurumlar arasındaki likidite

[143] T. F. DERNBURG: Global Macroeconomics, (New York, 1989), 458.

işlemlerinden oluşmaktadır. Bu işlemler döviz kuru risklerine karşı yapılır ve istikrarlı olarak değerlendirilir[144].

Verginin piyasa likiditesi üzerinde olası olumsuz etkilerin önemine işaret edenler, bu etkilerin vergi oranı tespitinde önemli bir sınırlama teşkil edeceğini savunurlar. Bu görüşlere göre, yüksek bir vergi oranı işlem hacmini önemli ölçüde küçültürse piyasada fiyat oluşumu için önemli bir fonksiyonu olan likit işlemlerin azalmasına ve sonuçta piyasa volatilitesinde bir artışa neden olunabilir[145].

Birinci bölümde incelendiği gibi teori, fiyat keşfetme süreci ve volatilite ilişkisinin farklı yönlerini ortaya koymaktadır. Döviz piyasalarına ilişkin olarak bilginin, fiyatlarca içerildiği varsayımı makro modellerde geçersiz, mikro yapısal analizlerde ise farklı biçimlerde açıklanmaktadır. İlgili tüm bilginin kamuca bilindiği ve fiyatlara birleştirildiğini varsayan makro modellerin, kısa dönem döviz kuru için açıklama gücü bulunmamaktadır. Döviz piyasalarının mikroyapısal analizine ait çalışmalar, bu piyasalardaki volatilitenin yeni bir bilginin piyasaya ulaşmasından ziyade, eksik bilginin piyasa katılımcıları tarafından öğrenilmesi sonucu fiyatlarda büyük değişikliğe neden olabileceğini göstermiştir[146].

Diğer yandan Lyons, döviz işlemleri için güdüleri inceleyen çalışmasında, döviz işlemlerinin işlem doğurduğunu ve bu işlemlerin dealer'lar

---

[144] Paul SPAHN: a.g.m., 11.

[145] Verginin olduğu durumda arbitrajcılar piyasaya girmeden önce vergisiz duruma göre daha büyük fiyat farklılıkları için bekleyebilirler. Bu durumda fiyat keşfetme süreci (price-discovery) kesildiği için fiyatlar piyasadaki mevcut tüm bilgileri yansıtmayacaktır. Dengeden sapan fiyatların ayarlanması birdenbire olurken volatilite artar. Bu görüşler Tobin vergisine karşı temel itiraz noktalarını oluşturur. Bu konuyla ilgili alternatif görüşler ise belirli tip işlemcilerin döviz piyasası ve kur oranları üzerindeki etkinliğine vurgu yapar. Buna göre, Hedge fon ve yatırım fonları gibi chartist teknikler kullanan işlemciler kur oranlarını arbitrajcılardan daha fazla etkiler. Dedikodu ve söylentilerle işlem yapabilen söz konusu işlemcilerin işlemleri arbitrajcıları da etkiler. Tobin vergisi bu nitelikte (noise) işlemleri küçülttüğü ölçüde döviz piyasası istikrarına katkı yapar.

[146] Bu konuda Bkz. David HSIEH ve Allan KLEIDON: "Bid-Ask Spread in Foreign Exchange Markets: Implications for Models of Asymmetric Information", The Microstructure of Foreign Exchange Markets, Edit. J. FRANKEL, G.GALLI, A. GIOVANNI, (Chicago: The University of Chicago Press), 41-46.

arası stok dengesizliklerinin tekrarlanan geçişinden ortaya çıkan nispeten bilgi içermeyen işlemler olduğunu göstermiştir[147].

Döviz piyasası mikroyapısal analizlerin oldukça yeni ve tartışmalı olmasına rağmen, bu piyasalardaki işlem ve oluşumların karmaşıklığı bilgi işleme sürecini de etkilemektedir.

Likiditenin çeşitli biçimleri işlemciler ve ekonomik ortam üzerinde önemli etkilerde bulunabilir. Bu konu Dornbusch tarafından şu biçimde ele alınmıştır:

> "Bir çok işlemci kısa döneme yoğunlaşırsa ekonomideki diğer pek çok aktör aynı modeli izlemek durumunda kalır. Bu süreç içinde tümüyle dakikalık sermaye kazanımları üzerine yoğunlaşan bir özel kesimin oluşması ve üretken alanlarda yatırımdan uzaklaşılması durumunda ekonomi kötü bir dengeye doğru sapabilir. Burada piyasanın kısa dönem zaman dilimi tarafından yaratılan yüksek volatilite ile kararsız kılınan bir ortam söz konusudur. Aşırı likidite, ekonomik zaman diliminin normal dışı ve üretken olmayan biçimde kısalmasına neden olur"[148].

Daha önemli olarak, piyasa likiditesindeki büyük artışın olumsuz etkisi- özellikle piyasa katılımcı beklentilerinin ve bilgi oluşturmanın heterojenliğinde- önemli olabilir. Daha önce belirtildiği gibi bilgi süreci döviz piyasalarında tıkanmanın kaynağı olabilecek bir süreci ifade edebilir. Bu sürecin oluşma hızı nedeniyle dinamiklerinin ortaya konulmasının zor olmasına rağmen likiditenin büyüklüğü, etkileri büyütmektedir. Bu anlamda piyasa likiditesinin küçülmesi ve işlem hacminin azalması döviz piyasasındaki risklerin yayılmasını ve büyük bozulmaları önleyebilir.

---

[147] Richard LYONS: "Foreign Exchange Volume: Sound and Fury Signifying Nothing?", a.g.m., 183.

[148] Rudi DORNBUSCH: "Cross-Border Payments Taxes and Alternative Capital-Account Regimes", International Monetary and Financial Issues For The 1990s, UNCTAD, VIII, (New York and Geneva: United Nation Publication, 1997), 30.

Palley'e göre, verginin piyasa likiditesini düşürerek volatiliteye varması piyasanın şu anki teknik düzeyinde beklenilemeyecek bir sonuçtur. Tobin vergisi işlem maliyetlerinde marjinal bir artışa varsa bile, bu maliyet hala elektronik işlem teknolojisindeki yenilikler nedeniyle oldukça düşüktür [149]. Dolayısıyla volatilitenin artması döviz piyasalarının günümüzdeki olağanüstü büyüklüğü ve önerilen verginin düşük oranı durumunda büyük ölçüde geçerli olmayabilir.

Vergi oranına ilişkin yapılan önerilerde, genellikle, %0.25'ten yüksek vergi oranlarının döviz işlemlerinde çok fazla küçülme yaratacağı ve dolayısıyla volatiliteyi azaltmayacağı için desteklenmediği görülmektedir. Önerilen düşük oranlar ile piyasa istikrarı için önemli olan piyasaya likidite sağlayan işlemlerin vergiden etkilenmemesi sağlanır. Yinede bir kısım istikrarlı işlemler vergiden etkilenir ama bu işlemlerin piyasanın daha az volatile olmasından yararlanacakları kabul edilmelidir.

Dolayısıyla piyasanın genel likiditesi üzerinde böyle bir verginin etkisi dikkatli bir biçimde değerlendirilmelidir. Genel düzeydeki etkileri değerlendirmedeki zorluk yüksek vergi oranları belirlenmesine önemli bir sınırlama oluşturur. Düşük oranlarda etkilerin düşük olacağı öngörülür.

bb. Döviz Piyasası Kar Marjları

Vergi oranına önemli bir kısıtlama olarak ortaya çıkan bir diğer konu, döviz piyasasında yapılan işlemlerin kar marjlarıdır. Büyük döviz piyasalarına sahip en likit piyasalarda kar marjları düşük iken işlem hacmi yüksektir. Diğer yandan likiditesi düşük piyasalar daha büyük marjlarda işlerken gerçekleşen işlem miktarları düşüktür.

---

[149] Thomas PALLEY: "Destabilizing Speculation and the Case For and International Currency Transactions Tax", http://attac.org/fra/list/doc/palley.htm., (07.07.2000).

Döviz işlemlerine yüklenen %1'lik bir vergi, temel paralarda ortalama %1 olan kar marjları dikkate alındığında döviz işlemlerinde büyük bir kesilmeye neden olacaktır. Belirli paralar ve piyasalar için bu oran çok daha düşüktür[150].

Dolayısıyla kar marjlarının büyüklüğüne göre vergi oranının %0.01 ile %0.25 arasında belirlenmesi daha gerçekçi görünmektedir.

Vergi oranı belirlenmesinde diğer bir zorluk, likiditesi ve işlem marjları farklı döviz piyasalarına ilişkindir. Bu piyasalar arasında vergi oranı farklılaştırmasının işlevsel olmayacağı savunulmaktadır[151]. Burada marjinleri düşük en likit piyasalara göre vergi oranının belirlenmesi uygulanabilir görünmektedir. Bu durum en çok işlem yapılan paraların dışındaki paralar için bir avantaj olacaktır[152].

bc. İhracatçı ve İthalatçı Üzerindeki Etkiler

Tobin vergisi bütün piyasa katılımcılarına tek tip bir vergi oranı uygulaması öngördüğünden uzun dönem işlem yapanlar için kısa dönemli işlemcilere göre daha az maliyet yaratır. Tablo 25'de işlem sürelerine göre hesaplanan vergi oranı ve vergi yükleri görülmektedir. Buna göre %0.5'lik bir nominal vergi oranı bir günlük yatırıma yıllık %240, 10 yıllık bir yatırıma ise %0.1 efektif vergi yükü oluşturmaktadır.

---

[150] Örneğin New York'ta dolar/mark bid/ask spread'i, gün ortası değeri olarak %0.05 kadar düşük gerçekleşebilmektedir. Bu oranın 1973'te %0.11 olması işlem maliyetlerinde gerçekleşen düşüşü göstermektedir. Bkz. Kenneth FROOT: Multinational Corporations, Exchange Rates, and Direct Investment, (Chicago, 1990), 315.

[151] Paul SPAHN: a.g.m., 13.

[152] Piyasa likiditesi düşük alım/satım marjinleri yüksek döviz piyasaları genellikle GOÜ'lere özgüdür. Burada verginin global döviz piyasası istikrarına katkısı ve ulusal döviz piyasaları üzerindeki etkileri dikkate alınmalıdır. Likiditesi yüksek işlem marjları düşük piyasalara göre belirlenecek vergi oranının GOÜ paraları için ulusal istikrar etkileri düşük olacaktır. Bununla birlikte, bu ülkelerin global döviz piyasası işlem hacminde düşük payı global ölçekte düşük istikrar etkilerinin ihmal edilebilecek düzeyde olması anlamındadır. GOÜ'ler için ise vergi global düzeyde daha istikrarlı makroekonomik ortamın yaratılması yönüyle katkı yapacaktır. Bu ülkelerde verginin ulusal düzeyde düşük etkileri çok sığ ve zayıf döviz piyasasına sahip ülkeler için bir avantaj olacaktır. Bununla birlikte GOÜ'ler özellikle kriz koşullarında uluslararası volatiliteden GÜ'lerden daha fazla zarar görmektedirler. Bu durum, söz konusu ülkelerde döviz piyasası volatilitesini sınırlayıcı ek düzenlemelerin yapılmasını gerekli kılmaktadır.

Tablo'dan yıllık vergi yükleri dikkate alındığında, uzun dönemli yatırımcılar üzerinde kısa dönemli işlemlerle karşılaştırıldığında ihmal edilebilecek bir maliyetin oluştuğu görülmektedir.

TABLO 25: FARKLI ZAMANLAR İÇİN BASİT, YILLIK, EFEKTİF TOBİN VERGİSİ ORANLARI

Nominal vergi oranı (%)	Efektif Vergi Oranı Yıllık (%)					
	1 gün	1 hafta	1 ay	3 ay	1 yıl	10 yıl
0.01	4.8	1.4	0.24	0.08	0.02	0.002
0.05	24.0	5.2	1.20	0.40	0.10	0.010
0.10	48.0	10.4	2.40	0.80	0.20	0.020
0.15	72.0	15.6	3.60	1.20	0.30	0.030
0.20	96.0	20.8	4.80	1.60	0.40	0.040
0.25	120.0	26.0	6.00	2.00	0.50	0.050
0.50	240.0	52.0	12.00	4.00	1.00	0.100
1.00	480.0	104.0	24.00	8.00	2.00	0.200

(1)Aynı işlemlerin her ay, hafta ya da gün gerçekleştirildiği varsayılmıştır. Alım ve satımın her bir ayağı için vergi oranı iki ile çarpılmıştır. Tobin'in kendi hesaplamalarında bir günlük işlemler için, yılda yalnızca 240 işlem günü varsayılmıştır. Bir aylık işlemler üzerindeki %1'lik bir tobin vergisi (%1x2x12) %24 yıllık orana eşittir. Bir günlük işlemler üzerindeki %0.01'li bir vergi ise (0.01x2x240=4.8) %4.8 olacaktır.

Uzun dönem yatırımlar üzerindeki yıllık vergi yükü, mal ticareti üzerinde varolan ticari ve ulaşım maliyetlerine göre oldukça düşüktür[153]. Bu kesimler için nakil ve korunma maliyetleriyle karşılaştırıldığında ad valorem bir verginin yaratacağı maliyet çok düşüktür.

Benzer bir biçimde, Kenen %0.5 vergi oranının perakende piyasadaki işlem spreadlerini %1.7 genişletse bile hala bu maliyetin ticaret ve uzun dönem yatırımları azaltmada yeterli olmadığını savunur[154].

Bununla birlikte uluslararası ticaret ve yatırımlar üzerinde vergi yükünün öngörülenden daha yüksek olabileceği savunulmuştur[155]. Bunun nedeni, uzun

[153] Barry EICHENGREEN, James TOBIN, Charles WYPLOSZ: "Two Cases For Sand In The Wheels of International Finance", a.g.m., 165.
[154] Peter KENEN: a.g.m., 121.

dönemli işlemlere taraf olan yatırımcıların korunma için yaptıkları işlemlerin ikiden fazla işlem gerektirmesi nedeniyle, vergi yükünün, düşük bir vergi oranı ile yaratılacak maliyetten daha yüksek gerçekleşmesidir. Korunma operasyonları her biri vergilendirmeye tabi dört işlem gerektirdiği için mal ticareti üzerinde %0.1'den büyük olmayan bir efektif vergi yükü, %0.025 vergi oranı ile elde edilir[156].

Bu durum kısa dönemde yüksek vergi oranı belirlenmesine bir sınırlama olarak görülebilir. Diğer yandan döviz kurlarını doğru değerlerinden saptıran sıcak para akımlarının yaratabileceği makroekonomik maliyetler, ılımlı bir ticaret vergilendirmesinin çok ötesine geçebilir[157]. Frankel %1'lik bir verginin ticaret üzerinde negatif bir etki oluşturabileceğini kabul eder. Fakat orta dönemde döviz kuru riskinin düşmesinde başarılı olunursa dengeleyici bir pozitif etki oluşacaktır. Bunun nedeni, ithalatçı ve ihracatçı için döviz kuru riskinden korunmanın maliyetinin önemli olabilmesidir[158].

Dolayısıyla reel üretim faaliyetlerinde yer alanlar, döviz piyasaları istikrarına katkı yapan vergiden, kendi korunma maliyetlerini düşürmesi yönüyle yararlanırlar. Bununla birlikte vergi istikrarlı nitelikteki işlemler içinde bir caydırıcılık oluşturabilir. Bu durumda piyasa likiditesinin çok fazla düşmesi kanalıyla ticarete taraf olan işlemcilerin işlemleri zorlaşabilir.

Vergi oranı düşük tutulduğunda hem doğrudan uzun dönemli yatırımcılar üzerinde hem de dolaylı olarak piyasa likiditesinin düşmesi ile oluşabilecek olumsuz etkiler dengelenebilir.

---

[155] Bu konuda bkz. Paul DAVIDSON: "Are Grains of the Sand in the Wheelss of International Finance Sufficient to Do the Job When Boulders Are Often Required?", Economic Journal, 107, (May 1997), 671-686.

[156] Diğer yandan uzun vadeli yatırımcı ve mal teslim edenlerin (ihracatçı/ithalatçı) yapacağı söz leşmeler de (future, opsiyon) günlük işlem yapanların aksine, işlemlerin vadesine uygun (orta veya uzun vade) olacaktır. Bu bağlamda idari maliyetlerden kaynaklanan sorunlara rağmen uygun vergi oranı seçildiğinde, uzun vadeli yatırımcının finansal türevlerdeki vergi yükünün önemli bir caydırıcılık oluşturması beklenmeyebilir.

[157] J. FRANKEL ve R. DORNBUSCH: a.g.m., 36.

[158] Jeffrey FRANKEL: "How Well Do Foreign Exchange Market Work: Might a Tobin Tax Help?", a.g.m., 62.

bd. Vergiden Kaçınma Potansiyelinin Yüksek Olması

Kenen'e göre döviz işlemlerini vergilemenin zorluğu vergi kaçırma ve vergiden kaçınma durumlarına ilişkin olarak ortaya çıkar. Ona göre, Tobin vergisi türündeki vergilerin uygulanabilmesi, varlık ikamesi ve piyasa göçü ile kaçınma durumunun engellenmesine bağlıdır. Bunun için ise vergi oranı % 0.05 kadar düşük tutulmalıdır[159].

Verginin uygulanması ile ilgili bölümde ayrıntılarıyla değinileceği gibi, döviz piyasaları var olan finansal araçları kullanmak ya da yeni finansal araçlar oluşturmak konusunda regülatörlerden oldukça hızlıdır. Dolayısıyla yüksek vergi oranlarında kaçınmaya yönelik teşviklerin artacağı düşünülebilir ve bu durumun vergi oranı tespitinde dikkate alınması gereklidir.

be. Döviz Piyasası Yapısı Üzerindeki Etkiler

Hem Felix hem de Frankel, bazı Tobin vergisi savunucuları tarafından önerilen %0.5 ya da daha yüksek oranların uygulanmasına karşıdırlar. Çünkü yüksek oranlar döviz işlemlerini çok fazla kesebilir ve kur oranı volatilitesini de küçültmeyebilir.

Frankel'e göre %0.5'lik bir vergi nedeniyle dealer'lar arası işlemler büyük ölçüde küçülürse döviz piyasalarının yapısında önemli değişiklikler meydana gelebilir. Merkezi olmayan, dealer'ların yönettiği, tezgah üstü ve açık olmayan piyasalardan; merkezileşmiş, müşterilerin yönettiği açık piyasalara geçilebilir. Böyle bir sonucun Frankel'e göre kendine göre üstünlükleri vardır. Fakat geçişteki bozulmalar böyle bir çabayı haklı göstermeyecek kadar büyük olabilir[160].

Vergi yüklenmesinin sonucu olarak yerel dealer sistemi ortadan kalkarsa işlem hacmindeki küçülme daha fazla olacaktır. Döviz piyasalarında paralar

---

[159] Peter KENEN: a.g.m., 111.
[160] Jeffrey FRANKEL: "How Well Do Foreign Exchange Market Work: Might a Tobin Tax Help?", a.g.m., 56.

dealerlar arasında pek çok defa el değiştirir. Döviz piyasasında sıcak patetes modeli ile açıklandığı gibi, parayı bir iki saatten daha fazla elde tutmaya bir istekli bulana kadar işlemler devam eder. İşlem maliyetlerindeki düşme bu işlemleri kolaylaştırmıştır. Verginin yüklenmesiyle müşteriler tarafından yapılan satım ya da alımlar 5 ya da 8 değil bir ya da iki işlemle olur.

Frankel'e göre %0.1 kadar düşük bir oran döviz piyasasındaki ticaret yapısını değiştirmede yeterli değildir. Ama %0.5 ve %1 gibi yüksek oranlarda bu etki oluşabilir.

Felix ise böyle bir sonucun oluşacağı konusunda şüphelidir. Bunun çeşitli nedenleri vardır. Birincisi, 1980'lerin başında işlem hacmi bugünkü hacmin çok küçük bir kısmını oluşturduğunda bile döviz piyasaları yerel piyasa yapısına sahiptir. Ayrıca Frankel'den farklı olarak Felix broker işlemlerine vergi konulmasını gerekli görür. Bu durumda herkes aynı biçimde vergiye tabi olacağından piyasanın müşteri kompozisyonu değişmez. Son olarak organize borsalar onları likit tutacak piyasa yapıcılarına ihtiyaç duyarlar. Bu tür piyasa yapıcıları için en doğal aday zengin bir cüzdana sahip dealer bankalarıdır. Bu bankalarda şu anki açık olmayan döviz sisteminin onlara sağladığı bilgi avantajından yararlandıkları için mevcut yapının değişmesinden yana olmayacaklardır[161]. Bu nedenlerle Felix döviz piyasası yapısının %0.1 kadar %0.25 vergi oranıyla'da kolaylıkla değişmeyeceğini savunmuştur.

Felix'in 1992 yılı döviz piyasası verilerine dayalı hesaplamalarına göre %0.25 bir vergi ile %33 global döviz hacmi küçülmesine neden olmaktadır. Bu durumda döviz piyasaları şoklara girmeksizin söz konusu küçülmeye kendisini ayarlama kabiliyetindedir. Felix'e göre %0.25'ten büyük bir oranın döviz piyasası üzerindeki etkisi ise istikrar bozucu olabilir. Çünkü esneklik çok düşük olmadıkça döviz hacminin aniden kesilmesine neden olabilir. Bu yüksek

[161] David FELIX ve Ranjit SAU: a.g.m., 251.

esneklik değerine sahip ölçüm modeli ve %0.5 vergi oranı 1992 verilerine uygulandığında döviz hacmi yarı yarıya düşmektedir[162].

Dolayısıyla döviz piyasası yapısı üzerindeki etkilerin dikkate alınması %0.25 ve %0.1 aralığında oranlar uygulamayı gerekli kılabilir.

5. Tobin Vergisi Gelirlerinin Ölçülmesi

Özellikle son zamanlarda Tobin vergisine yönelik ilginin artmasının nedeni, verginin büyük miktarda bir gelir elde etme potansiyeli taşımasıdır. Bununla birlikte verginin istikrar aracı olma ve gelir sağlama fonksiyonları arasında değişim ilişkisi bulunmaktadır. Vergi istikrar amacına ulaştığı ölçüde işlem hacmi küçülmesine bağlı olarak vergi matrahı azalacağından elde edilecek gelirler azalacaktır.

Bu durum vergilerin iktisadi etkilerinin analizi ile açıklanabilir. Vergi nispi fiyatları değiştirerek (belli bir ürün fiyatını diğerlerine göre pahalılandırılması) iki etki yaratır. Öncelikle kişilerin bu ürüne yaptıkları harcamaların vergi oranı kadar kısmı hazineye gider (gelir-ödeme etkisi). Ayrıca kişiler malın nispi fiyatı değiştiği için daha az tüketirler ve piyasa işlem hacmi azalır (nispi fiyat-ikame etkisi).[163] Tobin vergisi temel olarak iktisadi faaliyetin döviz işlemlerinden uzaklaşmasını hedefleyerek bir tür ikame etkisi oluşmasını amaçlar.

Vergi oranı ne kadar yüksekse ve para alımı (işlem hacmi) fiyat yükselişine ne kadar duyarlı ise (talep esnekliği ne kadar yüksek) verginin fiyat etkisinin ekonomik işlemleri azaltıcı rolü o kadar yüksektir. Dolayısıyla verginin iktisadi etkileri ve oluşacak vergi gelirini belirleyen, en önemli unsurlardan biri arz ve talep esnekliklerideir. Bulutoğlu tarafından belirtildiği gibi "Esnek olarak arz ve talep edilen mal ve hizmetler üzerine vergi konulduğunda verginin

---

[162] David FELIX ve Ranjit SAU: a.g.m., 255.
[163] Kenan BULUTOĞLU: Kamu Ekonomisine Giriş, Devletin Ekonomik Bir Kuramı, (İstanbul, 1988), 420.

iktisadi etkileri yüksek"[164] ve vergi matrahı küçülmesi oldukça şiddetli olabilir. Eğer esneklikler düşükse vergi matrahı çok fazla küçülmez.

Bu bağlamda döviz işlemlerine konan vergilerin talebinin fiyat esnekliği zayıfsa, vergi bunların talebini pek azaltmayacak, sadece talep edenlerin vergi yükü artacaktır. Bu durumda verginin iktisadi etkileri ve istikrar sağlama fonksiyonu düşüktür. Verginin piyasa işlemlerini etkilemediği ya da çok düşük düzeyde etkilediği bu durumda büyük miktarda vergi gelirleri elde edilmesi mümkün olabilir.

Aksi olarak yüksek esnekliklerde çok büyük vergi matrahı küçülmesi ile verginin istikrar sağlama fonksiyonu gerçekleşecektir. Bu durumda pigouvian vergi teorisine uygun olarak verginin istikrar fonksiyonu ile spekülatörler tarafından diğer yatırımcılara yüklenebilecek potansiyel negatif dışsallıklar küçültülürken gelirler oldukça düşük gerçekleşebilir. Dolayısıyla verginin istikrar sağlama fonksiyonunun büyük ölçüde gerçekleşmesi vergi ile elde edilecek gelirlerin oldukça düşük kalmasına neden olabilir.

Genel olarak döviz işlem arzının fiyat esnekliğinin yüsek olduğu kabul edilebilir. Dolayısıyla döviz işlemlerini vergilendirmek onların boyutlarının büyük ölçüde küçülmesine neden olabilir. Bu tür bir ikame etkisi yüksek marjinal oranlar durumunda önemli olabilir. Bu durumda oluşacak gelirler oldukça düşük kalabilir.

Burada Tobin vergisi gelir ölçümleri ve onun istikrar sağlama fonksiyonunun bir göstergesi olarak alınan işlem hacmi küçülmesine ilişkin değerlendirmeler yapılacaktır.

Bir kaç nedenle potansiyel Tobin vergisi gelir ölçümleri sadece kaba ölçümler olarak değerlendirilmelidir. Öncelikle verginin beklenen etkilerinden biri işlem hacminde düşmedir. Fakat bu düşmenin doğru biçimde hesaplanması mümkün değildir. Bunun en önemli nedeni işlemlerle ilgili esneklikleri tespit

[164] Kenan BULUTOĞLU: a.g.e., 455.

etmenin güçlüğüdür. Bu ölçümler sadece tahmini değerlerle yapılabilir. Ayrıca global döviz piyasasında yer alan işlemcilerin davranışı, milliyetlerine işlem güdülerine ticaretin yapısına göre farklılaşır. Her ülkeye ilişkin yapılan ampirik çalışmalarla söz konusu farklılıklar ortaya konabilir. Burada tek tip ve dünya ölçeğinde uygulandığı varsayımı altında global vergi gelir ölçümleri yapılmıştır.

Aşağıdaki Tablo 26'da farklı esneklik değerleri, vergi oranları ve işlem maliyetleri dikkate alınarak işlem hacmi küçülmesi ve vergi gelirleri hesaplanmıştır. Tablo'da kullanılan vergi oranları %0.1 ile başlayıp %0.05'lik yıllık artışlarla dört yıllık aşamada %0.25'de sabit hale gelir. Bu oran yapısı ilk uygulamadaki şokları minimize etmek için tasarlanmıştır. Bu oran yapısı ile vergiyi uygulamanın bir takım sakıncaları olmasına rağmen, verginin iktisadi ve mali fonksiyonlarını ortaya çıkaracağı savunulmuştur[165]

Hacim küçülmesi ve oluşacak gelir hesapları vergiden önceki yüksek ve düşük işlem maliyetleri için ve vergi oranı arttıkça düşen esnekliklerle yapılmıştır. Ölçümlerde kullanılan vergiden önceki işlem maliyetleri yıllık ağırlıklandırılmış ortalamalardır. Hesaplamalarda oranlardaki farklılığın hacim küçülmesi ve gelir üzerindeki etkisini görebilmek için aynı vergi matrahı alınmıştır. Bir işlem maliyetine döviz işlem hacminin başlangıç esnekliği -1.5 olarak varsayılmıştır ve son yılda 0.75 olacak şekilde her yıl 0.25 küçülmektedir[166]. Esnekliklere ilişkin formel ölçüm modeli Ek 4'te yer almaktadır.

Söz konusu vergi oranları işlem maliyetleri ve esneklikler dikkate alınarak vergi ile gerçekleşecek olan ortalama işlem maliyetlerindeki yükselmenin döviz kuru hacminde yaratacağı düşme hesaplanmaktadır.

---

[165] Söz konusu sakınca bu dönemde politik tartışmanın genişlemesinin uyumu zorlaştırabilecek olmasıdır. Çünkü bir beyan (ikame) etkisi oluşabilir. Bu etki varolan finansal araçlarla veya yenilerinin oluşturulması ile verginin şokunu küçültecek ayarlama mekanizmalarının oluşmasına neden olabilir. Bkz. David FELIX and Ranjit SAU: a.g.m, 237.

[166] Modelde esnekliklerdeki küçülme, birinci yıl verginin temel olarak kısa dönemli döviz işlemlerini olumsuz etkileyeceği varsayımı ile haklı gösterilmiştir. Küçük marjinlerde büyük işlem hacmi yaratan örtülü faiz oranı arbitrajı %0.1 başlangıç vergi oranında en fazla sıkışacak ve gelecek dönemde ağırlıklandırılmış ortalama esneklik düşecektir.

TABLO 26: TOBİN VERGİSİ İLE OLUŞACAK İŞLEM HACMİ KÜÇÜLMESİ VE VERGİ GELİRLERİ TAHMİNLERİ [1]

Vergi oranı, İşlem Maliyetleri ve Esneklikler[2]	Döviz Piyasası Başlangıç İşlem Hacmi (Trilyon Dolar)[3]	Vergi Sonrası İşlem Hacmi (Trilyon Dolar)	İşlem Hacmi Küçülmesi (%)	Vergi Gelirleri (Milyar Dolar)
1. Yıl				
T=%0.1 E =1.5				
t1=%1 +T =1.1	196	166.6	15	166.6
t2=%0.5+T =0.6		137.2	30	137.2
2. Yıl				
T=%0.15 E=1.25				
t1=%1 +T =1.15	196	158.7	19	238
t2=%0.5+T =0.65		122.5	37.5	183.7
3. Yıl				
T=%0.2 E=1.0	196	156.8	20	313.6
t1=%1 +T =1.2		117.6	40	235.2
t2=%0.5+T =0.7				
4. Yıl				
T=%0.25 E=0.75	196	159.2	19	398
t1=%1 +T =1.25		122.5	37	306.2
t2=%0.5+T =0.75				

(1) Hesaplamalarda Ek 4'de yer alan model temel alınmıştır. Ayrıca hesaplamalarda global üretim, ticaret ve doların uluslararası ve ulusal satın alma gücünün dört zaman süresince değişmediği varsayılmıştır. Bir başka ifadeyle ölçümler reel ekonominin trendleri hakkındaki tahminleri kapsamamaktadır.
(2) T= Tobin vergisi
E=Yıllık döviz hacmi esneklikleri (İşlem maliyetleri yönüyle)
t= birim işlem maliyetleri (t1 ve t2 vergiden önceki yüksek ve düşük işlem maliyetleridir)
(3) Verginin en azından büyük finansal merkezli ülkelerin hepsine yüklendiği varsayıldığı için vergilendirilebilir işlem hacmi global döviz piyasası işlem hacmi olarak alınmıştır. Tablo 22'de görüldüğü gibi 2001'de günlük döviz piyasası işlem hacmi olan 1.210 milyar dolar 250 işlem günü ile çarpılarak yıllık global döviz piyasası işlem hacmine ulaşılmıştır. Bu işlem hacminden (302.5 trilyon dolar) vergiden muaf (resmi) işlemler ve kaçınma olasılığı için %35 indirim yapılarak 196 trilyon dolarlık efektif vergi matrahına ulaşılmıştır.

Tablo 26'dan görüldüğü gibi %0.25 vergi, 2001 yılı döviz işlem hacmine uygulandığında 300 milyar dolardan daha fazla bir gelir ve işlem hacminde %37 küçülmeye neden olmaktadır. En büyük işlem hacmi küçülmesi %0.2 vergi oranı ve esnekliğin 1 olduğu durumda, en yüksek gelir ise %0.25 vergi oranı durumunda gerçekleşmektedir. Bunun dışında vergi gelirlerinin vergiden önceki işlem maliyetlerinin alternatif değerlerine sadece ortalama bir duyarlılıkta olduğu görülmektedir. Vergiden önceki maliyetler %50 düşük alındığında (1 yerine 0.5), vergi gelirleri %23 (398 milyar dolardan 306.2 milyar dolara) düşmektedir[167].

Gelir ölçümlerinin esnekliklerdeki farklılıklara duyarlılığı, en düşük ve en yüksek esneklik değerlerinde yüksektir. Düşük esnekliklerde oluşan gelir, yüksek esnekliklerde oluşan gelirin, vergiden önceki işlem maliyetlerine göre değişmekle birlikte, yaklaşık iki katıdır.

Felix %0.25 vergi oranının verginin makroekonomik istikrar etkisini sağlamada uygun olduğunu savunur. Düşük vergi oranlarında ise etkiler azalacaktır. Bunun nedeni, düşük vergi oranının kurlar arası arbitraj ve açık spekülasyonla ilgili kısa dönem işlemleri daha az caydıracak olmasıdır. Spekülatif kur hareketlerini düşürmede Tobin vergisinin potansiyel makroekonomik etkisi düşük vergi oranlarında büyük ölçüde küçülecektir. %0.25 vergi oranıyla ülkeler arasında 1 aylık hazine bonolarının yıllık faiz oranı farklılıkları %6 genişleyebilir. %0.1 ve %0.05 vergi oranlarında genişleme marjları sırasıyla %2.4 ve %1.2'ye düşer[168].

Felix gibi verginin istikrar etkisini dikkate alan Frankel, %0.1 vergi oranı spekülatif işlemleri küçültecek ve oldukça büyük gelir oluşturabilecek bir oran olarak kabul eder. Frankel, döviz arzının vergiye duyarlılığına ilişkin standart modelin öngördüğü sabit esneklikleri dikkate almıştır. Hesaplamada döviz için tipik işlem maliyeti %0.1 olarak alınır. Bu genel bir ölçümdür ve banka ile

---

[167] Bunun nedeni tek tip bir Tobin vergisinin her ikisine de yüklenmesinin onların arasındaki yüzde farklılıkları azaltmasıdır.
[168] David FELIX ve Ranjit SAU: a.g.m., 240.

müşteriler arasındaki işlemlere uygulanabilir. Buna göre, %0.1'lik bir vergi oranı işlem maliyetlerini ikiye katlayacaktır. Gerçek sayının dealer'lar arası ticaret için çok daha düşük olacağı öngörülür. Eğer böyle bir vergi işlem hacmini %20 küçültürse esneklik yaklaşık olarak -0.322 olur[169]. Eğer aynı esneklik %1 vergi için kullanılırsa işlem maliyeti iki faktör yerine 10 faktör tarafından (1:0.1=10) yukarıya doğru artmış olur.

Frankel'in hesaplamalarına göre %0.1 vergi 1995 global döviz hacmine uygulanırsa işlem hacmi %45 küçülürken 176 milyar dolar gelir elde edilir. Ona göre, işlem hacmindeki küçülme eğer vergi ile piyasa yapısı merkezileşmeye doğru giderse çok daha büyük olabilir[170].

Verginin gelir sağlama fonksiyonunu öne çıkartanların ise oldukça düşük vergi oranları önerdikleri görülmektedir. Döviz piyasası işlem hacmi çok büyük olduğu için çok düşük vergi oranlarının bile fonlama amaçlarını yerine getireceği görülmektedir[171].

Kenen'in önerdiği %0.05'lik bir vergi oranının etkisi gelir elde etmek ve volatiliteyi düşürmek arasında değişir. Eğer vergiden önceki işlem maliyetleri %1 alınırsa gelir toplama amacı üstün gelecektir. Fakat %0.5'lik bir vergiden önceki işlem maliyeti durumunda önemli volatilite küçülmesi yüksek esneklik değerlerine sahip işlemleri vurabilir. Eğer esneklik 1 ya da daha yüksekse ve vergiden önceki işlem maliyetleri yalnızca % 0.1 ise küçülme büyük boyutlarda olur[172].

Görüldüğü gibi, verginin alınan temel değişkenlere bağlı olarak döviz piyasası üzerindeki etkileri farklılaşmaktadır. Bu konuda belirleyici olacak olan,

---

[169] Frankel'in hesaplamasına göre; log (0.8)/log (2.0)=-0.322'dir. Burada vergi, işlem hacmini %20 küçültüyorsa işlem hacmindeki değişim 0.8'dir. İşlem maliyeti 0.1 ise vergi ile bu maliyet 0.101 olduğunda işlem hacmindeki artış 1 ve vergi işlem maliyetlerini ikiye katladığına göre 2'dir.

[170] Jeffrey FRANKEL: "How Well Do Foreign Exchange Markets Work: Might a Tobin Tax Help ?", a.g.m., 60.

[171] D. NAJMAN ve H.d'ORVILLE: a.g.m., 33.

[172] David FELIX ve Ranjit SAU: a.g.m., 244.

verginin getirilme amacıdır. Bunun yanında verginin temel unsurlarının belirlenmesinde, ekonomik sistemin reformu çerçevesinde tasarlanan diğer araçlarla uyumu ve global ekonomik ortamın gereklilikleri de önem taşır.

6. Vergi Yönetimi

Bu bölümde işlemlerin vergilendirilmesi, verginin toplanması ve gelirlerin dağılımı gibi uygulama konuları açıklanmaktadır.

a. İşlemlerin Vergilendirilmesi

Döviz piyasası toptan satış piyasası ve perakende satış piyasası olmak üzere iki kısımdan oluşur. Bankalararası piyasa da denilen toptan satış piyasasında işlem yapan dealer'ların çoğu bankalardır. Perakende satış piyasaları ise banka ve diğer dealar'ların müşterilerinin ihtiyaçlarını karşıladıkları piyasalardır.

Toptan satış piyasasında yapılan işlemlerin vergilendirilmesi booking ya da dealing sitede gerçekleştirilebilir. Dealing site döviz alım/satım anlaşmasının kararlaştırıldığı, booking site ise dealing sitede kararlaştırılan anlaşmanın kayıtları ve biçim özellikleri dealer'in bankasının ilgili ofisine kayıt ettirildiği sitedir. Genellikle vergilendirme açısından dealing sitenin daha uygun olduğu kabul edilmektedir. Felix'e göre "Bunun nedeni booking sitede vergilendirme durumunda bankaların işlemleri, bilgisayarlarından kolaylıkla vergiden muaf bölgelere geçirerek, vergiden kaçınabilecek olmalarıdır"[173]. Ayrıca verginin dealing sitede yüklenmesi durumunda, beşeri ve altyapı ile ilgili yüksek sabit maliyetler işlemlerin başka dealing sitelere geçişinde caydırıcı olacaktır.

Bankalar, kendilerinin yaptığı tüm işlemler üzerinden bu vergiyi toplama yükümlülüğündedir. Örneğin, %0.05'lik bir vergi tüm perakende müşterilerin spot işlemlerine uygulanabilir. Bu vergi ya müşteriler tarafından doğrudan

---

[173] Peter KENEN: a.g.m., 112.

ödenir ya da bankanın kendisi tarafından ödendikten sonra kendi kur marjına ilave edilebilir.

Kenen'e göre "Toptan işlemlerin, perakende işlemlere göre iki kat ağır vergilendirilmesini önlemek için, bu işlemlerde taraflar verginin yarısını ödemelidir"[174]. Bir başka ifadeyle, toptan işlemlere vergi uygulamasında -yani eğer bir deal iki banka içeriyorsa- taraflardan her biri çifte vergilemeyi önlemek için verginin yarısını ödeyebilir. Her deal'de taraflar kendi dealing sitesinde vergi toplayıcısı durumundadır. Diğer halde ilk taraf 0.05 puanlık verginin tümünü ödemekle mükelleftir. Dolayısıyla her banka her dealing hesapta vergi toplayan bankaların son durum listesini elde etmek zorundadır. Hükümetler bu listeleri periyodik olarak yayınlayabilirler. Bu listeler, işlemleri sınıflandırmak ve vergi ödemelerini hesaplamak için bankaların bilgisayarlarına yüklenebilir[175].

Kenen parekende işlemlerin vergilendirilmesine ilişkin şu görüşlere yer vermektedir:

> "Perakende satış piyasalarındaki işlemlerin, bankaların yer aldığı işlemlerle karşılaştırıldığında oransal olarak düşük olmasına rağmen, onları vergilendirmek önemli olabilir. Banka dışı kurumlar tarafından yapılan işlemlerin payının düşük olmasına rağmen bu işlemleri hariç tutmak işlemlerin bu kanala yönlenmesini teşvik etmek gibi büyük bir olumsuzluk yaratır. Diğer halde banka dışı işlemciler bankalardan ziyade büyük ölçüde birbirleriyle deal yapacaklar ve vergi matrahı küçülecektir"[176].

Bunun ötesinde toptan satış piyasasında işlemler yüksek vergi oranına tabi olduğunda ve diğer finansal kurumlar sisteme dahil olmadığında bankalararası piyasada işlem yapan bazı finansal kurumlar piyasadan çıkabilir.

---

[174] Peter KENEN: a.g.m., 117.
[175] Peter KENEN: a.g.m., 115
[176] Peter KENEN: a.g.m., 115

T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU DOKÜMANTASYON MERKEZİ

Bunlar kendi döviz ihtiyaçları için diğer finansal kurumlar ve finansal olmayan firmalarla doğrudan dealing ile ihtiyaçlarını karşılayabilirler. Frankel tarafından öngörülen bu olasılığa göre, dealer'ların yönlendirdiği sistem ortadan kalkabilir. Bu ise işlem hacmini ve dolayısıyla vergi tabanını büyük ölçüde küçültür[177]. Dolayısıyla banka olmayan kurumlar arasındaki işlemleri vergilendirmek önemlidir. Bununla birlikte söz konusu işlemlerin global düzeyde vergilendirilmesi bankalar arasındaki işlemlerin vergilendirilmesinden karmaşık olabilir.

Spahn'a göre banka dışı kurumlar arasındaki sınırlararası işlemlerin vergilendirilmesi ile ilgili zorluk, bütün döviz piyasası katılımcıları için bir uluslararası lisanslama sistemi kanalıyla çözülebilir. Lisanslama BIS gibi bir kurum içinde merkezileşebilir[178].

Fakat döviz piyasası işlemlerinin büyüklüğü nedeniyle lisanslama karmaşık ve maliyetli olabilir. Buna rağmen kaçınma ile ilgili maliyetleri düşürmek ve sistemi tümüyle kavramak için perakende işlemlerin vergi kapsamında değerlendirilmesi gereklidir.

b. Verginin Toplanması

Tobin vergisinin uygulamasıyla ilgili en açık zorluk politik uygulanabilirlik konusuna ilişkindir. Bunun nedeni verginin global düzeyde uygulandığında etkin olmasıdır. Frankel ve Felix gibi verginin savunucuları, analizlerini, verginin en azından büyük uluslararası para merkezlerinin tümüne uygulandığı varsayımı ile yapmıştır. Buna göre verginin tüm dünya çapında uygulanmak yerine büyük finansal merkezlerde tek tip olarak uygulanması yeterlidir. Bunun nedeni en büyük finansal merkezlere sahip 10 ülkenin toplam döviz piyasası işlem hacminin %86'sını oluşturmasıdır. Bu durumda vergi Tobin vergisinin yüklendiği

---

[177] Jeffrey FRANKEL: "How Well Do Foreign Exchange Market Work: Might a Tobin Tax Help?", a.g.m., 69.
[178] Paul SPAHN: a.g.m., 17.

ülkeler ve vergi cennetleri arasındaki geçiş sınırındaki işlemler için cezalandırıcı vergi oranları yüklenerek az sayıda ülkede uygulanabilir.

Dolayısıyla daha kolay uygulanabilir olabilmesi için, global düzeyde değil en azından G7 ülkeleri arasında verginin yüklenebileceği savunulmuştur. Bunun yanında diğer AB ülkelerinin, İsviçre, Singapur ve Hong Kong'un katılımı uygulamayı güçlendirecektir. Burada verginin toplanması ile ilgili değerlendirmeler, verginin global düzeyde uygulandığı varsayımı altında yapılmıştır.

Kenen'e göre vergiyi toplamanın iki yolu vardır. Bunlardan birincisi verginin milli bazda diğeri ise piyasa temelli olarak yüklenmesidir. Birinci durumda her bankanın merkez ofisi bankanın tüm işlemleri üzerinde gerekli verileri toplar. Her dealing sitede yönetilen ve kaynak/merkez ülke bankasına tekabül eden vergi ödenir. İkinci durumda piyasa temelinde her dealing sitedeki işlemler üzerindeki vergi dealing sitenin yer aldığı ülkeye ödenir[179].

Kenen'e göre "Vergi milli bazda alınırsa bankalar dealing sitelerini vergisiz işlemlere yönlendirerek (verginin toplanmadığı ülkelere) vergiden kaçınamazlar"[180]. Bu kuşkusuz bu yaklaşımın en büyük avantajıdır. Bununla birlikte verginin milli bazda toplanmasının zorlukları belirtilmektedir. Öncelikle gerekli verileri bir araya getirmek zorunda olan bankalara ve İlgili ülke vergi otoritelerine önemli yükler yaratılabilir. Bunlar büyük çok uluslu bankaların kayıtlarını ve yabancı dealing sitelerinin hepsinden verginin ödenmiş olduğunu denetlemek zorundadırlar. Vergi uygulamayı reddeden ülke, kendi bankaları için rekabet avantajı yaratmış olur. Büyük döviz piyasaları olan ülkelerde milli yaklaşım sakıncalar yaratır. Londra'daki yabancı bankalar tarafından yapılan işlemler İngiliz bankaları tarafından yapılan işlemlerden büyüktür. Dolayısıyla İngiltere piyasa yaklaşımına göre milli yaklaşım altında daha az vergi geliri toplar. Eğer milli yaklaşım uygulanırsa bir vergi yüklemeyi reddedebilir. Bu

[179] Peter KENEN: a.g.m., 113.
[180] Peter KENEN: a.g.m., 113.

durumda global ölçekte vergi gelirlerinde büyük bir kayıp oluşabilir[181]. İngiltere gibi büyük döviz piyasasına sahip ülkelerin vergi kapsamı dışı kalması vergi uygulamasının etkinliğini de düşürür.

Verginin piyasa temelli yüklenmesi göç riskini büyütmek gibi bir dezavantaja sahiptir. Böylelikle bankalar vergisiz alanlarda dealing siteler oluşturarak vergiden tamamıyla kaçınabilirlar. Devletler bu çeşit vergi cennetlerini önlemede çok az araca sahiptirler. Bir ülke yabancı bankaları kendi döviz piyasasına çekmekten -iş alanlarının yaratılması ve mülk fiyatlarının yükselmesi gibi- doğrudan yararlar elde eder. Bununla birlikte Kenen verginin dealing sitenin bulunduğu ülkeye ödenmesini öneren piyasa temelli olarak yüklenmesini savunur. Bu sistemin en önemli sakıncası olan göç riskinin ise izleyen bölümde inceleneceği gibi cezalandırıcı vergi oranı uygulaması ile giderilmesi öngörülür.

Verginin dealing sitede yüklenmesi yeni informasyon teknolojisi sayesinde oldukça pratik ve kolaylıkla uygulanabilir görülmektedir. Bu sistem Griffith-Jones tarafından şöyle açıklanmaktadır:

> "Verginin dealing sitede ilk aşamada uygulanması işleme bir elektronik 'routing slip' eklenerek kolaylıkla yapılabilir. Böylece vergi kayıtları izlenebilecek ve işlemin bir merkez bankası hesabına yerleşmesine kadar ki vergi ödemeleri kontrol edilecektir. Bu noktada merkez bankası işlemin yerleştiği miktardan vergiyi hesaplayabilir, kendi ulusal hazinesine geçecek miktarı ve uluslararası organizasyonun alacağı miktarı transfer edebilir. Her ülkede bir organizasyon yapısında özel bir hesap oluşturulabilir. Ülkeler kendi Tobin vergisi gelirlerini bu hesapta biriktirirler. Başlangıçta tanımlanan kurallara göre

[181] Peter KENEN: a.g.m., 115.

hükümetlere ve uluslararası organizasyonlara düşen vergi payları-örneğin her üç ayda-dağıtılabilir"[182].

Bu sistem içinde vergi ihtiyaç olduğunda kolaylıkla konulabilir ve kaldırılabilir niteliktedir.

c. Vergi Gelirlerinin Dağılımı

Tobin vergisine ilişkin olarak yapılan öneriler -Spahn'ın ikili yapıda vergi önerisi hariç- global bir vergi uygulamasını öngörmektedir. Vergiye global niteliğini veren, uygulama esaslarının uluslararası bir anlaşmaya dayanmak zorunda olmasıdır. Dolayısıyla bu yapının gerekli bir unsuru, vergi uygulaması yönüyle anlaşılmış uygulama kuralları ve vergi gelirlerinin dağılımını içeren bir anlaşmaya varılmasıdır.

Tobin vergisinin yüklenmesi ve uygulanmasına ilişkin kuralların, tek tip ve uluslararası düzeyde anlaşılmış ilkeler içermesi gereklidir. Bir anlaşma ile kurallar belirlenirken, ilk uygulamanın ışığında başlangıçta anlaşılan kurallarda değişiklik yapma durumları düzenlenmelidir. Vergi gelirlerinin kullanımı ile ilgili kararların oluşturulması ve kararların yeni gelişmelere göre yeniden düzenlenmesi gereklidir.

Bütün ülkelerin üzerinde uzlaşabileceği bir anlaşmaya varabilmek için üç konuda çalışacak uluslararası birimlerin oluşturulması gerekli görülebilir. Bunlar vergi için bir vergi kodu (tax code) tasarlamak, uygulamaya yönelik kodu yorumlamak ve gerekli düzeltmeleri yapmak ve uluslararası amaçlar için düşünülen vergi gelirleri kısmını toplamaktır.

Verginin uygulanması ile ilgili uluslararası işbirliğinin sağlanmasında varolan uluslararası kurumların öncülüğü önerilmiştir. Bu önerilere göre söz konusu öncülük bağımsız hükümetler arası global bir vergi komisyonu ile tamamlanabilir. IMF veya BIS gibi uluslararası kuruluşlara bağlı olarak

---

[182] Stephany GRIFFITH-JONES: a.g.m., 153.

çalışacak komisyonun bağımsız bir yapıya sahip olabileceği önerilmiştir[183]. Temelde IMF'nin bu sorumluluğu alabileceğini savunan Tobin, bunun da ötesine geçerek vergiyi uygulamayı reddeden hükümetlerin IMF kaynaklarından yararlandırılmamasını önermiştir[184].

Kenen'e göre ise varolan kurumların çoğu vergi gelirlerinin bir kısmını talep edeceklerdir. IMF bile yapısal ayarlama faaliyetlerini fonlamak isteyecektir. Dolayısıyla başka hiçbir görevi olmayan yeni bir kurum yaratmak en iyisi olabilir[185]. Politika kararlarının büyük çoğunluğu vergiyi uygulamayı kabul etmiş tüm üyeler tarafından alınmalıdır. Fakat oybirliği gerekli olmayabilir. Daha teknik konulara daha küçük yapılar tarafından karar verilmelidir. Bazı durumlar için karar almada ağırlıklandırılmış çoğunluk oyları kullanmak zorunlu olabilir. Büyük döviz piyasası olan ülkeler muhtemelen bunun üzerinde ısrarlı olacaklardır.

Tobin vergisinin uygulanması ile ilgili kuralların uluslararası düzeyde oluşturulacak olmasına rağmen ulusal vergi idareleri verginin toplanmasından tümüyle sorumlu olacaklardır.

Griffith-Jones 'a göre[186] vergi gelirlerinin dağılımı; ulusal hükümetlere kalan kısım, Birleşmiş Milletler, IMF ya da Dünya Bankası gibi kurumlara tahsis edilecek kısım ve çok küçük bir kısım finansal piyasalardaki regülasyonları fonlamak için kullanılabilir. Böylece bu piyasalar daha etkin hale gelir ve büyük maliyetler yaratan finansal krizlerden kaçınılabilir. Bu tür regülasyonlar ulusal birimler tarafından gerçekleştirilemez. Çünkü ulusal regülasyon birimlerinin yeteri kadar fonları yoktur.

---

[183] Stephany GRIFFITH-JONES: a.g.m., 159.
[184] James TOBIN: "Prologue", Tobin Tax: Coping With Financial Volatility, Edit. Mahbub UL HAQ, Inge KAUL, Isabelle GRUNBERG, (Oxford: Oxford University Press, 1996), 1.
[185] Peter KENEN: a.g.e., 120.
[186] Stephany GRIFFITH-JONES: a.g.m., 153-154.

Kaul ve Langmore'a[187] göre gelirlerin paylaşımıyla ilgili formülasyonda olması gerekli ilkeler;

i. Bütün ülkeler tarafından onaylanmış global faaliyetlerin, yeterli ve uygun bir şekilde finansmanının sağlanması,

ii. Fonların kullanıldığı alanlarda üst düzey maliyet etkinliğinin gerçekleştirilmesi,

iii. Her ülke tarafından döviz piyasalarındaki finansal riskin düşürülmesi için uluslararası düzeyde hareket etme konusunda işbirliğinin sağlanması,

iv. Ülkeler arasında yükün paylaşılmasında eşitliğin temin edilmesi, gelir ve nufus büyüklüğü gibi faktörlerin dikkate alınması olarak belirtilebilir.

Vergi gelirinin dağılımı büyük finansal merkezli ülkeleri plana katılmaya teşvik edecek büyüklükte ve finansal istikrarsızlıkları ve global yoksulluğu azaltmada kullanılabilecek yeterli kaynak sağlayacak bir yapıda tasarlanmalıdır[188].

Bunun nedeni gelirin büyük kısmının büyük finansal merkezlerden sağlanacak olmasıdır. Tablo 27'de büyük döviz piyasalarına sahip gelişmiş ülkelerde ve bazı GOÜ'lerde farklı vergi oranlarından elde edilecek gelirler görülmektedir. Verginin oluşturacağı gelirler 1995 döviz piyasası verileri temel alınarak ve %0.5 düşük ve %1 yüksek işlem maliyetleri için hesaplanmıştır. Büyük döviz piyasalarına sahip ülkeler eğer vergi gelirlerini kendilerinde tutarlarsa global ve etkin toplanmış bir Tobin vergisinden en büyük geliri elde ederler.

---

[187] I. KAUL ve J. LANGMORE: a.g.m., 266.
[188] Stephany GRIFFITH-JONES: a.g.m., 154.

TABLO 27: 1995 YILI DÖVİZ HACMİNE UYGULANAN FARKLI VERGİ ORANLARINA VE VERGİDEN ÖNCEKİ DÜŞÜK VE YÜKSEK İŞLEM MALİYETLERİNE GÖRE ELDE EDİLEN GELİRLER (Milyar Dolar)

% 0.25 Vergi Oranı	%0.1 Vergi Oranı	%0.05 Vergi Oranı

	Düşük ve Yüksek İşlem Maliyetleri					
ÜLKELER	%0.5	%1.0	%0.5	%1.0	%0.5	%1.0
İngiltere	89.0	115.9	43.7	53.1	26.6	28.7
ABD	46.8	60.9	23.0	27.9	14.0	15.1
Japonya	30.8	40.1	15.1	18.4	9.2	9.9
İsviçre	16.4	21.4	8.0	9.7	4.9	5.3
Almanya	14.4	18.7	7.0	8.4	4.2	4.5
Fransa	11.3	14.7	5.5	6.7	3.3	3.6
Avustralya	7.4	9.6	3.6	4.3	2.2	2.4
Danimarka	5.7	7.9	2.9	3.4	1.7	1.8
Kanada	5.5	7.2	2.6	3.2	1.6	1.7
İsveç	3.6	4.7	1.8	2.2	1.1	1.2
Hollanda	4.7	6.1	2.2	2.7	1.3	1.4
Diğer OECD Ülkeleri	25.1	32.7	12.3	15.0	7.6	8.1
Grup Toplamı	260.7	339.4	127.7	155.0	77.7	83.7
Singapur	20.0	26.0	9.8	11.9	5.9	6.4
Hong Kong	17.1	22.3	8.4	10.3	5.1	5.5
Güney Afrika	0.9	1.2	0.4	0.5	0.3	0.3
Bahreyn	0.5	0.6	0.2	0.3	0.1	0.1
Diğer GOÜ'ler	2.9	3.9	1.7	1.9	1.0	1.1
Grup Toplamı	41.4	54.0	20.5	24.9	12.4	13.4
Global Toplam	302.1	393.4	148.2	179.9	90.1	97.1

KAYNAK: D. FELIX, R. Sau: "On the Revenue Potential and Phasing in of the Tobin Tax", Tobin Tax: Coping With Financial Volatility, Edit. Mahbub UL HAQ, Inge KAUL, Isabelle GRUNBERG, (Oxford: Oxford University Press, 1996), 239-240.

TABLO 28: 1998 YILIN'DA GELENEKSEL DÖVİZ PİYASASI FAALİYETLERİNDE BAZI ASYA VE LATİN AMERİKA ÜLKELERİNİN PAYI

(Milyar Dolar ve %)

Ülkeler	Milyar dolar	%
Arjantin	2.2	0.10
Brezilya[a]	0.4	0.02
Şili	1.3	0.06
Endonezya	1.5	0.07
Malezya	1.1	0.05
Meksika	8.6	0.40
Filipinler	0.8	0.04
Tayland	3.0	0.15

(a) Veriler sadece spot işlemleri kapsamaktadır.
KAYNAK: BIS: Country Reports, http:/www.bis.org.

Vergi gelirlerinde GOÜ'lerin payı oldukça sempolik görünmektedir. Özel durumları nedeniyle büyük döviz piyasalarına sahip olan Singapur ve Hong Kong'un GOÜ'lerin payına düşen gelirlerin %95'ini elde edecekleri görünmektedir. Buna göre, Singapur ve Hong Kong hariç tutulursa Kuzey'den Güneye vergi gelirlerinin yeniden dağılımı olmadıkça GOÜ'lerin elde edeceği vergi geliri çok düşük olacaktır.

Kuşkusuz bunun nedeni bu ülkelerin global döviz piyasası faaliyetlerindeki çok küçük paylarıdır. Bu durum bazı Asya ve Latin Amerika ülkelerinin global döviz piyasası faaliyetlerindeki paylarının verildiği Tablo 28'den görülebilir. Bu durum oluşacak gelirin dağılımında yukarıdaki amaçlar doğrultusunda eşit bir dağılımın sağlanmasını gerektirmektedir.

Vergi uygulaması ve vergi ile tasarlanan gelirlerin elde edilmesi etkin bir denetimi gerekli kılar. Vergi uygulamasıyla ilgili denetim bir kaç aşamayı kapsayabilir. Vergiden kaçınmayla ilgili denetimin ilk aşaması ulusal düzeyde başlamalıdır. Özellikle büyük finansal merkezlerde bu durum hayatidir.

Vergiden kaçınmayı sınırlandırmak için ulusal vergi otoriteleri arasında koordinasyon gerekli olacaktır. İkinci denetim düzeyi ulusal otoritelerin uluslararası kuruluşlar ya da özel hükümetlerarası organizasyon için öngörülmüş miktarı transfer etmelerini garantilemek için gerekli olabilir. Son denetim söz konusu kuruluş ya da organizasyonun işlemleri ile ilgili olarak tasarlanabilir[189].

Dikkatlice açıklanması gereken diğer bir konu harcama sorumluluğudur. Gelişmekte olan ülke hükümetleri ve uluslararası organizasyonlar vergi gelirlerinin kullanımını tanımlamalıdırlar. Gelirlerin başlangıçta amaçlanan alanlarda kullanımını garantileyecek kriterler geliştirmelidirler[190].

7. Muaflık ve İstisnalar

Genellikle pek çok yazar döviz piyasasına resmi müdahaleler de dahil olmak üzere bütün resmi işlemlere muaflık önermiştir. Vergi gelir ölçümlerine ilişkin hesaplamalarda, işlem hacminin % 20 ile %30 oranında resmi işlemlere ilişkin indirimlerin yapıldığı görülmektedir.

Piyasa yapıcılarının işlemlerine muaflık tanımak ise bir kaç yönden tartışılmaktadır. Piyasa yapıcıları bankacılık endüstrisine likiditide sağlayan, fiyatları oluşturan ve piyasaları istikrarlı kılan kurumlardır. Bununla birlikte piyasa yapıcılarına muaflık tanımak vergisiz işlemlere yönelmeyi teşvik ederek vergiden kaçınmayı uyarabilir. Dolayısıyla piyasa yapıcılarıda dahil olmak üzere bütün döviz işlemlerinin vergilendirilmesi gerekli görülmektedir. Verginin önerilen düşük oranında olası negatif etkiler düşük olacaktır.

Gelişmekte olan ülkelerin kendi piyasalarındaki işlemleri vergileme yükümlülüğünün kaldırılması önerilmiştir. Daha dar olarak ise bu ülkelerin döviz piyasasındaki kendi paralarını içeren işlemlerin muaf olabileceği belirtilmektedir. Bununla birlikte, bütün işlemler için geniş bir muaflık gelişmekte

---

[189] Stephany GRIFFITH-LONES: a.g.m., 160.
[190] Stephany GRIFFITH-JONES: a.g.m., 155.

olan ülkeleri vergi cenneti yapabilir ve vergi matrahı büyük ölçüde küçülebilir. Verginin piyasa temelli olarak yüklenmesi, belirli bir piyasadaki yerli ve yabancı bütün işlemler üzerinden toplanmasını gerektirir. Bu durumda yerli bankalar bir vergi muaflığından büyük bir yarar elde etmezler.

Böyle bir muaflık için gerekçe GOÜ'lerde piyasanın zayıf olduğu üzerine dayandırılmalıdır. Bu piyasalarda etkinlik düşük ve kur marjları (spread) geniştir. Bir vergi yüklenmesi ise onları daha geniş yapabilir. Bununla birlikte daha önce belirtildiği gibi, kur marjları çok düşük piyasalara göre belirlenecek oranın, GOÜ piyasaları üzeride çok düşük etkileri olması beklenebilir. Diğer yandan GOÜ paralarına yönelik muaflık, ülke paralarını kullanarak vergiden kaçınma için yollar oluşturabilir.

Tobin'in gelişmekte olan ülkelerin yararına olabilecek önerisi; Verginin piyasalarındaki bütün işlemler üzerinden toplanması, fakat vergi gelirlerinin çoğunu bu ülkelerin kendilerinde tutmalarına izin verilmesidir[191].

E. VERGİNİN YANSIMASI

Verginin yansıması en azından üç nedenle önemlidir. Öncelikle işlem vergisinin uluslararası ticaret ve uzun dönem doğrudan yatırımlar üzerinde etkisi analiz edilir. Ayrıca vergi yansıması, verginin, toplam talep düzeyi üzerindeki etkilerini belirleyecektir. Son olarak verginin dağıtımsal etkileri, tamamıyla verginin nihai yansımasına bağlı olarak belirlenir.

Özellikle bir finansal işlem vergisi için açık ve net bir yansıma yolu tanımlamanın güçlüğünde söz konusu etkileri değerlendirmek zordur. Döviz piyasası işlem hacminin en büyük kısmı finansal müşterilerle işlemlerden oluşmaktadır. Dolayısıyla verginin işlem hacmi üzerinde en büyük etkisinin finansal müşterilerle yapılan işlemlerde gerçekleşmesi beklenir. Bununla birlikte

[191] James TOBIN: "Prologue", a.g.m., ix.

resmi yansımanın finansal işlemciler ve kurumlar üzerinde olacağı öngörülürken, efektif yansıma tümüyle farklı ekonomik birimlere yayılabilir.

Tobin vergisi söz konusu olduğunda yansımaya ilişkin konular verginin uluslararası niteliğinde daha da karmaşıklaşır. Bu vergi dövizi arz ve talep edenler arasında bilinmeyen arz ve talep esneklikleriyle finansal işlemler için bir maliyet oluştururken kısa ve uzun dönem dağıtımsal etkilerin ayırt edilmesi zorlaşabilir[192].

Vergi ya dövizi talep eden ya da arz edenlerin gelirini azaltır, ya da bu iki etki birlikte görülür. Talep eğrisi ne kadar dikse verginin döviz talep edenlere yansıyan kısmı o kadar artarken (ileriye yansıma), arz eğrisi ne kadar dikse (arz esnekliği ne kadar zayıfsa) verginin döviz arz edenler üzerinde kalan kısmı (geriye yansıma) o kadar büyük olur[193]. Döviz talebinden kolaylıkla vazgeçilebiliyorsa talebin esnekliği yüksek, döviz arzı kolaylıkla başka faaliyet alanlarına aktarılabiliyorsa döviz arz esnekliği yüksektir.

Vergi toptan döviz piyasasında yapılan örtülü ve örtülü olmayan faiz arbitrajı işlemleri yanında, döviz piyasasında işlem yapan nihai müşterileri de etkileyecektir. Bunlar ihracatçı ve ithalatçılar, doğrudan yatırımcılar, portföy yatırımcıları (hedge fonlar, yatırım fonları ve sigorta şirketleri gibi) ve diğer kurumsal yatırımcılardır.

1. Örtülü Faiz Arbitrajı Üzerindeki Vergi Yansıması

Örtülü faiz arbitrajı genellikle bankalar arasında yapılır. Farklı paralardan kredi riskleri ve vadeler taşıyan yatırım araçlarının piyasa faiz oranları arasındaki farklılıklar tarafından yönlendirilir. İşlem hacmi büyük, çok küçük

---

[192] Paul SPAHN: "International Financial Flows and Transaction Taxes: Survey and Options", IMF Working Paper, 60, (1995), 19.
[193] Kenan BULUTOĞLU: a.g.e., 452-453.

kredi ve likiditide riski taşıyan bu işlemler için karlı arbitraj fırsatı faiz farklılıkları vadeli indirimi aştığı zaman ortaya çıkar[194].

1970 sonrasında sermaye kontrollerinin azaltılması, elektronik işlem teknolojilerinin gelişimi temel paralarda örtülü faiz oranı arbitrajına cazibeyi arttırmıştır. Felix ve Sau'ya göre "Temel paralardaki faiz oranı arbitrajı, düşük getirili düşük riskli ve küçülmüş tarafsız alanlardaki küçük sapmalardan yararlanan yüksek hacimli faaliyetler haline gelmiştir"[195].

İşlem maliyetleri örtülü faiz oranı arbitrajı gibi kısa dönemli işlemlerde arbitrajdan elde edilebilecek hiç bir karın olmadığı ve dolayısıyla işlemlerin gerçekleşmediği tarafsız alan yaratır. Bu alan bir işlem vergisiyle genişleyecektir.

Bir döviz işleminin hem alım hem de satımına uygulanacak bir Tobin vergisi küçük tarafsız alanların oransal olarak büyük ölçüde genişlemesi neden olabilir. Vergiden sonraki faiz oranı sapmaları, şu anki karlı arbitraj fırsatlarının yarattığı durumdan çok daha büyük bir yüzdeyle vadeli kur oranı indirimini aşmak zorundadır. Böylece %0.25'lik bir Tobin vergisi ile 30 günlük bir hazine bonosu üzerindeki yıllık faiz oranları ek bir %6 ile ülkeler arası farklılaşabilir. Felix ve Sau'ya göre bu durumda temel paralar arasındaki arbitraj akımlarında önemli bir azalma gerçekleşebilir[196].

Döviz piyasalarında fiyat hareketlerine dayalı getiri için işlem yapanlar için verginin yansıması söz konusu değildir. Dolayısıyla örtülü faiz oranı arbitrajına dahil olanlar vergiden en çok etkilen taraflardan biridir. Bu etkinin önemi vergi oranının büyüklüğüne bağlıdır.

Toptan döviz piyasasında işlemcilerin müşterilerle işlemlerinde ise durum farklıdır. Bu işlemcilerin, karlılıklarını garantilemek için vergi yüklerinin önemli bir kısmını nihai müşterilerine kaydırma eğiliminde olacakları

[194] David FELIX ve Ranjit SAU: a.g.m., 232.
[195] David FELIX ve Ranjit SAU: a.g.m., 232.
[196] David FELIX ve Ranjit SAU: a.g.e., 232.

beklenebilir. Bu işlemlerle ilgili yüksek risk yüksek prim kanalıyla, oldukça ince işlem marjlarında, büyük ölçüde ileriye aktarılabilir. Bunun anlamı doğan verginin banka müşterilerine doğru aktarımının söz konusu olmasıdır[197].

Bununla birlikte böyle bir vergi kaydırmasının bir kaç nedenle başarılı olmayacağı belirtilebilir. Öncelikle vergi kaydırması monopol karlarına izin verecek şekilde talebin fiyat esnekliğinin düşük olduğu ve yerel olarak sınırlandırıldığı perakende piyasalarda en kolaydır. Ayrıca vergi kaydırması çok uluslu şirketlerden ziyade daha küçük ve orta büyüklükteki şirketler için daha kolaydır. Çok uluslu firmalar döviz işlemcilerine göre kendi yüksek işlem hacimlerinde çok daha güçlü bir pozisyona sahiptirler. Bu firmalar rekabeti yoğunlaştırabilecek kendi döviz departmanlarını bile oluştururlar[198].

Son olarak izleyen kısımda inceleneceği gibi hedge fonlar, yatırım fonları ve sigorta şirketleri gibi portföy yatırımcıları vergiyi yüklenme esnekliklerine göre ayırım gösterirler. Bu onların vergi yüklerini ve verginin yansımasının boyutlarını farklılaştırabilir.

2. Örtülü Olmayan Faiz Arbitrajı Üzerindeki Vergi Yansıması

Zayıf paralara sahip özellikle gelişmekte olan ülkelerde arbitraja engel olan tarafsız alan oldukça geniştir. Bunun nedeni söz konusu paralar için risk piriminin oldukça büyük olması ve döviz riskinden korunmak için forward döviz piyasaların bulunmaması veya gelişmemiş olmasıdır. Bu ülkelerde zayıf olan paranın kur oranları nispi olarak dengeli olduğu zamanlarda bile kur riski oldukça yüksektir ve kriz belirtileri olduğunda büyük sıçramalar gösterir. Dolayısıyla temel ticaret faaliyetleri için riskler zaten yüksektir ve bu yüksek spread'lerle ifadesini bulur.

---

[197] Paul SPAHN: "International Financial Flows and Transaction Taxes: Survey and Options", a.g.m., 2.
[198] Paul SPAHN: "International Financial Flows and Transaction Taxes: Survey and Options", a.g.m., 56.

Tek tip düşük oranlı bir Tobin vergisi zaten yüksek olan marjlara sadece küçük bir ek yük oluşturur. Bu durumun ticarette önemli bir küçülmeye varması beklenmez. Dolayısıyla GOÜ'lerdeki vergi yükü nispeten düşük olacaktır[199].

Bir başka ifadeyle Tobin vergisi nispeten zayıf paraların tarafsız alanını güçlü paralardan daha az genişletir. Dolayısıyla verginin GOÜ paraları üzerinde nispeten düşük bir etkisi olması beklenebilir.

3. Hedge Fonlar Üzerindeki Vergi Yansıması

Hedge fonlar (emeklilik fonları gibi) kişiler ya da finansal kurumların özel finansal birleşmeleridir. Bu fonlar fiyat volatilitesi, spekülatif fırsatları ilgi çekici yapmaya yetecek yükseklikte olduğu zaman borsada spekülasyon yaparlar. Bu örtülü olmayan spekülasyondur. Dolayısıyla riskler ve hedge fon yatırımcısı için ortalama beklenen getiri örtülü faiz arbitrajından çok daha büyüktür. Bu durumdaki zaten geniş olan tarafsız alanda düşük bir Tobin vergisinin eklenmesi yalnızca ılımlı bir caydırıcılık etkisi yaratacaktır[200].

Hedge fonlar likit işlemcilerden oldukça yüksek marjlarda işlem yaparlar. Tobin vergisi onların işlemlerine sadece küçük bir yük oluşturur. Dolayısıyla bu tip piyasa katılımcısı likit işlemçilere göre daha düşük vergi yüküne katlanır.

Fakat global döviz hacmindeki küçülmeden kaynaklanacak iki yan etkinin verginin caydırıcılık yönünü kuvvetlendireceği beklenebilir. Birincisi Tobin vergisi döviz kuru volatilitesini düşürebilir ve böylece hedge fonlar tarafından spekülatif işlemler için faaliyet alanı daralır. Bunun ötesinde işlem hacmindeki küçülme merkez bankasının piyasa karşısında etkinliğini arttırır. Çünkü merkez bankalarının şu anda spekülasyon karşısında çok sınırlı rezervleri vardır. Örneğin %0.25'lik bir Tobin vergisi nedeniyle global döviz hacmindeki bir düşüş Resmi rezervler/döviz hacmi oranını %30'lara kadar arttırabilir. Bundan dolayı

---

[199] David FELIX ve Ranjit SAU: a.g.m., 233.
[200] David FELIX ve Ranjit SAU: a.g.m., 234.

bir Tobin vergisi hedge fonların tarafsız alanını vergi oranının iki katından fazla genişletir. Bu döviz spekülasyonunu daha riskli ve maliyetli hale getirir[201].

Bununla birlikte spekülatif hedge fonların kullandıkları yöntemler nedeniyle idare ettikleri paranın global düzeyde büyüklüğü Merkez bankalarını bu fonlar karşısında güçsüz kılmaya devam edecektir. Hedge fonlar yüksek kaldıraç oranları nedeniyle, özellikle az işlem yapılan paralarda fiyatlar üzerinde güçlü bir etki oluşturabilirler. Hedge fonların etkileri, özellikle Asya krizinden sonra tartışılmaya başlanmıştır. Asya krizinde hedge fonların rolüne ilişkin tartışma iki ayrı görüşe dayanır. Bir yandan bu fonların kontrol ettikleri sermaye miktarının azlığı nedeniyle krizin başlamasını şiddetlendirici faktör olmadığı savunulmaktadır[202]. Diğer yandan Cheung ve Chinn'e göre 1998 sonlarındaki Yendeki geri dönüşler diğer kurumsal yatırımcıların önde gelen hedge fonları izleme eğiliminde olduklarını göstermektedir[203].

Bu tip kurumsal yatırımcılar Tobin'in önerdiği biçimiyle düşük oranlı bir işlem vergisinden çok fazla etkilenmemekle birlikte, Spahn'ın önerdiği yüksek oranlı anti-spekülatif vergiyle büyük vergi yüküne maruz kalabilirler.

4. Yatırım Fonları Açısından Vergi Yansıması

Aynı amacı taşıyan tasarruf sahiplerini bir araya getirip, önceden belirlenen hedef doğrultusunda portföy oluşturan ve yöneten organizasyonlara yatırım fonu denir. Bu organizasyonlar topladıkları tasarruflar karşılığı hisse ihraç ederler. Tasarruf sahipleri katıldıkları fonun gelirini, sahip oldukları hisse payları oranında paylaşırlar. Yatırım fonları, hisse sahiplerine verilen haklara göre sahip oldukları hisseleri istedikleri zaman nakte çevirme imkanı verir.

---

[201] David FELIX ve Ranjit SAU: a.g.m., 233.
[202] B. EICHENGREEN, D. MATHIESON: "Hedge Funds and Financial Market Dynamics", IMF Occasional Paper, 166, (1998), 1-30.
[203] Yin-Wong CHEUNG ve Menzie David CHINN: "Currency Traders and Exchange Rate Dynamics: A Survey of the US Market", Journal of International Money and Finance, 20, (2001), 460.

Kapalı uçlu yatırım fonlarında fon yöneticisinin ihraç edeceği hisse bellidir ve bu fonların varlık değeri çok fazla oynamalar göstermez. Kapalı uçlu fonlardan oldukça farklı olan açık uçlu yatırım fonu yöneticisi ise piyasaya sürekli senet ihraç edebilir.

Açık uçlu fon yöneticileri temel olarak kısa dönemli bir yatırım stratejisi izler. Bu yöneticiler izledikleri piyasa zamanlaması stratejileri ile kısa dönemde oluşabilecek getirileri yakalamak isterler. Bu stratejiye uygun olarak fon yöneticileri nakte yönelik talep yükseldiği zaman karlı olarak satılabilecek yükselen değerli varlıklara yatırım yaparlar. Bu fonlar kısa dönemde karlı kalmak ve ödeme tahahütlerini yerine getirmek için portföy pozisyonlarını sürekli değiştirirler ve kısa dönemde en çok prim yapan menkul kıymetler üzerine yoğunlaşırlar. Dolayısıyla işlemleri aynı zamanda çok hızlı ve sık para değişimleri içerirken portföy devir hızları yükselir[204].

Bölgesel, uluslararası ve global yatırım fonları durumunda bu devir, paralar arasında sık işlemler anlamındadır. Varlıkların uzun süre tutulmamasının nedeni finansal piyasalarda kısa dönemde oluşabilecek getirilerden yararlanabilmektir.

Açık uçlu yatırım fonları Asya ve Latin Amerika'ya yabancı portföy sermayesi akımlarının temel kanallarından biri olmuştur. Bu fonların hareket tarzı onları dışsal finansmanın oldukça volatil bir kaynağı yapar. Yatırım fonlarının izledikleri piyasa zamanlaması stratejileri gelişmekte olan piyasaların portföy sermayesi akımlarına daha fazla volatilite yükler. Piyasa zamanlaması stratejileri için gerekli olan, diğer bir paraya hızlı giriş ve çıkış yapabilmektir. 1980 sonlarından itibaren uygulanan finansal liberalizasyon politikaları ile fon yöneticilerinin minimum sermaye kontrolleri olan ülkelerden önemli kazanç elde etmeleri sağlanmıştır. Açık uçlu yatırım fonlarının gelişmekte olan ülke

---

[204] Paul SPAHN: International Financial Flows and Transaction Taxes: Survey and Options, a.g.m., 54.

piyasalarına yerleşebilme yeteneği, kalkınmanın finansmanından ziyade sıcak para akımlarına benzetilmektedir[205].

Bu gruptaki portföy yatırımcısı eğer farklı paralardan menkul kıymetlerin değişimi tek bir paradan menkul kıymet işleminden daha maliyetli ise ikincisi üzerine yoğunlaşacak ve mümkün olduğu kadar döviz işleminden kaçınacaktır. Dolayısıyla bu tip piyasa katılımcısına vergi yükü kaydırmak sigorta şirketleri gibi uzun dönem portföy yatırımcısından daha zordur[206].

Tobin vergisi bu tür fonlardaki piyasa zamanlaması stratejilerini ortadan kaldırmaksızın ülkeler arasındaki alım-satım işlemleriyle ilgili ticareti küçültecektir. Ulusal ve global fonların yaygın olduğu Avrupa, bu durumdan yeni oluşan piyasaların olduğu ülkelerden daha çok etkilenecektir. Açık uçlu yeni gelişen piyasa yatırım fonları likidite ihtiyaçlarını karşılamak için bölgesel ya da global nitelik kazanmıştır. Bu fonların piyasa stratejileri güçsüz paralar arasında sık portföy hareketleri içerir. Bir Tobin vergisinin konulması bu tür fonların büyük şirket portföylerinde daha uzun süre tutulmasına neden olabilir[207]. Benzer şekilde, bu tür fonlarla ilgili işlem hacmi küçülmesi beklenebilir.

5. Sigorta Şirketleri Üzerindeki Vergi Yansıması

Sigorta şirketleri kurumsal portföy yatırımcıları arasında yer alır. Bu yatırımcılar diğer portföy yatırımcılarına göre oldukça uzun vadeli yatırım planlarına sahiptirler. Bu yatırımcıların portföylerinin kompozisyonuna ilişkin davranışlarını kurumsal kurallar belirler.

Bu yatırımcıların yatırım fonları gibi diğer portföy yatırımcılarından farklı olarak varlık stoklarına göre işlem hacmi düşüktür. Bu onların vergi yükünü

---

[205] David FELIX ve Ranjit SAU: a.g.m., 246.
[206] Paul SPAHN: "International Financial Flows and Transaction Taxes: Survey and Options", a.g.m., 54.
[207] David FELIX ve Ranjit SAU: a.g.m., 234.

daha kolay kabullenmesine neden olabilir. Bununla birlikte uzun dönemde vergi yükünü müşterilerine kaydırma durumunda olabilirler[208].

6. Spot İşlemler Üzerindeki Vergi Yansıması

Döviz piyasasında gerçekleşen spot işlemlerin Nisan 2001'de %56'sı dealer'lar arasında yapılmaktadır. Kalan işlemlerin %29'u diğer finansal kurumlarla ve %15'i ise finansal olmayan müşterilerle işlemleri kapsamaktadır. Bu piyasada 1995'ten bu yana dealer'lar arası işlemlerin payı düşerken finansal kurumların yaptığı spot işlemlerin payında ise artış görülmektedir (Tablo 23 ve 24).

Tobin vergisinin, öncelikle, örtülü ve örtülü olmayan spekülasyon ile hedging'i küçülttüğü için bu faaliyetlere bağlı spot işlemleri de küçültmesi beklenmelidir. Bunun anlamı spot piyasanın %56'sını oluşturan dealer'lar arası işlemlerin küçülmesidir. Ayrıca piyasa işlem hacminin %29'una ulaşan çok uluslu şirketler, yatırım fonları ve dealer olmayan finansal kurumlar tarafından yapılan spot işlemler üzerinde de benzer biçimde etkili olması beklenir.

Diğer yandan uluslararası ticaret ve yabancı yatırım finansmanıyla ilgili dealer'lar arası spot işlemlerin, Tobin vergisi nedeniyle çok fazla düşmesi beklenmez. Bunun nedeni dealer'ların, dealerlar arası ticaret üzerindeki birikimli vergilerin çoğunu dealer olmayan müşterilerine geçirme kabiliyetinde olmalarıdır. Döviz işlemlerinin sıcak patates teorisi, döviz dealer'larının yüksek spread'lerle işlem maliyetlerini ileriye aktarabileceklerini göstermektedir. Dolayısıyla işlem maliyetlerinde küçük bir artış hacimde büyük bir küçülmeye varmaz. Dolayısıyla kısa dönemde, vergi oranına bağlı olarak, dealer olmayan ve ticaret faaliyetinde bulunanlar üzerinde yüklerin kalacağı tahmin edilebilir. Çünkü dealer olmayan bu müşterilerin döviz talep esneklikleri düşüktür[209].

---

[208] Paul SPAHN: "International Financial Flows and Transaction Taxes: Survey and Options", a.g.m., 55.
[209] David FELIX ve Ranjit SAU: a.g.m., 232.

Orta dönemde ise etkiler farklılaşabilir. Birinci bölümde açıklandığı gibi döviz piyasasındaki olağanüstü işlem hacmi, büyük ölçüde, ticaretin finansmanı ya da bilginin içerilmesi ile ilgili değildir. Bu işlemlerin nedeni döviz kuru volatilitesiyle ilgili risklerden korunmaktır. Orta dönemde, döviz kuru volatilitesinin azaltılması, korunma ihtiyacını ve bu piyasada korunma için yapılacak işlem hacmini azaltacaktır. Korunma operasyonları, ihracatçı ve ithalatçı gibi ticarete taraf olanlara belirgin maliyetler yükler. Vergi ile kur oranı riskinin düşmesi, korunma maliyetlerini azaltma yönüyle etkili olacaktır. Böylece bu işlemcilere vergi ile yüklenilen maliyeti dengeleyici pozitif bir etki yaratılmış olur[210].

Spekülatif finansal müşteriler için ise volatilitedeki düşme pozitif etkiden ziyade negatif etkiye neden olur. Çünkü bu müşteriler asıl karlarını kur oranlarındaki dalgalanmalardan elde ederler[211].

Dolayısıyla verginin orta ve uzun dönemdeki, etkileri verginin hedeflediği amaçlara uygun olarak gerçekleşebilir. Kısa dönemli işlemler caydırılırken, uzun dönemli ve doğrudan yatırım işlemleri için istikrarlı bir ortamın yaratılmasına katkı sağlanabilir.

F. TOBİN VERGİSİNİN UYGULAMASI İLE İLGİLİ GÜÇLÜKLER

1. Teknik Güçlükler

Vergi yüklemenin teknik düzeyde bürokratik ve karmaşık işlem prosedürleri gerektireceği uygulama ile ilgili önemli bir güçlük olarak savunulmuştur. Özellikle bütün ülkelerde tek tip bir uygulama gerektirmesi nedeniyle teknik güçlük önemli görülebilir.

---

[210] Jeffrey FRANKEL: "How Well Do Foreign Exchange Market Work: Might a Tobin Tax Help?", a.g.m., 75.

[211] 1990 sonrasında döviz işlemleri banka karlılığının önemli bir merkezi olarak ortaya çıkmıştır. Her döviz işlemi banka için bir gelir olduğu için son dönemlerdeki volatil döviz piyasaları banka için artan gelirlerle piyasalarda büyük işlem faaliyetlerine varmıştır. Bu konuda Bkz. Michael MELVIN: International Money and Finance, (California, 1997), 25.

Bununla birlikte ulusal piyasalarda işlemler, banka ve finansal kurumları kullanarak ulusal ödemeler sistemine bağlantılı olarak ve ulusal merkez bankaları denetiminde gerçekleşir. İşlemler, elektronik finansal işlem hesapları arasında hareket eder. Söz konusu elektronik işlemlerin teknolojik düzeyi vergi uygulamasını büyük ölçüde kolaylaştırabilir. Vergi bu işlemlere eklenecek bir hesap sistemiyle ve hızlı ve etkin bir kontrol ile tamamlanarak uygulanabilir.

2. Vergi Kaçırma ve Vergiden Kaçınma İle İlgili Güçlükler

Finansal işlemler her yerde oluşabildiği ve bir yerde sabit olamayan sermayeye bağlı olduğu için bu işlemleri vergilendirmek zordur. Kenen'e göre döviz işlemlerine yönelik vergilendirmenin en önemli güçlüğü, vergi kaçırma ve vergiden kaçınma durumlarından kaynaklanır[212]. Pek çok iktisatçıya göre böyle bir verginin başarısı kaçınma teşviklerinin sınırlandırılmış olmasına bağlıdır.

Bununla birlikte iki durumun varlığı bu etkileri azaltır. Birincisi verginin global düzeyde uygulanmasıdır. Daha önce belirtildiği gibi, döviz işlemlerinin %80'i dokuz finansal merkezde gerçekleşmektedir. Bu ülkeler arasında bir anlaşma, en azından, vergilendirilebilir faaliyetin çoğunu kapsayacaktır. Ayrıca, uygulamada işlemciler tarafından ihmal edilebilecek düşük vergi oranların seçilmesi kaçınma girişimleri için teşvikleri azaltacaktır.

İki tip vergiden kaçınma durumu oluşabilir. Birincisi İkame riski, diğeri ise göç riskidir. Vergilendirilmiş işlemler yerine vergilendirilmemiş işlemlerin seçilmesi ile vergiden muaf işlem alanlarına yönelme ikame riskidir. Göç riski ise işlemlere katılanların faaliyetlerini vergisiz alanlara yöneltmeleridir.

a. İkame Riski

İkame riskinin oluşmaması için genellikle, verginin spot işlemler yanında swap, forward, future gibi birbiriyle yakın ikamesi olacak işlemlere de yüklenmesi önerilmiştir.

---

[212] Peter KENEN: a.g.m., 110.

Garber'e göre çok geniş finansal ürünler üzerine konmadıkça verginin kolayca uygulanması ve büyük miktarda gelir elde edilmesi zor görülmektedir[213].

Bunun yanında varolan araçlar üzerindeki bir vergiden kaçınmak için yeni araçlar oluşturulabileceği de göz ardı edilmemelidir. Garber'e göre bu anlamda ikamenin yönü ve boyutları döviz işlemlerinin regülatör tarafından nasıl tanımlandığına bağlıdır. Eğer döviz bir banka mevduatının diğerine farklı bir paradan değişimi olarak tanımlanırsa hazine bonoları dışlanmış olur. Bu durumda döviz piyasası bu forma yönlenecektir. Sonuçta vergi ödenmeyecek ve pozisyon alma etkilenmemiş olacaktır. Hazine bonolarının bu sakıncası görülüp vergilendirildiklerinde diğer yöntemler geliştirilebilir. Bunun için vergi düz döviz işlemlerinden türevler ve hisse senedi piyasasındaki her işlemi kapsayacak şekilde genişletilmelidir[214].

Bununla birlikte varlık ikame alanının teknik nedenlerle sınırlı olacağı görüşü daha hakimdir. Öncelikle dövizin 3 gün içinde teslimi üzerine yapılmış bir taahüt, dövizin bugün teslimi üzerine yapılmış bir tahahüt ile tam ikame edilebilir değildir. Diğer yandan örneğin ABD ve Japon hazine bonolarının arzı tam esnek değildir. Her zaman bire bir ikame gerçekleşmez. Bu da bizzat verginin istikrar sağlama fonksiyonuna hizmet etmektedir.

Genellikle vergi dikkatlice tasarlandığında kaçınma çabalarının kontrol edilebileceği belirtilir. Fakat kaçınma araç ve yöntemlerinin kontrolü düşük vergi oranlarında sağlanabilir. Bu sonucun yüksek vergi oranlarında geçerli olmayabileceği savunulabilir. Çünkü yüksek oranlarda yeni araçlar icat kabiliyetleri ve vergiden kaçınmak için çabalar artar. Bununla ilgili en önemli nokta, vergiden kaçınma girişimiyle yapılan işlemlerin maliyetlerinin artan risk ve azalan likidite anlamında ihmal edilemeyecek düzeyde olabileceğine

---

[213] Peter GARBER: "Issues of Enforcement and Evasion in a Tax on Foreign Exchance Transactions", Tobin Tax: Coping with Financial Volatility, Der. Mahbub UL HAQ, Inge KAUL, Isabelle GRUNBERG, (Oxford, 1996), 129.

[214] Peter GARBER ve Mark P. TAYLOR: "Sand in The Wheels of Foreign Exchange Markets: A Sceptical Note", a.g.m., 179.

yöneliktir. Tobin'e göre bu maliyetler verginin büyüklüğünden az olmayacaktır[215].

Varlık ikamesi yoluyla Tobin vergisinden, bütün vergilerde olduğu gibi, bir miktar kaçınma olabileceği kabul edilir[216]. Bununla birlikte hükümetler vergiden kaçınmak için tasarlanmış araçları tespit edebilirler. Burada uygulama sürecindeki denetim kaçınmaya yönelik çabaları büyük ölçüde azaltabilir.

b. Göç Riski

Kenen'e göre vergisiz dealing sitelerine göç riski değerlendirildiğinde iki olasılık üzerinde durulmalıdır; birincisi yeni oluşturulmuş sitelere göç, diğeriśi ise varolan dealing sitelere göçtür[217].

İşlemcilerin yeni oluşturulmuş sitelere göç ile vergiden kaçınabilmesi için çeşitli maliyetlere katlanması gereklidir. Öncelikle döviz işlemleri ağırlıklı olarak sabit bir siteye dayanır. Bu siteler tam, hızlı ve hatasız olması gereken karışık clearing mekanizmaları içerirler. Bu sitelerde bilgi gerekliliklerinin eksiksiz sağlandığı iletişim sistemlerine gerek vardır. Yeni bir dealing siteye hareket etmek için banka bir işlem odası (trading room) yatırımı yapmalıdır. Söz konusu işlem odalarını oluşturmanın pahalı olmasının yanında, bankalar bu yeni siteye yönlenmesi için müşterisini ikna etmelidir. İşlem odalarının oluşturulacağı yer de önemlidir ve bankanın buna karar vermesi gereklidir. Diğer yandan eğer böyle bir siteye hareket eden ilk o ise işlemlerin tümünü diğer dealing sitelerle gerçekleştirmek zorundadır.

Kenen'e göre yeni dealing siteleri oluşturarak vergisiz işlem alanlarına göç, bankalar ve işlemlerde yer alan banka dışı diğer kurumların vergisiz alanlara yönelttikleri işlemlerine ceza oranında vergi uygulanması ile

---

[215] James TOBIN: "Prologue", a.g.m., ix-xviii.
[216] Barry EICHENGREEN: "The Tobin Tax: What Have We Learned?", Tobin Tax: Coping with Financial Volatility, Edit. Mahbub UL HAQ, Inge KAUL, Isabelle GRUNBERG, (Oxford: Oxford University Press, 1996), 278.
[217] Peter KENEN: a.g.m., 119.

azaltılabilir. Dolayısıyla yukarıda açıklanan maliyetlerin yanında cezalandırıcı yüksek vergi oranı bu tür sitelere hareketi son derece maliyetli yapacaktır. Buna göre normal işlemlere üzerine %0.25 oranında bir vergi ödemek yerine, %5 gibi cezalandırıcı bir vergi ödemekle yükümlü kılmak göçü caydırmada oldukça etkin olabilir[218].

Kenen'e göre eğer cezalandırıcı oran gerektiği gibi seçilirse sorun çözülecektir. Hiç kimse vergisiz alana ilk hareket eden olmak istemeyecektir. Eğer vergi oranı yeteri kadar yüksek değilse daha az etkili olacaktır. Bir kere hareket olduğunda ise yeni dealing siteye yönlenen diğer bankalar bu ilk banka ile işlem yaparlar, üçüncü ilk ve ikinci ile işlem yapabilir ve bu devam eder. Bu tür her hareket cezalandırıcı verginin caydırıcı etkisini azaltır. Sonuçta cezalandırıcı vergi kurulan yeni dealing sitelerde göçü engelemede yeterli olmayabilir[219].

Bu şekilde işlemlerin offshore ya da diğer yerlerde yeni kurulan sitelere kayma potansiyeli verginin büyük finansal merkezlerde aynı anda uygulanmasını gerektirebilir. Bu ülkeler en büyük döviz piyasasına sahip G7 ülkelerinin yanısıra Singapur, İsviçre, Hon Kong, Avustralya ve Danimarka'dır. Bu konuda genel görüş, işlem vergisinin tek tip olarak büyük finansal merkezlere sahip ülkelere yüklenilmedikçe, göç riskinin ortaya çıkma olasılığının yüksek olmasıdır.

İkinci durum işlemlerin zaten varolan dealing sitelere göçüdür. Bu durumda işlemlerin çok az bir maliyetle offshore merkezlere kaydedilmesi söz konusudur. Vergisiz offshore cennetlerine işlemlerin kaydettirilmesi vergili ülke otoritelerinin kontrolü ile önlenebilir.

İşlemlerin vergisiz dealing sitelere göç ile vergiden kaçınma durumuna ilişkin olarak, İngiliz Menkul Kıymet İşlem Vergisi örneğinde olduğu gibi işlemlerin dışarıya yönlenmesinin gerçekleşmediği durumlar yanında,

[218] Peter KENEN: a.g.m., 119.
[219] Peter KENEN: a.g.m., 120.

kaçınmanın gerçekleştiği örnekler de bulunmaktadır. Bu örneklerde uygulama sürecindeki farklılıkların belli bir payı olduğu görülmektedir. Bununla birlikte günümüzde var olan düşük maliyetli siteler işlemlerin Londra, Tokyo ve NewYork'tan uzaklaşması için yeterli değildir.

Para işlemlerinin vergisiz bankalara transferi ile vergiden kaçınmanın önemli boyutlarda gerçekleşmemesinin çeşitli nedenleri olabilir. Öncelikle düşük bir verginin banka karlılığını ciddi boyutlarda tehdit etmesi beklenmemelidir. Banka karlılığının yarıya yakını döviz işlemlerinde oluşur ve onlar bu tür bir karlı işi kolaylıkla bırakmak istemeyebilirler[220]. Ayrıca bankalar ile müşteriler arasında, küçük bir vergiye rağmen, her zaman ki işlemlerini sürdürmeleri için kurumsal nedenler vardır. Banka ve müşteriler arasında güvene dayalı ilişkiler oluşturmak için zamana ve paraya ihtiyaç vardır. Teknik düzeyde etkinliği çok yüksek döviz piyasalarına rağmen, kurumsallaşmış temel ve müşterilerle güvene dayalı ilişkiler önemli bir faktör olarak kalmıştır[221].

Üstelik cezalandırıcı bir oran ile böyle bir göç ilgi çekici olmaktan büyük ölçüde çıkabilir. Döviz piyasasında işlem yapan büyük kurumlar küçük bir vergiden kaçınmak için ünlerini tehlikeye sokabilecek hukuki olmayan girişimlerde bulunmak yerine hukuki sınırları zorlamayı deneyeceklerdir. Onlar finansal yenilikler geliştirerek vergiden kaçınma yollarını arayacaklardır. Zaman alacak bu çabalar, vergi otoritelerinin karşı araçlarla sistemi kontrol etmesi ile etkinsiz kılınabilir.

Bu tür vergilere ilişkin olarak kuşkusuz bir miktar kaçınmanın olması beklenmelidir. Bunun boyutları verginin etkinliğini ciddi olarak tehdit etmesi durumunda vergi planının değiştirilmesi gerekli olabilir. İngiliz uygulamasında

---

[220] Yapılan çalışmalarda Dealerların aracılık faaliyetlerinden elde ettikleri karların oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Dealer yoğunluğu bakımından döviz piyasası ile karşılaştırmaya olanak veren ve yakın özellikler gösteren Londra borsası verileriyle yapılan bir analizde, Dealerların her işlemden ortalama %10 kar elde ettikleri bulunmuştur. Bu konuda Bkz. R. K. LYONS: "Profits and Position Control: A Week of FX Dealing", Journal of International Money and Finance, 17, (1998), 97-115.

[221] Heiki PATOMAKI: "Making The Tobin Tax Real In a Democratic Way: A Two-Phase Proposal", Network Institute for Global Democratisation, NIGD, (2002), 4.

görüldüğü gibi regülatörler hızlı hareket ederlerse sistemdeki boşlukları kapatabilirler. Ayrıca boşlukların çoğu vergi uygulandıktan sonra açığa çıkmaktadır. Dolayısıyla Tobin vergisinin tasarlanmasında, verginin uygulanmasından sonra ilgili düzenlemelerin yapılabimesi için yeterli esneklik bırakılmalıdır. Esneklik özellikle orta ve uzun dönemde hayatidir. Çünkü uzun dönem ikame esnekliği, kısa dönem esnekliklerden yüksektir[222]. Dolayısıyla regülatörlerin finansal yeniliklerin kolaylıkla vergi matrahını erozyona uğratmasından kaçınmak için finansal işlemler üzerindeki vergiyi güncellemeleri gereklidir.

3. Politik Uygulanabilirliği

Global ve tek tip bir uygulamayı gerektiren Tobin vergisinin özellikle en büyük döviz piyasalarına sahip endüstrileşmiş ülkelerde politik olarak desteklenmesi gerekmektedir.

Oysa G7 ülkeleri arasında küresel döviz piyasalarının ve mali piyasaların reformu konusunda tam bir görüş birliği bulunmamaktadır. Fransa ve Japonya gibi bazı G7 ülkelerinin Yen, Dolar ve Euro arasındaki döviz kuru volatilitesine istikrar getirilme önerilerinin çok fazla gündem bulmadığı görülmektedir. Bunun en önemli nedeni ABD'nin mali piyasalara ilişkin düzenleme, denetim ve müdahale biçimindeki politika önerilerine karşı çıkışıdır[223]. Tobin de verginin uygulamasıyla ilgili en büyük zorluğu, dünyadaki en büyük ülke Maliye Bakanlarının vergiye karşı olması ve politik uygulanabilirliğinin olmamasında görür[224].

---

[222] Uzun dönem ikame esnekliğinin kısa dönem esnekliklerden çok daha yüksek olma eğiliminde olduğu çeşitli çalışmalarda gösterilmiştir. Buna göre vergilendirilebilir ticaret hacminin işlem maliyetleri yönüyle uzun dönem elastikiyeti -1 ile -1.7 aralığındadır. Ayrıntılı bilgi için Bkz. J. CAMPELL ve K. FROOT: International Experiences With Securities Transaction Taxes, NBER Working Paper, No. 4587, (December 1993), 23.

[223] Seyhan ERDOĞDU: "Küresel Mali reform ve Tobin Vergisi", Mülkiye, C: XXV, 229 (Temmuz-Ağustos 2001), 138.

[224] James TOBIN: "Tobin Sees No Chance of Tobin Tax Being Adopted", Der Spiegel, (02.09. 2001).

Avrupa'da sosyal demokrat partilerin çoğunda, hükümet düzeyinde olmasa bile, Tobin vergisinin destek bulduğu görülmektedir. Kanada, Fransa ve Finlandiya Parlementoları Tobin vergisinin temel ilkelerini kabul eden kanunlar çıkarmışlardır. Fakat vergiye en büyük desteğin, uluslararası niteliği nedeniyle küresel krize-küresel tepki geliştirme stratejisini benimsemiş küreselleşme karşıtı gruplardan geldiği görülmektedir. Tobin vergisinin küreselleşme karşıtı girişimler tarafından benimsenmesinin en önemli nedeni, verginin küresel kapitalizmin en yıkıcı yönü olan finansal liberalizasyonu hedef almasıdır. Erdoğdu tarafından belirtildiği gibi "Mali sermayenin 'kükreyen makinesine atılmış bir avuç kum' da olsa 'gazino kapitalizmini' hedef alan bir araç olarak geniş kesimlerin sempatisini çekmektedir"[225].

Bununla birlikte verginin, uluslararası topluluğun muhalefeti nedeniyle, kısa dönemde uygulanabilir olduğu görülmemektedir. Kısa dönemde endüstrileşmiş dünyada verginin uygulanmasına yönelik bir fikir birliğinin görülmemesi verginin ulusal düzeyde uygulanabilir versiyonlarını ya da benzer alternatiflerinin tartışılmasına neden olmaktadır.

Uluslararası parasal sisteme ilişkin olarak büyük ölçüde açık hale gelen piyasa başarısızlıklarına sistematik ve tek tip çözümler oluşturmadaki başarısızlık, baskı altındaki ülkelerin tek taraflı ulusal politikalar uygulamalarını zorlayabilir. Malezya'nın sermaye kontrolleri tipinde uygulamalar yaygınlaşabilir ve uygulamaların yaygınlaşmasının DYSY'larına ve küresel ticaret hacmine yansıması halinde, bu global ekonomi için en az istenir durumlara varabilir.

Finans sermayesinin sınırlararası hareketliliği ile elde ettiği yüksek getiri, ulusal politika kısıtlamalarıyla çok fazla sınırlandırılabilir. Bu çok büyük boyutlara varmış ve likiditesi yüksek finansal sermayeyi kar oranlarındaki düşme yönüyle sıkıştırabilir. Bu durum onların Tobin vergisi gibi araçlarla bir

[225] Seyhan ERDOĞDU: a.g.m., 148.

kısım karlarından vazgeçmeye razı olabilecekleri bir ortamı oluşturabilir[226]. Dolayısıyla vergiye karşı ortam orta ve uzun dönemde farklı yönde gelişebilir.

Fakat son zamanlarda Avrupa ve Amerika perspektifinden yaşanan gelişmelerin vergiye yönelik politik ilginin artmasına neden olduğu görülmektedir. Avrupa'da globalizasyonun yatırım ve üretim artışı değil, yoksullaşma ve gelir dağılımı bozuklukları oluşturmasına yönelik görüşlerin artması vergiye politik ilginin artmasını desteklemektedir. Amerika'da ise 11 Eylül saldırıları, bu saldırılardaki sorumluluğunun bir parçası olarak değerlendirilen fon akımlarının regülasyonunu gündeme getirmiştir. Verginin bu regülasyon yapısının bir parçası olarak etkin olabileceği gündeme gelmiştir.

G. VERGİNİN TEK BİR ÜLKE YADA BELİRLİ BİR ÜLKE GRUBU İÇİNDE UYGULANABİLİR OLMASINI SAĞLAYAN ÖNERİLER

Tek bir ülke tarafından uygulanabilecek yapıda bir Tobin vergisi önerisi Spahn tarafından yapılmıştır[227]. Daha önce açıklandığı gibi, öneri sermaye akımlarının büyüklüğünü azaltmanın yanında, onların stabilize edilmesi yönüyle de fonksiyon görmeyi amaçlamaktadır.

Öneri normal zamanlarda uygulanacak çok düşük vergi oranı ile kriz zamanı aktif hale gelecek yüksek oranlardan oluşan ikili bir yapıdadır. Verginin düşük orandan oluşan ilk kısmı, piyasa işlemleri yönünüyle tarafsız kalırken belli bir gelirin de oluşmasını amaçlamaktadır. Önerilen çok düşük vergi oranı (%0.001) bile işlem hacminin büyüklüğü düşünüldüğünde önemli bir gelir yaratır.

Verginin ikinci kısmını, kriz zamanları aktif hale gelecek arttırımlı vergi (surcharge exchange) oluşturmaktadır. Bu vergi şedülü ülkelerin kur

---

[226] Kuşkusuz bu durumun oluşması sermayenin hareketinde dışsal faktörlerin önemi düşünüldüğünde endüstrileşmiş ülkelerdeki ekonomik durum ve büyüme trendleriyle yakından ilişkili olacaktır.

[227] Ayrıntılı bilgi için Bkz. Paul SPAHN: "On the Feasibility of a Tax on Foreign Exchange Transaction", a.g.m; Paul SPAHN: "International Financial Flows and Trancastions Taxes: Survey and Options", a.g.m., 1-53.

oranlarındaki değişimler yönüyle tespit edilir. Günlük reel kur oranları ile belirlenen hedef oranlar tespit edilir. Bu oran ile tanımlanan koridor içinde kur oranları serbestçe hareket ederken koridor dışına taşınan işlemler vergiyi tetikler. Buradaki amaç, kur oranındaki anormal değişikliklerle ifadesini bulan spekülasyonun caydırılmasıdır. Her ülke koridorun genişliğini, kendi kur oranının günlük dalgalanma verileri yönüyle tespit edebilir.

Bu verginin amacı bir gün içinde kur oranlarının band genişliğinden daha fazla çeşitlenmemesini sağlamaktır. Vergi spekülatif ve kısa dönemli yatırımcılar için, kur oranlarından sapmalar oluştuğunda otomatik olarak aktif hale geldiği için döviz spekülasyonuna karşı bir çevrim kırıcı olarak fonksiyon görür. Hedef oranlar, 20 iş günü için tanımlandığından 1 ay içinde oluşan bütün temel gösterge verilerinin kur oranlarında birleştirilmesi mümkündür.

Spahn'a göre global bir Tobin vergisi en azından OECD ülkeleri kapsamında uygulanabilir. Oysa ikili yapıda bir Tobin vergisi tek taraflı olarak geçiş, GOÜ ve gelişen piyasa ekonomilerinde uygulanabilir. Bu yapı dolar gibi büyük para alanlarına sahip endüstrileşmiş ülkeler için uygun değilken sabit ya da sabit benzeri kur rejimleri uygulayan ülkeler için daha uygun olabilir[228].

Patomaki, ise verginin belli bir grup ülkede hayata geçirilmesini sağlayacak bir uygulama planı geliştirmiştir. Ona göre, düşük oranda bir Tobin vergisinin üniversal düzeyde uygulamasının mümkün olabileceği kabul edilmektedir. Sorun ise bazı finansal merkezler sisteme dahil olmadığında ortaya çıkar. Patomaki, örneğin 30 kadar ülkenin bir arayá geldiği ve global döviz piyasasının en az %20'sinin kapsandığı bir durumda iki aşamalı bir Tobin vergisi modeli tanımlar[229].

Birinci aşamada sistem, AB ülkeleri ve diğer ülke gruplarından ya da AB olmaksızın diğer büyük ülke gruplarından oluşabilir. Fakat vergi anlaşması,

---

[228] Paul SPAHN: "International Financial Flows and Trancastions Taxes: Survey and Options", a.g.m., 31.

[229] Ayrıntılı bilgi için Bkz. Heiki PATOMAKI : Democratising Globalisation. The Leverage of the Tobin Tax, (New York, 2001); Heiki PATOMAKI: a.g.m., 1-18.

diğer ülkenin istedikleri zaman sisteme katılmasını mümkün kılmalıdır. Bu aşama üç vergi uygulaması öngörmektedir. Birincisi, bütün döviz işlemlerine uygulanacak düşük temel bir vergi oranıdır(%0.01). İkinci vergi, henüz vergi rejiminin tarafı olmamış aktörlere yerli paradan kredilere nispeten yüksek oranlar öngörür(%2). Üçüncüsü ise işbirliği içinde olmayan vergi cennetlerinden sermaye çıkış ve girişlerine yüksek cezalandırıcı vergi oranlarıdır(%25).

İkinci aşamaya ise sistemin birinci aşamasına büyük finansal merkezlerin tümü ya da büyük çoğunluğu dahil olduğunda geçilecektir. Bu aşama, yüksek oranda uygulanabilecek global düzeyde ve tek tip bir Tobin vergisi uygulamasını öngörmektedir. Bu aşamada sınırlararası kredilerin vergilendirilmesi kaldırılırken vergi cennetlerine yönelik cezalandırıcı verginin korunması gerekli görülmektedir.

H. FİNANSAL YAPININ REFORMU TARTIŞMALARI İÇERİĞİNDE TOBİN VERGİSİ

Finansal krizler sonrasında finansal yapının (architecture) reformunda GÜ'lerin yaklaşımı (programı), uluslararası sermaye hareketliliği arttırılırken, uluslararası kodlar ve standartlar oluşturmayı içermektedir.

Bu programlara ilişkin olarak sermayenin serbest hareketliliğinin korunma ve arttırılma çabası eleştirilmektedir. Global ekonomide düşük büyüme, yatırım ve istikrarsız dinamiklerle ilgili dengelerin bir parçası olarak sermaye hesapları liberalizasyonunun gerekli bir unsur (amaç) olması durumu açık değildir. Sermaye hesapları liberalizasyonunun yararları üzerine ikna edici bulgular bulunmazken; bilgi asimetrisi, kendi kendini besleyen beklentiler, şişme ve miyopik davranış gibi durumların varlığında etkinliği artıracakları şüphelidir[230].

---

[230] Dani RODRIK: "Governing the Global Economy : Does One Architectural Style Fit All ?", http://www.ksg. harvard.edu/rodrik/ifa2.pdf, (25. 09. 2002), 20.

Kodlar ve standartların, bir kaç nedenle, krizlerle savaşmada etkinliklerinin sınırlı olabileceği belirtilmektedir. Öncelikle, 1990 sonrasında yaşanan krizler, onları açıklamada yeni modellerin geliştirilmesini gerekli kılmıştır. Bu durum regülatörlerin, çözümün oldukça gerisinde kalmaları anlamındadır. Ayrıca sermaye akımlarının bir ülkeye/bölgeye giriş-çıkış hareketinde dışsal faktörlerin önemi, problemin arz yönünü ihmal eden önerilerin çözüme sadece kısmi bir katkısı olacağını ortaya koyar.

Bunun ötesinde, Rodrik'in belirttiği gibi, ekonomik ve kurumsal ortamdaki farklılıkların, bir ülke durumundaki kurumların (rejimlerin) diğerlerinde çalışmamasına neden olduğu göz ardı edilemez[231].

Dolayısıyla önerilerin sermaye ithal edenler kadar sermaye ihraç edenler için düzenlemeler ve global düzeyde olduğu kadar ulusal düzeydeki farklılıkları dikkate alacak unsurları içermesi gereklidir. Tobin vergisi bu çerçeve içinde tasarlanmalıdır.

1. Global Düzey

Finansal piyasaların global düzeyde regülasyonunun gerekliliğinin en önemli nedeni 1980'lerden itibaren gerçekleşen global piyasalara doğru dönüşümdür. Çalışmada döviz piyasaları kapsamında açıklanan bu dönüşüm, piyasaların regülasyonu için sadece ulusal düzeyde tasarlanan önerilerin etkinliğini büyük ölçüde azaltır.

Bu kısım altında global düzeyde borç alanların ve borç verenlerin davranışlarını iyileştirmeyi amaçlayan piyasa reformları ele alınmaktadır. Bu reformlar, borç alanlar için açıklık, şeffaflık, hesap verilebilirlik ve kreditörler için ise Tobin vergileri gibi regülasyonlar öngörmektedir.

Global düzeydeki öneriler içinde üzerinde en çok yoğunlaşılanlar; açık sistemlerin oluşturulması, banka denetim ve muhasebe standartlarının

[231] Dani RODRIK: a.g.m., 20.

iyileştirilmesi ve ortak sermaye standartlarının uygulanmasıdır. Tek başına yeterli görülmeyen bu önerilerin, bazı durumlarda, sistemin tümü için riskli bir ortamın oluşmasına katkıda bulunabilecekleri belirtilmektedir[232].

Finansal sistemde borç veren bankalar sofistike risk değerlendirme kurumları olan büyük global bankalardır. Asya ülkeleri durumunda olduğu gibi bu bankaların bölgede riskin artmasının açık hale gelmesine rağmen borç vermeyi sürdürdükleri görülmektedir. Bu global piyasalarda çok sofistike kurum ve işlemcilerin bile riski değerlendirmede güçlükler yaşadığını göstermektedir[233]. Dolayısıyla piyasalarda yatırımcıların risk yönüyle uzun dönemli bir perspektiften yatırım yapmaları ve piyasalardaki kısa dönemli işlemlerin (spekülasyonun) küçültülmesi gerekliliği bulunmaktadır.

Bu çerçevede Tobin vergisi, global düzeyde, döviz piyasalarında kısa vadeli işlemlere yönelik sapmanın ortadan kaldırılmasında etkin olabilir. Yapılan değerlendirmelerde görüldüğü gibi, vergi, faiz arbitrajı ve küçük döviz kuru değişimlerinin çekiciliğini azaltabilir. Ekonominin kriz dönemlerindeki büyük kur oranı sapmalarını değil, kriz dışı normal dönemlerdeki sapmaları önlemede etkin olurken, önemli ölçüde gelir yaratabilir.

Dornbusch tarafından bu konuyla ilgili şu hususa dikkat çekilmektedir:

> "Genel anlamda bu tür vergiler yatırımcıları uzun dönemli işlemlere doğru yönlendirir. Vadenin uzaması stabilize edici bir faktördür. Eğer hükümetler, özel sektörün daha uzun dönemli bir bakış açısıyla yatırım yapmasına yardım edecek ve kendi finansman ihtiyaçlarının uzun vadede gerçekleşmesine neden

---

[232] Basel sermaye yeterlilik standartları durumunda, standartlar uzun vadeli kredilerde daha yüksek sermaye tutmayı gerekli kılarak bankalar için uzun dönemli kredileri daha maliyetli yapar. Sermaye standartlarının bu özelliğinin 1990'larda GOÜ'lere kısa dönem kredileri canlandırarak mevcut durumu daha da kötüleştirmiş olması muhtemel görülür. Bkz. Dani RODRIK: a.g.m., 19.

[233] J. A. KREGEL: a.g.m., 22.

olacak daha istikrarlı politikalara yönelirlerse istikrar etkileri artar"[234].

Tobin vergisinin kısa dönemde uygulanabilmesi, döviz piyasasındaki tüm işlemleri kapsaması ve düşük oranlı olmasına bağlı görünmektedir. Orta ve uzun dönemde ise kısa dönem işlemlere yoğunlaşma şeklindeki sapmadan uzaklaşılması ve bununla ilgili risklerin azaltılması ile, piyasa teşvik yapılarının oluşturulmasının sürekli bir unsuru olarak daha esnek kullanımı mümkün olabilir.

2. Ulusal Düzey

Yaşanan deneyimler GOÜ'lerde finansal liberalizasyon uygulamalarının daha fazla istikrarsızlık yarattığını göstermektedir. GOÜ'ler özellikle dışsal finansal liberalizasyon durumunda şişme ve patlama (boom-bost) çevrimine girme eğilimindedir. Bu durumda her ülke için kendi makroekonomik hedeflerine uygun ve sürdürülebilir politika araçlarına ihtiyaç vardır. 1990'larda yaşanan krizlerde spekülatif saldırıların geçtiği kanallardaki farklılıklar, selektif politika araçlarının kullanımını haklı gösterir.

Açık ve şeffaf sistemlerin oluşturulması, bilgi akımlarının iyileştirilmesi ulusal düzeyde de gerekli ama yeterli görülmemektedir. Bu düzenlemeler, sadece bilgi akımlarıyla ilgili aksaklıkların giderilmesinde etkili olabilir. Ulusal ekonomiler hala içsel ve dışsal şoklara kırılgan durumdadır.

Ulusal düzeyde yapılacak öneriler, her bir ülkenin temel ekonomik göstergelerinin şimdiki durumu ve gelecekteki büyüme ve kalkınma hedefleri çerçevesinde belirlenmelidir. Sermaye akımlarının volatilitesi ile ilgilenecek ulusal düzeyde ilgi çeken uygulamalardan biri faiz getirmeyen zorunlu karşılıktır. Bu uygulama, spekülatif pozisyon almanın maliyetini artırır. Dolayısıyla finansal kriz durumunda, merkez bankalarının spekülatif saldırılara karşı faiz oranı savunmasını daha etkili yapar. Bu araç Tobin vergisine göre,

---

[234] Rudiger DORNBUSCH: a.g.m., 33.

spekülatif akımlara daha büyük maliyet oluşturması ve tek taraflı politik uygulanabilirliğinin olması nedeniyle daha fazla ilgi çekmektedir.

Bu tip kontroller piyasalardaki şişme ve patlama çevrimini önlemede etkili olabilir ve sermaye girişlerini sınırlayabilir. Bununla birlikte uzun dönem etkinliklerini yitirebilecekleri ve etkinsizliklere neden olabilecekleri için geçici temelde uygulanmalıdırlar.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

I. TÜRKİYE'DE FİNANSAL LİBERALİZASYON POLİTİKALARI

Türkiye'de liberalizasyon süreci, 1980-83 döneminde uygulamaya konulan yapısal uyum reform programı çerçevesinde mal ve hizmetler sektöründeki liberalizasyonlarla başlamıştır. Bu program ile ekonomide piyasa fiyatlarının geçerli olması, mal piyasalarının dış pazarlara açılması, ticaret kotaları koruması altındaki ithalat rejiminin serbestleştirilmesi ve mal ve hizmet ihracatını artırmaya yönelik yoğun bir devlet desteği ile sürdürülen bir dışa açılma stratejisi öngörülmüştür.

Finansal sektöre ilişkin ilk liberalizasyon reformlarının da aynı dönemde gündeme getirildiği görülmektedir. Bu süreç boyunca 1981'de faiz oranları üzerindeki sınırlamalar büyük ölçüde kaldırılmış; 1984'te döviz alım satımı serbestleştirilmiş, yerleşiklerin döviz tutmasına ve döviz mevduatı açmasına izin verilmiştir.

Finansal piyasaların oluşturulması sürecinde 1986 yılında Sermaye Piyasası Kurulu oluşturulmuş ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası yeniden yapılandırılmıştır. 1987 yılında Merkez Bankası açık piyasa işlemlerine başlamıştır. Bankalar arası para piyasasının kurulması ve Devlet iç borçlanma senetlerinin ihale ile satışına başlanmasından sonra 1988 yılında da döviz piyasası kurulmuştur. Aynı yıl mevduat faiz oranlarının belirlenmesinin tümüyle piyasa koşullarına bırakıldığı görülmektedir. 1989'da kambiyo kontrolleri tamamen kaldırılarak yabancıların yurtiçinde varlık edinimi ve yerleşiklerin yurtdışında varlık edinimi serbest bırakılarak finansal liberalizasyon tamamlanmıştır.

Dolayısıyla Türkiye'nin liberalizasyon süreci 1980'de mal piyasalarının liberalizasyonu ile başlamış, 1989'da ulusal mali piyasalarının

serbestleştirilmesi ile tamamlanmış ve 1990'lı yıllara tamamıyla dışa açık bir ekonomi konumunda girilmiştir.

Bu politikalar gerek zamanlaması gerekse uygulama sonuçları açısından çeşitli eleştirilere konu olmaktadır. Bu bölümde 1980 sonrası dönemde ekonominin genel performansına ilişkin açıklamalarda bulunularak pek çoğu Latin Amerika ve Doğu Asya ülkelerinde de ortak olan finansal liberalizasyon (FL) politikalarının uygulama sonuçları değerlendirilmektedir.

A. TÜRKİYE'DE FİNANSAL LİBERALİZASYON POLİTİKALARININ UYGULANDIĞI DÖNEMDE EKONOMİNİN GENEL PERFORMANSI

1980'lerin başında uygulanan ihracatı teşvik politikaları sonucu artış gösteren ihracatla bağlantılı ekonomik büyüme hızında önemli artışlar gerçekleşmiştir. Bu süreç 1987'den itibaren tersine dönerken, 1989'dan itibaren ise sermaye girişlerinin ekonomik büyümede belirleyici bir faktör olduğu görülmektedir.

Söz konusu dönemde büyüme hızının gelişimi ortalamalardan yararlanılarak değerlendirilebilir. Buna göre 1981-82 döneminde büyüme hızı %1.7, 1983-88 döneminde %5.6, 1989-93 döneminde %5.1, 1994-97 döneminde %4.3, 1998-2002 döneminde ise %-1.4'dir. Ortalamalara göre bakıldığında, 1980'lerde 1989'a kadar büyüme hızının arttığı, 1990'ların ortalarından itibaren ise düşerek dönem sonunda negatif değerlere ulaştığı görülmektedir. Bu düşmede en önemli faktör sermaye hesapları liberalizasyonu sonrasında 1994, 1999 ve 2001'de yaşanan finansal krizlerin etkisiyle gerçekleşen büyük üretim kayıplarıdır. Bu sonuçlara göre liberalizasyon politikalarının ilk aşaması olan 1980'lerde, FL dönemi olan 1990'larla kıyaslandığında ekonominin büyüme performansı daha yüksektir. Özellikle 1981-87 arasında oldukça yüksek büyüme hızları elde edilmiştir. 1987'de gerçekleşen %9.8'lik büyüme hızı 1980 sonrası dönemin en yüksek

büyüme hızına işaret etmektedir. Bu tarihten sonra büyüme hızı düşerek 1989'da %1.6 olarak gerçekleşmiştir (Bkz. Tablo 29 A ve 29 B).

1980-89 ticari liberalizasyon döneminin 1989 sonrası döneme göre görece yüksek büyüme hızının arka planı iktisat ve maliye politikalarındaki önemli dönüşümlere dayanmaktadır. 1980'li yıllarda geçerli olan ekonomik, siyasal ve sosyal süreçlerin incelenmesi, bu dönemdeki görece yüksek büyüme oranlarının altında yatan unsurlar yanında 1989 sermaye hareketleri liberalizasyonuna giden süreci anlamayı da olanaklı kılmaktadır.

Bu dönemde ithalatın kademeli olarak liberalleştirilmesi ve ihracatın arttırılmasını hedefleyen politikalar doğrultusunda dışa açık bir ekonomik yapılanmaya geçilmiştir. İhracatın arttırılması temel olarak iç pazarın daraltılmasını hedefleyen talep yönetim politikaları ile gerçekleştirilmiştir[1]. İhracata açılmanın desteklenmesinde kamu gelirleri sisteminden de geniş ölçüde yararlanılmıştır[2]. Bununla birlikte 1980'lerin ortalarına doğru iç talebin daraltılması ve yoğun teşviklerle ihraç edilebilir ürün fazlası yaratma politikasının sınırlarına yaklaşılmıştır. İhracatın arttırılmasındaki tıkanıklıklar ve ithalat kısıcı politikaların amacına ulaşamaması dış ticaret açığının büyümesine neden olmuştur.

---

[1] Söz konusu talep yönetim politikalarının temel araçları fiyatlara ve parasal önlemlere ilişkindir. Bu politikalar fiyat şoklarıyla içerdeki fiili talebin düzeyini düşürmek, tarımsal ürünlere düşük fiyat vermek ve ücret artışlarını baskı altında tutmaya yönelik uygulanan ücret politikalarıdır. Bu dönemde izlenilen düşük kur politikası ithalatı pahalılaştırarak iç talebi kısmak ve ihraç fiyatlarını döviz cinsinden ucuzlatarak ihracatı cazip hale getirmeyi amaçlamıştır. Son olarak izlenilen pozitif faiz politikası tüketime ayrılacak fonları tasarrufa dönüştürmeyi hedeflemiştir. Bu konuda Bkz. Oğuz OYAN: Dışa Açılma ve Mali Politikalar Türkiye: 1980-1989, (Ankara, 1989), 52-53.

[2] 1980 yılında başlatılan ekonomik politikaların tamamlayıcı unsuru 1981'de yürürlüğe konulan vergi düzenlemeleridir. Bu düzenlemelerin temel işlevi geniş tüketici kesimin satın alma gücünü kısarak iç talebi daraltmak ve iç üretim maliyetlerini aşağı çekerek, ihraç mallarının dış piyasalarda rekabet avantajı elde etmelerini sağlamaktır. Bu düzenlemelerle dolaysız vergilerin vergi sisteminde ağırlığı azaltılırken, dolaylı vergilerin özellikle ihracatta otomatik indirim konusu yapılabilen KDV'nin ağırlığının arttırıldığı görülmektedir. Bu düzenlemeleri 1988 sonuna kadar sürdürülen ihracatta vergi iadesi ve ihracatta fon primleri izlemiştir. Bu politika uygulanan ekonomi politikaları doğrultusunda sermaye gelirleri üzerindeki vergi gelirlerini azaltmanın yanında, iç üretim maliyetlerinin düşürülmesi yoluyla ihracata açılma modelinin önemli bir aracı olmuştur. Bkz. Oğuz OYAN: a.g.e., 65-69.

1985-87 arasında büyük ölçüde kamu altyapı yatırım artışına dayanan bir büyüme gerçekleşmiştir. Bu yatırımların finansmanı büyük oranda iç borçlanma ve dış proje kredileriyle karşılanmıştır. Büyüme hızı 1988-89 döneminde ise kamu altyapı yatırımlarının sınırlandırılmasının etkisiyle %1.5 düzeylerine kadar düşmüştür.

1980'le başlayan iç talebi kısarak ihracata yönelme politikaları 1988 sonundan itibaren zorlanmaya başlamıştır. Bu politika, dönem sonunda iyice azalan ihracat rakamları yanında 1987'den itibaren geçerli olmaya başlayan siyasi ve sosyal ortamdaki değişimlerin baskısıyla karşı karşıya kalmıştır[3]. Dönem sonunda iyici artan kaynak kısıtı[4] söz konusu politikalarda değişmeyi zorlayan bir diğer alan olarak görülmektedir. Bu değişimi sağlayan sermaye hareketleri liberalizasyonu, daha önce belirtildiği gibi, büyüme deseninde ticari liberalizasyon dönemine göre önemli farklılıklara neden olmuştur.

Tablo 29 A ve 29 B'den görüldüğü gibi, Türkiye'de sermaye hesapları liberalizasyonunun gerçekleştirildiği 1989 yılını izleyen 1990 yılında %9.4'lük yüksek bir milli gelir büyümesi gerçekleşmiştir. Bu dönemde 1994 krizine kadar, 1991'deki körfez krizinin neden olduğu durgunluğun etkisiyle gerçekleşen düşük büyüme oranı hariç tutulursa, oldukça yüksek büyüme oranlarının gerçekleştiği görülmektedir.

---

[3] Çalışmada ayrıntılarıyla ele alınmamakla birlikte 1980 dönüşümü ve 1989 kararları ile 1980 sonrası dönemin siyasal ve sosyal ortamı arasındaki ilişkilerin tespit edilmesi gerekmektedir. Türkiye ekonomisinde 1980 ile başlayan dönüşümü sağlayan/kolaylaştıran önemli unsurlardan biri ülkenin içinde bulunduğu siyasal ve sosyal ortamdır. 1980 başında siyasal sistemde istikrar ve rekabetin oladığı bir ortam bulunmaktadır. Bu ortam bir yandan ücretlerin bastırılmasını mümkün kılmış, diğer yandan sendikal hareketlerin bastırılmış olması işçilerin ücret taleplerinin ekonomi yönetiminin gündemine gelmemesine yol açmıştır. 1987'de siyasi yasakların kalkması, 1989 yerel seçimlerinde ana muhalefet partisinin büyük bir başarı kazanması ve 1989 bahar eylemleri görece istikrarlı siyasal sistemin ortadan kalkmasına neden olmuştur. Ayrıntılı bilgi için Bkz. İ ATİYAS: "Türkiye'de İktisadi Reform Süreci ve Harcama Politikalarının Siyasal İktisadı", İktisat, İşletme ve Finans, 119, (Şubat 1996), 5-16.

[4] 1984'ten itibaren başlayan iç borçlanma politikası 1989'a gelindiğinde kısa vade ve yüksek faiz yükü nedeniyle cari transfer ödemelerinde önemli artışlara neden olmuştur. Öte yandan dışa ve ihracata açılma yüksek bir dış borçlanmaya koşut olarak gerçekleştirilmiş ve döviz gelirlerinin üçte birinden fazlasının dış borç servislerine aktarılmasına varmıştır. Bkz: O. OYAN ve A. R. AYDIN: Türkiye'de Maliye ve Fon Politikaları Alternatif Yönelişler, (Ankara, 1991), 26.

Bu dönemde hızlı büyümeyi uyaran temel faktör -pozitif gelir transferlerine ve geleceğin tüketiminin öne alınmasına bağlı olarak- tüketim harcamalarında artışlar ve döviz kurunun önemli ölçüde değerlenmesi nedeniyle ara ve yatırım malları ithalatının artışlardır. Büyüme büyük ölçüde dış kaynaklı sermaye girişleri ile finanse edilmiştir. Uygulanan politikalar sonucu ülkeye yönelen kısa vadeli sermaye girişleri bir yandan kamu açıklarının dış tasarruflar yoluyla finansmanı diğer yandan ulusal ekonominin ithalat ve tüketim hacminin genişlemesini sağlamıştır[5]. Bu dönemde ekonomik büyümenin sermaye girişlerine dayalı bir nitelik göstermesine rağmen, söz konusu büyüme modelinin taşıdığı kırılganlıklar, 1994'te büyük bir finansal kriz deneyimi yaşanmasında belirleyici görünmektedir[6].

1994'te finansal kriz etkisiyle gelirlerde %6 oranındaki daralma sonrasında 1995'te %8'lik yüksek bir büyüme oranı elde edilmiştir. 1995'teki yüksek büyümenin arkasında yatan özel tüketim harcamalarından kaynaklanan talep artışı ve ithalat genişlemesi olmuştur[7]. Ayrıca dördüncü çeyrekte uygulanan seçim ekonomisinin toplam talep artışında etkili olduğu söylenebilir. 1994'te uygulamaya konulan istikrar politikaları izleyen yıllarda yüksek büyüme oranlarının elde edilmesini mümkün kılmıştır[8].

---

[5] Metin ALTIOK: "Yeni Liberal İstikrar ve Yapısal Uyum Programları: Türkiye Ekonomisinde Sermaye Birikimi ve Kriz", Praksis, 5, (2002), 105.

[6] 1989 sonrası dönemde kamu açıklarının finansmanı için artan ölçüde yurt içi piyasalardan borçlanılması -para ikamesinin de etkisiyle- yüksek faiz oranlarına neden olmuştur. Bu yolla artan iç borçların faiz maliyeti ise kamu sektör açıklarını arttırma yönünde işlemektedir. Diğer bir kırılgan alan kısa dönem sermaye girişlerindeki artış ve reel kur değerlenmesidir. Reel değerlenme ithalat hacminin ve cari işlem açıklarının artmasının temel nedeni olmaktadır. Söz konusu kısa dönem sermaye girişlerine dayalı büyüme modelinin sınırlarına 1994 finansal krizi ile varılmıştır. K. BORATAV, E. YELDAN, A. H. KÖSE: "Globalization, Distribution and Social Policy: Turkey, 1980-1998, CEPA Working Paper, No. 20, (February 2000), 7.

[7] Taner BERKSOY: "1996'da Ekonomik Sorun: İstikrarsızlık ve Dizginlenemeyen Büyüme", Ekonomide Durum, (Güz 1996), 26.

[8] Nisan 1994'te uygulamaya konulan istikrar paketi temel olarak sıkı para politikaları ve ücretlerin bastırılarak yurtiçi talebin daraltılmasına dayanmaktadır. Kriz sonrası yüksek faiz oranları ile iç ve dış borçlanma olanakları elde edilmiştir. Uygulanan politikalar kapsamında, 1993-97 arasında reel ücretler %27 oranında geriletilmiştir. Söz konusu dönemde mal ihracatının ise %53.6 oranında artış gösterdiği tespit edilmektedir. Böylece ekonomide çalışanların alım gücünün daraltıldığı bir ortamda dolar bazında maliyetler düşürülerek ihracatta bir artış sağlanmıştır. Bu yönüyle 1994-97 dönemi 1980'lerin başında uygulanan

1996 ve 1997 yıllarındaki yüksek büyüme oranının ardından 1998'den itibaren büyüme oranı yavaşlamıştır. 1998'de büyüme oranı bir önceki yılın %8.3 değerinden %3.9'a gerilemiştir. Bu gerilemede sanayi sektöründe yaşanan üretim düşüşü, hızlanan enflasyon, yüksek faiz oranları yanında Rusya krizinin de belirgin bir payı olmuştur. Rusya krizinin gelişmekte olan piyasalardan sermaye çıkışlarına neden olması, ilgili ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de de büyüme oranları üzerinde etkili olmuştur.

1999 yılında depremin neden olduğu üretim düşmeleri nedeniyle gelirlerde yaklaşık %6 oranında daralmıştır. 2000'de uygulamaya konulan istikrar programının etkisiyle, net sermaye girişlerinde büyük artış, iç borç faizlerinde düşüş, yurtiçi kredi stokunda artışla birlikte milli gelirde tekrar yüksek bir büyüme oranının elde edildiği görülmektedir. Dolayısıyla ilerleyen bölümde ayrıntılarıyla belirtileceği gibi, FL döneminde ekonomik performansın, büyük ölçüde, ödemeler dengesi sermaye hesabındaki değişmelere paralel bir gelişim içinde olduğu görülmektedir. Benzer bir durum 1994 krizi sonrası 1995'te de gerçekleşmiş ve bu yılda da yüksek büyüme oranı elde edilmiştir. 1995'te özel sektörün borçlanma olanaklarının artması büyüme hızındaki artışı açıklamaktadır[9]. Bu yılda borçlanma olanaklarındaki artış, büyük ölçüde uluslararası finans piyasalarındaki elverişli ortamdan kaynaklanmıştır. Sonuçta bu dönemde ödemeler dengesi sermaye hesaplarındaki değişmelerin ekonomik performansa doğrudan yansıdığı görülmektedir.

1989 sonrası döneme toplu olarak bakıldığında, ekonomik büyüme hızlarında yıldan yıla büyük dalgalanmaların olduğu tespit edilebilir. 1991-2001 arasını kapsayan on bir yıllık dönemin beş yılında ekonomik daralma gerçekleşirken, bu daralmaların üç yılında finansal ve reel kriz oluşturan

klasik birikim mekanizmasına bir geri dönüş olarak değerlendirilmektedir. Bkz. A. H. KÖSE, E. YELDAN: "Dışa Açılma Sürecinde Türkiye Ekonomisinin Dinamikleri: 1980-1997", Toplum ve Bilim, (Yaz 1998), 57. Fakat bu dönemde, 1980 sonrası dönemden önemli bir farklılık olarak ortaya çıkan, 1989 sonrası uygulamaya konulan kamu borçlanma politikası nedeniyle, borç faiz ödemeleri aracılığıyla özel kesime bir gelir aktarımının gerçekleştirilmiş olmasıdır.

[9] Metin ALTIOK: a.g.m., 113-114.

negatif büyüme değerleri gerçekleşmiştir. Bu durum 1990'larda 1980'lere göre büyüme hızında gerçekleşen düşmenin yanında, bu döneme ilişkin olarak istikrarlı bir büyüme oranının da elde edilemediğini ortaya koymaktadır.

Büyüme hızındaki istikrarsızlık, Türkiyenin 1989'dan itibaren sermaye hesaplarının açılmasıyla iç talebe yönelik büyüme yörüngesine oturmasından kaynaklanmıştır. Talep genişlemesinin ve bu genişlemenin yabancı kaynak girişine bağlı olmasının, büyümeyi sürükleyen temel etken haline gelmesi büyüme performansının dalgalı ve istikrarsız olmasını kaçınılmaz kılmaktadır[10].

FL politikalarının tasarruf ve yatırım düzeyleri üzerindeki etkisi ise Tablo 29 A ve Tablo 29 B' deki veriler doğrultusunda değerlendirilebilir.

Tablo 29 A ve Tablo 29 B'den görüldüğü gibi, özel tasarrufların GSMH'ya oranı, 1980'de %10.6 iken ancak 1980'lerin ikinci yarısından sonra artmaya başlayarak 1990'da dönem başı değerinin iki katına ulaşmıştır. Oran, 1990'lı yıllarda ise özel tasarruflar ılımlı artışlar ve azalışlarla dalgalı bir gelişim göstermektedir. 1999'da gerçekleşen %28 tasarruf oranı ele alınan dönemin en yüksek tasarruf düzeyidir. Bununla birlikte 2000'de bu oran %23'e kadar düşmektedir. Bu büyük ölçüde, 2000'de faizlerde gerçekleşen büyük düşmenin özel harcamalarda önemli artışlara neden olmasından kaynaklanmaktadır. Bu dönemde özel tasarruflar 1980-82 ortalaması olarak %9.2, 1983-88'de %13, 1989-1993'de %20.5, 1994-1999'da %24.9 ve 2000-2001'de ise %24 olarak gerçekleşmiştir.

Kamu tasarrufları ise söz konusu dönemde önemli ölçüde azalmıştır. 1986'dan itibaren azalmaya başlayan kamu tasarruflarının GSMH'ya oranı 1991'de %1'in altına inmiştir. Oran, 1991 ortalarından itibaren eksi değerlere geçmiş ve bu durum günümüze kadar devam etmiştir. Oran 2001'de söz

[10] Taner BERKSOY: a.g.m., 26.

konusu dönemin en düşük değeri olan %-8.9 olarak gerçekleşmiştir. Ortalamalar ise 1980-82'de %7.6, 1983-88'de %8.0, 1989-93'te %1.0, 1994-1999'da %-3.6 ve 2000-2001'de%-7'dir.

Toplam tasarruf düzeyi olarak bakıldığında MG'ye oranlar 1985'ten sonra artmaya başlarken, 1988'den sonra ise düşme eğilimine girmektedir. 1993 ve 1994'teki ılımlı artışlardan sonra %21 düzeylerinde istikrar kazanan oranlar, son iki yılda büyük ölçüde azalarak 2001'de %15'e kadar düşmüştür. Toplu olarak bakıldığında tasarruf düzeyinin %27'ye kadar çıktığı dönemler olmasına rağmen bu artışların istikrar kazanamadığı ve ele alınan dönemin sonunda başlangıçtaki düzeyin 3 puan altında gerçekleştiği görülmektedir. Ortalamalara göre tasarruf oranları, 1980-82'de %16.8, 1983-88'de %21.1, 1989-93'te %21.6 ve 1994-1999'da %21.6 ve 2000-2001'de %16.9'dur.

Dolayısıyla Türkiye durumunda FL ile faizler üzerindeki kontrollerin kaldırılması ile artan faiz oranlarının tasarruf düzeyi üzerinde önemli etkilerde bulunduğu görülmemektedir. Konuya ilişkin yapılan ekonometrik çalışmaların sonuçları da yukarıdaki tespitleri doğrular niteliktedir. Yapılan çalışmalarda, genellikle, tasarrufların faiz elastikiyet katsayılarının düşük olduğuna yönelik bulgular elde edilmiştir. Bununla birlikte çalışmalarda gelir etkisinin sürekli biçimde önemli olduğu ortaya konulmuştur. Konuyla ilgili yapılan bir çalışmada, gelirle ilgili değişkenlerin tasarruf oranının tespitinde merkezi bir role sahip olduğu sonucu elde edilmiştir[11]. Faiz serbestisinin temel işlevi, tasarrufların komposizyonuna yönelik olmuştur. Özellikle de örgütlenmemiş finans piyasasının ortadan kalkmasına katkıda bulunmuştur[12].

Bu durum, özellikle GOÜ'lerde finansal baskının kaldırılması ile yükselen faiz oranlarının tasarrufu yeterince uyarıcı etki yapmaması, diğer yandan gelirle ilgili değişkenlerin önemi, tasarrufların faiz oranından ziyade

---

[11] Bu konuda Bkz. Ercan UYGUR: Financial Liberalization and Economic Performance in Turkey, (Ankara, 1993), 25.

[12] Fatih ÖZATAY ve Güven SAK: "Financial Liberalization in Turkey", Emerging Markets Finance and Trade, 38, 5, (September-October 2002), 6-21.

gelir seviyesine bağlı olduğunu ileri süren Keynezyen yaklaşımı doğrular niteliktedir.

TABLO 29 A: BAZI TEMEL MAKROEKONOMİK GÖSTERGELERİN GELİŞİMİ (1980-1990)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Büyüme[1]	-2.8	4.8	3.1	4.2	7.1	4.3	6.8	9.8	1.5	1,6	9.4
Tasarruf[2]	16	18.6	15.9	16.2	16.5	18.9	21.9	25.9	27.2	22.1	22
Kamu	5.4	9.1	8.3	7.8	6.9	9.8	10.6	6.6	6.8	4.9	3.4
Özel	10.6	9.5	7.6	8.4	9.6	9.1	11.3	19.3	20.4	17.2	18.6
Yatırım[2]	21.8	19.8	19.2	20.1	19.3	20.2	22.8	24.7	25.9	22.5	22.7
Kamu	8.7	9.0	8.2	8.7	8.0	9.2	10.2	10.0	8.6	7.5	7.0
Özel	13.1	10.8	11.0	11.4	11.3	11.0	12.6	14.7	17.3	15.0	15.7

(1)Büyüme Hızı
(2)GSMH'da %'de paylar
KAYNAK: DPT, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler (1950-1998), (Ankara 1998); DPT Temel Ekonomik Göstergeler, (Temmuz 2002).

Yatırımların gelişimine bakıldığında 1981'de %9 olan kamu kesimi yatırımları 1987'e kadar belli bir düzeyi sürdürdükten sonra 1988'den başlayarak sürekli bir azalma eğilimi içinde görülmekte ve 2000'lerin başında %5.7'ye düşmektedir. Bu azalma yıllık ortalamalardan da görülmektedir. 1980-82'de %8.6, 1983-88'de %9.1, 1989-93'te %7.3 ve 1994-1999'da %5.1 ve 2000-2001'de %5.7'dir.

Özel yatırımlar 1980'de %13.1 iken dönem sonunda %15.7 olarak görülmektedir. Söz konusu dönemde özel yatırım artışı, 1986-88 ile 1993-97 arasında önem kazanmış, bu tarihten sonra ise bir azalma eğilimi söz konusu olmaktadır. Özel yatırımlar 1997'de ele alınan dönemin en yüksek değeri olan %20.4'e ulaşmakta, bu tarihten sonra başlayan düşme ile 2001'de %15.7 düzeylerine inmektedir. 1980-82 ortalaması %11.6, 1983-88 %13, 1989-93 %16.4 ve 1994-1999'da %19 ve 2000-2001'de %16.3 olmaktadır.

TABLO 29 B: BAZI TEMEL MAKROEKONOMİK GÖSTERGELERİN GELİŞİMİ (1991-2001)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Büyüme[1]	0.3	6.4	8.1	-6.1	8.0	7.1	8.3	3.9	-6.4	6.1	-9.4
Tasarruf[2]	21.2	20.9	21.8	23.0	22.1	21.0	21.1	21.2	21.3	18.2	15.7
Kamu	0.6	-1.0	-2.7	-1.8	-2.4	-4.4	-2.1	-4.2	-6.8	-5.2	-8.9
Özel	20.6	21.9	24.5	24.8	24.5	23.4	23.2	25.4	28.1	23.4	24.6
Yatırım[2]	23.7	23.4	26.3	24.5	24.0	24.6	25.9	23.9	23.2	22.6	21.5
Kamu	7.5	7.4	7.2	4.9	4.2	4.7	5.5	5.6	6.2	5.7	5.7
Özel	16.2	16.0	19.1	19.6	19.8	19.9	20.4	18.3	17.0	16.9	15.7

(1)Büyüme Hızı
(2)GSMH'da %'de paylar
KAYNAK: DPT, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler (1950-1998), (Ankara 1998); DPT Temel Ekonomik Göstergeler, (Temmuz 2002).

Toplam yatırım düzeyi dönem başında %19.8 iken dönem sonunda %21.5 olarak görülmektedir. İzleyen bölümde açıklanacağı üzere, söz konusu dönemde yatırım oranlarında oldukça düşük artışların gerçekleşmesinde, geçerli olan yüksek faizler nedeniyle özel kesimin reel yatırımlar yerine kamuya borç vermesi etkili olmaktadır. Kamu sektörü ise dönem içinde bozulan dengeleri nedeniyle bütçesinde yatırımlar için daha az kaynak ayırmak zorunda kalmıştır.

Sonuçta FL politikaları ile öngörüldüğünün aksine önemli bir yatırım artışının gerçekleşmediği görülmektedir.

Türkiye'de 1980'li yıllarda uygulamaya konulan istikrar programları ekonomik yapının liberal politikalara göre şekillendirilmesini öngörürken devletin iktisat ve maliye politikalarında serbest piyasaya işlerlik kazandırılması doğrultusunda büyük bir değişim gerçekleştirilmiştir.

Bu değişimin sonucu olarak 1980'lerden itibaren devletin gelir ve harcama politikaları öncesi döneme göre önemli ölçüde farklılaşmıştır. Türkiye'de 1980'li yıllarda konsolide bütçe gelirlerinin GSMH'ya oranı düşmektedir. Bu dönemde uygulanan vergi politikalarının büyük ölçüde dışa

açılmayı vergi bağışıklıkları ile teşvik etmek için yapılandırıldığı görülmektedir[13]. Bu politikaların sonucu olarak 1980'de konsolide bütçe vergi gelirlerinin GSMH'ya oranı %16.9 iken 1989'da %13.6'ya düşmüştür. Bu oran 1990'larda artmaya başlamış ve 2001'de %22.1 olarak gerçekleşmiştir. Konsolide bütçe vergi gelirlerinin GSMH'ya oranı 1980-83 arasında %14.2 iken 1984-88 arasında %11.2'ye düşmüş, 1989-93 arasında %12.1'e yükselmiştir[14]. 1994-97 arasında %15 ve 1998-2001'de %19.8'dir (Tablo 30).

Harcamalar yönüne bakıldığında 1980 sonrasında kamu harcamalarının GSMH'ya oranı azalmış 1986 sonrasında artmıştır. Konsolide bütçe giderlerinin GSMH'ya oranı 1980-83'te %18.2, 1984-88'de %16.6, 1989-93'te %20, 1994-1997'de %24.7 ve 1998-2001'de %36.4'tür. Bu artışta, belli dönemlerde diğer harcama kalemlerinin payının artışı da etkili olmasına rağmen, faiz ödemelerinden kaynaklanan kısım sürekli ve artan bir gelişim göstermektedir. 1980'de faiz ödemelerinin GSMH'ya oranı %0.6 iken 2001'de ulaştığı düzey %22.8'dir (Tablo 30)

Dolayısıyla 1980 sonrası dönemde uygulanan maliye politikalarının sonucu olarak harcamaların artış hızı gelir artış hızından yüksek olduğu için[15] kamu açıkları ve kamu kesimi borçlanma gereğinde (KKBG) sürekli bir artış gerçekleşmiştir. Tablo 30'dan görüldüğü gibi 1988'de 4.8 olan KKBG'nin

---

[13] Ayrıntılı bilgi için Bkz. Oğuz OYAN: a.g.e, 9-26.

[14] Ancak bu azalmada 1984-93 döneminde fonlarla vergi gelirlerinin bütçe dışına alınmasının da GSMH'ya oranla ortalama %3-4'lük bir etkisi bulunmaktadır.

[15] 1980'li yıllarda ihracatta teşvik sistemi devlet bütçesine önemli bir yük yaratmış ve 1990'larda kamu maliyesince artık taşınamaz hale gelmiştir. Bu politika uygulaması, kamu borçlanma gereğindeki hızlı artışın ardındaki en önemli nedenlerden biri olarak değerlendirilmektedir. 1990'lı yıllarda ise KİT sistemince üretilen ara malların ve temel girdilerin fiyatlarının yapay olarak bastırılması politikaları, özel sermayenin 1988'den itibaren artan ücret maliyetlerini, ara girdi fiyatlarındaki gerileme ile dengelemesini olanaklı kılmıştır. Kamu kesimi açısından ise kamu gelirlerinin azalması yönüyle etkili olurken, kamu finansman açığının büyümesine neden olmuştur. 1987 fiyatlarıyla yapılan bir hesaplama, reel olarak kamu harcanabilir gelirinin 1990-1994 arasında %40 gerilediğini göstermektedir. Bu gerilemede temel olarak KİT sisteminin yarattığı faktör gelirlerinin ani bir çöküşe uğramasının etkili olduğu belirtilmektedir. Bkz. A. H. KÖSE, E. YELDAN: a.g.m, 50-53. Bu dönemde sabit fiyatlarla kamu harcanabilir geliri %40 gerilerken, kamu cari harcamaları %30 artmış bunun sonucunda ise kamu tasarruf-yatırım açığı 1988'den 1994'e dört misli büyümüştür. Bkz. Erinç YELDAN: "Türkiye'de Finansal Serbestleşme Deneyimi", Petrol İş Sendikası Yıllığı 1995/96, (1996), 207.

GSMH'ya oranı 1991'de %10'u aşmaktadır. Oran 1994 krizi ile uygulanan istikrar kararları ile 1995'te %5'lere kadar düşmekle birlikte bu tarihten sonra tekrar artışa geçmektedir. 2000/2001 krizlerinden sonra 2001'de ise yaklaşık %16'ya ulaşmaktadır. 1980-83 %5.4, 1984-88 ortalaması %4.5, 1989-93 %9, 1994-98 %8.1 ve 1999-2001 ise %14.6'dır.

Türkiye'de 1980'lerin ortalarına kadar kamu açıkları, büyük ölçüde Merkez Bankası (TCMB) kaynaklarından ve dış borçlanma yoluyla finanse edilmiştir. Bu tarihten sonra kamu finansman politikasında gerçekleşen temel farklılık ise devletin ulusal mali piyasalardan borçlanmaya yönelmesidir. 1985 ve 1986'da getirilen düzenlemeler ile devlet, kamu açıklarının finansmanını para ve sermaye piyasalarından iç borçlanma kanalıyla gerçekleştirmeye başlamıştır. Buna göre Hazine 1985'ten itibaren ihale yöntemiyle iç borç politikası uygulamaya başlamıştır. 1986'dan itibaren ise merkez bankasının açık piyasa işlemlerine ilişkin sınırlama kaldırılarak Hazine kağıtlarının TCMB tarafından piyasadan çekilerek dolaylı finansmana olanak tanınmıştır.

Türkiye'de kamu harcamalarının finansmanı için uluslararası kuruluşlar ve banka kaynaklı dış borçlanma ise 1980'lerin ilk yarısına kadar önemini sürdürebilmiştir. Dış kredi finansman koşullarındaki olumsuz ortamın etkisiyle, 1985 yılından sonra dış kaynak girişi önemli ölçüde azalmıştır. Hazine 1985 mayıs ayından itibaren dış borçların ana para ve faiz geri ödemeleri için ihale yöntemiyle satışa geçerek sistemli bir iç borçlanma politikası başlatmıştır[16].

1989'da sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile özel kesimin doğrudan yurt dışından borçlanmasının mümkün hale gelmesi ve dışarıdan alınan kredilerin devlet kağıtlarına yatırılması ile devletin iç borç imkanları artmıştır. Bu dönemde Hazinenin TCMB'dan çekebileceği kısa vadeli avans miktarının sınırlandırılması iç borçlanmaya daha da ağırlık verilmesini zorunlu kılmıştır.

---

[16] İzzettin ÖNDER: "Ekonomik Kriz", Yeni Türkiye, 41, 7, (Eylül-Ekim 2001), 49.

KKBG'nin iç borçla finansman politikası uygulandığı dönemde iç borç stokunda önemli artışlara neden olmuştur. 1985'te 12.1 milyar dolar olan iç borç stoku, 1993'te 24.7 milyar dolara yükselmiştir (Tablo 30). Kamunun net borçlanmasının iç borç stokuna oranı iç borç stok artışının kazandığı ivmenin bir göstergesi olarak değerlendirilmektedir. 1980 öncesinde en çok %60 tavanına ulaşmış bulunan bu oran 1993'te %105.3 olarak gerçekleşmiştir. Bunun anlamı devletin 1993'ten itibaren büyük bölümü borç faizlerinin neden olduğu bütçe ve kamu açıklarının finansmanı için mevcut iç borç stokunu aşan miktarda borçlanmaya gitmek zorunda kalmasıdır[17]. Bu durum ise kaynakların çok büyük kısmının borç ve faiz ödemelerine yönlenmesi yanında sürdürülebilirlik tartışmalarını ortaya çıkarmıştır.

Nitekim 1994'e doğru iç borç stokunun giderek büyümesi kamu yönetiminin yaptığı hatalarla birleşerek Cumhuriyet tarihinin en önemli ve 1980 sonrası FL döneminin ilk büyük krizinin yaşanmasına neden olmuştur. Hazine kriz sonrası risk artışının etkisiyle iç borçlanmanın sürdürülebilmesi için yüksek ve giderek yükselen reel faiz ödemek zorunda kalmıştır. Yüksel reel faiz ise mali açıkları, borçlanma gereksinimini ve borç stokunu daha da büyütmüştür[18].

Kriz sonrası dönemde de artmaya devam eden iç borç stoku 1998'de 30 milyar doları 2000'de ise 40 milyar doları aşmıştır (Tablo 31). Dış borç stoku da dikkate alındığında toplam borç stoku yıllık GSMH'ya yaklaşmaktadır.

Bu kısır döngü devlet bütçesi için büyük bir faiz maliyeti doğururken faiz harcamalarının GSMH'daki payının yükselmesine neden olmuştur. Nitekim bu oran 1989'da %3.6 iken 2001'de %22'ye ulaşmıştır (Tablo 30).

---

[17] Sinan SÖNMEZ: "İktisat Programı Bağlamında Yeni Bütçenin Anlamı ve Finansman Sorunu", İktisat Dergisi, (Kasım 2000), 46.

[18] Ercan UYGUR: "Enflasyon, Para ve Mali Baskı: İktisat Politikasında Geri Kalmışlık", İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, 16, 189, (Aralık 2001), 18-19.

TABLO 30: KONSOLİDE BÜTÇE GELİŞMELERİ (GSMH'ya Oranlar)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	94	95	96	97	98	99	2000	2001
Gelirler	17.2	17.4	13.6	16.5	12.7	13.0	14.0	13.9	13.6	13.6	14.2	15.6	16.1	17.9	19.3	17.9	18.2	19.8	22.1	24.2	26.5	28.7
Vergi gel.	16.9	18.2	14.9	16.8	12.9	13.8	15.3	15.5	14.1	13.6	11.4	12.4	12.8	13.2	15.1	13.8	14.9	16.1	17.2	18.9	21.1	22.1
Harcamal.	20.3	18.9	15.1	18.7	17.1	15.3	16.7	17.4	16.6	16.9	17.2	20.9	20.4	24.6	23.2	22.0	26.4	27.4	29.2	35.9	37.2	44.9
Faizödeme	0.6	0.9	0.8	1.5	1.9	1.9	2.6	3.0	3.8	3.6	3.5	3.8	3.6	5.8	7.6	7.3	10	7.7	11.5	13.7	16.3	22.8
KKBG	8.8	4.7	3.5	4.9	5.3	3.5	3.6	6.0	4.8	5.3	7.4	10.3	10.6	11.7	8.2	5.2	8.6	7.7	9.1	15.6	12.5	15.9

KAYNAK: www. muhasebat.gov.tr.

TABLO 31: BORÇLANMA GÖSTERGELERİ (Milyar Dolar)

Milyar $	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
İÇ BORÇ	-	-	-	-	-	12.1	13.9	16.9	15.7	18.1	19.5	19.2	22.7	24.7	20.6	22.8	29.2	30.6	37.1	42.4	54.2	84.9
DIŞ BORÇ	15.7	16.6	17.8	18.8	20.8	25.6	32.2	40.3	40.7	41.7	49.0	50.4	55.5	67.3	65.6	73.2	83.9	91.0	102.6	102.9	119.6	115.1
kısa vade	2.5	2.1	1.7	2.2	3.1	4.7	6.3	7.6	6.4	5.7	9.5	9.1	12.6	18.5	11.3	15.7	20.5	22.6	27.2	22.9	28.3	16.2
uzunvade	13.2	14.4	16.0	16.5	17.6	20.9	25.8	32.7	34.3	36.0	39.5	41.3	42.9	48.8	54.2	57.5	63.4	68.3	75.4	80.0	91.3	98.9
kısa v.%	15.9	12.6	9.0	11	14.9	18.3	19.5	18.8	15.7	13.6	19.3	18.0	22.7	27.4	17.2	21.4	24.4	24.8	26.4	22.2	23.6	14.0
uzunv.%	84.1	87.4	91.0	89.0	85.1	81.7	80.5	81.2	84.3	86.4	80.7	82.0	77.3	72.6	82.8	78.6	75.6	75.2	73.5	77.8	76.4	86.0

KAYNAK: Hazine İstatistikleri 1980-1998, (Ankara, 1999); www.treasury.gov.tr.

T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU DOKÜMANTASYON MERKEZİ

Kamu açıklarının iç borçlanma ile finansmanı kamu kesimi dengeleri üzerinde sorunlar yaratırken, özel kesim ve mali piyasalar üzerinde de önemli etkilerde bulunmaktadır. Bu dönemde iç borçlanma kamu açıklarının finansmanında temel araç olurken finansal serbestleşme yörüngesine oturtulan ekonomide devlet tahvili ve hazine bonosu ihracıyla finansal piyasaların gelişmesinin de belirleyici bir unsuru olmuştur[19].

Fakat İMKB işlem hacminin %90-92'sinin kamu menkul kıymetlerinden oluşması ve özel sektör finansman kaynakları içinde özel sektör tahvillerinin payının %001 olması, bu biçimde finansal derinleşmenin arzu edilip edilmediği sorusunu gündeme getirmektedir.

İzleyen bölümde FL politikaları ile sağlanan finansal derinleşmenin boyutları ve mali ve reel kesim üzerindeki etkileri incelenmektedir.

B. FİNANSAL PİYASALAR ÜZERİNDEKİ ETKİLER VE FİNANSAL DERİNLEŞME

Diğer ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de de FL politikalarının finansal piyasaların gelişimi üzerinde önemli etkileri olmuştur. 1980 sonrası dönemde pozitif reel faiz uygulamasına geçilmesi ile birlikte finansal ve parasal varlık tutumlarında önemli artışlar gerçekleşmiştir. Bu durumun öncelikle 1984 sonrasında gerçekleşen vadeli ve tasarruf mevduat artışlarından kaynaklandığı gözlemlenebilmektedir. 1990'larda ise mevduat artışının önemi azalırken parasal tabanda döviz tevdiat hesaplarındaki artışlar belirleyici bir rol oynamıştır. Tablo 32'den TL cinsinden tanımlanmış para arzını ifade eden M2'nin GSMH'ya oranı 1992-1997 döneminde düşerken aynı dönemde döviz tevdiat hesaplarının dahil edildiği para arzı olan M2Y'nin arttığı görülmektedir.

Finansal derinleşmenin önemli bir göstergesi olan M2Y/GSMH oranı ise dönem içinde sürekli bir artış eğilimi içindedir. Oran, 1990'da %22 iken

[19] Sinan SÖNMEZ: a.g.m., 45.

2002'de %49.1 olarak görülmektedir. Tablo 32'den bu dönemdeki en yüksek değerlerin 2000-2001 krizleri öncesi ve sonrasında gerçekleştiği görülmektedir. Buna göre 1999'da oran %51.2 ve 2001'de %60.3'tür[20].

TABLO 32: FİNANSAL DERİNLEŞME GÖSTERGELERİ (1980-2002)

	1980	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
M2 / GSMH	15.3	17.3	17.5	16.2	13.4	15.5	15.4	17.7	17.2	20.2	28.6	25.4	26.7	22.5
M2Y / GSMH	-	22.0	24.6	25.8	25.3	29.3	28.6	35.2	35.7	36.2	51.2	45.2	60.3	49.1
Mali Varlık / GSMH	-	30.0	33.0	38.0	40.0	38.0	39.0	47.0	40.0	48.3	58.2	58.7	96.4	69.9

KAYNAK: www.dpt.gov.tr; www.tcmb.gov.tr.

M2Y/GSMH oranı finansal sistemin büyüklüğünün yıldan yıla gelişimini verirken, mali sistemin büyüklüğünün bir başka ölçüsü olarak toplam Mali Varlıklar/GSMH oranı dikkate alınmaktadır[21]. Mali varlıklar, bankaların kredi hacmi ile kamu ve özel sektörün menkul kıymet stoklarını kapsamaktadır. Tablo'dan görüldüğü gibi, bu oran da mali sistemdeki büyümeye işaret etmektedir. Buna göre mali varlıkların GSMH'daki payı 1990'da %30 iken dönem içinde artarak, 2000'de %58.7'ye ulaşmıştır. Oranın 2001'deki büyük artışı söz konusu yılda gerçekleşen büyük üretim kayıplarından kaynaklanmaktadır.

Bu veriler Türkiye'de FL politikaları sonrasında mali varlıklar bazında büyümenin ve finansal derinleşmenin gerçekleştiğini göstermektedir. Bununla birlikte uluslararası karşılaştırmalara göre bakıldığında, Türkiye'nin mali derinleşme açısından gerek GÜ gerekse GOÜ'lerin oldukça gerisinde olduğu görülmektedir[22].

---

[20] 1998 sonrası ekonominin istikrarsız görünümü söz konusu oranın 1999'da %51.2'ye ulaşmasında etkili olmuştur. 1999'a göre 2000 yılında meydana gelen düşüş sabit döviz kuru uygulaması ve programa güven nedeniyle TL cinsi enstrümanlar ve tüketimin artan cazibesidir. Nitekim 2001 Şubat ayında döviz kurunun dalgalanmaya bırakılması ile oluşan kriz koşulları söz konusu oranın %60'ı aşmasına neden olmuştur.

[21] TÜSİAD: 1980 Sonrası Kaynakların Kamu ve Özel Sektör Arasında Paylaşımı, (İstanbul, 1996), 11.

[22] IMF tarafından finansal derinleşmenin göstergesi olarak para ve para benzerlerinin GSMH'daki oranı temel alınarak ülkelere ait oranlar hesaplanmıştır. Bu oranlar; Almanya'da

TABLO 33: MALİ VARLIKLARIN % DAĞILIMI (1990-2002) [1]

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
I. Banka Kredileri	**66**	**63**	**60**	**59**	**56**	**56**	**55**	**42**	**48**	**41**	**41**	**23**	**20**
Mevduat Bankaları	55	47	44	43	40	43	44	61	43	36	36	19	16
Kalkınma Bankaları	4	5	4	3	3	4	4	4	3	4	3	2	2
MB Doğ. Kredileri	6	11	12	12	13	8	7	5	1	1	2	2	1
II. Menkul kıym.	**33**	**37**	**39**	**41**	**43**	**43**	**45**	**58**	**52**	**59**	**59**	**77**	**86**
Kamu	19	19	27	31	35	36	38	50	44	50	49	71	79
Devlet Tahvili	15	11	17	23	15	16	17	30	22	43	46	59	59
Hazine Bono.	4	8	10	8	20	20	21	20	22	7	3	11	19
Özel	13	16	11	8	7	7	6	7	7	8	9	6	7
Hisse Senedi	12	15	11	8	7	7	6	7	7	8	9	6	7
Tahvil	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansman Bon.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
TOPLAM (I+ II)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

(1) Veriler Özel Finans Kurumlarını kapsamazken, yurtdışı kredi stokları dahil edilmiştir.
KAYNAK: TCMB Üç Aylık Bülten, (Ocak-Mart 1998), 184; TCMB Üç Aylık Bülten, (Ekim-Aralık 2001), 140; SPK Aylık Bülten (Ocak 1995), 13; SPK Aylık Bülten (Mayıs 2001), 17; SPK Aylık Bülten (Şubat 2003), 14.

Tablo 33'de 1990-2000 arasında mali varlık unsurlarının yüzde dağılımı verilmektedir. Buna göre söz konusu dönemde banka kredileri sürekli bir azalma içindeyken menkul kıymet stokları artmaktadır. Menkul kıymetlerin oranındaki gözlenen artış, temel olarak, kamu sektörü menkul kıymet ve hazine bonosu ihracından kaynaklanmaktadır. Kamu menkul kıymetlerinin toplam mali varlıklar içindeki dönem başındaki payı % 19 iken dönem 2000 sonunda % 49'a ulaşmıştır. Oran, 2001 krizi ile bir yıl içinde %70'i aşmıştır. Temel olarak hisse senedinden oluşan özel sektör menkul kıymetlerinin payında azalma olduğu görülmektedir. Dolayısıyla sermaye

---

%66, İngiltere'de %95, İspanya'da %77 ve Portekiz'de %84 iken Türkiye'de %28 olarak görülmektedir. IMF: International Financial Statistics Database, (Washington, 1998), http://www.imf.org.

piyasalarında finansal derinleşmenin kamu sektöründen kaynaklanmakta olduğu ve kamunun borçlanma ihtiyacının karşılanması yönüyle etkin olduğu görülmektedir.

Bu dönemin mali ve reel kesim üzerinde de önemli etkilerde bulunduğu görülmektedir. Bankalar açısından değerlendirme, bankaların konsolide bilançolarının aktif komposizyonunun 1980 sonrasında gelişiminin verildiği Tablo 34' deki verilere göre yapılabilir. Tablo'dan, söz konusu dönemde kredilerin aktifler içindeki payının azaldığı tespit edilmektedir. Görüldüğü gibi kredilerin 1980 başlarında %50 düzeylerinde olan payı, 1992-94 döneminde %40 düzeyine gerilemiştir. Bu tarihten sonraki nispi artışların ardından ise 1999-2000 ortalaması olarak %30'lara gerilediği görülmektedir. Oran, 2000-2001 krizlerinden sonra ise 2002'de %25.1 düzeylerine kadar düşmüştür.

TABLO 34: BANKACILIK SİSTEMİNİN TOPLU BİLANÇOSU, AKTİFLER

(1980-2002-Yüzde Paylar)

	1980	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
I Likit Varlık.	31.2	32.8	35.5	38.4	41.5	39.3	36.9	36.4	33.4	32.4	35.8	36	41.7	43.2
Nakit	4.1	4.3	4.0	4.1	4.2	3.6	4.2	1.9	1.9	1.4	1.4	1.0	1.1	1.0
Merkez B.	7.8	1.9	1.7	1.3	1.0	1.6	0.6	1.1	1.1	1.0	1.3	1.3	1.4	1.4
Bankalar	5.8	11.7	15.3	19.6	16.0	-	14.7	12.2	12.2	10.6	10.6	12.5	11.5	12.2
Diğ.Mali.K..	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.1	0.0	0.0
İnterbank	-	0.5	0.8	1.0	0.5	0.7	0.5	0.6	0.3	0.4	0.8	1.2	4.7	5.1
Menkul Kıy.	6.5	10.3	11.8	1.2	11.1	11.3	10.6	15.1	13.1	14.1	17.2	15.5	17.9	19.1
Munzam K.	8.5	6.5	5.6	5.6	4.9	5.9	6.1	5.2	4.7	4.7	4.2	4.2	4.5	4.4
II. Krediler	50.4	47.0	43.9	41.8	41.4	39.1	42.5	43.0	45.4	38.3	30.1	31.3	27.1	25.1
III.Bağlı Değ.	4.8	8.0	8.5	7.9	7.1	8.0	7.5	7.3	6.6	7.8	9.3	9.4	18.4	18.1
IV. Diğer	13.6	12.2	12.2	12.0	4.9	13.6	13.0	13.1	14.3	21.3	24.6	23.2	12.6	12.6
TOPLAM	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

KAYNAK: Türkiye Bankalar Birliği, Üç Aylık Grup Bilgileri, (Haziran 2000), 2-3; http:/www.tbb.org.tr.

Kredilerin aktifler içindeki payı azalırken menkul kıymetlerin payı artmaktadır. Bu pay 1980'de %6.5'iken 2000'de %15.5'tir. Oran 2002'de ise %19.1 olarak görülmektedir. Bunun en önemli nedeni ise Türkiye ekonomisinin 1987'den itibaren yüksek faiz-enflasyon dönemine girmesinin ticari krediler üzerinde neden olduğu olumsuz etkilerdir. Bu dönemde artan kredi maliyetleri şirketlerin kredi taleplerinin düşmesine ve bankalarında piyasa riskinin (geri ödememe) artması sonucunda ticari kredi açmada isteksiz davranmalarına neden olmuştur[23].

Bankacılık sektörü risk düzeyindeki artış nedeniyle fonları kredi olarak plase etmek yerine riski düşük olan kamu menkul kıymetlerine yönelmektedir. Dolayısıyla finansal derinleşme ile kaynak artışının sağlanmış olmasına rağmen risk ve belirsizliklere bağlı olarak önceki döneme göre kredi arzında bir daralma söz konusudur.

Yapılan çalışmalar Türkiye'de kredi tayınlamasına bağlı olarak gerçekleşen kredi arzındaki daralmanın önemli olabileceğini göstermektedir. Atiyas, Ersel ve Öztürk bankaların potansiyel müşteri olabilecek firmaları risk derecelerine göre sınıflandırarak bazı firmaların bankacılık kesiminden hiçbir fiyatta kredi temin edemiyeceklerini tespit etmişlerdir[24]. Kredi tayınlaması bankanın kredi kullanıcılarını değil kredi türlerini risklerine göre derecelemesi yoluyla da gerçekleşebilmektedir[25]. 1989 sonrası bankacılık sektörünün ticari kredilerdeki risk ve belirsizlik artışına karşı daha az riskli olan kredi türlerine daha çok kaynak ayırarak cevap verdiği görülmektedir. Bu çerçevede bankaların ticari kredilere alternatif olarak tüketici kredisi açmaya yönelmesi sanayi şirketleri için kredi kanallarının daralmasına yol açmıştır. Özel sektör bu tayınlamayı holding bankacılığı ile kısmen aşmıştır. Bu ise bankalar

---

[23] Sevdil YILDIRIM: "Türk Mali Sisteminde Bankacılık Sektörünün Yeri ve Önemi", SPK Araştırma Raporu, (Mart 1995), 8.
[24] İ. ATİYAS, H. ERSEL, E. ÖZTÜRK: "Türk Bankalarında Müşteri Deseni ve Kredi Tayınlaması", TCMB, Tartışma Tebliğ, No: 9301/A, (Temmuz 1993), 10.
[25] S. YILDIRIM ve O. ALTUN: "Türk Bankacılık Sisteminin Değerlendirilmesi: 1980-93 Deneyimi", SPK Araştırma Raporu, (1995), 55.

kanunundaki yasal sınıra ek olarak, müşteri takası ve bankaların off shore şubelerinde açılan krediler aracılığı ile gerçekleştirilmiştir.

Fakat Türkiye'de özel kesimin finansman imkanlarının sınırlayan en önemli faktör 1990'lardan itibaren kamu sektörünün finansman gereksinmesinin artarak devam etmesidir. Bu durum bankaların risksiz kamu menkul kıymet alımını arttırmasına neden olurken özel sektör için finansman imkanları büyük ölçüde daralmıştır. 1990'lar boyunca bankalar, devlet iç borçlanma senetlerinin en büyük alıcısı konumundadırlar. Bu ise bankaların büyük ölçüde yurt dışından getirdikleri kısa vadeli yabancı sermayenin (sendikasyon kredileri) yurt içinde TL cinsi borçlanma araçlarına yatırmaları ile gerçekleşmektedir. 1999 itibariyle devletin iç borçlanması içinde bankalar kesiminin payı %85.3'e ulaşmıştır[26]. Dolayısıyla söz konusu dönemde bankalar şirketler kesimini giderek daha az ve kamu kesimini ise giderek daha fazla fonlamıştır.

Nitekim FL sonrası dönemde üretken sektörlerin kamu kesiminin artan finansman gereksinimi nedeniyle finansman imkanlarından dışlanması (crowding-out) ve alternatif finansman kaynaklarına yönelmesi söz konusu olmuştur. Bu durum kamu sektörünün mali piyasaların boyutlarına göre dönem içinde artan finansman gereksinimi nedeniyle gerçekleşmekte, söz konusu dönemin üretken sektörler için yatırıma dönüştürülebilir finansman kaynaklarında artışı engellemektedir[27].

Şirketler kesiminin sermaye piyasası kanalıyla fon elde etmesi ise son derece sınırlı kalmıştır. Tablo 33'den şirketler kesiminin mali sistem kanalıyla fon temininde sermaye piyasası araçlarının yeterli büyüklüğe erişemediği ve bankacılık kesiminin öne çıktığı tespit edilebilir. Bu dönemde şirketler

---

[26] Hazine müşteşarlığı tarafından yayınlanan iç borçların alıcılara göre dağılımının yer aldığı verilerde, bankaların payının 1989'dan bu yana hiçbir yıl %70'in altına düşmediği görülmektedir. Oran 1991'de dönemin en yüksek değeri olan %92.8'e ulaşmakta iken 2001'de %74.5 olarak gerçekleşmiştir.

[27] F. ÖZATAY, E. ÖZTÜRK ve G. SAK: Şirketler Kesiminin Finansman Sorunları ve Alternatif Finansman Kaynakları, (İstanbul, 1996), 12-14.

kesiminin ise artan bir biçimde içsel kaynaklara, ticari kredilere, kısacası mali sistem dışındaki fonlama mekanizmalarına başvurduğu görülmektedir. Yapılan çalışmalar özel kesim firmaların 1989-96 döneminde faaliyetlerinin finansmanında öz sermayeleri, kısa vadeli ticari borçlanmalar ve kısa vadeli banka borçlanmasının önemli bir yer tuttuğunu göstermektedir[28].

Sonuçta özellikle 1990'ların ikinci yarısından itibaren toplam menkul kıymet ihracı içinde kamu payının %90'lara ulaşması özel sektörün mali piyasalardan finansal kaynak bulabilme imkanını azaltmıştır. Kamu kesiminin borçlanma gereğinin yüksekliğinden dolayı piyasadaki fonların önemli bir bölümü devlet tahvillerine yönelmiştir. Kamunun finansman gereğinin finansal sistem karşısındaki göreli büyüklüğü finansal piyasalardaki baskının bir göstergesi olarak ele alınmakta olup, bu baskı faiz oranlarının yükselmesine neden olmaktadır[29]. Böylece ortaya çıkan yüksek faiz düzeyinin firmalar üzerindeki olumsuz etkisi sadece finansal kaynak arıyan firmaları mali piyasalardan dışlamak ile sınırlı kalmamıştır. Bunun yanı sıra yüksek faiz oranları firmaların borçlanma maliyetlerini önemli ölçüde yükseltirken yüksek borç stoğu ile çalışmak zorunda kalan firmaların iflas risklerini de arttırmıştır. Yüksek faiz ve iflas riski kıskacı arasında sıkışan firmalar, daha önce belirtildiği gibi finansman ihtiyaçlarını firma içi kaynaklardan karşılamaya yönelmişlerdir. Kuşkusuz öz kaynakla finansman en pahalı finansman yöntemidir. Bankacılık sektörü ise risk düzeyi yüksek firmalara yönelik kredi portföylerinden kaçarak daha çok likit varlıklardan oluşan portföylere yönelmişlerdir. Bu ise reel kesim açısından finansman sağlama sorununu daha da ağırlaştırmıştır[30].

Ayrıca yüksek reel faizlerin şirketler kesiminin yatırım ve finansman kararlarını bozduğu görülmektedir. 1980 sonrasında negatif faizden reel

---

[28] Ö. GÜNÇAVDI, H. LEVENT ve B. ÜLENGİN: "İMKB'ye Kayıtlı Firmaların Finansal Yapı ve Tercihleri Üzerine Bir İnceleme", Bankacılar Dergisi, 28, (1999), 17.

[29] Güven SAK: "Konsolide Bütçe Açıkları ve Kamu Açıklarının Finansal Piyasalardaki Ağırlığının Faiz Oranları ve Döviz Kurları Üzerindeki Etkileri", İktisat, İşletme ve Finans, 110, (Mayıs 1995), 36.

[30] Ö. GÜNCAVDI, H. LEVENT ve B. ÜLENGİN: a.g.m., 19.

faizlere geçilmesi kur ve faiz riski yönetiminde yeterli araçların olmadığı bir ortamda şirketlerin kur ve faiz riskini artmıştır. Bu ortamda şirketler için risk alıp yatırıma yönelmek yerine kamu menkul kıymetleri tutup yüksek reel faiz almak cazip hale gelmiştir.

Bu durum finansal serbestleşme döneminin reel sektör üzerindeki etkisini ortaya koyması açısından önemlidir. Türkiye'de şirketler kesiminin iktisadi aktivitedeki dalgalanmadan kaynaklanabilecek risklere karşı korunmak için artan ölçüde ellerindeki likit fonları kamu menkul kıymetlerine yatırmaları söz konusudur. Bu durum menkul kıymetlerin sağladığı yüksek faiz gelirinin neden olduğu çekicilikle, şirketlerin faaliyet dışı karlarının büyümesine ve reel yatırımlardan uzaklaşmalarına varmıştır[31]. Bunun en önemli göstergesi, 500 büyük firma içinde yer alan özel sanayi kuruluşlarının bilanço karlarının büyük bir kısmını esas faaliyet dışı gelirlerin oluşturmasıdır[32]. 1994, 1999 ve 2001 gibi kriz yıllarında, faaliyet dışı karlarda büyük bir sıçrama olduğu -en son olarak 2001 kriz yıllındaki %547'lik rekor oran dikkate alındığında- görülmektedir. Bir başka anlamda, özel sektör firmaları, kendi üzerlerindeki yükü devletin üzerine atarak krizden kurtulmakta veya krizin boyutlarını büyütmektedirler.

Şirketler kesiminin söz konusu davranış biçiminin 1994 krizinden çıkışta olduğu gibi kısa vadede krizlerden ve likidite sıkışıklıklarından çıkmada özel kesime önemli bir destek verdiği görülmektedir[33]. Fakat özel kesimin bu eğilimi 1990'lar boyunca sürekli bir nitelik gösterirken faaliyet dışı

---

[31] F. ÖZATAY, E. ÖZTÜRK ve G. SAK: a.g.e., 21.

[32] Bu paylar 1993'te 40.7, 1994'te %54.6, 1995'te 46.5, 1996'da %52.9, 1997'de %52.7, 1998'de %87.7, 1999'da %219, 2000'de %114 ve 2001'de %547'dir. İSO, Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu 2000, İSO Özel Dergisi, 425, (2001), 14; İSO, Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu 2002, İSO Özel Dergisi, (Ağustos 2002), 17. Dolayısıyla firmalar esas faaliyetleri sonucunda zarar etmektedirler. Belirli sanayi kuruluşları seçilerek yapılan bir çalışma, 1999'da söz konusu işletmelerin bilanço karlarının sabit fiyatlarla aslında %42.5 daraldığını ancak faaliyet dışı gelirlerdeki %43.5 artış nedeniyle karlılıklarını sürdürebildiklerini ortaya koymaktadır. Bkz. Erinç YELDAN, Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm Birikim Büyüme, (İstanbul, 2001), 157.

[33] Hasan ERSEL ve Güven SAK: "İşletme Sermaye, Kredi Bağımlılığı ve Şirketler Kesiminin Kriz Dönemi Performansı", İktisat, İşletme ve Finans, 109, (Nisan 1995), 18.

karların artmasına neden olmuştur. Bu dönemde yüksek faiz ve kamu açıklarının neden olduğu belirsizlik ortamı ve riskler sürerken, şirketler daha az üretim yapma kararı alarak kamu menkul kıymetlerine yönelmişlerdir. Bu ise orta ve uzun dönemde yatırıma kaynak aktarmayı engellemektedir. Bu durum finansal derinleşme ile sağlanan kaynağın yatırımlara aktarılmasını önleyen en önemli faktördür.

Bu koşullar fonların mevcudiyeti kadar niteliği üzerinde de belirleyici olmaktadır. Ekonomide yüksek faizler ve belirsizliklerin neden olduğu koşullar, uzun vadeli fon arzını kısıtlamaktadır. Bu ortamda sadece kısa vadeli kredi bulabilen (spot krediler) şirketler, reel faizin yanında enflasyonun da yüksek olduğu Türkiye'de kısa dönemli yatırımlara doğru yönelmişlerdir[34]. Yapılan çalışmalarda ortaya konulduğu gibi kredi talebi işletme sermayesi ihtiyacını gidermeye yöneliktir[35].

Bu gözlemler, finansal baskı kuramının, finansal derinleşmenin üretken olmayan varlıklardan sabit sermaye formasyonuna portföylerin kayması ile ilgili hipotezlerinin Türkiye için gerçekleşmediğine işaret etmektedir.

Sonuç olarak, FL sürecinde finansal derinleşmenin arttığı ve ekonominin önemli ölçüde parasallaştığı söylenebilir. Bununla birlikte beklentilerden farklı olarak, bu süreç kaynak aktarımında bankaların, bu kaynakları reel yatırımlara dönüştürmede özel sektörün önemini ve kaynak tahsis etkinliğini arttırmamıştır. Bununla birlikte gerek mali gerekse reel kesimin esas faaliyet alanlarından uzaklaşarak kamu kesimini fonladıkları görülmektedir.

---

[34] Belkıs SEVAL: "Türkiye Ekonomisindeki Gelişmeler, Uygulanan Kur ve Faiz Politikaları Firmaların Finans Yapısını Nasıl Etkiliyor?", Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, (Nisan 1997), 11.

[35] Hasan ERSEL ve Güven SAK: "İşletme Sermaye, Kredi Bağımlılığı ve Şirketler Kesiminin Kriz Dönemi Performansı", a.g.m., 19.

C. SERMAYE AKIMLARI

1. Sermaye Akımlarını Belirleyen Faktörler

Türkiye'ye 1989 yılında 32 sayılı kararın kabul edilmesinden sonra önemli sermaye girişleri gerçekleşmiştir. Bu girişler Latin Amerika ve Asya ülkelerinde olduğu gibi iki faktörle açıklanmaktadır. Bunlar; Türkiye'nin mali yatırımcılara önemli arbitraj fırsatları sunması ve dış piyasalarda faiz oranlarında meydana gelen değişmelerdir.

Türkiye'de sermaye akımlarının ülkeye yönlenmesinde belirleyici olan en önemli faktörlerden biri yurtiçi faiz oranının yüksekliği nedeniyle oluşan arbitraj fırsatıdır. Bu nedenle, sermaye hesaplarının açılmasını takiben başlayan ve 1994 yılındaki finansal krize kadar artarak devam eden önemli bir sermaye girişi yaşanmıştır.

Sermaye girişlerini açıklayan ikinci faktör ikinci bölümde dışsal faktörler adı altında açıklanan GÜ'lerdeki resesyon ve düşük faiz oranlarıdır. Bu faktör sermayenin uluslararası düzeyde hareketliliğini artırarak, Latin Amerika ve Asya ülkelerinde olduğu gibi, sermayenin yüksek getiri arayışıyla Türkiye'ye yönelmesinde etkili olmaktadır.

Türkiye'de sermaye girişlerinin dünya ekonomisindeki genel eğilimler ile paralellik gösterdiği görülmektedir. 1990 başlarında GOÜ'lerde reformların yarattığı olumlu ortam önemli sermaye girişlerine neden olmuştur. 1994/95 Meksika krizinden sonra ise diğer GOÜ'lerde olduğu gibi Türkiye'de de sermaye akımlarında, Asya krizine kadar, tekrar artışların gerçekleştiği görülmektedir. Doğu Asya krizinin Türkiye'ye sermaye girişleri üzerindeki etkisi sınırlı, 1998 Rusya krizinin ise önemli olmuştur. Bu yılda 1994 krizinden sonra sermaye hareketleri ikinci defa negatif değerleri göstermiştir.

Global ekonomik koşullar yanında, Türkiye'de izlenen para ve kur politikaları sermaye girişlerine neden olmaktadır. Özellikle 1999'da sermaye

girişlerinin tekrar artması, 1998 Temmuzunda imzalanan yakın izleme anlaşması ve uluslararası finansal yatırımcıların G.Asya ve Rusya krizinin ürkekliğini üzerinden atmalarına bağlanabilir. Ayrıca bu dönemde Amerika ve Avrupa Merkez Bankalarının uyguladığı faiz indirimlerinin etkileri de dikkate alınmalıdır.

2000 yılında gerçekleşen sermaye girişlerinde, IMF stand-by desteği ile üç yıl süreli olarak uygulamaya konulan istikrar programının önemli bir etkisi olmuştur. Döviz kuru çapası öngören programın mantığına uygun bir biçimde iç borçlanma faizleri döviz çapasına uyum sağlarken yabancı para bazında faizlerin hala yüksek kalması ile sermaye girişlerinde artışlar gerçekleşmiştir[36]. Ayrıca IMF destekli istikrar programının neden olduğu aşırı iyimser beklentiler sermaye girişlerindeki artışa katkıda bulunmuştur.

Öyleki 2000'de 9.6 milyar dolara ulaşan sermaye girişleri, sermaye hesapları liberalizasyonu sonrasında gerçekleşen en yüksek değeri ifade etmektedir. 2000 sonu ve 2001 başında yaşanan krizler nedeniyle gerçekleşen sermaye çıkışları nedeniyle 2001 yılındaki 13.9 milyar dolarlık çıkış ise söz konusu dönemin en büyük sermaye çıkışını ifade etmektedir.

2. Sermaye Akımlarının Büyüklüğü

Tablo 35'den görüldüğü gibi 1989-2001 arasında sermaye hareketleri dengesi 1991, 1994, 1998 ve 2001 kriz yılları dışında fazla vermiştir. Denge 1992-2001 yılları ortalaması olarak, kriz yılları hariç, GSMH'nın %3.4'üne ulaşmıştır. Sermaye girişleri büyük ölçüde cari işlem açığının finansmanında kullanılmıştır. 1990 öncesinde cari işlem açıklarının finansmanında resmi finansman ve işçi gelirleri önemli iken bu tarihten itibaren özel sermaye girişleri açıkların finansmanında önemli bir kaynak haline gelmiştir. Tablo'dan görüldüğü gibi 1991, 1994 ve 1998 hariç cari işlem açığı olduğu halde

[36]Merih CELAŞUN: "2001 Krizi Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme", METU International Conference In Economics, (Ankara, 2002), 15.

sermaye hareketlerinin pozitif olması sayesinde dış ödemeler dengesinde hep fazlalık elde edilmiştir.

Tablo 35'den Türkiye'de 1989 sonrasında sermaye hareketleri ile GSMH'daki yıllık artışlar arasında bir korelasyon olduğu görülmektedir. Sermaye girişlerinde önemli artışların gerçekleştiği 1990, 1992, 1993, 1995, 1996, 1997 ve 2000 yıllarında yüksek büyüme hızlarına ulaşılmıştır. Buna karşın 1994, 1998 ve 2001 gibi krizlere bağlı sermaye çıkışlarının olduğu dönemlerde ekonomik büyümede önemli daralmalar gerçekleşmektedir.

Türkiye'ye yönelik sermaye girişleri 1990 sonrasında çoğunlukla kısa dönemli ve portföy finansmanı biçiminde gerçekleşmektedir. Bu akımlar bankalar kanalıyla hazine borçlanmasında kullanılarak kamu açığının finansmanını kolaylaştırmaktadır. Bunun yanında sermaye girişleri bankaların tüketici ve firma kredilerini arttırmalarına neden olmaktadır. Dış kaynak girişi iç ve dış talebi uyararak ve firmaların üretimlerini artırmaları için ihtiyaç duydukları krediyi daha kolay elde etmelerine imkan sağlayarak büyümeye katkı yapmaktadır.

Tablo 35'den sermaye hesaplarının liberalizasyonuyla elde edilen dışsal finansmanın özellikle kısa dönemli sermaye girişlerinde yoğunlaştığı görülmektedir. Kısa dönem sermaye akımlarını ifade eden portföy yatırımları ve diğer kısa dönem sermaye hareketlerinin GSMH içindeki payı 1985-88 döneminde % 0.75 iken 1989-93 döneminde % 1.66'ya ulaşmıştır. 1994-98'de %-0.16 ve 1998-2001'de %-1.53 şeklinde gerçekleşen düşük paylarda ise krizli yıllardaki sermaye çıkışları etkili olmuştur. 1989 sonrasında yaşanan krizli yıllar hariç tutulduğunda ise oran ortalama %1.6'dır.

Kısa dönemli sermaye akımları ani dönüş riski taşıdıkları için finansal sistemin kırılganlığını artırmıştır. Bu tür akımlar çıkışa yöneldiğinde dengesizlikler ve istikrarsızlıklar hızla artmıştır. Türkiye'de 1994'teki kriz,

1991'deki körfez kriziyle ilgili durgunluk ve 2000/2001 krizlerinin kısa vadeli sermaye çıkışları ile örtüştüğü görülmektedir.

TABLO 35: SERMAYE AKIMLARININ KAYNAKLARI (1985-2001)

(Milyon Dolar ve GSMH'nın %'desi Olarak)

	GSMH		Cari İşlem Dengesi		Sermaye Hareketleri		Doğ.Yab. Yatırımlar		Portföy Yatırımları.		Diğer Kısa Dönem Serm.		Diğer Uzun Dön. Serm.	
1985	53.626	5.1	-1.013	-1.9	1016	1.9	99	0.2	0	0.0	1.479	2.7	-513	-0.9
1986	58.814	8.1	-1.465	-2.4	2124	3.6	125	0.2	146	0.2	812	1.3	1.041	1.7
1987	68.442	7.5	-806	-1.1	1891	2.7	106	0.1	282	0.4	50	0.0	1.453	2.1
1988	70.795	3.6	1.596	2.2	-958	-1.3	354	0.5	1.178	1.6	-2.281	-3.2	-209	-0.3
1989	80.354	1.9	961	1.2	780	0.9	663	0.8	1.386	1.7	-584	-0.7	-685	-0.8
1990	110.160	9.2	-2.625	-2.3	4.037	3.6	700	0.6	547	0.5	3000	2.7	-210	-0.2
1991	108.499	0.5	250	0.2	-2937	-2.7	783	0.7	623	0.5	-3.020	-2.7	-783	0.7
1992	158.700	5.9	-974	-0.6	3648	2.3	779	0.5	2.411	1.5	1.396	0.9	-938	-0.6
1993	178.700	6.8	-6.433	-3.6	8963	5.0	622	0.3	3.917	2.2	3.054	1.7	1.370	0.7
1994	132.300	-6.0	2.631	1.9	-4194	-3.2	559	0.4	1.158	0.8	-5.127	-3.9	-784	-0.6
1995	170.100	8.0	-2.339	-1.4	4.643	2.7	772	0.4	237	0.1	3.713	2.2	-79	0.0
1996	1183.600	7.1	-2.437	-1.3	5.555	3.0	612	0.3	570	0.3	2.737	1.5	1.636	0.9
1997	192.400	8.3	-2.638	-1.3	7.053	3.6	554	0.3	1.634	0.8	77	0	4.788	2.5
1998	206.600	3.9	1.984	0.9	-755	-0.3	573	0.2	-6.711	-3.2	1.398	0.6	3.985	1.9
1999	185.300	-6.1	-1.360	-0.7	4.671	2.5	138	0.0	3.429	1.8	759	0.4	345	0.2
2000	201.200	6.3	-9.819	-4.8	9.610	4.7	112	0.0	1.022	0.5	4.200	2.0	4.276	2.1
2001	165.200	-9.4	3.314	2.0	-13.882	-8.4	2.769	1.6	-4.515	-2.7	-11.006	-6.6	-1.130	-0.6

KAYNAK: TCMB Ödemeler Dengesi İstatistikleri: http:/ www.tcmb.gov.tr.

Dönem boyunca doğrudan yabancı sermaye yatırımları ise oldukça düşük düzeylerde kalmıştır. Tablo 35'den görüldüğü gibi 1989 sonrası dönemde 2001 yılı hariç[37] doğrudan yatırımların GSMH'ya oranı sürekli %1'in altındadır. Tablo 36'daki dönem ortalamaları ise bu akımlar üzerinde 1989

[37] Bu yılda da İtalya'dan Aria ile HSBC Bank'ın Demirbank'ı alarak gerçekleştirdiği sermaye girişlerine bağlı arizi bir olgu söz konusudur.

sonrası sermaye hesapları liberalizasyonunun ihmal edilecek bir etkisinin olduğunu göstermektedir. Bu yatırımların GSMH'ya oranı 1985-88'de %0.25 iken 1989-93'te sadece %0.58 olmuştur. Oran 1994-98'de %0.32'ye düşmüş, 1999-2001 arasında krizlerin etkisiyle gerçekleşen devralmalar ve GSMH'daki düşüşlerin etkisiyle %0.53'e yükselebilmiştir.

TABLO 36: SERMAYE AKIMLARI (GSMH'ya Oran Olarak)

	1985-1988	1989-1993	1994-1998	1999-2001
DYSY	0.25	0.58	0.32	0.53
Portföy Yatırım	0.55	1.28	-0.24	-0.13
Diğer Kısa	0.20	0.38	0.08	-1.40
Diğer Uzun	0.65	-0.04	0.94	0.56

KAYNAK: Tablo 35'deki verilerden hesaplanmıştır.

Türkiye'ye sermaye hesapları liberalizasyonu sonrasında yönelen sermaye akımları Asya ve Latin Amerika'ya yönelen sermaye akımlarının büyüklüğü ile karşılaştırıldığında, söz konusu değerlerin oldukça küçük olduğu görülmektedir. Örneğin sadece Meksiya'ya 1990-93 arasında yönelen sermaye akımları GSMH'nın %8'ine ulaşmıştır. Benzer bir durum çok daha büyük ölçekte Asya ülkeleri için de geçerlidir. Bununla birlikte temel ekonomik istikrarsızlıklar ve dönem boyunca kamu açıklarından kaynaklanan finansman ihtiyacının artarak devam etmesi, sermaye hareketlerinin oynaklığı nedeniyle Türkiye ekonomisine olumsuz etkiler taşımaktadır.

Bunun yanında sermaye akımlarının, sermaye hareketleri serbestisi altında, önemli ve sürekli bir finansman kaynağı olmasını engelleyen durumlara dikkat çekilmektedir. Özellikle UNCTAD tarafından savunulan görüşlere göre 1990'larda özel sermaye girişlerindeki artışın önemi, GOÜ'lerde sermaye hesapları liberalizasyonu ile bağlantılı işleyen iki mekanizma ile azalmaktadır. Bunlar yerleşikler kanalıyla gerçekleştirilen sermaye çıkışı ve sermaye girişlerinin cari işlem açıklarını finanse etmekten

ziyade sermaye akımlarının istikrarsızlığı ve paraya yönelik spekülatif saldırılara karşı destekleyici bir mekanizma olarak maliyetli rezerv birikimine ayrılmasıdır[38].

Türkiye'de 1989 sonrası dönemde sermaye girişleri ile cari işlem açıkları arasındaki farkın büyümesi, yabancı sermaye girişlerinin yerleşiklerin (kayıtlı ve ödemeler dengesinin net hata/noksan kaleminde yer alan kayıtdışı) sermaye çıkarmasına ve aşırı abartılı rezerv birikimine tahsis edilmesi ile açıklanmaktadır[39]. Ödemeler dengesi verilerinin yer aldığı Tablo 37'den görüldüğü gibi Ocak 2000-Ekim 2000 döneminde yabancı kökenli sermaye kanalıyla 15.1 milyon dolar giriş varken, yurtiçi kaynaklı sermaye çıkışı 5.1 milyar dolar (sermaye girişlerinin %35'i) olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde rezervlerdeki değişme ise 2.8 milyar dolar (sermaye girişlerinin %18'i) olarak görülmektedir.

TABLO 37: ÖDEMELER DENGESİ VERİLERİ (2000-2002 - Milyon Dolar)

	Ocak 2000-Ekim 2000	Kasım 2000-Haziran 2001	2001	2002
Cari İşlem Dengesi	-7598	-1764	3.390	-1.789
Sermaye Hareketleri				
Yurtiçi	-5.257	-3.033	-1.441	-2.168
Yabancı	15.179	-10.442	-12.757	4.160
IMF Kredileri	449	8.076	10.230	6.365
Net Hata Noksan	-2.550	-1.683	-2.116	-415
Resmi Rezervler[1]	-2.823	7.163	2.694	-6.153

(1) Resmi rezervler düşüyorsa (+), artıyorsa (-) işaretle belirtilir.
KAYNAK: Ocak 2000-Ekim 2000 ve Kasım 2000-Haziran 2000'a ait veriler Korkut BORATAV: "2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri", a.g.m. s.10'daki verilerden derlenmiştir. 2001 ve 2002 verileri için www.tcmb.gov.tr.

2002 ödemeler dengesi verilerine bakıldığında ise sermaye hareketlerinin kullanılabilir kaynak niteliğinde olan kısmının yabancı kaynaklı sermaye akımları ve IMF kredilerinden oluştuğu görülmektedir. Bu

[38] UNCTAD: Trade and Development Report 1999, (New York, 1999), 100.
[39] Korkut BORATAV: "2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri", İktisat İşletme ve Finans, 16, 186, (Eylül 2001), 15.

kaynakların kullanımı; 1.8 milyar dolar cari açık (%17), 6.1 milyar doları rezerv birikimi (%58) ve 2.1 milyar dolar kayıtlı ve 415 milyar dolar kayıtdışı olmak üzere 2.6 milyar dolar yerleşiklerin sermaye çıkışı (%25) olarak ifade edilebilir.

2002 ödemeler dengesi verileri rezerv birikimi için ayrılan kaynakların büyüklüğüne işaret etmektedir. 1990'lı yıllarda uygulanan sterilizasyon politikalarının sonucu -krizlere dayanıklı hale gelmek ve borçlanma politikalarını yönetmek için yapılan işlemlerin zorunlu bir sonucu- döviz birikiminin gerçekleşmesidir. Bununla birlikte rezerv birikimi politikası eğer rezervler, -GOÜ'lerde çoğunlukla olduğu gibi- yüksek oranlarla borçlanılmış kaynaklardan oluşuyorsa ulusal ekonomilere önemli maliyetler yaratırlar. Bunun yanında söz konusu kaynakların dış ticaretin finansmanında kullanılması durumunda üretim ve yatırımlardaki olası artışlar yönüyle etkiler de dikkate alınmalıdır.

Asya ve Latin Amerika ülkelerinde olduğu gibi Türkiyede'de sermaye giriş ve çıkış çevrimleri önemli boyutlara ulaşmaktadır. 2000-2001 krizlerinde kriz öncesi 15.1 milyar dolar olarak görülen yabancı kaynaklı sermaye hareketleri, krizler ile 10.4 milyar dolar çıkışa dönmüştür. Bu biçimiyle sermaye girişlerinin önemli bir kısmı kalkınmanın finansmanında güvenilebilir bir kaynak olma niteliği taşımamaktadır.

3. Sermaye Akımlarının Etkileri

Bir ülkeye yönelik sermaye girişleri toplam talep düzeyi, yatırımlar ve parasal büyüklükler üzerinde önemli etkilere neden olurken, ani ve büyük ölçekte sermaye çıkışları ekonomik istikrarsızlık ve krizlerde belirleyici/tetikleyici olabilmektedir.

Sermaye hesapları liberalizasyonunun ardından Türkiye'ye yönelen sermaye akımlarının büyük bir kısmının uzun vadeli ve doğrudan yatırım akımları değil, kısa vadeli bir nitelik taşıması sürekli bir sermaye çıkış riski

oluştururken ekonomi politikası uygulamalarında zorluklara neden olmaktadır.

Ülkeye yönelik sermaye girişleri para otoriteleri için döviz kuru politikalarında güçlüklere neden olmaktadır. Sermaye girişlerinin sürdürülmesi için ulusal paranın değer kaybının enflasyonun altında kalması yani ulusal paranın aşırı değerlenmesi gereklidir. Bu durum döviz kuru politikasının ulusal üretimde dengeyi sağlamak ve korumak için kullanılmasını büyük ölçüde kısıtlamaktadır.

Sermaye girişlerinin en önemli etkisi ise ticaret dengelerinde ortaya çıkmaktadır. Sermaye girişleri ile yerli para, yabancı paralar karşısında değer kazanmaya başlayınca, ihraç edilen ürünlerin fiyatları uluslararası pazarlarda yükselirken, ithal malları ise iç piyasada ucuzlamaktadır[40]. Sermaye girişlerine bağlı olarak artan döviz arzı sonucu gerçekleşen TL'nin değer kazanması, doğal olarak ithalatı artırırken ihracatı zayıflatıcı etkilerde bulunmaktadır. Türkiye'de 1989 sonrasında ihracatın azalması ve ithalatın artmasıyla dış ticaret açığının büyümesi ödemeler bilançosu verilerinden tespit edilebilecek bir olgudur.

TL'nin değer kazanmasına bağlı rekabet gücünün azalması nedeniyle İhracatçı sektörlerde yatırımlar daha az ilgi çekici hale gelmektedir. Ticarete konu olmayan sektörlerde ise uluslararası rekabetin olmaması nedeniyle ucuzlayan ithalat, yatırımların maliyetini düşürücü etki yaparak yatırımları teşvik etmektedir[41]. Bu süreç özel kesimde yatırım oranını artırmakla birlikte yatırımların bileşiminde bir değişimi getirmektedir. Türkiye'de 1980'den bu yana ticarete konu olan sektörlerde özel yatırımlar düşerken ticaret dışı

[40] Nurhan YENTÜRK: "Sıcak Para Girişi ve Reel Sektör", Türk İş 1997 Yıllığı, 2, 245.
[41] Nurhan YENTÜRK: "Short Term Capital Inflows and Their Impact on Macroeconomic Order: A Comparison Between Turkey and Mexico", Boğaziçi Journal, 9, 2, (1995), 98.

sektörlere doğru bir kaymanın gerçekleştiği görülmektedir[42]. Bu durum ihracat artışı ve ihracata dayalı büyüme için önemli bir engel oluşturmaktadır.

Dış ticaret açığındaki en çarpıcı artış 2000-2001 krizleri öncesinde gerçekleşmiştir. Bu durum 2000 başında uygulamaya konulan döviz çapasına dayalı istikrar programının etkisiyle gerçekleşmiştir. Program uygulamasına bağlı olarak reel ve nominal faiz oranlarındaki düşme tasarrufların getirisini azaltırken tüketimin artmasına neden olmuştur. Bankalar arasında kamu sektörü borçlanma araçlarının başlangıç dönemindeki getirilerinin azalmasına karşı tüketici kredilerine yönelme gerçekleşmiştir. Sonuçta reel faiz oranlarındaki düşme tüketim ve yatırımda büyük bir artışa neden olurken, ithal mal talebinde ve ithal ara mal girdilerinde meydana gelen artış cari işlem dengesini olumsuz etkilemiştir[43].

İthalatta artışa neden olan bu faktörlere, programın uygulamasının beşinci ayından itibaren paranın değerlenmesi ve reel ekonomik faaliyetteki artışın etkileri de eklenmiştir[44]. Program uygulamasına bağlı olarak kurdaki artış hedeflenen enflasyon kadar iken enflasyonun hedeflenen düzeyde düşmemesinden kaynaklanan TL'nin yabancı paralar karşısında reel olarak değer kazanması söz konusu olmuştur. 2000 yılında talep artışı ile ithalata dayalı bir büyüme ortaya çıkmıştır. İç talebin artması ve TL'nin reel

---

[42] Türkiye'de 1980 sonrasında özel sektör yatırımlarındaki artış büyük ölçüde ticarete konu olmayan sektörlerde yatırım artışından kaynaklanmıştır. DPT verilerine göre 1980 sonrasında ticarete konu olan yatırımların GSMH içindeki payı değişmezken ticarete konu olmayan (konut, parakende ticaret vb.) yatırımların payı artmıştır. 1980'de ticarete konu olan yatırımların GSMH içindeki payı %5 iken 1995-98 arasında %6.5 olurken 1999-2000'de %5.2'dir. 1980'de %8.1 olan ticarete konu olmayan yatırımlar ise 1995-98 arasında %13.5'e ulaşmış, 1999-2000'de ise %10.7'e düşmüştür. DPT, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-1998, (Ankara, 1997), 67 ; DPT: Temel Ekonomik Göstergeler, (Aralık 2000), 67.

[43] Emre ALPER: "The Turkish Likidity Crisis of 2000: What Went Wrong?", Russian and East European Finance and Trade, 37, 6, (2001), 9.

[44] ERCAN tarafından portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin toplamı olarak ifade edilen sıcak paranın 1990-1999 döneminde temel ekonomik göstergeler üzerindeki etkileri VAR analizi ile incelenmeiştir. Analizin sonuçlarına göre reel kur beşinci ve sekizinci aylar arasında değerlenmekte cari denge açığı iki, üç, beş ve yedinci aylarda büyümektedir. Bankaların özel sektöre açtığı kredi hacmi sıcak paranın girişiyle birinci ayda artarken üretim ise beşinci ayda artmaktadır. Bkz. Hakan ERCAN: "Açık Ekonomi, İstikrar Tedbirleri ve Sıcak Para: Türkiye", (Ankara, 2000), 51-52.

değerlenmesi ihracatı olumsuz etkilerken cari açığın hızla yükselmesine neden olmuştur.

Merkez Bankası (TCMB) verilerine göre, 2000 yılında %32.7'lik artış gösteren ithalata rağmen ihracatın sadece %2.8 oranında artması sonucunda dış ticaret açığında %92.4'lük büyük bir artış geçekleşmiştir. Programda 3-4 milyar olarak öngörülen cari açık ise 9.8 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Türkiye'de sermaye akımları, sermaye hesaplarının serbestleştirildiği ilk yıllarda yüksek reel faiz- düşük reel kur politikası ile cazip kılınarak devletin artan borç stoğunun sürdürülebilmesini mümkün kılmıştır. Türkiye'de 1980'lerin sonundan itibaren bütçe açıklarının finansmanı için yurtiçi ve yurtdışı borçlanmadan yararlanılmıştır. Bu dönemde kısa vadeli sermaye girişlerinin bütçe açıklarının finansmanında kullanılması iç borçlanmayı hızlandırmıştır. iç borçlanmanın hızlanması faiz oranlarını daha da yükseltirken, kısa dönem sermaye girişleri için bir teşvik unsuru yaratılmıştır[45].

Bu politika bankalar başta olmak üzere ekonomik birimlere yurtiçi/yurtdışı faiz oranı farklılıklarına dayalı önemli arbitraj karları yaratmaktadır. Yapılan hesaplamalara göre kısa vadeli sermaye akımlarına 1989 yılında %45, 1990'da %25 1993 yılında ise %17 oranında arbitraj olanakları sağlanmıştır[46]. Bu durum finans kuruluşlarının, sınırlamaların tümüyle kaldırıldığı bir ortamda, yurtdışı kaynaklara yönelerek devlete borç vermelerine varmıştır. Böylece finans kuruluşlarının oluşturdukları döviz yükümlülüğü vade sonunda dövize aşırı talebi gündeme getirmiştir. Açık pozisyon olarak anılan bu işlem risk algılamasının yükseldiği dönemlerde döviz piyasasında aşırı istikrarsızlıklara neden olurken finansal kurumların mali yapılarını da tahrip etmiştir[47]. Sermaye girişleriyle devletin borçlanma

[45] Metin ALTIOK: a.g.m, 108.
[46] K. BORATAV, O. TÜREL, E. YELDAN: "The Turkish Economy in 1981-92: Balance Sheet, Problems and Prospects", ODTÜ Studies and Development, 22, 1, (1995), 1-36.
[47] İzzettin ÖNDER: a.g.m., 46.

politikasına aracılık eden bankalarda taşıdıkları açık posizyonlarla ilgili olarak büyük bir risk oluşumu söz konusu olmuştur.

Kamu sektörü açısından ise uygulanan borçlanma politikası faiz oranlarını yükseltici bir rol oynarken kamu açığını artırıcı yönde etkilerde bulunmaktadır. Bunun nedeni gerek yerli finans kesimine gerekse yerli finans kesimi aracılığıyla yurtdışına yeterli arbitraj sağlayacak oranda yüksek faiz oranının kamu tarafından yüklenilmesidir[48]. Yüksek faiz oranları bütçe harcamaları içinde faiz harcamalarının en yüksek paya sahip olmasına neden olurken, üretken sektörler üzerinde önemli olumsuzlukların da kaynağı durumundadır[49].

1989 sonrası süreçte artmaya başlayan bankaların açık pozisyonu 1994 krizi öncesinde 4.8 milyar dolara ulaşmıştır. Bankaların artan ölçüde kısa vadeli dış borçlanması, yabancı para pozisyonlarını açma ve bilanço dışı işlemler (repo) gerçekleştirmeleri 1994 sonrasında da devam etmiştir. Merkez Bankası ve Bankalar Birliğinden elde edilen bilgilere göre Türkiye'de bankaların açık pozisyonu 1998'de 6.4 milyar, 1999'da 12.6 milyar olarak gerçekleşmiştir[50].

Bu büyüklükler son on beş yıldır bankacılık sisteminin en temel gelir kaynağı olarak arbitraj gelirlerinin önemine işaret etmektedir. Bununla birlikte açık pozisyonlar, 1994 ve 2001 krizlerinde görüldüğü gibi bankacılık başta olmak üzere tüm mali sektörü olumsuz etkilerken sistemik risk ve mali sistemin kırılganlığını artırmıştır. Bu çerçevede 1990'lı yılların krizlere zemin

---

[48] Nurhan YENTÜRK: "Sıcak Para Girişi ve Reel Sektör", a.g.m., 246-248.

[49] Faiz oranı reel yatırımlarla finansal yatırımlar arasında tercih yapılmasını belirleyen bir faktördür. Finansal araçların getirisinin yüksek olması reel sektöre yönelik yatırımların azalmasında rol oynamaktadır. Yapılan çalışmalar Türkiye'de faiz kazançlarının 1990'lı yıllarda hızla yükselerek imalat sanayi sektörlerine yatırımları azaltan bir rol oynamakta olduğunu göstermektedir. Nurhan YENTÜRK: "Sıcak Para Girişi ve Reel Sektör", a.g.m., 256. Benzer biçimde Türkiye'de sermaye girişleri biçiminde dış tasarrufların artarken yatırıma ayrılan kaynakların azalmakta olduğu tespit edilmektedir. Nurhan YENTÜRK:" Impact of Capital Inflows on Saving and Investment: A Comparison of Turkey and Latin American Countries", METU Studies In Development , 23, 1, (1996), 164.

[50] Cafer KAPLAN: "Bankacılık Sektörünün Yabancı Para Pozisyon Açığı", METU International Conference In Economics VI, September 11-13, (Ankara, 2002), 6.

hazırlayan özelliği kamu açıklarının iç borçla finansmanında bankaların üstlendiği aracılık işlevinin hızla genişlemesi olarak değerlendirilmektedir[51]. Kamu açıklarının bankacılık sistemi kanalıyla sağlanan sermaye girişleriyle finansmanı, kısa dönemde kamu borç servisi yükünü hafifletirken sermaye hareketlerinin durması ya da çıkışa yönelmesiyle istikrarsızlık ve krizle son bulmakta ve kamu borç servis yükünü daha da arttırmaktadır.

Sermaye girişleriyle ilgili para arzı artışı ve bankaların açık posizyonlarının artması özellikle 2000/2001 krizleri öncesinde oldukça belirgin hale gelmiştir. Bu dönemde para arzı genişlemesi, istikrar programının öngördüğü döviz kuru politikasının yarattığı avantajlı ortamda kamu ve özel sektörün dış borçlanmaya ağırlık vermesinden kaynaklanmıştır. Uygulanan döviz kuru politikası nedeniyle kur riski düştüğü için dış yatırımcı için piyasada geçerli faiz oranında arbitraj fırsatı oluşmuş ve dolayısıyla önemli sermaye girişleri gerçekleşmiştir. 2000 yılının ilk dokuz ayı sonunda bankaların açık pozisyonları 22.2 milyar dolara ulaşmıştır.

Fakat program sermaye girişlerinin parasal taban üzerindeki etkisini kontrol etmek ve sermaye girişlerini istikrarlı kılmak için hiç bir araç öngörmemektedir. TCMB bilançosundaki iç varlıkları sınırlandıran para arzı politikası geçerlidir. Bu politika TCMB net iç varlıkları sabitken sterilizasyon yapmama kuralı altında parasal tabanın TCMB net dış varlıklarına göre belirlenmesini öngörmektedir. Bunun anlamı döviz girişinin doğrudan parasal tabanda genişlemeye yol açmasıdır. Dolayısıyla sermaye girişleri faizleri düşürürken bir sermaye çıkışı ile ilgili likidite sıkışıklığının faizleri çok yüksek düzeylere ulaştırması mümkün hale gelmektedir.

Sonuçta programda sermayenin serbest hareketliliği koşullarında sermaye girişi ya da çıkışının para arzı üzerindeki etkilerinin kontrol edilememesi söz konusu olmuştur. Sermaye girişleri devam ettiği için sterilizasyon yapmama kuralı nedeniyle para piyasası likiditesi artarken 2000

[51] Merih CELASUN: a.g.m., 7.

yılında faiz oranı çok kısa bir süre içinde normal düzeylerinin çok altına düşmüştür. Programın en büyük eksikliği olarak savunulan bu durum, likidite krizlerinin yaratılmasına katkı yapmıştır[52].

Faizlerdeki düşme, programa ilişkin iyimser beklentilerle risk priminde oluşan düşme ve kur artış beklentisinin %20'ye düşmesinden kaynaklanmıştır. Bununla birlikte enflasyon oranında öngörüldüğü oranda düşme meydana gelmemiştir. Sonuçta faiz haddi ve kur artışı ile enflasyon arasında bir uyumsuzluk meydana gelmiştir. Bir görüşe göre[53] bunun temel nedeni, Merkez Bankasının faizler üzerindeki kontrolünün bilançosuna getirilen sınırlama ile engellenmesi yanında, programdaki gelirler politikasının eksikliği olarak belirtilmektedir. Buna göre, programın para ve döviz kuru politikası açısından büyük ölçüde belirlenen sınırlar içinde kalınırken gelirler politikası önemli bir sapma noktası olmuştur. Program başlangıçta özel sektör fiyatlama politikalarına ilişkin bir düzenleme öngörmemişken, uygulama sırasında da programda öngörülen gelir politikalarına ilişkin sınırlamalara büyük ölçüde uyulmamıştır.

Söz konusu gelirler politikası eksiklikleri uzun yıllar yüksek enflasyonla ilgili alışkanlıkların devam ettiği bir ortamda daha önemli hale gelmektedir. Bu koşullarda enflasyondaki düşme programda öngörüldüğü oranda

---

[52] Türkiye'yi program uygulama sürecinde sermaye çıkışları ile ilgili bir krize kırılgan yapan bir diğer faktör, hükümetin sermaye girişlerinin sürekliliğini sağlayacak iyi haberleri sürdürememesidir. Program çok kısa bir sürede karmaşık ve çok sayıda yapısal reformlar, özelleştirme hedefleri öngörürken bunların gerçekleşmesindeki gecikmeler programa yönelik başlangıçtaki iyimserliği azaltmıştır. Ayrıca IMF'nin sermaye grişlerinin büyüklüğüne rağmen programa yetersiz finansal desteği bir başka faktör olarak belirtilmektedir. Bkz. C. E. ALPER ve Z. ÖNİŞ: "Emerging Market Crises and The IMF: Rethinking The Role Of The IMF In The Light Of Turkey's 2000-2001 Financial Crises", METU Internatioanl Conference In Economics VI, September 11-14, (Ankara, 2002), 10. Bu durum döviz kuruna bağlı programlar için son derece önemli olan kredibilitenin azalmasına neden olmuştur. Bu dönemde gerçekleşen dışsal koşullarında program uygulamasına yardımcı olmadığı belirtilmelidir. Bu dönemde tarihsel deneyimlerden de görüldüğü gibi sermaye hareketlerinde en güçlü dışsal faktör olan dünya faiz oranlarında önemli bir artma (%100) gerçekleşmiştir. Ayrıca petrol fiyatlarındaki artış, USD/Euro ve daha önemlisi TL/Euro paritesinin TL lehine önemli ölçüde değerlenmesi (%24.4) risk algılamasının temeli olan dış ticaret açığının önemli belirleyicileri olmuştur.

[53] Fatih ÖZATAY: "İstikrar Programı ve Türkiye Ekonomisinin Geleceği", İktisat, İşletme ve Finans, 169, (Nisan 2000), 22.

gerçekleşmemiş, bu durum bekleyişleri doğrudan etkileyen bir kanal olmuştur. Ayrıca döviz kuru hedeflenen enflasyona göre artarken enflasyon hedeflendiği kadar düşmediği için TL değerlenmesi ve döviz kuru çapasına çok fazla dayanması söz konusu olmuştur.

2000 ortalarından itibaren sermaye girişleri sonucu, TL'nin değer kazanması, para arzının genişlemesi ve cari dengenin bozulması söz konusu olmuştur. 2000 sonunda 9.5 milyar dolara ulaşan cari işlem açıklarının sürdürülebilirliği şüphesi yabancı yatırımcıları TL varlıklarını likidite etmeye başlamalarına neden olmuştur. Fakat Kasım krizini tetikleyen, devlet iç borçlanma senetlerinin %10'unu taşıdığı tahmin edilen Demirbank'ın pasif toplamı içinde vadeli mevduatın oranının sadece %1 olduğunun ortaya çıkmasıdır. Böylece iç ve dış borçlanma olanakları tıkanan Demirbank devlet iç borçlanma senedi stokunun bir kısmını satmak isteyince fiyatlar düşmeye faizler artmaya başlamıştır. Devlet iç borçlanma senetlerinin fiyatlarındaki düşme ve faizindeki yükselme belli bir noktaya varınca söz konusu senetleri taşıyan yabancılar da satışa başlamışlardır[54].

Nitekim Kasım 2000'de 6 milyar doları aşan sermaye çıkışının gerçekleşmesi önemli bir likidite sıkışıklığına ve faizlerde hızlı yükselişlere neden olmuştur. Bu dönemde artan döviz talebi ile TCMB rezervleri 7 milyar dolar erimiştir. Kötümser ortam yayıldığında kısa vadeli sermaye hareketleri sürü davranışı göstererek çıkışa ve paraya spekülatif saldırıya geçtiklerinde politika yapıcıların süreci kontrol edecek güçlerinin oldukça sınırlı olduğu bilinmektedir. Nitekim Şubat 2001'de TL'ye karşı gerçekleşen spekülatif saldırı sonucu TCMB uyguladığı programdan çıkarak döviz kurunu dalgalanmaya bırakmak zorunda kalmıştır.

Yukarıda belirtildiği gibi programın teknik yapısıyla ilgili kurallar, sistemi sermaye çıkışları ile ilgili şoklara son derece kırılgan yapmıştır. Temel

---

[54] Ercan UYGUR: Krizden Krize Türkiye 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri, Türk Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, No: 2001/1, (Ankara, 2001), 12.

önceliği enflasyonu düşürmeye veren[55] 2000 istikrar programı, Türkiye'yi sermaye akımlarının ülkeye giriş ve çıkış biçimindeki hareketinin cari denge, para arzı ve makroekonomik istikrar üzerindeki etkilerine maruz bırakmıştır. TCMB uygulanan politika gereği dış ve iç şokların etkisini azaltacak parasal kontrol araçlarından mahrum kalmıştır.

Sonuç olarak 1990 sonrasında sermaye girişlerinin, uygulanan politikalara göre önemi değişmekle birlikte, döviz kurunda aşırı değerlenme, cari hesap açıklarında artış, ihracatta düşme, ithalatta artışlara neden olduğu tespit edilmektedir. Ayrıca bu dönemde kısa dönem borçların rezervlere oranı artarak para arzının kontrolünun azalması, politika yapıcıları için önemli bir zorluk alanı olarak ortaya çıkmaktadır. 1990'larda kriz deneyimi yaşamış Latin Amerika ve Asya ülkelerinde olduğu gibi Türkiye'de gerçekleşen bu göstergeler, araştırmacılar tarafından krizler için erken uyarı göstergeleri olarak değerlendirilmektedir[56].

Yapılan çalışmalar, sermaye geri dönüşlerinin büyüklüğü ve aniliğinin, finansal krizin derinliği ve ekonomik büyüme üzerindeki etkisini tayin ettiğine dikkat çekmektedir[57]. 2001 krizi, söz konusu yılda gerçekleşen GSMH'nın %9'unu aşan daralma ve 2002'de reel sektöre doğru yayılarak devam eden etkileri ile önemini ve etkisinin büyüklüğünü ortaya koymaktadır. Bu durum, kısa dönemde kamu dengelerini sağlayacak önlemlerin alınmasından sonra özellikle kısa dönemli, volatilitesi yüksek sermaye akımlarının sınırlandırılmasına yönelik önerilerin gündeme getirilmesine neden olmaktadır.

---

[55] Yapılan tartışmalarda programın enflasyonu düşürme hedefinin yan hedef olduğu ana hedefin ise krize hassasiyetin ortadan kaldırılması olduğu görülmektedir. Buna göre Türkiye'de 1990'ların sonuna gelindiğinde kamu borcunun artış hızı sürdürülemez bir durum olarak ortaya konulmaktadır. Sonuçta programın amacı sürdürülebilir kamu maliyesi ana hedefi ve bununla bağlantılı olarak Türkiye'yi her an kriz çıkabilir konumdan belki kriz çıkabilir konuma getirmektir. Bkz. N. EKİNCİ ve F. ÖZATAY: "İstikrar Programı ve Türkiye Ekonomisinin Geleceği", İktisat, İşletme ve Finans, 169, (Nisan 2000), 9-20.

[56] Ercan UYGUR: Krizden Krize Türkiye 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri, a.g.e., 10.

[57] Korkut BORATAV ve Erinç YELDAN: "Turkey 1980-2000, Finansal Liberalization, Macroeconomic (In)-Stability and Pattern of Distribution, http:bilkent.edu.tr/yeldane/B&YCEPA2002.PDF., (December 2001), 11.

D. TÜRKİYE'DE UYGULANAN FİNANŞAL LİBERALİZASYON POLİTİKALARININ GENEL DEĞERLENDİRMESİ

Türkiye ekonomisi 1980'lerde liberalizasyon sürecinin başında ekonominin dış ticaret yönelimini yükselterek ve önemli miktarlarda dış destek sağlayarak dış borç krizlerinden hızlı bir çıkış sürecine girmiştir. 1980'lerin sonuna gelindiğinde ise kamu harcamaları ve reel ücretleri artırma ve ekonomiyi canlandırmanın, sermaye hesapları liberalizasyonu ile elde edilecek dış finansman ile sağlanması hedeflenmiştir[58].

1980'lerin sonuna doğru kötüleşen makroekonomik koşullar altında sermaye girişleri ekonomik büyümenin tekrar sağlanması için önemli bir mekanizma olarak değerlendirmiştir. Sermaye hesaplarının liberalizasyonu ile sağlanan fonlarla bütçe açıklarının finansmanı ve büyümenin arttırılması mümkün olmuştur. Bununla birlikte kamu sektöründe mali disiplin sağlanmadan ve makroekonomik istikrarsızlığın olduğu bir ortamda yapılan FL reformları, ekonomideki istikrarsızlıkları ve kırılganlıkları artırması yönüyle eleştirilere konu olmuştur.

Kuramsal düzeyde tasarruf ve yatırılabilir kaynak artışı sağlanmasının aracı olarak savunulan FL politikaları Türkiye örneğinde yatırımların finansmanı ve istikrarlı büyümenin sağlanmasında sürekli bir kaynak olma niteliği göstermemiştir. Tasarruf ve yatırılabilir kaynak artışı argümanları çerçevesinde serbest bırakılan faizler Türkiye'de FL öngörülerinden oldukça farklı bir duruma işaret etmektedir.

Türkiye'de pozitif reel faiz uygulamasına geçilmesinin ilk yıllarında bankacılık sistemine girişin kolaylaşması ve bankacılık sektöründe artan rekabet mevduat faizlerinde önemli artışlara neden olmuştur. Bankalar arasında mevduata yüksek faiz uygulaması, bir süre sonra kredi faizlerine de

[58] Merih CELASUN: a.g.m., 6.

yansımıştır. Bu dönemde bankaların kredi faizlerini arttırmasının kredi alan şirketlerin iflasına neden olduğu görülmektedir. Bu süreç iki yıl içinde küçük bankaların ve pek çok bankerin iflası ile sonuçlanmıştır. Devlet faizler üzerinde tekrar kısmi bir kontrol sağlamıştır.

Faiz artışının neden olduğu tasarruf artışı ulusal tasarrufların üretken yatırımlara en düşük maliyetle dönüştürülmesi ve yatırım düzeylerinde önemli bir artışa varmamıştır. Uygulamaya konulan pozitif reel faiz uygulaması ile finansal piyasalarda derinliğin arttığı görülmektedir. Bununla birlikte Türkiye örneğinde finansal derinleşme kredi arzında artış ile reel yatırıma dönüştürülecek kaynak artışı yaratmamıştır. Devletin yurtiçi piyasalardan kaynak talebi yüksektir ve bunu devam ettirmiştir. Yüksek reel faizler ve yurtiçi/dışı faiz farkı tarafından yönlendirilen yerli/yabancı sermaye kaynakları üretken reel yatırımları finanse etmek yerine kamu kağıtlarına yönelmiştir. Yüksek reel faizler yatırımları olumsuz etkileyerek kaynakların üretken sektörden uzaklaşmasına neden olmuştur.

Finansal derinleşme ve bankacılık sektörü kaynaklarındaki artış aynı ölçüde kredi artışına yansımamıştır. Bankacılık sektörü kur riskinin azaltıldığı bir ortamda dışarıdan aldıkları düşük faizli borçları, içeride kamu sektörüne borç vererek önemli bir gelir kaynağı elde etmiştir. Bankaların finansal sistemde fonların aktarımında büyük rollerine karşın yeterli yasal düzenlemeler ve denetim yapıları oluşturulmaksızın yaptıkları işlemler sistemde bir başka risk ve kırılganlık noktasını oluşturmuştur.

Bu dönemde üretken sektörler için finansman imkanlarının önemli ölçüde artığı görülmemektedir. Kaynak tahsis etkinliği ve alternatif finansman imkanları çerçevesinde geliştirilen sermaye piyasaları şirketler kesimi için önemli bir finansman imkanı sağlamamıştır. Toplam finansal varlıklarda özel kesimin payı düşmüştür. Bankacılık sektörü tarafından sağlanan finansman oldukça düşük kalmıştır. Bu dönemde artan risk ve belirsizliklere bağlı olarak kredi tayınlaması ve kredi arzında daralmaların gerçekleştiği görülmektedir.

Özel kesim geleneksel finansman yöntemlerine devam etmiş ve hatta toplam borçlar içinde finansal sistemden borçlar azalma eğilimine girmiştir.

Devletin kamu açıklarını TCMB kaynakları yerine iç borçlanma ile finanse etme politikası faizlerde yüksek artışlar nedeniyle oldukça riskli bir ortam yaratmıştır. Bu süreç ile iç borçlarda ve kısa dönem borçlanma gerekliliğinde meydana gelen sistematik artış faiz oranlarında yukarı doğru bir sapma yaratmıştır[59]. Çünkü bu süreçte hazinenin giderek daha fazla borçlanması söz konusu olmaktadır. Ayrıca bir kredi piyasası olan iç borç piyasasında geçerli olan eksik bilginin oluşturduğu belirsizliğin reel faizleri yukarı itmesi söz konusudur[60]. Türkiye'de finansal piyasalarda eksik bilgi, istikrarsızlık koşullarında sürü etkisini besleyen bir kanal olmaktadır[61].

Reel faiz oranlarının yüksekliği, spekülatif arbitraj arayışındaki sermaye giriş ve çıkışlarının sermaye hareketlerinin en yüksek kısmını oluşturmasına neden olmuştur. Fakat sermaye girişlerine bağlı olarak ulusal paranın değer kazanması söz konusudur. TL'nin değerlenmesinin cari işlem dengeleri üzerindeki zıt etkileri aşırı ölçüde istikrarsız hale geldiğinde reel değer kaybı beklentileri oluşmaktadır. Bu ortamda para ikamesi ve sermaye kaçışını engellemek isteyen TCMB, faiz oranlarını daha fazla yukarı çekmek zorunda kalmaktadır. Söz konuşu faiz-kur kıskacı faiz ödemelerinde büyük artışlara varmıştır[62]. Bu durum süreç içinde kamu açıklarının önemli bir kısmının faiz harcamalarından oluşmasına neden olmuştur. Böylece ekonomi

---

[59] Z. ÖNİŞ ve A. F. AYSAN: "Neoliberal Globalization, The National State and Financial Crisis in the Semi-Periphery: A Comparative Analysis", Third World Quarterly, 21, 1, (2000), 129.

[60] Fatih ÖZATAY: "Çoklu Denge", Radikal, (3 Kasım, 1998), 15.

[61] Türkiye için söz konusu sürü etkisi kısa dönemli sermaye hareketlerine dayalı aşırı borçlanmadan kaynaklanmaktadır. Ulusal iktisat politikaları veya istikrar programlarının oluşturduğu iyimser ortam ve/veya dış koşullardaki olumlu konjontüre bağlı olarak kısa dönemli sermaye akımlarında meydana gelen artış, çogunlukla sürdürebilir olmamaktadır. Bu durum mevcut iyimser ortam devam ettiği ölçüde sürerken iç ve dış koşulların tetiklemesiyle başlayan sermaye çıkışı ile tümüyle tersine dönmektedir. Para otoritelerinin bir sürü etkisine dayalı sermaye çıkışlarının ekonomi üzerindeki yıkıcı etkilerini önleme güçleri oldukça sınırlıdır. 2000-2001 krizlerine ilişkin sürü etkisi için Bkz. A. ERTUĞRUL ve E. YELDAN: "On the Structural Weaknesses of The Post-1999 Türkish Dıs-Inflation Program", http:www.bilkent.edu.tr/~yeldane/TurkCris 2001. PDF, (19 Şubat 2003), 9.

[62] Taner BERKSOY: "Faiz Kur Kıskacı", Görüş, (Mayıs 2001), 54.

kısa dönemli sermaye akımlarındaki ani değişikliklere karşı sürekli kırılgan kalmıştır. Bu durum parasal otoritenin kontrol gücünün zayıflaması ile 1994 ve 2001'de finansal sistemin bütünüyle çökmesi söz konusu olmuştur. Böylece bu akımlar varolan makroekonomik istikrarsızlıkların büyüklüğünü arttırmıştır.

Türkiye'de 1989'da sermaye hesaplarının liberalizasyonunun hemen ardından ülkeye yönelen kısa vadeli sermaye girişleri 1994 krizine kadar büyük ölçüde cari işlem açıklarının finansmanında kullanılmıştır. Ülkenin ekonomik, kurumsal ve alt yapı koşulları doğrudan yabancı yatırımlar için cazip olmadığından bu yolla elde edilen kaynak ve yatırım artışı çok düşük düzeyde kalmıştır. Sermaye hareketleri serbestisi, borç niteliğindeki araçlarla kamu finansman politikasının temel aracı olma yönünde bir gelişim göstermiştir[63].

Sermaye hesaplarını liberalize eden Latin Amerika ve Asya ülkelerinde ise akımların üretken olmayan alanlara yani yatırım getirilerinin sermayeyi elde etme maliyetinden düşük alanlara yönlendirildiği görülmektedir. Türkiye'nin aksine, kamu açıkları olmayan yüksek tasarruf oranlarına sahip Asya ülkelerinde sermaye akımları, spekülatif emlak yatırımlarının finansmanında kullanılmış ve söz konusu alanda fiyat şişmeleri meydana gelmiştir. Asya'da görece istikrarlı fakat yüksek sermaye girişlerine dayalı aşırı yatırım patlaması, varlık fiyat şişmeleri yanında 1990'larda yaşanan en büyük ulusal ve bölgesel ekonomik krizle sonuçlanmıştır.

FL'nin en önemli sonuçlarından biri ülkenin büyüme deseninin sermaye hareketlerine bağımlı hale gelmesidir. Aynı zamanda Türkiye bu dönemde oldukça istikrarsız ve volatil bir büyüme trendi göstermiştir. Türkiye ekonomisindeki bütçe açıklarından kaynaklanan dengesizlik ve mali sistemin zayıflığı ortamında, vaktinden önce gerçekleştirilen dışsal finansal

---

[63] Erinç YELDAN: "Türkiye Ekonomisinde 1980 Sonrasında Gelir Bölüşümünü Belirleyen Makroekonomik Süreçler", İktisat Dergisi, 359, (Eylül 1996), 27.

liberalizasyon istikrarlı bir büyümeye geçmeyi önleyen temel faktör olarak değerlendirilmiştir[64].

Bu süreç FL öngörülerinin aksine ekonomik büyümeyi olumsuz etkilemiştir. Sermaye hesapları liberalizasyonu öncesi 1980-89 arasındaki büyüme 1990 sonraki ortalamaların oldukça üzerindedir.

Türkiye ekonomisi sermaye girişlerinde yoğunlaşma ve iç ve dış konjonktürdeki değişmelere bağlı olarak sermaye çıkışlarının oluşturduğu sermaye hareketleri volatilitesine sürekli kırılgan kalmıştır. Sermaye hesapları liberalizasyonu ile kısa dönem sermaye girişlerine dayalı kısa dönem kazanımlar elde edilmek istenirken, politik dalgalanmaya, yeterli ölçüde regüle edilmemiş finansal sistem ve mali denetim kapasitesinin düşük olduğu bir ortamda orta ve uzun dönem bozucu sonuçlara yeterli dikkat gösterilmemiştir[65].

FL reformları uygulandığı GOÜ'lerin çoğunda benzer olan bu sonuçlar, reformların geniş bir çerçevede tartışılmasına neden olurken, kaynak tahsis etkinliği ve refah kazanımları sağlayacak kapsamlı politika önerilerinin geliştirilmesinin gerekliliğini ortaya koymaktadır.

II. DÖVİZ PİYASALARI VE DÖVİZ KURLARI

Daha önce belirtildiği gibi Türkiye ekonomisi finansal liberalizasyon sürecinde serbest piyasa ekonomisine öncelik veren bir dönüşüm içine girmiştir. Bu dönemde kamunun finansman ihtiyacı yanında sabit sermaye yatırım oranlarında artış sağlanması amacıyla sermaye hesapları liberalizasyonuna geçilmiştir. Sermaye hesapları liberalizasyonu ile Türkiye'ye yönelen sermaye akımlarının çok küçük bir kısmı doğrudan yatırım akımları niteliğinde gerçekleşmiştir. Buna karşılık sermaye

---

[64] K. BORATAV, O. TÜREL, E. YELDAN: "Dilemmas of Structural Adjustment and Environmental Policies Under Instability Post-1980 Turkey", World Development, 24, 2, (1996), 373.

[65] C. E. ALPER ve Z. ÖNİŞ: a.g.m., 10.

akımlarının diğer kaynakları aracılığıyla mali piyasalara daha büyük miktarda fon girişleri gerçekleşmiştir. Bu girişler finansal piyasalar ve özellikle döviz piyasaları üzerinde önemli etkilerde bulunmaktadır. Aynı dönemde serbest bırakılan döviz tevdiat hesapları yüksek enflasyonun geçerli olduğu bir ortamda para ikamesi olgusunu gündeme getirmiştir. Türkiye'de 1990'larda para ikamesinin vardığı boyutlar, döviz tevdiat hesaplarının döviz piyasaları üzerindeki etkilerinin sermaye hareketlerinden çok daha önemli olduğunu göstermektedir.

Bu bölümde Türkiye'nin finansal liberalizasyon süreci döviz piyasaları açısından ele alınmakta ve sermaye akımları ile bağlantıları çerçevesinde döviz piyasasının değişen dinamikleri ortaya konulmaktadır.

A. TÜRKİYE'DE UYGULANAN KUR REJİMİ VE DÖVİZ KURU POLİTİKALARI

Türkiye'de 29 Aralık 1983 yılında yayınlanan 28 sayılı karar, kambiyo mevzuatına önemli ölçüde serbestlik sağlayacak düzenlemeler içermektedir. Bu karara göre döviz kurları temel olarak Merkez Bankası (TCMB) tarafından belirlenmektedir. Bankaların döviz fiyatlarını TCMB tarafından belirlenecek esas kur üzerinden % 6 alt-üst limitler dahilinde belirleyebileceği öngörülmektedir.

1984'te dış finansal liberalizasyonun ilk adımı olan yerleşiklere döviz tutma ve bankalarda döviz hesapları açma olanağının tanınmasının hemen ardından 1985'te ise döviz kurları serbest bırakılarak tümüyle esnek döviz kuru rejimine geçilmiştir.

Fakat 1985'in sonlarına doğru dövizin bir servet tutma aracı haline gelmesiyle yaygınlaşan para ikamesi olgusu, TCMB'na döviz akımının yavaşlamasına neden olmuştur. Böylece 1986 başında para ikamesini kırmak ve devletin borçlarını ödeyebilmesi için gerekli dövizin TCMB'sına yönlenmesini sağlamak için çeşitli önlemler alınmıştır. Bu önlemler ile

bankaların işlemlerine çeşitli düzenlemeler getirilmiş, TL'nin serbest dalgalanması askıya alınmış ve bankalara tanınan döviz kurlarını tespit etme yetkisi önemli ölçüde sınırlandırılmıştır. Böylece bankacılık kesiminde kurların TCMB kurları etrafında en fazla %1'lik band içinde dalgalanacak biçimde belirlendiği bir sisteme geçilmiştir.

1980-90 döneminde döviz kuru politikası izlenilen dışa açılma politikalarının önemli bir unsuru olmuştur. Bu politika 1980-88 arasında uygulanan düşük değerli TL politikasıdır. Bu politika bir yandan ihraç fiyatlarını döviz cinsinden ucuzlatarak dış pazarlarda ek rekabet avantajı yaratmakta, diğer yandan da ithalatı pahalı hale getirerek dış ticaret açığının fazla büyümemesine katkı yapmaktadır[66].

1989 yılından itibaren ise düşük değerli TL'den yüksek değerli TL'ye geçiş ile döviz kuru politikasında önemli bir değişimin gerçekleştiği görülmektedir. Bu politika, TL'nin dolar ve mark karşısında değer kaybını enflasyonun altında tutmak biçimindedir. Bu politikanın amacı hazinenin finansman ihtiyacının karşılanması için gerek duyulan sermaye girişlerini sağlamaktır. Bu politika 1989-90'da TL'nin yabancı paralar karşısında önemli ölçüde değer kazanmasına neden olmuştur. 1991-93 döneminde ise enflasyon oranlarıyla TL'nin dolar ve mark karşısında değer kaybı birbirine yaklaştırılmıştır (Bkz Tablo 38). Buna rağmen yüksek faizler 1993'e kadar sermaye girişlerinin devamını mümkün kılmış, bu tarihten itibaren dış fonlar için faiz cazibesinin azalması sermaye çıkışına ve 1994 yılında döviz piyasalarında büyük bir krizin yaşanmasına varmıştır.

1994 kriz sonrası piyasalarda istikrarı sağlamak için getirilen düzenlemelerle birlikte kontrollü dalgalanan döviz kuru rejimine (manage float) geçilmiştir. Uygulanan döviz kuru rejiminin dalgalanan kur sistemi niteliği taşıması, TCMB tarafından açıklanan resmi kurların büyük ölçüde bankalararası döviz kurlarına göre belirlenmesinden kaynaklanmaktadır. Bu

---

[66] Oğuz OYAN: Türkiye Ekonomisi Nereden Nereye, (Ankara, 1998), 8

dönemde Banka piyasaya gün içinde pek karışmayarak döviz fiyatını bankalar ve müşterilerin kendi aralarında arz ve talep dengesi ile belirlemelerine izin vermiş ve kur üzerindeki belirleyiciliğini gün sonunda bankalarla yaptığı döviz alım satım işlemleri ile gerçekleştirmiştir.

Bu dönemde uygulanan döviz kuru politikası 1994 yılında uygulamaya konulan istikrar programı hedefleri ile uyumlu olacak biçimde, kurların enflasyonun düşürülmesinde nominal bir çapa olarak kullanılmasını öngörmektedir[67]. Buna göre TCMB kur hedefini TL'nin döviz sepeti karşısında gerçekleşen enflasyon kadar değer kaybetmesini sağlayacak şekilde belirlemektedir. Bu ise bankanın döviz piyasasında alım-satım müdahaleleri ile gerçekleştirilmiştir.

Devalüasyonun enflasyona yakın götürülmesi enflasyondan arındırılmış döviz kuru yani reel döviz kurunun sabit olması anlamına gelmektedir. Bu nedenle sistem Banka tarafından "sabit reel döviz kuru politikası" olarak adlandırılmıştır. Bu tür bir kur rejimi enflasyon tam olarak tahmin edilemediği için belirsizlik yaratmakta ama aynı zamanda savunulması gereken belli bir hedef değer olmadığı için de spekülasyonu önlemektedir[68].

TCMB 1995-98 arasında finansal piyasalarda istikrarın sağlanması ve sürdürülmesine yönelik reel kur endeksindeki dalgalanmaları en aza indirme amaçlı ve enflasyon oranına paralel artış içeren kur politikasını sürdürmüştür. TCMB bu politika çerçevesinde bir taraftan dış ticaret dengesinin olumsuz etkilenmemesi amacını güderken bir taraftan da enflasyonu gözetmiştir[69]. Bu politika faiz oranı ve döviz kurlarında volatilitenin önemli ölçüde azalmasına neden olmuştur. Bu dönemde, Tablo 38'den görüldüğü gibi, kurlar ile enflasyon arasındaki paralellik hedefi sürdürülmeye çalışılmış ve TL'nin reel olarak sabit kalması hedefine büyük ölçüde ulaşılmıştır.

---

[67] TCMB: 1995 Yıllık Rapor, (Ankara, 1995), 41.
[68] Saruhan ÖZEL: Enflasyon Devalüasyon ve Faiz, (İstanbul, 2000), 100.
[69] TCMB: 1998 Yıllık Rapor, (Ankara, 1998), 133.

TCMB bu dönemde iç ve dış gelişmelere bağlı olarak meydana gelen istikrarsızlıkların döviz kurları üzerindeki etkisini kontrol etmek için döviz piyasalarına müdahale etmiştir. TCMB 1995 yılında, büyük ölçüde iç gelişmelere dayalı döviz piyasası istikrarsızlığı nedeniyle müdahalede bulunmuştur. Özellikle Ekim-Aralık ayında piyasalarda oluşan fazla likidite, erken seçimin yarattığı belirsizlik ortamı, beklentiler ve bankacılık kesiminin açık posizyonunu kapatmak amacıyla dövize olan yoğun talep gibi faktörler kurlar üzerinde baskı oluşturmuştur. TCMB'sı kurlar üzerindeki baskıyı azaltmak üzere bu talebe döviz satarak karşılık vermiştir[70].

TABLO 38 : DÖVİZ KURU ve ENFLASYON ORANLARI (%)

	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	00
TL/$[a]	28.7	22.9	59.8	64.8	61.0	165.7	60.1	80.7	90.8	53.7	71.7	20.0
TEFE Yıllık Artış	64.1	52.3	55.5	62.1	58.5	149.6	64.9	84.9	91.0	54.3	62.9	32.7
Reel Kur Endek.[b]	81.84	94.48	91.28	87.25	86.58	66.87	76.39	75.05	74.53	75.08	71.15	72.00

(a) TL/$ Nominal Değer Kaybı, yıl sonu değerler olarak verilmektedir.
(b) Reel Kur Endeksi 1982=100 alınarak hesaplanmıştır.
KAYNAK: TC.Merkez Bankası Yıllık Raporlar; TC.Merkez Bankası, Üç Aylık Bülten 2002-II, 50-51.

Ayrıca 1998'in ikinci yarısında olduğu gibi dış gelişmeler (Rusya krizinin etkileri) nedeniyle oluşan olumsuzluklarda, TCMB'sının mevcut rezerv düzeyi yüksek ve reel sektörün döviz talebi düşük olduğu için TCMB müdahalesi kur oranı istikrarının sürdürülebilmesini mümkün kılmıştır[71].

TCMB 1999 yılında uygulayacağı kur politikasını belirlerken hedeflenen enflasyonu esas almıştır. Ancak 1999'un ikinci yarısından itibaren içsel ve dışsal koşullara bağlı olarak oluşan belirsizlikler ile birlikte kur politikası hedeflenen enflasyondan çok gerçekleşen enflasyon dikkate alınarak yürütülmüştür[72]. Dolayısıyla Tablo'dan görüldüğü gibi 1999'da TL'nin değer kaybı TEFE'yi aşmıştır.

---

[70] TCMB: 1995 Yıllık Rapor, a.g.e., 78.
[71] TCMB: 1998 Yıllık Rapor, a.g.e, 134.
[72] TCMB: 1999 Yıllık Rapor, (Ankara, 1999), 97.

1999 sonu açıklanan istikrar programı ile sabit döviz kuruna oldukça yakın bir sisteme geçilmiştir. Programla 1 ABD doları + 0.77 Euro olarak alınan kur sepeti değeri 1 Ocak 2000 tarihinden itibaren bir yıllık süreyi kapsayacak şekilde günlük olarak açıklanmıştır. Böylece döviz kuru artış hızı sabitlenerek eskiden olduğu gibi gün içinde arz ve taleple döviz sepetinin TCMB hedefinden farklı seviyelere gitmesine engel olunmuştur. TCMB 2000 yılında kur sepeti artış oranını %20 olarak yıl sonu TEFE artış hedefi ile uyumlu bir şekilde belirlemiştir. Böylece kronik enflasyondan kaynaklanan ve enflastyonist süreci besleyen bekleyişlerin kırılması ve belirsizliklerin en aza indirilip buna ait maliyetlerin azaltılması amaçlanmıştır. Programın Ocak 2000-Haziran 2001 dönemi için öngördüğü kur rejimi, "enflasyon hedefine yönelik kur sepeti" dir. Bunu izleyen Temmuz 2001-Aralık 2002 döneminde ise kur rejiminin "kademeli olarak genişleyen band" çerçevesinde yürütülmesi öngörülmüştür[73].

Bu programda enflasyonun nedeninin geleceğe ait enflasyonist beklentiler olduğu öngörülürken, sabit döviz kuru politikasının enflasyonist beklentileri kıracağı tahmin edilmiştir. Ayrıca bu politikanın bir diğer amacı, döviz kurlarındaki belirsizliği kaldırarak sermaye girişlerinin artmasını sağlamaktır. Bununla birlikte politikanın öngörülen biçimde uygulanması mümkün olmamıştır.

19 Şubat 2001 tarihinde döviz piyasalarında başlayan istikrarsızlık ardından 22 Şubatta, mevcut döviz kuru sisteminin sürdürülebilirliğine ilişkin güvenin azalmasının ekonomiye getireceği zararlar göz önüne alınarak TL yabancı para birimleri karşısında dalgalanmaya bırakılmıştır[74]. TCMB dalgalı kur rejimi çerçevesinde döviz kurlarının piyasalarda arz ve talep koşullarına göre oluşacağını ancak geçici ve aşırı dalgalanma olması durumunda döviz piyasalarına müdahale edeceğini açıklamıştır.

---

[73] TCMB: 1999 Yıllık Rapor, a.g.e., 91.
[74] TCMB, Para Politikası Raporu, (Ankara, 2001), 21.

Banka 2002 yılı başında yayınladığı basın duyurusu ile; sabit, artış hızı sabit ya da sık sık müdahale edilen ve döviz kurunun iktisadi temellerle uyuşmayan bir düzeyde tutulmaya çalışıldığı kur rejimi uygulamayacağını açıklamıştır. Esnek kur rejiminin önemli bir gerekçesi olarak, iktisadi temelleri zayıf olan bir ekonomide öngörülebilir (sabit) kur nedeniyle gerçekleşen para ikamesi olgusunun neden olduğu krizlere son derece hassas yapının ortadan kaldırılması olarak belirtilmiştir[75].

Esnek döviz kuru rejimi uygulamasının ilk aylarında döviz piyasalarında büyük bir volatilite gerçekleşmiştir. Döviz piyasasında süren dalgalanmanın resmi kanallardan sağlanan kredi ile iç borç çevrilebilirliğinin sağlanması ve programla ilgili kredibilite artışı ile ortadan kalkacağı ve döviz kurlarında istikrarın sağlanacağı beklenmiştir. Bununla birlikte bu rejimde uzun süre döviz kuru istikrarı elde edilememiştir. 22 Şubat 2001'de dalgalanmaya bırakılan döviz kuru overshooting (hedefi aşma) özelliği göstermiş, Ağustos 2001'e kadar TL dolar yönüyle %86 değer kaybetmiştir. Ekim ayında ılımlı dalgalanmalar gösterdikten sonra istikrara kavuşabilmiştir.

Uygulamaya geçilen serbest döviz kuru rejimi, döviz kuru volatilitesi ile ilgili olumsuz yönlerine karşın, piyasalarda aniden ortaya çıkabilecek bir paniğin para krizlerine dönüşmesini önleyebilecek bir sistem olarak değerlendirilmiştir[76]. Ayrıca bu rejimin sabit döviz kuru rejiminden farklı olarak dövizi öngörülebilir olmaktan çıkararak ve döviz kuru riski yaratarak kısa vadeli sermaye akımlarını caydırıcı özellikte olduğu belirtilmiştir[77].

Bu dönemde döviz kurlarındaki süren istikrarsızlık ise bir kaç nedene bağlanmaktadır. Döviz kurundaki hareketliliğin en önemli belirleyenlerinden birisi, bankacılık kesimin Şubat 2001 krizine girerken yüksek oranda açık

---

[75] TCMB: "2002 Yılında Para ve Kur Politikaları ve Muhtemel Gelişmeler", Basın Duyurusu, (2 Ocak 2002), 10.
[76] Merih CELASUN: a.g.m., 17.
[77] Ek olarak uzun yıllar nominal çapaya - enflasyon oranı, devalüasyon oranı, parasal taban- alışmış olan ekonomik ajanlar forward piyasaların yokluğu nedeniyle uzun dönem fiyatlama davranışı geliştirememişlerdir.

posizyona sahip olmasıdır. Ayrıca olumsuz iktisadi ortam kredi temininde güçlükler yaşayan bankacılık sektörünün net dış borç ödeyicisi konumunda olmasına yol açmış ve döviz kurları üzerinde ek baskı yaratmıştır.

Ocak-Eylül 2001 döneminde 10.936 milyar dolar sermaye girişi gerçekleşirken, bu yılın aynı döneminde 10.363 milyar dolar sermaye çıkışı yaşanmıştır. Bu dönemde sermaye hareketleri dengesinde gözlenen 21.572 milyon dolarlık bozulmanın döviz kurlarındaki istikrarsızlığın temel nedenini oluşturduğu belirtilmiştir[78]. Bir başka ifadeyle döviz piyasaları, 2001'in ilk altı ayında yaşanan büyük sermaye çıkışları (azalan yabancı tasarruf) ile ilgili yaşanan stok intibakı süreciyle ilgili bir istikrarsızlığa konu olmuştur. Ayrıca döviz piyasası aktörlerinin dalgalı kur rejimini öğrenme ve adaptasyon sürecinde belirli dalgalanmaların olabileceği belirtilmiştir[79].

Kuşkusuz bu dönemde başlayan koalisyon hükümetindeki siyasilerin tartışmalarının da istikrarsızlığa belirgin bir etkisi olmuştur. Özellikle TCMB tarafından Haziran 2002'de döviz piyasasında gerçekleşen istikrarsızlık tümüyle siyasi gelişmelere bağlanmıştır[80]. Son olarak ekonomide geriye yönelik endekslemenin yaygınlığı ve enflasyonist bekleyişlerdeki yükselme de döviz kurundaki artışı etkileyen bir süreç yaratmıştır[81].

TCMB dalgalı döviz kuru rejiminde kurun uzun dönem denge değerini etkilemeden kısa dönemdeki geçici aşırı dalgalanmaları yumuşatma amaçlı piyasalara müdahalede bulunacağını duyurmuştur. Nitekim uluslararası piyasalardaki olumsuz gelişmeler ve iç politik sorunların ön plana çıktığı dönemlerde, döviz kurlarındaki dalgalanmalar nedeniyle döviz piyasalarına müdahale etmek zorunda kaldığını açıklamıştır[82]. TCMB bu amaçla ve IMF tarafından sağlanan dış kredilerle ilgili olarak düzenli döviz satış ihaleleri gerçekleştirmiştir.

---

[78] TCMB: Para Politikası Raporu, (Ankara, 2001), 25.
[79] Güven SAK: "Krizin Anatomisi", İktisat İşletme ve Finans, 16, 187, (Ekim 2001), 12-14.
[80] TCMB: Para Politikası Raporu, a.g.e., 26.
[81] TCMB: Para Politikası Raporu, a.g.e., 26.
[82] TCMB: Para Politikası Raporu, a.g.e., 8.

Bununla birlikte TCMB tarafından gerçekleştirilen döviz satış ihaleleri piyasalarca farklı değerlendirmelere konu olmuştur. Bu ihalelerin dış kredilerin TL'ye çevrilip Hazinenin iç finansman gereksinimi için kullanılması sonucu piyasaya çıkan likiditeyi çekmek üzere yapıldığı duyurulmuştur[83]. Bununla birlikte bu işlem piyasalar tarafından haklı olarak, bankanın dövizi istikrara kavuşturmak için yaptığı işlemler olarak algılanmıştır.

Banka bu şekilde Mart-Ağustos 2001'de program dışı döviz satış ihalelerinde bulunmuştur. Eylül 2001 tarihinden itibaren ise program kapsamında yaptığı döviz satış ihalelerini önceden ilan ettiği takvim çerçevesinde günlük olarak yapmaya başlamıştır. Bu uygulama ile döviz satışı yoluyla çekilecek TL fazlasının belirli günlerde yoğunlaşmasını önlemek ve döviz kurlarında oluşabilecek aşırı dalgalanmayı azaltmak amaçlanmıştır[84].

2002 yılında döviz kuru politikası ile 2001'de olduğu gibi döviz kurunun piyasa arz ve talep koşullarına göre serbestçe belirlenmesi, döviz kuruna müdahalelerin en alt düzeyde tutulması ve müdahalelerin aşırı ve geçici dalgalanmaları engellemeye yönelik olması benimsenmiştir. TCMB gerektiğinde ve dalgalı döviz kuru rejimi ile çelişmeden döviz kurunun uzun dönemli trendini ve doğal denge değerini bozmayacak şekilde döviz rezervlerini artırmaya yönelik yöntemleri şeffaf biçimde kullanabileceğini açıklamıştır[85].

B. TÜRKİYE'DE DÖVİZ PİYASALARININ TEMEL NİTELİKLERİ

1. Döviz Piyasasının Büyüklüğü

Türkiye'de döviz ve efektik piyasaları 1988 yılında TCMB bünyesinde kurulmuştur. Bu piyasaların kuruluş amacı, döviz hareketlerinin düzenli

[83] TCMB: 2002 Yılında Para ve Kur Politikaları ve Muhtemel Gelişmeler, a.g.e., 3.
[84] TCMB: Para Politikası Raporu, a.g.e., 26.
[85] TCMB: Para Politikası Raporu, (Ankara, 2002), 20.

işlemesi, döviz kaynaklarının etkin ve verimli kullanımı, döviz kurlarının serbest piyasa ekonomisi kuralları içinde belirlenmesi, banka, yetkili müessese ve özel finans kurumlarının döviz açığı ve fazlasına ilişkin sorunlarının giderilmesi olarak belirtilmektedir[86].

Döviz ve efektif piyasalarının oluşturulması TCMB'sına döviz kurlarını istikrarlı tutarak TL'nin dış değerini koruma yönünden önemli bir araç sağlamıştır. TCMB döviz piyasasındaki kurların kendi beklenti kurundan önemli ölçüde sapması halinde kurlara müdahale etmek amacıyla piyasaya girebilmektedir. Banka bunun yanında pozisyon tutma amaçlı işlemler içinde piyasada işlem yapmaktadır. Döviz talebinin arttığı dönemlerde TCMB, bu piyasalarda döviz satmakta ve döviz talebinin azaldığı dönemlerde bu piyasalardan döviz alarak bir yandan TL'nin aşırı değer kaybını önlerken diğer yandan döviz rezervlerini artırmaktadır.

Türkiye'de döviz piyasası yıllık işlem hacmi 1989'da 1.7 milyar dolar iken 2001'de 157 kat büyüyerek 267.2 milyar dolara ulaşmıştır. Aynı dönemde dış ticaret hacmi 1988'de 25.9 milyar dolar iken 2001'de 73 milyar dolar olarak sadece 3.5 katlık bir artış göstermiştir. 2001'de yıllık dış ticaret hacmi 73 milyar dolar iken yaklaşık üç buçuk aylık ortalama döviz piyasası işlem hacmi, yıllık dış ticaret hacmine eşit düzeye gelmiştir. Döviz piyasasındaki söz konusu büyüme özellikle 1999 sonrasında oldukça belirgindir (Tablo 39).

Bu büyümenin ticaretin finansmanı ile ilgili olan kısmı İhracat/döviz hacmi oranıyla görülebilir. Tablo 39'dan 1989-90 arasında döviz piyasasında yapılan işlemlerin ihracatın finansmanı ile ilişkili olduğu değerlendirmesi yapılabilir. 1991 tarihinden itibaren ise iki büyüklük arasındaki fark açılmaktadır. 1991-97 arasında döviz piyasası işlemlerinin %66'sı ihracatın finansmanı için kullanılmıştır. 1997'den sonra bu oran önemli ölçüde düşme

[86] MALİYE VE GÜMRÜK BAKANLIĞI: 1990 Yıllık Ekonomik Rapor, (Ankara, 1990), 15-18.

eğilimine girerek 2001'de toplam döviz piyasası işlemlerinin sadece %11'inin ihracatın finansmanı için kullanılması söz konusu olmaktadır.

TABLO 39: DÖVİZ PİYASASINA İLİŞKİN GÖSTERGELER (1988-2001)

	Dış tic. Hacmi Milyar Dolar	İhracat Milyar Dolar	Döv.Piy.işl Hac.yıllık Milyar Dolar	Döv.Piy.işl Hac.gün[a] Milyon Dolar	İhrac./ Döv İşl.hacmi (yıllık)	TCMB Rezerv.[b] Milyar Dolar	Kısad.d. Borç/MB rezev (%)	Banka.Dış Kred.Hac. giriş-çıkış Milyar Dol.		Rez/ işl.hac (%)	Döviz mev/ M2Y (%)
1988	25.9	11.6	-	-	-	2.3	279	-		-	21.0
1989	27.4	11.6	1.7	6.8	-	4.8	119	-		70	20.0
1990	35.2	12.9	9.8	39.2	-	6.0	158	-		15	21.1
1991	34.6	13.5	19.9	79.6	67	4.9	186	43	42	61	22.0
1992	37.5	14.7	25.7	102.8	57	6.1	207	64	62	59	30.0
1993	44.7	15.3	28.8	115.2	53	6.2	298	122	118	50	42.0
1994	41.3	18.1	28.5	114	63	7.1	157	75	82	60	64.1
1995	57.3	21.6	31.7	126.8	68	12.3	128	76	75	97	54.8
1996	66.8	23.2	32.1	128.4	72	16.3	104	8	8	127	50.9
1997	74.8	26.2	29.6	118.4	88	18.4	95	19	18	150	48.6
1998	72.8	26.9	37.8	151	71	19.7	105	19	19	76	45.1
1999	67.1	26.5	99.1	396.4	26	23.2	99	122	120	50	45.2
2000	82.2	27.7	179.9	719.6	15	22.2	127	209	204	30	44.1
2001	72.9	31.3	267.2	1068.8	11	18.8	86	110	117	17	56.2

(a) Ortalama günlük işlem hacmi, döviz piyasası yıllık işlem hacmi 250'ye bölünerek bulunmuştur.
(b) Merkez Bankası rezervleri yıl sonu değerleri ifade etmektedir.
KAYNAK: www.tcmb.gov.tr

Daha önce belirtildiği gibi, global düzeyde döviz piyasası işlem hacminin dış ticaret işlemlerinden kopukluğu 1990'larda başlamakta, 1990'ların sonuna gelindiğinde ihracat/ döviz hacmi oranı %1.1'e düşmektedir (Bkz. Tablo 3).

Döviz piyasası işlem hacminin büyüklüğü, TCMB'sının para ve döviz piyasalarına müdahale gücünü sınırlamaktadır. TCMB rezervlerinin günlük döviz işlemlerine oranı 1988'den bu yana giderek azalmıştır. Bu durum TCMB'sının döviz piyasalarındaki bir istikrarsızlık durumunda ulusal parayı

koruma gücündeki azalışı ifade etmektedir. Bu oran 1994-97 arasında artmış, bu tarihten sonra ise sürekli azalarak 2001'de %17 olarak gerçekleşmiştir.

Döviz piyasası işlemlerini, yurtiçi ve yurtdışı kalemlerden oluşan kaynaklar belirlemektedir. Yurtdışı kaynaklar ödemeler dengesi sermaye hareketlerinde görülmektedir. Sermaye hareketlerinin, portföy ve diğer kısa dönem sermaye akımları kalemlerinin döviz piyasası işlemlerinde belirgin etkileri olması beklenebilir.

GÜ sermaye piyasalarında finansal varlık alımı biçimindeki portföy akımları, çoğunlukla kısa vadede büyük getiriler elde etme amaçlı gerçekleşmemektedir. GOÜ'lerde ise sığ piyasa yapıları, ekonomik ve siyasi istikrarsızlıklar nedeniyle sermaye piyasalarının dalgalanmalara oldukça açık olması sonucunda, bu piyasalarda kısa dönemli alım satıma dayalı işlemler gerçekleşebilmektedir. Türkiye'de ödemeler dengesi istatistiklerinden portföy akımlarında büyük dalgalanmaların olduğu görülmektedir (Tablo 37).

Benzer bir durum diğer kısa dönem sermaye akımları için de söz konusudur. Bununla birlikte kısa dönem sermaye hareketleriyle ilgili veriler farklı unsurlar içerebilir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin vadeleri bir yıldan az olduğu için, borçlanma koşulları uygun olduğunda, vade bitiminde yenilenerek, yeni bir sermaye giriş/çıkışı olmadan kaydi olarak sermaye giriş/çıkışı yaratabilirler[87]. Koşullar olumsuza döndüğünde ise söz konusu tutar ödemeler dengesinde büyük bir çıkış olarak görünmektedir. Bu dönemlerde artan döviz talebi ile döviz piyasaları üzerinde baskıların artması gündeme gelebilir.

Bankacılık kesiminin dışarıdan aldığı krediler ve bu kredilerin geri ödemelerine ilişkin veriler, bu baskıların büyüklüğü konusunda fikir verebilir. Bu kredilerin 1990'dan bu yana gelişimi Tablo 39'dan görülmektedir. Özellikle 2000'de başlayan program döneminde bankacılık sektöründeki girişler ve

[87] N. EKİNCİ: "Kamu Açıkları ve Sıcak Para", Ekonomide Durum, (Kış 1997), 163

çıkışlar sırasıyla 209 ve 204 milyar dolara ulaşmıştır. Bu büyüklük aynı yıldaki GSMH toplamını aşmaktadır.

Bankaların yurtiçi-yurtdışı faiz oranları arasındaki farktan yararlanarak yurtdışından borçlanıp yurtiçinde plase etmeleri döviz cinsinden kredi hacminde gelişmeyi besleyen önemli bir kaynak olmuştur. Diğer yandan Türkiye'de faaliyet gösteren bankaların döviz cinsinden varlıklarının toplam aktifler içindeki payı zaman içinde artarken bu artış döviz yükümlülüklerinin toplam pasiflere oranındaki artışın gerisinde kalmıştır. Söz konusu durum bankacılık sisteminin bütününde döviz kurundaki dalgalanmalara karşı aşırı hassas bir dengenin oluşmasına neden olmaktadır[88]. Söz konusu açık posizyonlar sürdürülemezlik beklentileri oluştuğunda dövize olan talebi yükseltmiş, 1994 ve 2000'de ise döviz kurunun ani ve önlenemez yükselişi ile sonuçlanmıştır.

TCMB, döviz rezervlerini kriz zamanlarında faizleri istikrarlı kılmak için kullanmaktadır. Fakat 1990'lı yıllarda kısa vadeli borcun TCMB rezervlerine oranının yüksek düzeylerde kalması TCMB'nın istikrarı sağlamasını güçleştirmiştir. Bu oran para krizlerinin tahmininde önemli bir gösterge olarak dikkate alınmaktadır[89]. Bu oranın %60 olması kritik bir eşik olarak değerlendirilirken Türkiye'de 1990'larda %100'ün altına düşmemiştir (Tablo 39).

Bankacılık sektöründe açık pozisyonları ve dış borçlanmaları mümkün kılan sermaye hareketliliğidir. Bu hareketlilik finansal piyasaları fiyatlar ve volatilite yönüyle etkilemektedir. Bununla birlikte 1984'de yerleşiklere tanınan döviz tutma ve transfer hakkının bir kriz anında yabancı sermayenin yapacağı etkiye benzer sonuçlar doğurması beklenmelidir. Türkiye'de döviz tevdiat hesaplarının ulaştığı düzey bu faktörün önemini göstermektedir. Bu

[88] Sevdil YILDIRIM: a.g.m., 11.
[89] Erinç YELDAN: a.g.e., 35.

hesapların büyüklüğü söz konusu olduğunda sermaye akımlarıyla ilgili yurtiçi piyasalar üzerindeki baskılar artmaktadır.

Türkiye'de döviz tutmanın serbest bırakıldığı 1984'ten itibaren döviz tevdiat hesapları önemli ölçüde artmıştır. Yurtiçi faiz oranı arttığında bu mevduatlar TL portföylerine dönüşürken -TCMB dövizi toplamazsa- döviz kuru aşınmış ve yerli para değer kaybetmiştir. Aksi halde -TCMB'nin rezerv biriktirme politikası izlemesi halinde- yüksek faizlerin etkisiyle dışarıdan sermaye girişleri TL'nin değer kazanma sürecini hızlandıracak bir ek faktör olarak görülebilir[90]. TL'nin değer kazanması devalüasyon beklentileriyle ilgili bir kırılganlık yaratırken, bu ortamda içsel veya dışsal nedenle oluşan bir istikrarsızlık ciddi ölçüde bir para ikamesi ve ardından sermaye çıkışı tehlikesi yaratmaktadır. Bunun sonucunda ise ya 1998'de olduğu gibi döviz rezervlerinde erime ya da 1994 ve 2001 krizlerinde olduğu gibi ulusal paranın yüksek oranda değer kaybı gerçekleşmektedir.

Tablo 39'dan görüldüğü gibi döviz mevduatının M2Y'ye oranı olarak ifade edilen para ikamesi dönem boyunca yüksek düzeylerde seyretmiştir. Oran 1980'ler boyunca artarak 1994'te %64'ü aşmıştır. Bu tarihten sonra düşmüş ve sonraki yıllarda %45-55 bandına oturmuştur. Para ikamesinin 2000 programı uygulama döneminde bir miktar azalmasına rağmen krizlerden sonra 10 puan artarak 2001'de %56.2 olmuştur.

Sonuç olarak Türkiye'de 25 yıldır geçerli olan yüksek enflasyon uzun yıllar TL'ye güveni olumsuz etkilemiş bu durum sürekli bir döviz talebi ile para ikamesini büyük boyutlara taşımıştır. Para ikamesinin büyük boyutlara varması döviz piyasalarında istikrarsızlığın en önemli nedenlerinden biri haline gelmiştir. Bu yönüyle para ikamesi, uluslararası sermaye hareketliliği ile ilgili olumsuz etkilerden daha önemli boyutlarda bir istikrarsızlık ögesi taşımaktadır.

---

[90] Güven SAK: "Konsolide Bütçe Açıkları ve Kamu Açıklarının Finansal Piyasalardaki Ağırlığının Faiz Oranları ve Döviz Kurları Üzerindeki Etkileri", a.g.m., 22.

2. Döviz Kurlarının Oluşumu

Döviz kuru tespitinin parasal modelleri, nominal kur oranı ile parasal temel göstergeler seti arasında güçlü bir bağ öngörür. Daha önce belirtildiği gibi parasal modeller bir ülkedeki fiyat düzeyinin o ülke parası için arz ve talep tarafından tespit edildiğini temel almaktadır.

Türkiye'de döviz kuru tespitinde parasal modellerin uzun dönem geçerliliği test edilmiştir. Aslında yüksek enflasyonlu ülkeler üzerinde yapılan çalışmalarda parasal temel göstergelerin döviz kurunun davranışını tespit etmede önemli olduğu görülmektedir.

Civcir[91] tarafından Türkiye için 1987-2000 arasında parasal kur oranı modeli test edilmiştir. Çalışmada Türkiye'de uzun dönem parasal modellerin geçerliliğine yönelik ampirik bir destek sağlanmıştır. Kur oranı, parasal göstergeler ve nispi fiyatlar arasında uzun dönemde birlikte hareket etme eğilimi tespit edilmiştir. Bu durum parasal temel göstergelerin uzun dönemde kur oranını etkilediğini göstermektedir. Ayrıca çalışmada denge kur oranı ölçümü yapılmıştır. Denge kur oranı gerçekleşen kur oranının dengeden ne kadar saptığını tespit etmeyi olanaklı kılar. Buna göre çalışmada döviz kurlarının 2001 krizinden önce aşırı değerlenmiş olduğu tespit edilmektedir[92].

Uzun süren ve önemli kur oranı sapmaları pek çok makroekonomik dengesizlik yaratabilecektir; dış dengenin sağlanması, genel olarak hem reel devalüasyonu hem de talep yönetim politikalarını gerektirmektedir.

---

[91] Irfan CİVCİR: "The Long-Run Validitiy of Monetary Exchange Raye Model for a High Inflation Country and Misalignment: The Case of Turkey", http://wwww.econturk.org/Turkisheconomy/Monetary %20model.pdf., (19.12.2002), 1-19.

[92] Yapılan hesaplamalar 2000 istikrar programı başlangıcında TL'nin satın alma gücü paritesine göre %18 oranında zaten aşırı değerlenmiş olduğunu göstermektedir. Bkz. E. YELDAN ve Ü. ÖZLALE: "Measuring Exchange Rate Misalignment in Turkey",http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/PDF, 1-18.

1980 sonrası döviz piyasalarının boyutlarındaki olağanüstü artış makromodellerin yanında piyasa işlemcileri, piyasa işlem hacmi gibi piyasanın mikro yapısal özelliklerinin döviz kurlarının oluşumundaki öneminin artmasına neden olmuştur. Özellikle bu piyasalardaki kısa dönemli işlem hacmindeki yoğunlaşma söz konusu faktörlerin önemini arttırmıştır. Kısa dönem işlemlerinde yoğunlaşma, döviz kurlarının temel ekonomik göstergelerle ilişkisinin kopmasına neden olmaktadır. Nitekim döviz kuru teorilerinin kısa ve orta dönemler için açıklama gücü oldukça düşüktür.

Daha önce belirtildiği gibi dalgalanan kur rejiminde döviz piyasalarında döviz kuru istikrarı uzun süre sağlanamamıştır. Döviz kurunun dalgalanmaya bırakılması sonrasında sürekli bir artış eğiliminde olması piyasada spekülasyonlara neden olmuştur. Merkez Bankası nezdinde, Bankanın döviz piyasalarını izleme görevi kapsamında "Döviz Efektif ve Vadeli İşlemleri Takip Sistemi" kurulmuştur. Bu çerçevede 1 Mayıs 2002 tarihinden itibaren Türkiye'de kurulmuş veya şube açmak suretiyle Türkiye'de faaliyet gösteren bankalar ve özel finans kurumlarınca gerçekleştirilen TL karşılığı döviz ve efektif alım-satım işlemlerinin hacmi günlük bazda detaylı olarak izlenmeye başlanmıştır[93].

TABLO 40: DÖVİZ PİYASASINDA İŞLEMLER ve PİYASA KATILIMCILARI

	SPOT	VADELİ	TOPLAM	Yurtiçi Banka	Yurtiçi Müşt.	Yurtdışı Müş.
Ekim 2002	90	10	100	23	50	28
Kasım 2002	94	6	100	25	41	34
Aralık 2002	96	4	100	29	45	26
Ocak 2003	95	5	100	30	38	32

KAYNAK: www.tcmb.gov.tr'da yayınlanan verilerden hesaplanmıştır.

İlk defa Şubat 2003'te yayınlanan bu verilere göre, döviz piyasasındaki işlemlerin %90'dan fazlasının 1-2 günlük spot döviz işlemlerinden oluştuğu

[93] TCMB: Para Politikası Raporu, (Ankara, 2002), 19.

görülmektedir. Bu işlemlerin en büyük kısmi yurtiçi müşteriler tarafından gerçekleştirilen işlemlerdir. Bunu yurtdışı müşteriler ve yurtiçi bankalar izlemektedir (Bkz. Tablo 40).

3. Döviz Piyasasının Mikroyapısal Analizi

Türkiye'de özellikle kısa dönemde döviz kurlarındaki hareketleri açıklamak için, geleneksel döviz kuru teorileri yanında, alternatif modeller geliştirilmektedir.

Finansal piyasaların işlem hacminin dış ticaret hacmi karşısındaki payı dikkate alındığında finansal piyasaların kurların belirlenmesinde artan önemi anlaşılmaktadır. Bu durum diğer dünya ülkelerinde daha önce açıklandığı gibi piyasaların mikroyapısal analizine yönelik çalışmaların artmasına neden olmuştur.

Türkiye'de bu alanda yapılan çalışmaların oldukça sınırlı olmasına rağmen döviz kurlarının oluşumu ve döviz piyasasındaki işlemlere yönelik geleneksel makro modeller yanında mikro analizlerden de yararlanılmasının gerekliliği vurgulanmaktadır.

a. Döviz Piyasası Katılımcıları

Birinci bölümde incelendiği gibi döviz kuru tespitine yönelik geleneksel modellerin özellikle kısa ve orta dönemde açıklayıcılık gücü bulunmamaktadır. Bu modellere yapılan temel eleştiri, döviz kuru üzerine yapılan çalışmaların makroekonomik verilere dayanması ve kur oranı üzerindeki satma ve satınalma baskılarını yansıtan alım-satım emirleri (order flows) gibi mikro temelli anahtar verilerin ihmal edilmesidir. Bu alanda yapılan çalışmalar döviz kurlarındaki oluşumları açıklama gücüne sahip görünmektedir. Örneğin, Lyons döviz piyasası katılımcılarının emirlerinin kur oranının en önemli belirleyicilerinden biri olduğunu ortaya koymuştur.

Pek çok GOÜ'de olduğu gibi Türkiye'de de bankacılık sektörü volatile sermaye hareketlerini çoğaltarak kur oranı dinamiklerini önemli ölçüde etkilemektedir. Özlale ve Yeldan tarafından bankacılık sektörünün yabancı sermaye akımları emir akımlarının bir göstergesi olarak alınarak döviz piyasasının mikro yapısal analizine ve döviz kurları üzerindeki oluşumlara bir açıklama getirilmiştir. Onların çalışmasında geleneksel makro modeller ile emir akımları ve kısa dönem sermaye akımları gibi mikro temelli değişkenler kullanılarak denge reel kur oranını tespit edecek bir model sunulmaktadır.

Ayrıca Yeldan ve Özlale tarafından işlem emir akımları yerine bir başka belirleyen olarak kur oranı volatilitesi alınarak OLS ölçümleri yapılmıştır. Ölçüm sonuçlarına göre reel kur oranını tespit eden en önemli değişken kur oranı volatilitesidir. Modele göre son dönem reel kur oranı volatilitesindeki bir artış gelecek dönemde TL'nin değer kaybına varmaktadır[94].

Burada net kısa dönem sermaye akımlarının reel kur oranı üzerindeki etkisi istatistiksel olarak anlamlı olmasına rağmen ihmal edilebilecek düzeydedir. Bununla birlikte net sermaye akımlarına alternatif olarak gayrisafi sermaye akım büyüklüğü değişken olarak alındığında sonuç büyük ölçüde değişmektedir. Bu durumda kısa dönemli gayrisafi sermaye akımları oldukça önemli hale gelirken kur oranı volatilitesinin etkisi önemli ölçüde küçülmektedir[95].

Globalizasyon süreci bir ülkeye yönelik net sermaye akımlarındaki önemli bir artıştan ziyade -verili finansal derinleşme dikkate alınırsa- giriş-çıkış biçimindeki gayrisafi işlem hacmindeki artışa işaret etmektedir. Nitekim Türkiye'de bankacılık kesiminin yurt dışı gayrisafi kredi hacmi büyük boyutlara ulaşmaktadır (Tablo 39). Bu büyük işlem hacminin finansal ve döviz

---

[94] E. YELDAN ve Ü. ÖZLALE: "Measuring Exchange Rate Misalignment in Turkey", a.g.m., 15.

[95] E. YELDAN ve Ü. ÖZLALE: "Measuring Exchange Rate Misalignment in Turkey", a.g.m., 16.

piyasaları üzerinde önemli etkilerde bulunması kaçınılmazdır. Nitekim bankacılık sistemi faizi veri olarak alırken dövizin fiyatının ve miktarının belirlenmesinde birinci elden etkili olmaktadır[96].

b. Döviz Piyasası İşlem Hacmi ve İşlem Hacminin Döviz Kuru Volatilitesi Üzerindeki Etkileri

ba. Döviz Piyasası İşlem Hacmi

Türkiye'de döviz piyasalarındaki işlemler genel olarak bankaların döviz nakit yönetimleri doğrultusundaki talepleri[97] ve sermaye hareketleri çerçevesinde oluşmaktadır. Diğer yandan bu piyasalarda TCMB tarafından 2000'de uygulamaya konulan istikrar programına kadar döviz istikrarını sağlamaya yönelik alım ve satım işlemleri gerçekleştirilmiştir. Türkiye'de 1989 sonrasında TCMB, bir yandan sermaye girişlerinin ulusal para piyasaları üzerindeki baskısını azaltmak için sterilizasyona giderken diğer yandan sermaye çıkışlarında dengelerin bozulmaması için uluslararası döviz rezervlerini yüksek tutmak zorunda kalmaktadır.

---

[96] S. APALAÇİ, A. ÇİMENOĞLU, A. EMEL, H. ERSEL: "Döviz Kurunda Oynaklık ve Enflasyon", Ekonomik Araştırma Raporu, http://www.ykb.com.tr./endeks.pdf, (3 Temmuz 2001), 3.

[97] Bankalar yurtdışından sendikasyon kredileri almaları durumunda döviz piyasalarında satış yönlü hareket ederler. Ayrıca uygulanan politikalar da bankaların döviz piyasası işlemlerinde belirleyici olabilmektedir. Bilindiği gibi 2000 yılında uygulanan para ve kur politikası para tabanındaki artışın net dış varlıklar artışı yoluyla karşılanmasını öngörmüştür. Faiz oranlarının büyük ölçüde ülkeye döviz giriş ve çıkışlarına göre belirlendiği bu durumda bankalar kısa vadeli TL faizlerindeki hareketlere göre döviz piyasalarında alım veya satım yönlü işlem yapma yoluna gitmişlerdir. Buna göre bankaların ay içinde piyasalarda kısa vadeli faizlerde artış olan dönemlerde satış yönlü işlem yaparken ay sonlarında pozisyon kapatma amaçlı döviz alımında bulunduğu gözlenmiştir (TCMB: 2000 Yıllık Rapor, 91). Bankaların likidite ve döviz pozisyon oranlarının hesaplanmasına ilişkin 5.8.2000 tarih ve 24131 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan 2000/1 sayılı TCMB genelgesi ile getirilen düzenlemeler öngörülen süreler içinde posizyon kapatma amaçlı işlemlerin gerçekleşmesine ve bu işlemlere bağlı yüksek işlem hacimlerinin oluşmasına neden olmaktadır (Bkz. Tablo 39).

Mali sistemin kırılganlığının ve güvenilirliğinin bir göstergesi olarak değerlendirilen döviz rezerv pozisyonu oluşturma işlemleri, döviz piyasasındaki işlem hacmini arttırıcı yönde etkili olmaktadır.

İstikrarsızlık zamanlarında döviz piyasasında yüksek işlem hacimlerinin elde edildiği görülmektedir. Yakın zamanlarda gerçekleşen istikrarsızlıklardan biri 1999 Aralık ayında beş bankanın Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonuna Devredilmesi ve bankaların posizyon kapatmaya yönelik döviz ve efektif talebinin neden olduğu likidite sıkışıklığına karşı TCMB tarafından gerçekleştirilen döviz ve efektif satışlarıdır[98]. Bir diğeri ise 2000 Kasım ayında finansal piyasalarda yaşanan dalgalanmalar ile ortaya çıkan yoğun döviz talebi sonucu TCMB tarafından gerçekleştirilen yüklü döviz satışlarıdır.

bb. Döviz Kuru Volatilitesi

Türkiye'de döviz kuru volatilitesi, son yıllara kadar gerek uygulanan döviz kuru rejimi gerekse TCMB tarafından izlenilen döviz kuru politikalarının sonucu olarak çok büyük oynamalar göstermemiştir. TCMB özellikle 1996 ortasından 1990'ların sonuna kadar uyguladığı enflasyon kadar kur artışı politikası ile kur artışlarının enflasyona paralel gitmesini ve volatilitenin artmamasını amaçlamıştır. Bu politikanın seçim ya da kriz gibi piyasaları dışsal olarak etkileyen olayların olmadığı zamanlarda etkin bir biçimde döviz kuru istikrarına katkıda bulunduğu görülmektedir (Bkz. Tablo 38) (Ek-5, Şekil 4).

Döviz kuru volatilitesi dünya uygulamalarında olduğu gibi Türkiye'de esnek döviz kuru rejimine geçilmesinin ardından iktisadi birimlerin gündemine girmiştir. Şubat 2001'de TL'ye karşı gerçekleşen atak ardından geçilen esnek döviz kurları sonrasında, döviz kurunda kısa dönemde önemli

[98] TCMB: 1999 Yıllık Rapor, a.g.e., 134.

ölçüde gerçekleşen volatilite gözlenmiştir. Yeni kur rejiminin uygulamasının ilk 10 ayında volatilite devam etmiştir.

Türkiye'de 1995-2002 Eylül arasında günlük döviz kuru verileri kullanılarak günlük döviz kuru volatilitesi tahmin edilmiştir. Söz konusu dönemin tümü ele alındığında 1999'a kadar dışsal şoklar hariç düşük bir volatilite, bu dönemden sonra ise volatilitenin çok güçlü bir şekilde arttığı gözlenmiştir (Ek-5, Şekil 2). Ek-5'te yer alan, Şekil 4'ten 2000-2001 krizlerine kadar düşük olan döviz kuru volatilitesinin, kriz sonrasında artışı oldukça belirgindir. Şekil 3'te ise esnek döviz kuru uygulama döneminde döviz kuru volatilitesinde belli dönemlerde yoğunlaşan önemli bir artış görülmektedir.

Esnek döviz kuru rejimi dönemindeki volatilitedeki artış, daha kısa dönemler dikkate alındığında daha belirgin hale gelmektedir. Döviz kurunun dalgalanmaya bırakıldığı dönemden bugüne kadar saatlik döviz kurları dikkate alındığında, 2001 yılında Temmuz, Ağustos ve Kasım aylarında volatilitede belirgin bir artış görülmektedir[99]. Söz konusu aylardaki volatilite artışı Şekil 3'ten de görülmektedir. Benzer bir volatilite artışı 2002 Haziran'ın da da meydana gelmiştir[100].

bc. İşlem Hacminin Döviz Kuru Volatilitesi Üzerindeki Etkisi

Daha önce belirtildiği gibi, 1973'ten bu yana GÜ'lerde uygulanan esnek döviz kuru rejimleri döviz kuru volatilitesinde önemli artışlara varmıştır.

---

[99] Faruk SELÇUK: "TCMB Nereye Bakıyor?", Sabah, (28 Ocak 2002), 4.

[100] Bu dönemde döviz kurlarında meydana gelen volatilite artışı TCMB tarafından kısa dönemli dinamikler ile açıklanmıştır. TCMB para politikası raporuna göre 2002 Haziran'ında ekonomideki kısa dönemli gelişmelere dayalı kısa dönemli işlemler ile temel ekonomik göstergeler arasındaki kopukluk belirgin bir hale gelmiştir. Bu dönemde döviz piyasasındaki oluşumların makroekonomik göstergelerden kopuk olarak politik belirsizlikler nedeniyle bozulan bekleyişler tarafından yönlendirildiği belirtilmiştir. Söz konusu ayda ekonomide gözlenen canlanma eğilimi ve enflasyon oranlarındaki olumlu gelişmelere rağmen kurun cari ve beklenen değeri artmıştır. Rapora göre bu durum ekonomik birimlerin varlık fiyatlama davranışlarında mevcut makroekonomik gelişmelerden ziyade ekonomi üzerinde kısa dönemde ve doğrudan etkisi sınırlı olan siyasi gelişmelere büyük ağırlık verdiklerini göstermektedir. Bkz. TCMB: Para Politikası Raporu, a.g.e., 29.

1980'ler ve 1990'larda parasal yaklaşımlara göre açıklanamayan döviz kurları geçerliliğini sürdürmüştür.

Türkiye gibi sürekli makroekonomik istikrarsızlıklar içinde bulunan ülkelerde ise Hazinenin iç borçlarını ödemeyeceği şeklindeki beklentiler/söylentiler bile döviz kurlarına risk primi olarak yansıyarak kurun yükselmesine varabilmektedir.

Mikroyapısal analizin döviz kurundaki hareketleri açıklamada yöneldiği diğer alanlar, döviz piyasası işlem hacminin büyüklüğü ve belirli tip işlemcilerin işlemlerdeki önemidir. Bu alanda yapılan çalışmalarda, döviz piyasası işlem hacminin büyük ölçüde temel gösterge işlemcisinden ziyade kısa zaman dilimlerinde işlem yapan piyasa işlemcilerinden (noise trader) oluştuğu, bu işlemcilerin de döviz kurlarında volatiliteye neden olduğu savunulmuştur. Ek 2'de görüldüğü gibi, Frankel, farklı tip piyasa işlemcilerine ait beklentiler yönüyle döviz kuru volatilitesini bir model çerçevesinde açıklamıştır. Modelde, piyasada spekülatörlerin oranının artmasının döviz kurlarında volatiliteye neden olacağı gösterilmektedir.

Döviz piyasasında spekülatörler tarafından gerçekleştirilen işlem hacminin, döviz kurları üzerindeki etkisini tespit etmek güçtür. Bu güçlük döviz işlemlerine ilişkin sağlıklı ve ayrıntılı verilerin elde edilmesindeki zorluktan kaynaklanmaktadır. Bununla birlikte esnek döviz kuru uygulama sürecinde, döviz kuru volatilitesindeki artış, noise işlemcilere ilişkin çalışmaların artmasına neden olmaktadır.

Özellikle esnek döviz kuru rejimlerinde döviz piyasasında gerçekleşen çoklu denge volatilitede önemli artışlara neden olmaktadır. Döviz piyasasında, (noise) işlemcilerin belli bir paranın satın alımı için piyasaya girişi, diğer (noise) işlemcilerin piyasaya girişini cazip kılacak biçimde, risk ve getirilerin yapısını değiştirmektedir. Kısa dönemlere ve spekülatif işlemlere yoğunlaşan söz konusu işlemcilerin, piyasalar arasındaki hareketi 'herd

benzeri' bir davranışla sonuçlanmaktadır. Nitekim Jeanne ve Rose tarafından gösterildiği gibi, bu tip işlemcilerin varlığı döviz piyasasında çoklu dengeye varmaktadır[101]. Sabit kur sisteminde para otoritesi, kur oranı volatilitesindeki artışı dengeleyici işlemler yapar. Böylece çoklu denge potansiyeli ortadan kalkar ve ekonomi düşük kur oranında dengede kalır.

Jeanne ve Rose modelinin anahtar kısmı, işlem hacmindeki artışın kur oranı volatilitesinde artışla bağlantılı olduğu varsayımıdır. Bunun nedeni, hacimdeki artışın marjinde kısa döneme yoğunlaşan (noise) işlemciden kaynaklanmasıdır. Söz konusu modelin ampirik testi, döviz piyasası işlem hacminin döviz kurları üzerindeki etkisinin analizini kapsamaktadır. Çalışmanın sonuçlarına göre, döviz piyasası işlem hacmi ile döviz kuru volatilitesi arasında istatistiksel olarak anlamlı pozitif bir ilişki bulunmaktadır[102].

Birinci bölümde incelendiği gibi, döviz piyasası işlem hacmi ile volatilite ilişkisine yönelik farklı yöntemlerle ve farklı piyasalarda yapılan çalışmalar benzer nedensellik ilişkisi göstermektedir.

Burada Türkiye'de döviz piyasasında benzer bir ilişkinin olup olmadığı sorgulanmaktadır. Analizde 1995 Ocak-2002 Ekim arasında TCMB tarafından açıklanan günlük TL/USD kapanış döviz kurları ve günlük işlem hacmi veri seti kullanılmaktadır.

Ekonometri literatürü incelendiğinde volatilite ile ilgili çalışmaların oldukça fazla olduğu ve bu çalışmaların finans piyasaları üzerinde yoğunlaştığı görülmektedir. Literatürde bu uygulamalı araştırmaların Engle'ın[103] makalesi ile sunulan Otoregresif Koşullu Değişken Varyans (Autoregressive Conditional Heteroscedasticity-ARCH) metodolojisi

---

[101] Olivier JEANNE ve Andrew ROSE: "Noise Trader and Exchange Rate Regimes", NBER Working Paper, No. 7104, (April 1999), 3-8.
[102] Olivier JEANNE ve Andrew ROSE: a.g.m, 20
[103] F. Robert ENGLE: "Autoregressive Conditional Heteroscedasticity with Estimates of the Variance of United Kingdom Inflation", Econometrica, 50, (1982), 987-1007.

kullanılarak volatilite tahminlerinin yapıldığı gözlenmektedir. Engle'den sonra hızla gelişen ARCH modelleri için bir çok alternatif model üretilmiştir. Bu çalışmada söz konusu modeller içinde gerek parametrelere ait kısıtlar gerekse çok parametre içeren modellerin tahminindeki avantajlar nedeniyle GARCH (1,1) modeli tercih edilmiştir.

GARCH (1,1) modelinin, ilk aşamasında döviz kuruna ait getiri denklemi tahmin edilmiştir. Bu denklem aşağıdaki biçimde yazılabilir;

$$r_t = b_0 + b_1 r_{t-2} + \in_t \qquad (1)$$

Burada r_t günlük döviz kuru getirisi, r_{t-2} iki gün önceki döviz kuru getirisi, b_0 ve b_1 modelin parametreleri ve $\in_t$ ise modelin hata terimidir.

İkinci aşamada (1) no'lu modeldeki hata terimleri $\in_t$, en çok olabilirlik metodu kullanılarak volatilite denkleminin tahmini (2) no'lu ifade de elde edilmiştir.

$$h_t = \propto_0 + \propto_1 \in^2_{t-1} + \beta h_{t-1} + \theta Vol_{t-1} + v_t \qquad (2)$$

Burada h_t koşullu değişen varyans (volatilite), $\in^2_{t-1}$ (1) no'lu denkleme ait hata terimleri karelerinin bir gün gecikmeli halidir. h_{t-1} bir gün gecikmeli volatilite değerini, Vol_{t-1} bir gün gecikmeli işlem hacmini, v_t ise volatilite denklemine ait hata terimlerini temsil etmektedir. $\propto_0$, $\propto_1$, β_h ve θ modelin parametreleridir.

Yapılan GARCH (1,1) tahminleri ekonometric views (3,1) paket programı kullanılarak gerçekleştirilmiştir. 1995-2002 ana dönem ve 2000-2002 dönemi için volatilite tahmin sonuçları Ek'deki Tablolar'da yer almaktadır.

Ek-5'te verilen Ek Tablo (1)'de 1995-2002 döneminin volatilite tahmin sonuçları görülmektedir. Tablo incelendiğinde, işlem hacmi parametresi 'nın 0.00000116 olarak tahmin edildiği görülmektedir. Buna göre, bir gün önceki işlem hacmindeki bir puanlık artış bugünkü volatiliteyi 0.00000116 puan azaltmaktadır. Ek-5'te verilen Ek Tablo (2)'de ise 03.09.2000-03.09.2002 dönemi sonuçları yer almaktadır. Tablo incelendiğinde, işlem hacmi parametresi 'nın 0.000338 olarak tahmin edildiği görülmektedir. Buna göre, bir gün önceki işlem hacmindeki bir puanlık artış bu günkü volatiliteyi 0.000338 puan arttırmaktadır.

Bu sonuç, Andrew ve Rose'in çalışmasında ulaşılan sonuçla örtüşmektedir. Andrew ve Rose'un makalesinde olduğu gibi, Türkiye'de bu dönem büyük ölçüde esnek döviz kuru uygulamasına denk düşmektedir. Diğer yandan bu sonuç, işlem hacminin volatilite oluşturma etkisine vurgu yapan birinci bölümde açıklanan Frankel ve Froot (1990), Hsieh ve Kleidon (1994) ve Jorion (1994)'un sonuçlarıyla da benzerlik taşımaktadır.

III. TÜRKİYE'DE FİNANSAL LİBERALİZASYON SÜRECİNİ YÖNETMEDE UYGULANABİLECEK POLİTİKA ÖNERİLERİ

Türkiye'de FL politikaları yirmi yıllık uygulamasının ardından öngörülen hedeflerin elde edilmemesi nedeniyle çeşitli eleştirilere konu olmaktadır. Bunlar politikanın diğer GOÜ'lerdeki uygulamalarına ilişkin yapılan eleştirilerden farklı değildir. En öne çıkan ve FL reformları savunucuları tarafından da benimsenen FL politika reformlarının uygulama sıralaması ve zamanlamasına ilişkin eleştirilerdir.

Yeldan'a göre Türkiye örneğinde FL reformları daha ürün piyasalarında yeterli rekabetçi ortam sağlanmadan ve dış ticaret kalemlerinde olumlu sonuçlar alınmadan gerçekleştirildiği için karar alıcıların elinden döviz kuru ve faiz haddi gibi kısa dönem politika araçları alınarak politika

seçeneklerinin sınırlanmasına varmış ve ülkenin yapısal nitelikli sorunlarını daha da keskinleştirmiştir[104].

Bir başka ifadeyle Türkiye FL dönemine makroekonomik istikrarsızlıklarla girmiş ve bu istikrarsızlıklar reformların uygulandığı dönemde daha da artmıştır. Ülkenin ihtiyaç duyduğu dış finansman için getirilen sermaye hareketliliği serbestisi, kısa vadeli sermaye hareketlerinin artması ve spekülatif yönelimli bir yapının oluşmasına neden olmuştur. Bu dönemde borç stoku ve dış kaynak yetersizliği sorunu devam etmiş ve ekonomi politika yönetimini zorlayan bir yapılanma oluşmuştur.

1990'lı yıllar boyunca devam eden dış kaynak ihtiyacı ve yüksek enflasyondan kaynaklanan makroekonomik istikrarsızlık ekonomide sürekli bir kırılgan ve riskli bir ortam yaratmıştır. Türkiye bu dönemde dış kaynak sorununa ve borçların çevrilebilirliğine çözüm bulmak için uyguladığı istikrar programları ile her an kriz çıkabilir ülke konumundan çıkmayı ve temel ekonomik istikrarsızlıkları azaltmayı amaçlamıştır.

Uygulanan programlara rağmen 20 yıllık dönemde iki finansal kriz ve pek çok yıl ekonomik daralma konjonktürü yaşanmıştır. FL politikalarının uygulama döneminde Asya ve Latin Amerika ülkelerinde de benzer krizlere tanık olunmuştur. Bu dönemde yaşanan krizler yanında düşük ekonomik büyüme, kaynak tahsisinde ve gelir dağılımındaki bozulmalar FL reformlarının her düzeyde sorgulandığı bir dönemi beraberinde getirmiştir. Bu süreç, Türkiye'de Asya ve Latin Amerika ülkelerinde olduğu gibi mali sistemin güçlendirilmesi yanında FL politikalarının tekrar gözden geçirilmesi gerekliliğine ilişkin tartışmaları gündeme taşımıştır.

Bu deneyimler sermaye hesapları liberalizasyonunun yararlarının geniş bir perspektifte sorgulanmasına neden olmaktadır. Deneyimler bu süreçte devletin finansal piyasalardaki gözetim ve denetim yapılarını

---

[104] Erinç YELDAN: "Türkiye'de Finansal Serbestleşme Deneyimi", a.g.m., 204.

sağlamanın ötesinde, daha aktif bir rol alması gerekliliğine işaret etmektedir. Buna göre devlet etkin bir regülasyon sistemiyle kaynakların kısa vadeli ve üretken olmayan alanlardan caydırılması ve üretken alanlara kanalize edilmesini sağlamada önemli bir rol üstlenebilir.

Özellikle Asya krizi sonrasında sermaye hareketlerine yönelik sınırlayıcı önlemlerin tartışma gündemine geldiği ve bazı ülkelerde uygulama alanı bulduğu görülmektedir. Türkiye'de 2001 krizi sonrasında geniş bir çevre tarafından sermaye akımları ile ilgili olarak kamu mali dengelerinin tutturulduktan sonra sadece doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını teşvik edici politikaların desteklenmesi gerektiği savunulmuştur[105].

Türkiye'nin kamu finansmanı açısından kısa vadeli sermaye hareketlerine bağımlılığı, finansman sorununa kalıcı ve sürdürülebilir önlemler getirilmediği sürece, söz konusu önerilere uzun vadeli olarak bakılmasını zorunlu kılmaktadır. Kısa vadede iktisat ve maliye politikaları ve harcama reformu ile etkin politika araçları geliştirildiğinde ve borç yükü azaltıldığında kısa vadeli sermaye hareketlerini kısıtlayıcı tedbirlerin esneklikle uygulanabileceği bir ortam oluşabilir.

Diğer yandan temel ekonomik göstergelerin güçlü olması krizlerin çıkmamasını garantilememektedir. Asya krizlerinde görüldüğü gibi global dünyada krizler sürü psikolojisi ve tıkanma kanallarıyla temel göstergeleri güçlü ülkeleri bile vurmaktadır. Bunun nedeni sermaye akımlarında sermaye alan ülkelerin dışındaki faktörlerin (dışsal faktörler) de belirleyici olmasıdır. Bu durum önerilecek politika araçlarının bir kaç düzeyde tasarlanmasını gerekli kılmaktadır. Bununla birlikte Türkiye gibi temel ekonomik bozuklukların olduğu ülkelerde ekonominin kısa dönem ihtiyaçları önerilen politika önerilerini kısıtlamaktadır. Bu durumda politika önerilerinin mevcut duruma ilişkin kısıtlar yanında kısa ve uzun dönem perspektifler taşıması gerekli olmaktadır.

---

[105] Merih CELASUN: a.g.m., 42.

Dolayısıyla sorunun her düzeyde kavranması, global düzeyde işbirliği ve politikaların geliştirilmesini de gerekli kılmaktadır. İkinci bölümde de belirtildiği gibi öneriler ulusal düzeyde olduğu kadar global düzeyde de tasarlanmalıdır. Sistemin yeniden yapılandırılması sürecinde reel ekonominin istikrarını ve gelişimini destekleyici mekanizmalar gerekli görülmektedir. Bu bölümde söz konusu öneriler Türkiye için Asya ve Latin Amerika'daki uygulamalar ile karşılaştırmalı olarak değerlendirilmektedir.

A. ULUSAL DÜZEY

Mali sistem kanalıyla fon sağlanmasında etkinlik ölçütünün geçerliliği, dayandığı iki önemli varsayımın gerçeği bütünüyle açıklayamaması nedeniyle tartışmalıdır.

Mali sistemde bankaların ödeme güçsüzlüğüne düşmesine neden olacak işlem ve kararların toplum için maliyetleri büyük olabilir. Tasarruf sahiplerinin bilgi eksiklikleri nedeniyle benzer durumun diğer bankalar içinde geçerli olduğunu düşünerek tasarruflarını çekmeye yönelmeleri sistemin çökmesi ile sonuçlanabilir. Problemin kredi kullanıcılarına dolayısıyla üreticiler ve tüketiciler üzerine yayılarak artması söz konusudur. Bankalar eksik ve asimetrik bilgi ortamında işlem yaptıklarından sistemdeki en ufak bir panik, bir tıkanma oluştururcasına yayılabilir ve tüm sistemin istikrarını tehlikeye sokabilir.

Bankaların finansal sistemin istikrarı için bir tehdit oluşturmaları bankalararası kredi bağlantılarından kaynaklanmaktadır. Bankalar likidite dalgalanmalarını diğer bankalarla borç alıp vererek yönetirler. Bir bankanın kredi yükümlülüklerini karşılamakta sıkıntıya düşmesi bütün olarak finansal sistemi tehdit edebilir. Bunun ötesinde bankaların bu tür tehlikelere karşı alabilecekleri önlemler oldukça sınırlıdır.

Piyasa ekonomisinde etkinliğin ikinci dayanağı ise tam rekabettir. Rekabetin kredi piyasalarında etkinliği arttıracağına ilişkin yaklaşım, aynı

zamanda aşırı rekabetin etkilerini dikkate almak durumundadır. Bankacılık sektöründe aşırı rekabet karların düşmesine neden olmaktadır. Bu durum karları düşen bankalar için risk almayı teşvik eder. Sonuçta sistemde iflaslar artarken, maliyetleri mevduat sahipleri ve sisteme güvence vermiş olan kamu otoritesi ödemek zorunda kalmaktadır[106]. Bu çerçevede banka kararlarının kendisi için fayda ve maliyetlerini dikkate alırken topluma yayılan maliyetlerin kamu otoritesi tarafından kontrol edilmesi gerekli olabilir.

Pek çok GOÜ'de devlet finansal liberalizasyon reformları ile bankacılık krizinin koşullarını yaratmıştır. FL bankalar için risklerin uygun biçimde yönetildiği ve sınırlandırıldığı denetim ve regülatif yapılar oluşturulmaksızın riskli faaliyetlerini genişletmeleri için fırsatlar yaratmıştır[107]. Nitekim FL bankaların kredi faaliyetlerini önemli ölçüde genişlettikleri bir kredi patlamasına varmaktadır. Aşırı borçluluktan kaynaklanan kredi koşullarının değişmesi ya da dış faiz oranındaki artış gibi dışsal olaylar kolaylıkla geri ödeme güçlüklerine bağlı olarak finansal sistemin istikrarını tehlikeye sokabilir.

FL sürecini yönetmede devletin rolü, riskleri özel ekonomik birimlerce ödenmemiş işlemlerin maliyetlerini artırmak ve/veya sınırlandırmaktır. Devlet öncelikli olarak banka denetim ve regülasyonuna ilişkin kurallar ile risklerin kontrol edilmesini sağlamalıdır.

FL döneminde ekonomilerdeki denetim ve gözetim yapılarına ilişkin yetersizlik ülke uygulamalarında ortaya çıkmıştır. Ancak piyasalardaki potansiyel bir paniğin yıkıcı etkileri, yabancı sermaye girişleri bir ülkeye doğru yoğunlaştığı zaman artmaktadır. Dolayısıyla 1990'lardaki GOÜ'lerde yaşanan krizlerde, her bir ulus yönüyle var olan regülatif başarısızlık yanında, global finansal piyasaların asli istikrarsızlığına da nihai ve kesin bir neden olarak

---

[106] J. E. STIGLITZ: "Finansal Piyasalarda Devletin Rolü", Çev. Selim SOYDEMİR, Mülkiyeliler Birliği Dergisi, XVIII, 171, 32.
[107] Barry EICHENGREEN: Toward A New International Financial Architecture, (Washington 1999), 39.

vurgu yapılmaktadır[108]. Dış faiz oranına bağlı bir bankacılık krizi tetiklemesi, uluslararası sermaye akımlarının liberalizasyonunda çok daha güçlü bir biçimde işlemektedir. Sermaye hesapları liberalisazyonu bu tehlikeyi büyük ölçüde arttırmıştır.

Ayrıca GOÜ'lerde ulusal denetim ve gözetim kuralları uygulamak kolay olmayabilir. Denetim kapasitesinin düşük regülasyonlara yönelik baskıların büyük olduğu gelişmemiş piyasalarda, örneğin bankalar için geleneksel sermaye standartlarının daha yüksek uygulanması gerekli olabilir. Ayrıca banka denetim ve regülasyonuna ilişkin kurallar, farklı işlem ve yöntemlerin kullanılması ile tümüyle etkinsiz hale gelebilir[109]. Bu durum bankacılık ve finansal sistemin istikrarını sağlayacak farklı seçeneklerin aynı anda düşünülmesini gerektirmektedir.

FL sürecini yönetmede uygulanacak politikalar, temel ekonomik güçsüzlüklerin düzeltilmesi, mali sisteme yönelik kamu denetim ve gözetim sistemlerinin oluşturulması, kısa vadeli sermaye akımlarının sınırlandırılması ve uzun vadeli sermaye akımlarının teşvik edilmesi alanlarını kapsamalıdır.

1. Mali Disiplin

Türkiye FL dönemine ekonomide yüksek enflasyon ile ekonomik büyüme ve kamu açıkları için gerek duyulan finansman ihtiyacı ortamında girmiştir. 1985 sonrasında kamu kesimine verilen krediler sınırlandırılarak kaynak yaratmanın tek yolu olarak finansal piyasalara yönelme gerçekleşmiştir. Dış borç olanaklarının sınırlı olduğu bir ortamda kamu kesimi dış borç servisini yapmak için de iç borçlanmaya yönelmiştir. Finansal piyasaların mevcut büyüklüğünde kamunun borçlanma gereğinin nispi önemi

[108] GOÜ'lerde 1990'larda olan krizler, Türkiye'nin 1994 krizi dışında beklenmediktir ve bir iflas krizinden ziyade bir likidite krizi biçimindedir. Bunun nedeni söz konusu ülkelerde belirli anahtar makroekonomik göstergelerin sağlam görünmesidir. Her bir kreditör için diğerlerini izleyerek kredileri genişletmek rasyoneldir. Fakat bu davranış, panik ve sonuçta kendi kendini besleyerek büyüyen bir kriz için zemin oluşturmaktadır. Bu konuda Bkz. Ziya ÖNİŞ ve F. AYSAN: a.g.m., 132.

[109] Barry EICHENGREEN: a.g.e., 44.

faizleri artırıcı yönde etkili olmuştur. Kamu kesimi için kısa vadeli sermaye girişleri borçların çevrilmesi problemini kolaylaştırıp borçlanma faizlerinin düşmesi bakımından etkili olmuştur. Sermaye akımları ise uluslararası konjonktür uygun olduğunda yurtiçinde gerçekleşen yüksek faiz oranlarından yararlanmak için ülkeye yönlenmektedir. Bu süreç iç borç yükünün artmasına ve Türkiye'nin en önemli makroekonomik güçsüzlüğü haline gelmesine neden olmuştur. Bunun ötesinde sermaye girişleri kredi artışı ve talep düzeyine bağlı bir büyümeyi de desteklemektedir.

Türkiye ekonomisindeki iktisadi dengesizlikler ve temel güçsüzlükler hem kısa vadeli sermaye akımlarını çekecek politikaları gerektirmekte hem de bu politikalar sürdürülemez olduğunda -kısa vadeli sermaye çıkışa yöneldiğinde- gerekli politika araçlarının kullanılmasına engel olmaktadır. İktisadi dengesizliklerin ortadan kaldırılması, para otoritesinin faiz politikasını daha etkin kullanmasını mümkün kılmaktadır[110]. Dolayısıyla Türkiye'de öncelikli konu sermaye akımlarında kısa döneme doğru bir sapmanın oluşması ile sonuçlanan temel ekonomik bozuklukların önlenmesidir.

Kamunun borçlanma gereği azalmadıkça iç ve dış şoklara ilişkin en ufak beklentiler faiz oranı ve döviz kurunda dalgalanmalara neden olacaktır. Kısa vadeli sermaye hareketlerindeki büyük dalgalanmalar ekonomiyi büyüme, talep düzeyi ve istikrar yönünden önemli ölçüde etkilemektedir. Türkiye'de yüksek faizi ve dolayısıyla kısa vadeli sermayeyi en çok cezbeden unsuru ortadan kaldırmak için kamu borçlanmasını makul bir düzeye düşürmek gerekmektedir.

Dolayısıyla kamu kesiminin alternatif finansman biçimleri oluşturarak iç borç sorununun kalıcı biçimde çözülmesi öncelikli konu olarak değerlendirilmelidir. Alternatif finansmanın ise, TCMB kaynaklarının esnekleştirilmesi yanında kamu gelir ve harcama kalemleri ile sağlanması beklenmelidir. Sağlıklı bir ekonomi için kamu harcamalarında tasarruf kadar

---

[110] Fatif ÖZATAY: "Krize Karşı Önerilen Önlemler (1)", Radikal, (14 Eylül 1998), 15.

vergi gelirlerinde de bir artışın gerçekleştirilmesi gereklidir. Bu artışın özellikle, 1980 sonrası bozulan gelir dağılımı da dikkate alınarak vergi sistemi dışında kalan kesimlerden kaynaklanması zorunlu görülmektedir.

Bu öncelikli konu kısa vadeli sermaye hareketlerinin önlenmesi için gerekli olmakla birlikte yeterli görülmemektedir. Asya ülkeleri deneyimi, temel göstergeleri güçlü olan ülkelerin de sermaye çıkışı ile ilgili çöküşlere konu olabileceğini göstermiştir. Bu deneyimler FL döneminde mali sistemde denetim ve kontrol yapılarının geniş kapsamlı olarak oluşturulmasının önemine işaret etmektedir.

2. Mali Sisteme Yönelik Regülasyon ve Denetim Yapıları

a. Mali Sisteme Yönelik Regülasyon ve Denetim Yapılarının Oluşturulması

1990'larda kriz yaşayan ülkelerin çoğunun finansal hesapların liberalizasyonu ile ilgili ayrıntıları yeterli ölçüde dikkate almadıkları tespit edilmektedir. Bu ülkeler, finansal reformlarla ilgili koordinasyon ve yönetim problemlerini ihmal ederek, kırılgan, yetersiz ve regüle edilmemiş finansal sistemler oluşturdular.

1990'larda yaşanan deneyimler, ülkelere özgü bazı farklılıklara rağmen yetersiz regülasyon ortamında sermaye hesapları liberalizasyonunun krizleri oluşturmada önemli bir faktör olduğunu göstermiştir. Türkiye'de olduğu gibi Asya ve Latin Amerika ülkelerinde de mali denetimin yetersiz, ahlaki tehlikenin fazla ve bankacılık ve şirketler sektöründe bilanço risklerinin yüksek olması ortak özelliklerdir.

Türkiye ve Asya ülkelerinde yaşanan krizlerin önemli bir ortak noktası, bankacılık sektöründe denetim ve regülasyon yapılarındaki yetersizlik nedeniyle oluşan kırılganlıktır. Türkiye'de bütçe ve kamu açıklarının vardığı boyutlar sorunu ağırlaştırmaktadır. Bununla birlikte Tayland ve Malezya hariç

Asya ülkelerindeki bütçe ve cari işlemlerin dengede olması büyük üretim kayıplarına neden olan krizlerin yaşanmasına engel olmamıştır. Bu konuda yapılan değerlendirmelerde söz konusu ülkelerde sermaye hesapları açıklığı koşullarında, bankacılık sektöründeki denetim yapılarındaki yetersizliğin krizlerde belirgin bir rolü olduğu görülmektedir[111].

Asya durumunda en açık biçimde görüldüğü gibi sadece makroekonomik düzeyde finansal istikrarı oluşturma üzerine yoğunlaşmaktan ziyade kurum yönetimini iyileştirecek ve ekonominin anahtar sektörlerindeki rekabeti arttıracak düzenlemeler getirilmelidir. Ekonomilerin mikro düzeydeki göstergelerine göre tasarlanmış reformlar ile daha açık sistemlerin oluşturulması ve hesap verilebilirliğin sağlanması gereklidir[112]. Bu çerçevede özellikle bankacılık sektöründe daha fazla denetim, yasal düzenlemeler ve şeffaflık ilkelerinin uygulanması üzerinde geniş bir çevre tarafından uzlaşılan politika önerileridir.

Bankalar için denetim kuralları; iç ve dış denetimi kredi ve yatırım politikalarını ve bankaların maruz kalabilecekleri riskleri kontrol etmek için gerekli olan risk yönetim tekniklerini kapsamalıdır. Ayrıca bankalar uluslararası düzeyde Kabul edilen sermaye yeterlilik kriterlerini karşılamalıdırlar. Bu standartlar piyasa volatilitesi zamanlarında bankalara finansal destek verebilirken, bankanın riskli faaliyetlerinin belli bir maliyetini üstlenmesi mümkün olabilmektedir. Böylece bankaların ek risk almalarının özel ve sosyal maliyetleri arasındaki farklılıklar bir ölçüde doğrulanabilmektedir[113].

Bankacılık işlemlerinin denetimi ve düzenleyici kuralların getirilmesi, mevduat sigortası gibi güvenlik ağlarının ahlaki risk oluşturmaması için zorunludur. Hükümetlerin veya merkez bankalarının bankacılık sistemini sıkı denetim altında tuttuğu yerlerde mevduat sigortasıyla ilgili ahlaki tehlikenin

---

[111] Merih CELASUN: a.g.m., 24.
[112] Ziya ÖNİŞ ve F. AYSAN: a.g.e., 134.
[113] Barry EICHENGREEN: a.g.e., 44.

ihmal edilecek kadar az olduğu gözlenmiştir. FL mevduat sigortasıyla uygulanırken denetimlerin zayıf olduğu veya kanuni yaptırımların uygulanmadığı ülkelerde ülke makroekonomik istikrar içinde olsa bile bankalar yüksek oranda risk alabilmektedirler[114].

Mevduat sigortasının ahlaki riske yol açmaması için devletin, bankaların üstlenecekleri riskleri sınırlandıracak kurallar ve kontrol mekanizmaları öngören düzenleyici bir çerçeve oluşturması önemlidir. Kamu otoritesi tarafından getirilen düzenleyici kurallar, dış koşullar değiştiğinde değiştirilmelidir. Sistemde baskıların arttığı dönemlerde kamu otoritesi tarafından sistemde kullanılabilecek kredi oranları değiştirilmelidir. Özellikle bu dönemlerde açığa satış ve kredili menkul kıymet işlemlerinin sınırlandırılması gerekli görülebilir.

Türkiye temel ekonomik güçsüzlüklere sahip olduğu halde finansal sektörle ilgili reform ve düzenlemeler yapmaksızın finansal piyasaları son derece gelişmiş ülke standartlarında liberal sermaye hesapları rejimine geçmiştir. 1994 krizi sonrası getirilen mevduat sigortası uygulaması bankaların varlıklarının kalitesine yeterince özen göstermeksizin riskli projeleri finanse ederek önemli bir ahlaki risk durumu yaratmıştır. Bu nedenle 1990'lardan bu yana gelişmiş gözetim ve denetim sistemlerine sahip ülkelerde bile ortaya çıkabilen piyasa başarısızlıklarına bağlı çöküşler ve finansal ve bankacılık sektör krizlerini çok daha yoğun ve maliyetli bir biçimde yaşamak zorunda kalmıştır.

Türkiye'de bankacılık sektöründe denetim standartlarının yükseltilmesi çalışmaları 2000 programı ile gündeme gelmiş ancak kapsamlı bir biçimde uygulanması 2001 krizi sonrasında gündeme gelmiştir.

---

[114] Rasim YILMAZ: "Bankacılık Krizleri Makroekonomik İstikrar ve Ahlaki Tehlike", İktisat İşletme ve Finans, 182, (Mart 2001), 52-61.

b. Regülasyon ve Denetim Yapılarının Etkinliği

Regülasyon ve denetim kuralları, bu kuralları düzenleyici organlar ile düzenlemeye tabi olan kurumlar arasındaki asimetrik bilgi nedeniyle sınırlı ölçüde etkin olabilmektedir. Asimetrik bilgi, düzenleyici organların bankaların yüklendikleri riskleri tam olarak algılamasını önlemektedir. Bankalar her zaman bilgi avantajına sahip olmaktadırlar. Ayrıca denetleme ve düzenleme sonrasında kötü bankaların batık duruma gelmeden önce kapatılabilmesi çoğu zaman mümkün olmamaktadır. Selçuk'a göre:

> "Geciken düzenleyici önlemler, fazlasıyla sıkı yasal ve düzenleyici uygulamalar, bankaların risk pozisyonlarını değiştirmede çok hızlı davranabilmeleri maliyeti yüksek banka batışlarıyla sonuçlanabilmektedir[115].

Ayrıca bankalara ilişkin regülasyon kuralları, türev finansal araçlarla risk almanın farklı yollarının geliştirilmesi ve farklı işlemler ile açık posizyon sınırlamalarının aşılması gibi yöntemlerle büyük ölçüde etkinsiz olabilmektedir[116]. Bankalara yüklenen yüksek sermaye yeterliliği koşulu, kredi tahsislerinin banka dışı kurumlar aracılığıyla gerçekleşmesine varabilir. Düzenlemelerin bu alanları kapsayacak şekilde genişletilmesinin sorunun çözümüne katkı sağlayabilir. Bununla birlikte sistemin etkinliği, regülatörlerin piyasadaki bu tür oluşumlardan bir adım önde olmasını gerektirmektedir.

---

[115] Faruk SELÇUK: "TBTF ve Ahlak Riski", Sabah, (14 Kasım 2000), 15.

[116] Tayland deneyimi, döviz açık posizyonu üzerindeki sınırlamaların, bankaların bu işlemleri yerleşik müşterilerine geçirmelerine neden olduğunu göstermektedir. Tayland durumunda bankalar döviz cinsinden krediler almaya devam ederken sadece para uyuşmazlığını vade uyuşmazlığına dönüştürmüşlerdir. Türkiye'de ise 2001 krizi sonrasında bankaların bilanço dışı vadeli işlemlerle açık posizyon üzerindeki sınırlamaları önemli ölçüde aşabildikleri görülmüştür.

3. Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Sınırlandırılması

Türkiye'de 1980'lerin ortalarından itibaren artmaya başlayan toplam borç stoğu ve kısa vadeli borçlar 1990'ların sonunda önemli boyutlara ulaşmıştır. 1988'de 15.7 milyar dolar olan iç borçlar 2000'de 54.2 milyar dolar ve 2001'de 85 milyar dolara ulaşmıştır. İç borçlanma ile ilgili önemli bir özellik zaman içinde kısa vadeli borçlardaki artış ve buna paralel vadelerin kısalmasıdır. Türkiye'nin kısa vadede ödenmesi gereken dış borç stoku 1990'ların ikinci yarısında sürekli 20 milyar doların üzerinde seyretmiştir (Tablo 31). Bu rakamın önemi kayıtdışı kısa vadeli borçlar (Hazine kefaletleri, Yerel Yönetim ve İDT'lere ait borçlanmalar) ve yurtiçinde dolara endeksli kontratlar dahil edildiğinde artmaktadır.

Türkiye'nin kısa vadede ödenmesi gereken borçların sürekli yüksek düzeylerde seyretmesi ekonomiye önemli bir istikrarsızlık unsuru taşımaktadır. Diğer yandan bu borçların üçte biri ise bankacılık kesimine aittir. 1989 sonrasında bankacılık kesiminde yabancı para cinsinden kısa vadeli kredilerdeki artış, ekonomide önemli bir risk ve kırılganlık alanı yaratmıştır. Türkiye'de kamu borcunu azaltmaya yönelik gelir politikaları ve yapısal önlemlerle eşgüdümlü bir biçimde, bankacılık sistemi kanalıyla kısa vadeli sermaye girişlerine karşı önlemler alması gerekli görülmektedir.

Sermaye akımlarının ulusal düzeyde sınırlandırılmasına yönelik politikaların, ülkelerin temel ekonomik yapılarındaki farklılıkları dikkate alması gereklidir. Doğu Asya ülkeleri grup olarak, Meksika ve Türkiye ile karşılaştırıldığında uluslararası piyasalara daha fazla entegredir. Bu entegrasyon sermaye akımlarının büyüklüğü kadar ihracatın GSMH'daki payı gibi dış ticaret göstergeleri ile doğrulanmaktadır. Bu durum doğu Asya ülkelerini dış ekonomik ortamdaki değişmelere, Türkiye ve Meksika gibi yurtiçi piyasaların daha önemli olduğu ülkelerden daha duyarlı yapmaktadır.

Türkiye'nin de dahil olduğu bazı ülkelerde, kamu borcunun yüksekliği ve bunun dışarıdan gelen fonlarla karşılanması, dışsal gelişmelere bağlı olarak artan sermaye hareketliliğinin ulusal ekonomiler için önemli etkiler yaratmasına neden olabilmektedir.

Sermaye akımlarını sınırlandıracak önerilerde dikkate alınması gereken bir diğer unsur ülkelerin sermaye hesapları desenidir. Türkiye'nin sermaye hesapları, büyük ölçüde kısa vadeli sermaye ve portföy akımlarından oluştuğu için, sermaye girişleri büyük ölçüde doğrudan yatırım akımlarına dayanan Malezya'nın uyguladığı tipte sermaye çıkış kontrolleri uygulaması uygun olmayacaktır. Bunun yerine Şili uygulamasında olduğu gibi sermaye girişleri üzerine kontroller daha uygulanabilir görünmektedir.

Bu bölümde sermaye kontrolleri yanında, esnek döviz kuru rejiminin kısa dönem sermaye akımları üzerindeki etkilerine yönelik açıklamalarda bulunulmaktadır.

a. Esnek Döviz Kuru Rejimi ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri Üzerindeki Etkisi

1990'larda GOÜ'lerde uygulanan sabit ya da sabite yakın döviz kuru politikası, döviz kuru riskini ortadan kaldırarak sermaye girişlerinde büyük artışlara ve izleyen dönemde paraya bir spekülatif saldırı ardından çoğunlukla krizlerle sonuçlanmıştır. GOÜ'lerde genellikle krizden sonra geçilmek zorunda kalınan esnek döviz kuru sistemleri ise döviz kurunu öngörülebilir olmaktan çıkararak kısa vadeli sermaye girişlerini caydırıcı etkilere sahip olduğu savunulmuştur. Bunun yanında tam dalgalanan kur rejimi dışında 1992'de Şili uygulamasında görüldüğü gibi yerel paranın dalgalanma aralığının genişletilmesi de benzer biçimde kur oranını öngörülebilir olmaktan çıkarmaktadır.

Türkiye 2001 krizi sonrasında uyguladığı döviz kuru rejimini terkederek esnek döviz kuru rejimlerine geçmek zorunda kalınmıştır. Serbest

dalgalı kur rejiminin, ani bir gelişme veya sıkıntıya karşı güçlü dayanmayı sağlayacağı ve döviz kurlarıyla ilgili oluşturduğu belirsizliğin kısa vadeli sermaye hareketliliğini kısıtlayıcı etkilerde bulunması beklenmiştir. Fakat piyasadaki oligopolistik yapılar ve piyasa sığlığı kar fırsatlarının devam etmesine neden olmaktadır. Esnek döviz kurunun ilk uygulama döneminde kur rejimine rağmen, faizlerin yüksek düzeylerde devam etmesi kısa vadeli sermaye girişlerine neden olmuştur.

TCMB tarafından 2001 krizi sonrasında kısa vadeli faiz oranları enflasyonla mücadele aracı olarak kullanıldığı ve izleyen dönemde kullanılacağı açıklanmıştır. Bu çerçevede TCMB'sının uyguladığı gecelik faiz oranları, 2002 itibariyle, yıllık bileşik bazda %70-75'lerde aylık olarak ise %4'lerde gerçekleşmektedir[117]. Bu yüksek gecelik faizlerin sağladığı arbitraj imkanı, dolar fiyatında büyük bir değişme beklentisi olmadığı için kısa vadeli sermaye girişlerine neden olmaktadır. Türkiye'ye 2001 Şubat krizi sonrasında Eylül ayından itibaren söz konusu yüksek faizlerin etkisiyle kısa vadeli sermaye girişleri gerçekleşmiştir. Bu dönemde sermaye girişlerinin neden olduğu döviz arzı artışı döviz talebinden fazla olduğu için dolar düşerken, TL değer kazanmaya başlamıştır.

Bilindiği gibi esnek döviz kuru sistemi içinde döviz piyasasında arz ve talebe göre oluşan döviz kuru, temel ekonomik göstergelerin belirlediği döviz kuru olmayabilir. GÜ'lerde döviz piyasası işlemlerine ilişkin olarak eksik ve asimetrik bilgi ve spekülatif işlemlerin ayırt edilebilmesini mümkün kılacak bilgiler bulunmaktadır. Bu ülkelerde söz konusu faktörlerin döviz kurlarının oluşumunda ve döviz kuru volatilitesinde belirleyici olabileceği ortaya konulmuştur.

Türkiye'de döviz piyasasında kısa dönem döviz kuru volatilitesini açıklamada kısa dönem sermaye akımları ve döviz piyasasında gerçekleşen işlem hacmi gibi mikroyapısal faktörlerin etkili olduğu görülmektedir.

---

[117] TCMB: Para Politikası Raporu, (Ankara, 2002), 55.

Türkiye'de mali sistemin %70'ini 10 banka kontrol etmektedir. Bu durum sistemdeki yoğunlaşma ve oligopolistik yapının en önemli göstergesidir. Döviz piyasası işlemlerinde en büyük payın bankalararası işlemleri kapsadığı düşünüldüğünde, global döviz piyasaları örneğine benzer biçimde döviz işlemlerinin büyük çoğunluğunun az sayıda büyük banka tarafından geçekleştirildiği söylenebilir. TCMB döviz piyasasındaki işlemlerin reel ya da spekülatif kaynaklı olmasına ilişkin bilgilere sahip bulunmaktadır.

Döviz piyasasının diğer katılımcılarına göre bilgi avantajına sahip olan büyük döviz işlemcilerinin (bankalar), bu bilgi asimetrisinden kar fırsatları oluşturacak biçimde yararlanmalarına engel olunmasının gerekliliği ortadadır. Esnek döviz kuru rejiminin bir yıllık uygulamasının ardından TCMB'sının bu çerçevede önlemler alması gerektiği ve bu önlemlerin iktisadi aktörler tarafından kur rejimine müdahale olarak algılanmaması gerektiği savunulmaya başlanılmıştır[118]. TCMB'sının piyasada volatilite oluşmasını önleyici ve istikrar sağlayıcı işlemleri, bankanın döviz piyasalarını denetleme ve gözetleme görevi çerçevesinde değerlendirilmelidir.

1973 sonrası GÜ'lerde uygulamaya geçilen esnek döviz kuru rejimlerinin neden olduğu kur oranı değişkenliği, bu değişkenlik üzerinden spekülasyon yapılmasını teşvik etmiştir. Türkiye'de de esnek döviz kuru uygulamasına geçilmesinin ardından para alınıp-satıma bağlı kazanç imkanı sunmaktadır. Dolayısıyla bu döviz kuru rejimi içinde kalındığı sürece TCMB'nın müdahalesi gerekli görülebilir[119].

Türkiye gibi dışa açık ve para ikamesi yüksek bir ekonomide döviz kuru volatilitesinin enflasyon ve üretim düzeyi üzerindeki kötüleştirici etkileri TCMB'nın fiyat istikrarı politikası ile uyuşmayacaktır. Döviz kurundaki

---

[118] Faruk SELÇUK: "TCMB Dişini Sıkıyor", Sabah, (4 Şubat 2002), 15.

[119] Nitekim TCMB, 2001'de gözlenen döviz piyasası istikrarsızlıklarının 2002'de de devam etmesi üzerine 11 Temmuz, 2 Aralık ve 24 Aralık 2002 tarihlerinde doğrudan müdahale gerçekleştirmiştir. Ayrıca TCMB basın duyuruları ile bankaları açık posizyonlar konusunda uyarmaktadır. Banka 3 Ocak 2003 tarihinde yayınladığı basın duyurusunda, bankaların açık pozisyonlarının kurdaki dalgalanmaların şiddetini artırabileceği tespit edilmektedir.

öngörülemeyen dalgalanmalar, yatırımlar başta olmak üzere bir çok iktisadi kararı olumsuz etkilemektedir. Esnek döviz kuru sistemi uygulayan GÜ'ler bile temel paralardaki büyük oynamaların iktisadi etkilerini ve yarattığı belirsizlikleri azaltmak için müdahalelerde bulunmaktadırlar. GOÜ'lerde ise dalgalı kur sistemine TCMB'sının 'gerektiğinde' müdahalesi IMF çevrelerince de kabul görmektedir.

Sonuç olarak esnek döviz kuru rejimine rağmen yüksek faizler kısa vadeli sermaye akımları için teşvik unsuru olmaya devam etmektedir. 2001 kasım ve 2002 Şubat döneminde gerçekleşen TL'nin değer kaybı süreci, Eylül 2001'den itibaren sermaye girişleri sonucu değerlenmeye dönmüştür.

Esnek döviz kuru rejiminin kısa vadeli sermaye akımlarını caydırmamasının yanında Türkiye için uygunluğu da tartışmalıdır. Bunun en önemli nedeni bu rejimde gerçekleşen döviz kuru volatilitesinin ihracatta ve aynı zamanda ulusal piyasada fiyat belirlemeyi güçleştirirken spekülasyona imkan vermesi bakımından yaratacağı olumsuz etkilerdir. Diğer yandan aşırı dalgalanmanın neden olacağı savunulan dövizden kaçış, Türkiye durumunda gerçekleşmemiştir. Bu dönemde Türkiye'de döviz tevdiat hesapları azalmamış, para ikamesi devam etmiştir (Tablo 39). Aynı zamanda borç çevrimi tartışmalarının gündemden düşmesini engelleyecek düzeyde mali sistemi baskılayan borç stoku -esnek kur rejimine rağmen- faizlerin yüksek düzeyde seyretmesine neden olacaktır. Bu da esnek kur rejimlerinin kısa vadeli sermaye hareketlerini görece caydırma etkisini sınırlayacaktır.

b. Sermaye Kontrolleri ile Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Sınırlandırılması

Sermaye kontrolleri sürekli ya da geçici temelli olarak tasarlanabilir. Sermaye kontrollerinin sürekli biçimde uygulanması için birinci en iyi durum (rationalite), sermaye piyasası bozulmalarına dayandırılmaktadır. Bunlar döviz piyasasında çoklu dengenin varlığı ve finansal piyasa katılımcılarının

sürü (herd) davranışını kapsamaktadır. Sermaye kontrollerinin geçici temelde (ikinci en iyi olarak) yüklenmesini gerektiren durum ise aşırı borç alma ve borç verme olasılıklarını kapsamaktadır. Aşırı borçlanma, yetersiz regülasyonların varlığını da kapsayan finansal sektör reformlarının eksik ya da yanlış uygulama sıralamasından kaynaklanmaktadır. Aşırı borç verme ise açık ve gizli devlet garantilerinden kaynaklanmaktadır. Bu bozulmalar dramatik borç şişme ve patlama çevrimleri oluşturmaktadır. Bu durumda, sermaye girişlerindeki ani ve büyük artışını, sonrasında bir paniğe dönüştürecek kadar hızlı sermaye geri dönüşleri izlemektedir.

Asya durumunda görüldüğü gibi finansal panik, temel göstergeleri güçlü olsa bile bir ülkeyi krize sürükleyebilir. Bu durumun önlenmesi için iki farklı uygulamanın öne çıktığı görülmektedir[120]. Birinci durumda Şili'de uygulanan benzeri sermaye girişlerini sınırlandıracak araçlarla, giren sermayenin büyüklüğü ve dolayısıyla sermaye çıkışına bağlı paniğin etkisinin küçültülmesi amaçlanmaktadır. Bu tür araçlar bir süre sonra etkinliklerini yitirdiklerinde, başka politikalarla desteklenmesi gerekli olabilir. İkinci durum sermaye girişleri büyük ölçüde doğrudan yatırımlardan oluşuyorsa ve etkin bir para otoritesi varsa uygulanabilir bir politika önerisidir. Bu durumda Malezya tipi çıkış kontrolleri, özerk bir merkez bankası tarafından zamanında uygulandığında piyasa paniğini önlemede önemli bir fonksiyon görebilir.

Türkiye'ye 1989'dan bu yana iç ekonomik koşullar göreli olarak istikrarlı ve dış konjonktür uygun olduğunda kısa dönemli ve portföy akımları yönüyle sermaye girişleri gerçekleşmiştir. Türkiye'nin 1990'lı yıllarda devam eden makroekonomik istikrarsızlıklarından kaynaklanan sorunlar bir yana, bu tip sermaye girişlerini belirleyen faktörler yönüyle önemli sıkıntılar söz konusu olmuştur. Bu belirleyici faktörler söz konusu akımların dış faktörlere bağlı olarak büyük bir volatilite gösterebilmesidir. TCMB ise girişlerin etkisini kontrol etmede önemli güçlüklerle karşılaşmaktadır.

---

[120] Erinç YELDAN: "Asya ve Latin Amerika Ekonomilerine Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Etkileri Üzerine Gözlemler", Ekonomide Durum, (Bahar-Yaz 1997), 161.

Bunların dışında Türkiye'nin 2000 yılı başında uygulamaya koyduğu istikrar programında olduğu gibi, istikrar programlarının teknik yapısı nedeniyle önemli sermaye girişleri ve buna bağlı piyasa baskıları oluştuğunda geçici kontroller gündeme gelebilir.

Uluslararası sermaye akımlarının istikrarsızlık etkileri, büyük ölçüde kısa vadeli sermaye akımlarından kaynaklandığı için bu etkileri en aza indirmeyi amaçlayan politika araçlarının da kısa dönemli fakat geniş kapsamlı olması ve ülkelerin özelliklerine göre çeşitlilik kazanması gerekli görülmektedir[121].

ba. Geçici Kontroller

Türkiye'de kısa dönem sermaye akımlarının geçici olarak caydırılması için kontroller uygulanmasına ilişkin öneriler, büyük ölçüde 2000-2001 krizleri sonrasında gündeme getirilmiştir[122]

Türkiye'de makroekonomik istikrarın sağlanması için uygulamaya konulan 2000 istikrar programının öngördüğü döviz kuru politikası, piyasa işlemcilerine döviz kuru ile ilgili riskleri kaldırarak sermaye girişlerinde ve dış kredilerde büyük artışlara neden olmuştur. Bununla birlikte program likidite oluşturma mekanizması olarak, kısa dönemli sermayenin giriş ve çıkışına dayandığı için sermaye girişlerindeki aşırı artma ve girişlerin aniden durmasına karşı ekonomiyi tümüyle savunmasız bırakmıştır[123]. Ayrıca makroekonomik istikrarsızlıklar ve kırılganlıklar ve bankacılık sektöründeki sorunlar, ekonomide her an sermaye çıkış yönünde kötümser bir denge oluşması için koşulların mevcut olduğunu göstermektedir. Program ile ekonominin piyasa güveninde meydana gelecek değişmelere tümüyle açık

---

[121] Erinç YELDAN: "Asya ve Latin Amerika Ekonomilerine Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Etkileri Üzerine Gözlemler", a.g.m., 165.
[122] Ziya ÖNİŞ ve Emre ALPER: a.g.m., 12.
[123] TCMB sermaye girişlerinin faizleri düşürücü etkisi kadar sermaye çıkışına dayalı likidite azalması ve faiz artışının etkisini azaltamaması kırılganlıkta artışa neden olmuştur. Net iç varlık sınırlaması nedeniyle TCMB müdahale edemezken, yabancı sermaye akımlarının çıkışa dönmesi bankacılık sektöründe bir likidite krizinin oluşumuna neden olmuştur.

olması ve hiç bir kontrol mekanizmasının olmaması, sermaye hareketleri serbestisi ile birlikte krizin etkilerini çoğaltmıştır.

Sonuç olarak, programın Türkiye ekonomisinin istikrar programının getirildiği dönemdeki belirsizlik koşulları altında, kısa dönem sermaye girişlerinin sürekli temelde devam edeceği varsayımı gerçekçilikten uzak olarak değerlendirilmektedir[124]. Bu sorunlar, bankacılık sisteminin kontrolü kadar sermaye akımlarının etkilerinin kontrolünün de gerekli olduğunu göstermektedir. Bu çerçevedeki kısa vadeli sermaye akımlarını sınırlandıracak öneriler, istikrar programı içinde yapılandırılmış geçici kontroller formundadır.

Ülke deneyimleri sermaye girişleri üzerine kontrollerin kısa dönemli sermaye akımlarını azaltmak yönüyle etkin olduğunu göstermektedir. Sermaye girişleri üzerine kontroller, makroekonomik ve politik istikrarsızlıkların sürdüğü programın ilk uygulama yılı için öngörülebilirdi. Bu uygulamanın amacı; sermaye girişlerinin büyüklüğü sınırlandırmak, istikrarsızlık durumunda sermaye çıkışı ile ilgili etkileri küçültmek ve çıkışın tetiklediği koşulların büyük bir krize dönüşmesini engellemektir. Bununla birlikte kontroller istikrar programına finansal destek veren IMF çevrelerince desteklenmemektedir.

bb. Munzam Karşılık ve Zorunlu Mevduat Uygulamaları

İkinci bölümde açıklandığı gibi, Şili'de uygulanan zorunlu mevduat tipindeki sermaye giriş kontrolleri hem para hem de maliye politikası aracı olabilmektedir. Türkiye'de ise munzam karşılık sisteminin temelde para politikası aracı olarak kullanıldığı görülmektedir. İki ülke uygulaması arasındaki en büyük farklılık ise kapsama ilişkindir. Buna göre Şili'de temelde dış krediler ve sermaye akımlarının diğer kanalları hedeflenirken Türkiye'de

---

[124] Ziya ÖNİŞ ve Emre ALPER: a.g.m, 12.

uygulama bankalararası hariç toplam TL ve Döviz Tevdiat hesaplarını kapsamaktadır.

TCMB'sının kontrol ettiği para arzının %30'unu bankaların munzam karşılıkları oluşturmaktadır[125]. Buna göre bankalar TL mevduatının %6'sını, döviz mevduatının %11'ini faiz almadan merkez bankasında tutmakla yükümlüdürler. Bankalar için mevduat toplamaları karşılığı olarak toplam yükümlülük oranı TL'de %10 ve dövizde %12 olarak hesaplanmaktadır[126]. Bu yükümlülükler bankaların plase edilebilir kaynaklarını daraltarak kaynak maliyetini yükselttiği için eleştirilmektedir[127]. Bu yükümlülüklerin azaltılması, diğer TL yükümlülük kalemleri sabit kaldığında, emisyonun rezerv paranın %90'ına ulaşmasına neden olacaktır. Bu durumda oluşacak enflastyonist baskıların kontrol edilmesi ise oldukça güçtür[128].

TCMB'sının enflasyonu kontrol edebilmesi için rezerv para arzını sınırlı tutması gerekmektedir. Bununla birlikte Türkiye gibi yüksek bütçe açığına sahip ülkelerde rezerv para artışının düşük oranlarda sınırlandırılması, faizlerin mevcut durumundan çok daha yukarıya gitmesini gerektirir. Dolayısıyla Türkiye'de kamu açıkları nedeniyle munzam karşılıkların para arzının sınırlandırılmasında esnek bir biçimde uygulama olanakları sınırlıdır.

---

[125] Merkez bankasının kontrol ettiği para arzı, dar anlamlı bir para arzı göstergesi olan Rezev Para'dır. Rezerv paranın %60'ı piyasada dolaşıma çıkan paradır. 2000 yılı başında rezerv para göstergesi banka bilançosundan türetilen 'net iç varlıklar' adlı yeni bir gösterge ile yer değiştirmiştir. Ayrıntılı bilgi için Bkz. S. ÖZEL: a.g.e., 55.

[126] Toplam yükümlülükler, munzam karşılık ve disponibilite oranları çerçevesinde yapılan yükümlülükleri kapsamaktadır. 10. 05. 2002 tarihli cetvellerden başlamak üzere yapılan düzenlemeye göre, disponibilitede nakit bulundurma zorunluluğu kaldırılırken senet bulundurma yükümlülüğü getirilmiştir. Bu düzenlemeye göre TL yükümlülükleri için disponibilite oranları %4, yabancı para yükümlülükleri için disponibilite oranları %1 olarak belirlenmiştir. Bkz. TCMB: 20 Mart 2002 tarihli Basın Duyurusu, www.tcmb.gov.tr.

[127] 2001 krizi sonrasında bankaların likidite zorluklarını kolaylaştırmak için bankaların bu yükümlülüklerine karşılık faiz ödenmeye başlanılmıştır. Buna göre, 8 Ağustos 2001 tarihinden itibaren TL mevduatı için tesis edilen TL zorunlu karşılıklara, 24.05.2002 tarihinden itibaren ise mevduat dışı diğer TL yükümlülükler ile yabancı para yükümlülükler için tesis edilen zorunlu karşılıklara faiz ödenmeye başlanılmıştır.

[128] S. ÖZEL: a.g.e., 45.

Türkiye'de munzam karşılık uygulamasında bankalar varlığa dayalı menkul kıymet, banka bonosu, döviz kredisi kullanma gibi üzerinde munzam karşılıklardan doğan maliyetlerin daha az olduğu araçlara yönelmektedir. Bunun sonucunda banka pasifleri içinde karşılığa tabi TL mevduatının payında sürekli azalma olurken diğer borçlanma araçlarının payları artma eğilimine girmiştir. Böylelikle munzam karşılıkların yalnızca mevduatlar üzerinden alınması, sistemdeki bankaların farklı yollar izleyerek bu maliyet yükünden kaçmalarına sebep olurken, bir para politikası olarak etkinliğinin de azalmasına neden olmaktadır[129].

Türkiye'de bankacılık sektörü kanalıyla gerçekleşen kredi akımları, mali sistem ve ekonomi için önemli bir kırılganlık noktası oluşturmaktadır. Bunun en önemli nedeni ise mali sektörün açık pozisyonlarından kaynaklanan döviz yükümlülüğünün vade sonunda dövize aşırı bir talebi gündeme getirmesidir. Bu durum ekonomide risklerin artması ile 2000 Kasım krizinde olduğu gibi bir likidite krizinin koşulları oluşturmaktadır.

Türkiye'de bankalar kanalıyla dış kredilere uygulanan sınırlama açık pozisyon sınırlamasıdır. Fakat uygulama döneminde açık posizyon sınırlamalarının büyük ölçüde aşıldığı, özellikle 1994 ve 2000 krizleri ile ortaya çıkmıştır. Bankalar 2000 krizinde görüldüğü gibi, açık posizyon sınırlamalarını aşacak yöntemleri bulmaktadırlar. Ayrıca hükümetlerin kamu borç yükünü daha düşük maliyetle finanse etme olanağı bulduklarından açık pozisyon sınırlamalarına ilişkin kuralları dikkate almada çok fazla istekli olmadıkları gözlenmektedir.

2000 yılında getirilen düzenleme ile munzam karşılık, ticari bankaların açık posizyonlarını sınırlandırmayı sağlayacak biçimde yapılandırılmıştır. 1999 Eylül sonunda alınan bir kararla ticari bankaların açık pozisyon sınırı sermayenin %20'sine indirilmiştir. Bu sınırı aşan bankalar Haziran 2000

---

[129] Asiye TECİRLİ: "Munzam Karşılık Uygulamaları ve Bankacılık Sistemine Etkileri", Bankacılar Dergisi, 20, (1997), 19.

sonuna kadar TCMB'sına %8 munzam karşılık yatırmak zorundadır. Bu tarihten sonra munzam karşılık oranı ise %100'e çıkarılmıştır. Uygur'a gore "Bu kurala uyulduğu takdirde sınırı aşarak açık pozisyon yaratmanın ve dış borçlanmayı artırmanın ekonomik getirisi bulunmamaktadır"[130]. Bununla birlikte bankaların Eylül 2000'de açık pozisyonu olması gerekenin 10 katına yani 20.95 milyar dolara ulaşmıştır. Kriz sonrasında ortaya çıktığı gibi, bankalar döviz borçlarını vadeli kontratlarla koruduklarını bildirirken, bu kontratlar yerli ve/veya holding firmalarıyla yapılmış ve gerçekte döviz borçlarının sadece küçük bir bölümünü kapsamıştır[131]. Bu durum bankaların FL döneminin en yüksek açık pozisyon miktarı ile önemli bir döviz riski taşımalarına neden olmuştur.

Bu çerçevede devletin kendi finansman gereksinimini azaltacak politikaları uygularken aynı anda mali sektörün yurt dışından kaynaklara aşırı yönlenmesini daha doğrudan yollarla denetlemesi gerekli olabilir.

Türkiye'de Şili uygulamasında olduğu gibi, zorunlu mevduat uygulaması bankaların doğrudan dış kredileri üzerine uygulanabilir. Munzam karşılık Şili dışında Kolombiya ve Meksika'da da yabancı krediler ya da yabancı borçlanmaları kapsayacak biçimde uygulanmaktadır. Kolombiyada oran %47, Meksika'da ise %15 olarak uygulanmıştır[132]. Şili ve Kolombiya sermaye girişlerinin büyük çoğunluğu doğrudan yatırımlara dayandığı için yüksek oranlar uygulamada daha esnek olabilirler. Türkiye için dikkat edilmesi gereken nokta ise kısa dönemli akımlara yaratılan maliyet kadar yerleşiklerin portföy hareketlerine maliyet yaratılmasının gerekli olmasıdır. Bunun için Türkiye uygulaması yabancı para cinsinden mevduatı ilk uygulama aşamasından itibaren kapsamalıdır. Gerekli görüldüğünde kapsam, yabancıların borsadan menkul kıymet alımı ve yerleşiklerin diğer döviz cinsinden varlıkları içerecek şekilde genişletilebilir. Oran %10 ile

[130] Ercan UYGUR: Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri, a.g.e., 11.
[131] Ercan UYGUR: Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri, a.g.e., 12.
[132] Erinç YELDAN: "Asya ve Latin Amerika Ekonomilerine Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Etkileri Üzerine Gözlemler", a.g.m., 165.

başlanılıp dış borçlanmadaki yoğunlaşmaya göre %20 ve %30'a kadar arttırılabilir. Oranın artırılmasında, IMF tarafından da dışsal kırılganlığın bir göstergesi olarak alınan kısa vadeli borçların Merkez bankası rezervlerine oranı kriter alınıp, bu oran belli bir eşiği geçtiğinde artırım yapılabilir.

Bu aracın sermaye girişlerini sınırlandırırken içeride enflastyonist etkilerin kontrol edilmesi yönüyle etkin olabileceği düşünülmektedir. Sermaye girişlerinin para arzı üzerindeki etkilerinin kontrol edilmesiyle azalan enflastyonist beklentiler ile ekonominin kötü dengelere yönlenmesi sınırlandırılabilir.

Bankaların Şili tipi sermaye giriş kontrolleri ile dışarıdan kredi almalarının doğrudan sınırlandırılmasının en önemli etkisi ise kısa vadeli sermaye giriş hacmini azaltmaktır. Bu ise verginin, yatırımın tutma dönemine göre kısa dönemli yatırımlara daha fazla maliyet yaratmasından kaynaklanmaktadır. Uygulama, zorunlu mevduatın Merkez bankasında belli bir süre faizsiz tutulmasını öngördüğünden, buradaki vergi yükü yatırım süresi uzadıkça düşmektedir. Şili deneyiminde uygulanabilirliği görülen vergi, kısa dönemli işlemlere caydırıcılık oluşturması bakımından Tobin vergisi ile aynı mantaliteye dayanmaktadır.

Bu tip kontroller, mali kesimde ve finansal piyasalarda oligopolistik yapılar ve sığ piyasalar geçerli, bankacılık sisteminin gözetim ve regülasyonu yetersiz ve banka sahip ve yöneticilerinin risk değerlendirme kapasiteleri yetersizse aşırı borç alma ve borç verme sonucu ortaya çıkacak bozulmaları büyük ölçüde sınırlayabilir. Türkiye'de büyük ölçüde geçerli olan bu koşullarda, bütün sermaye girişlerine yatırımın süresine göre değişen vergileme, söz konusu problemi önlemenin en etkin yollarından biri olabilir.

Türkiye'deki büyüme oranlarındaki değişkenliğin en önemli nedeni dış kredi girişlerine son derece duyarlı bir ekonominin söz konusu olmasıdır. Bu

biçimiyle öneri, ülkeye yönelik dış kredi girişlerini istikrarlı kılarak, dış krediye dayalı büyüme oynaklığını azaltma yönüyle fonksiyon görebilir.

4. Ulusal Regülasyon Politika Önerilerinin Etkinliği ve Sınırları

Ulusal ekonomilere yönelik iktisadi dengesizliklerin ortadan kaldırılması yeterli değildir. GÜ'lerde faiz çok düşük düzeylere indiğinde Asya ve Latin Amerika'da olduğu gibi uygun ülkelere çok büyük sermaye akımları gerçekleşebilmektedir. GOÜ'ler kendi dışındaki nedenlerle sermaye akımlarının kendi ülkelerine yoğunlaşmasının olumsuz etkilerine karşı koruyucu önlemler almak durumundadırlar.

Ayrıca Malezya durumunda olduğu gibi kriz koşullarında kısa dönemli olarak getirilmiş araçların, kriz bittiğinde ve uzun dönemde kaldırılması gerekli olabilir. Çünkü ulusal düzeyde sermaye kontrolleri, rekabetçi global bir ortamda etkinsiz bir araç haline gelebilir. Kısa dönemli sermaye akımlarını ulusal düzeyde regüle etmek için getirilen araçlar, uzun dönemli sermaye girişlerini azaltma yönünde etkili olacak olumsuz sinyaller verebilir. Bu durum kalkınma için oldukça önemli olan uzun dönem nitelikli sermaye girişlerinde azalmaya varabilir.

Bu durum geçici ve kısa dönemli olanlar hariç olmak üzere global dünya ekonomisinde ulusal temelde regülasyonların sınırlarını ortaya koymaktadır. Bu sorunun doğal sonucu ise, kısa dönemli sermaye akımlarının etkin regülasyonu için uluslararası veya global girişimlerin gerekli olduğudur.

Türkiye, Latin Amerika ve Asya ülkelerindeki krizler iki yönlü değerlendirilmesi gereken olgulardır. Yerleşikler yönüyle ödünç alınan fonların yanlış kullanımı ve sonuçta yanlış yatırım kararları krizlerin sadece bir yönüdür. Aynı ölçüde önemli olan, dış kreditörler yönüyle yapılan aşırı kredilendirmedir. Eğer finansal globalizasyon, dünyanın bir kısmından diğerine doğru yayılma eğilimiyle, büyük ölçüde beklenilmedik finansal kriz

T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU DOKÜMANTASYON MERKEZİ

deneyimlerinde görüldüğü gibi sistemik risk oluşturuyorsa, uluslararası veya bölgesel girişimler koordineli sermaye kontrollerinin uygulanması için gereklidir[133].

5. Uzun Vadeli Sermaye Akımları ve Kredi Tahsisi

Türkiye'deki temel ekonomik istikrarsızlıkların mevcudiyeti, FL ile iç ve dış kaynaklardan sağlanan fon artışının kamu açıklarında kullanılmasını ve uzun vadeli sermaye akımlarında ve reel üretim için kaynaklarda önemli artışların gerçekleşmemesine neden olmaktadır. Bununla birlikte kredi piyasalarındaki eksik bilgiye dayalı kredi tayınlaması geçerli olabilmektedir. Dolayısıyla piyasalar aracılığıyla fonların her zaman kaynakların etkin tahsisini gerçekleştirecek biçimde kanalize edilmesi sağlanamamaktadır. Bu durum devletin kredi tahsisinde, reel ekonominin ihtiyaçlarına yönlendirecek politikalar izlemesini gerekli kılmaktadır.

Kredi mekanizmasının tümüyle mali sektör kanalıyla etkin biçimde işlemesi teorik olarak mümkün olmamanın yanında Doğu Asya'daki gayrimenkul piyasası çöküşlerinde görüldüğü gibi uygulamada da büyük problemlere yol açmaktadır[134]. Doğu Asya ülke ekonomilerinin başarısının temelinde, 1980'lerin sonlarına kadar devletin sanayileşme hedefi doğrultusunda uyguladığı tahsisli kredi programlarının bulunduğu kabul edilmektedir. Bu politika 1980'lerde bölge ülkelerinin ekonomik büyümesinde artış ve GSMH'nın %40'lara varan yatırım oranlarına ulaşılmasını sağlamıştır. 1990'larda ise sermaye girişlerinde yoğunlaşma üretken olmayan sektörlerde fiyat şişmelerine neden olmuştur.

Asya deneyimi devletin sermaye giriş miktarı kadar giren sermayenin üretken ve verimli yatırımlara tahsisinde aktif bir rol oynaması gerektiğini göstermektedir. Bu çerçevede devletin desteklemek istediği sektörlere

---

[133] Ziya ÖNİŞ ve F. AYSAN: a.g.m., 135.
[134] J. E. STIGLITZ: a.g.m., 12.

tahsisli kredi sağlarken desteklemek istemediklerine de vergi koymasının etkinsiz yapıları azaltabileceği düşünülmektedir.

Son dönem çalışmalarda toplam talep düzeyi üzerinde faiz oranlarının düşük etkisi ve üretim düzeyi-kredi hacmi ilişkilerinin öne çıktığı görülmektedir. Benzer biçimde Türkiye'de de kredi hacmi ve sanayi sektörü üretimi arasında önemli bir ilişkinin olduğu ortaya konulmuştur[135]. Bu konuda yapılan bir çalışmada sanayi üretiminde yaklaşık %30'luk bir değişimin banka kredilerince açıklandığı tespit edilmiştir[136].

Türkiye'de finansal sistem kanalıyla kredi aktarımında etkinlik özel sektördeki mülkiyet ilişkileri nedeniyle oldukça düşüktür. Bu etkinliğin sağlanması için banka sahipliği ve şirket sahipliği arasındaki mülkiyet bağlantılarının ortadan kaldırılması gereklidir. Ancak böylelikle finansal sistem kanalıyla verimsiz ve aşırı riskli yatırımların finanse edilmesi durumu ortadan kalkabilir.

6. Finansal Piyasalar, Sermaye Akımları ve Vergi Politikaları

1980 başlarında uygulamaya konulan istikrar programları vergi alanında, yurtiçi mali serbestleşme ve mali piyasalarda devletin etkinliği ve kontrolünün azaltılması hedefi doğrultusunda düzenlemeler içermiştir. Bu çerçevede 1983 ve 1984 yıllarında mali aracılığın maliyetlerini azaltmak amacıyla mevduat faizi gelirinden elde edilen stopaj vergileri düşürülmüştür.

1984'de yerleşik ve yabancılara döviz tutma ve bulundurması serbest bırakıldıktan sonra vergi politikası yabancı sermaye girişlerini hızlandırmak için kullanılmıştır. 1985 yılında çıkarılan bir kararname ile, yabancı devletler, uluslararası kurumlar ya da yabancı banka ya da kurumlardan alınan her türlü krediler için ödenecek faizler ile aynı kişi ve kuruluşların Türkiye'deki

---

[135] Bu konuda ayrıntı için Bkz. F. ÖZATAY, E. ÖZTÜRK, G. SAK: a.g.e, 45.
[136] Lokman GÜNDÜZ: "Türkiye'de Parasal Aktarım Mekanizması ve Banka Kredi Kanalı", İMKB Dergisi, 5 , 18, (Nisan Mayıs Haziran 2001), 24.

bankalarda açacakları döviz hesapları ya da dövize çevrilebilir mevduat hesaplarına ödenecek faizlerdeki vergi kesintisi sıfıra indirilmiştir[137].

Bu karar döviz mevduatın toplam mevduat içindeki payında artış ile 1990'larda hız kazanan para ikamesi olgusunu gündeme getirmiştir. Dönem boyunca borçlanma gereğinin sürekli nitelik göstermesi, mali piyasalarda dengeleri bozarak TL'den kaçış eğilimini arttırmakta ve para stoğunun denetlenmesini zorlaştırmaktadır. Ayrıca 1989'da sermaye hesaplarının açılmasıyla kısa vadeli sermaye girişlerinin başlaması ekonomi politikası yönetimi için mevcut sorunu ağırlaştırmıştır.

1986 yılında sermaye piyasası oluşturulması sürecinde vergi teşviklerinden yoğun bir biçimde yararlandığı görülmektedir. Bu dönemde finansal piyasaların büyümesinde ve finansal kurumların artmasında uygulanan teşvik sisteminin önemli bir payı bulunmaktadır.

Türkiye'de oldukça yaygın biçimde kullanılan finansal piyasaların oluşumu teşvik eden vergisel düzenlemeler, işlemlerin vergisi düşük olan alanlarda yoğunlaşması yanında işlemcilerde piyasa işleyişine uygun davranışların gelişmesine de engel olması beklenebilir[138]. Bu tür bir durumun oluşumu Türk sermaye piyasaları bağlamında gündeme getirilebilir. Bununla birlikte Türk finans piyasalarında vergileme temel olarak kamunun borçlanma gereksinimini kolaylaştırıcı unsurlar içermektedir.

Devletin 1980'lerin ortasından bu yana yurtiçi piyasalardan borçlanarak finansman ihtiyacını karşılamasına rağmen, devlet tahvili ve hazine bonosu gibi kamu menkul değerlerinden 1989'da %5 ve izleyen yıllarda %10 olmak üzere stopaj kesintisi 1980'lerin sonunda gündeme getirilmiştir.

---

[137] TCMB: 1985 Yıllık Rapor, (Ankara, 1985), 63.

[138] Bu konuda Bkz. Güven SAK: "Finansal Piyasalarda Vergilemenin Amacı Nedir? Tasarının Vizyon Problemi Üzerine Notlar", Ekonomide Durum, Kitap 5, (Bahar 1998), 166.

1994-1996 arasında ise 1994 krizi sonrasında kamunun borçlanma imkanlarını kolaylaştırmak için stopaj oranı sıfıra düşürülmüştür. 1997'den itibaren kamu kağıtlarına uygulanan %12 stopaj ise 1998'de Asya krizinin devletin borçlanma imkanlarını azaltması ve gelen tepkiler nedeniyle önce %6'ya düşürülmüş, 1 Ekim 1998'den itibaren ise %0 olarak uygulanmaktadır[139]. Bu süre boyunca, deprem sonrası getirilen vergisel düzenlemeler kapsamında, 1999 ve 2000 yıllarında Devlet iç borçlanma senedi faizlerine %4-19 oranları arasında değişen faiz vergisi uygulanmıştır(Tablo 41). Bu iki yıllık uygulama ile önemli vergi gelirlerinin elde edilmesinin ardından tekrar eski sisteme dönülmüştür.

Bunun yanında 2001 yılında getirilen düzenleme ile devlet tahvil ve hazine bonosu gelirlerine yönelik önemli bir istisna getirilmiştir. Gelir vergisi kanununa 4710 sayılı kanunla[140] eklenen geçici 59. madde ile 31.12.2004 tarihine kadar uygulanmak üzere 26.07.2001-31.12.2002 tarihleri arasında ihraç edilen Devlet tahvili ve Hazine bonolarının faiz gelirleri ile elden çıkarılmasından sağlanan diğer kazanç ve iratlar toplamının 2001 yılında 50 milyar lirası gelir vergisinden istisna tutulmuştur[141]. 2002 yılında ve izleyen yıllarda bu tutarın veya artırılmış tutarın her yıl için belirlenen yeniden değerleme oranında arttırılmasıyla belirlenecek tutar gelir vergisinden müstesna tutulmuştur[142]. Buna göre, 2002 yılında öngörülen istisna tutarı 76

---

[139] 29.12.1996 tarih ve 22862 Sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren 96/8955 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile 1.1.1997'den itibaren Hazine Bonosu ve Devlet Tahvili faizlerinde stopaj oranı %12 olarak belirlenmiştir. Oran, 31.12.1997 tarih ve 23217 Sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren 97/10421 sayılı Karar ile 1.1.1998'den itibaren %6'ya indirilmiştir. Son olarak 15.10.1997 tarih ve 23494 Sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren 98/11794 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile 1.10.1998'den itibaren stopaj oranı %0 olarak belirlenmiştir ve halen %0 olarak uygulanmaktadır.

[140] 24.10.2001 tarih ve 24563 sayılı Resmi gazetede yayımlanmıştır.

[141] 243 Seri No.lu Gelir Vergisi Genel Tebliği; 20.12.2001 tarih ve 24616 sayılı Resmi gazetede yayımlanmıştır.

[142] 29.01.2003 tarih ve 24988 sayılı resmi gazetede yayımlanan 4783 sayılı kanunla istisna süresi bir yıl uzatılmıştır.

milyar 600 milyon TL iken[143] 2003 yılında uygulanacak istisna tutarı 121 milyar 794 milyon lira olmaktadır[144].

Özel sektör tahvil ve finansman bonosu faizlerindeki stopaj oranı ise 1996 yılına kadar %10, bu tarihten sonra ise %12 olarak uygulanmaktadır (Tablo 41). Yukarıda bahsedilen geçici 59. madde, özel sektör tahvil ve finansman bonosu faiz gelirleri için istisna uygulaması öngörmemektedir. Söz konusu finansman araçlarının 2003'te vadesinden önce elden çıkarılmasından doğan kazanca uygulanacak istisna ise 10 milyar TL'dir.

Bu bağlamda Türkiye'de kamu kağıtları faizi için öngörülen vergileme politikası, temel olarak devletin borçlanma politikasının kolaylaştırılması için tasarrufların bu araçlara yönlenmesini hedeflemektedir. Oysa gelir dağılımının bu denli çarpık olduğu bir ortamda kamu borç çevrimi sorunu nedeniyle yüksek gelir gruplarına reel servet transferi katlanarak artmaktadır.

Sendikasyon kredileri dışında uluslararası mali piyasalardan fon temin etmenin dolaşım kabiliyeti de olan menkul kıymetlere doğru kaymakta olduğu görülmektedir. Hükümet ya da şirketlerin kendi ülkeleri dışında kaynak sağlamak için yararlandıkları bu menkul kıymetlere eurobond denilmektedir. Bu nitelikteki yatırım araçlarının Türkiye'de kullanımının yeni olmasına rağmen, sağlanan vergi avantajlarının da etkisiyle, özellikle 1997'den itibaren alternatif bir finansman biçimi olarak ortaya çıktığı görülmektedir. Bu vergi avantajı yukarıda açıklanan geçici 59. madde de sözü edilen Devlet Tahvili ve Hazine bonosuna ilişkin istisnadır[145]. Bu istisnanın 2002 yılında, 26.07.2001 tarihinden sonra ihraç edilen eurobond'ların itfasından elde edilen eurobond faiz gelirlerinin ve eurobond'ların satışından sağlanan kazançlar

---

[143] 245 Seri No.lu Gelir Vergisi Genel Tebliği; 28.12.2002 tarih ve 24977 sayılı Resmi gazetede yayımlanmıştır.

[144] Sezgin ÖZCAN: "2003 Yılı Faiz, Repo, Bono, Tahvil ve Borsa Kazançları Nasıl Vergilendirilecek?", Yaklaşım, 11, 122, (Şubat 2003), 327.

[145] Maliye Bakanlığı 11.12.2001 tarih ve 66321 sayılı özelge ile Eurobondların Hazine Bonosu ve Devlet Tahvili kapsamında olduğu görüşünü açıklamıştır. Bkz. Yaklaşım Dergisi: (Şubat 2002), 284.

için enflasyon indirimine tabi tutulmadan uygulanması öngörülmüştür. 26 temmuz 2001 tarihinden önce ihraç edilen eurobond'lardan elde edilen faiz geliri ve eurobond'ların satışından elde edilen gelirlerde istisna uygulaması söz konusu değildir. Tablo 41'den görüldüğü gibi, bu yatırım araçlarına ilişkin olarak stopaj uygulaması ise bulunmamaktadır.

Türkiye'de FL döneminde artan tasarruf mevduatı yanında döviz tevdiat hesaplarına ödenecek faizlerde vergi kesintilerinin sıfır olması 1980'lerin ortalarından itibaren döviz tevdiat hesaplarının artmasında etkili olmuştur. Ayrıca döviz tevdiat hesaplarına ilişkin olarak vergi yüklerinin farklılaşmasına neden olan uygulamalarda toplam mevduat içinde döviz mevduatlarının artmasına neden olmuştur. Bu hesaplara yürütülen faizlere uygulanan stopaj, diğer tahvil ve mevduat faizleriyle aynı olduğu halde, enflasyondan kaynaklanan değerleme farklarının içerilmediği için vergi yükü düşük kalmaktadır. Bu durum ise tasarrufların döviz tevdiat hesaplarına yönlenmesini teşvik etmiştir.

Banka mevduatı ve repo gelirleri için ilk defa 1997 yılında beyan sistemine geçilmiştir. Sistemin iki yıllık uygulamasının ardından 1999 yılında beyan usulünden vazgeçilerek tasarruf sahiplerinin faiz gelirlerinden %12, repo gelirlerinden yapılan %6'lık stopaj nihai vergi olacak biçimde değiştirilmiştir (Tablo 41).

2001 öncesinde döviz mevduatı ve TL mevduatı aynı stopaj oranına tabi tutulmuştur. 2001 krizi sonrasında ise mali piyasalarda istikrara katkı sağlamak, TL ve uzun vadeli yatırımı cazip kılmak için stopaj oranları yeniden düzenlenmiştir. Tablo 41'den görüldüğü gibi döviz mevduat faizi için TL mevduat faizinden daha yüksek stopaj oranları öngörülmüştür. TL mevduat faizleri için ise vade uzadıkça stopaj oranları azalmaktadır.

TABLO 41: FİNANSAL VARLIK ve FİNANSAL İŞLEMLERE UYGULANAN STOPAJ ORANLARI (%)

Stopaj (%)	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Döviz Mevd. Faiz	10	10	12	12	12	16	18	18
TL mevduat[1]	5	5	12	12	12	16	14	16
DİBS	0	0	12	6[2]	0[3]	0[3]	0	0
Repo Gelir	0	0	0	6	6	16	20	20
Özel Sektör Tahvil ve finansman bonosu	10	10	12	12	12	12	12	12
Eurobond	-	-	yok	yok	yok	Yok	yok	Yok
BSMV[4]	5	5	5	5	5	5	5	5

(1) 2001 ve 2002 verileri için vade uzadıkça vergi oranı azalmaktadır.
2002 yılı için vadesiz mevduat için %16, 3 ay vadeli mevduat için %16, 6 ay vadeli mevduat için %14, 1 yıla kadar mevduat için %10, 1 yıl ve daha uzun mevduat için % 6'dır.
(2) Oran, 1.10.1998'e kadar geçerlidir.
(3) 26 Kasım 1999 tarihli 23888 Mükerrer sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan, Marmara Bölgesi ve civarında meydana gelen depremin yol açtığı ekonomik kayıpları gidermek amacıyla bazı mükellefiyetler ihdası ve bazı vergi kanunlarında değişiklik yapılması hakkındaki kanunun 16.maddesine göre, 1.1.2000 tarihinden itibaren uygulanmak üzere 1.12.1999 tarihinden önce ihraç edilmiş bulunan devlet iç borçlanma senetlerinden;
1) İskontolu tahvil ve bonolara ödenen faizlerden 1.12.1999 tarihinden itibaren,
a) Vadesine 1-91 gün kalanlarda %4
b) Vadesine 92-183 gün kalanlarda %9
c) Vadesine 183 günden fazla kalanlardan %14
2) Üç yıl vadeli değişken faizli üç ayda bir kupon ödemeli tahvil faizlerinden %4
3) İki yıl vadeli sabit faizli üç ayda bir kupon ödemeli tahvil faizlerinden %19 faiz vergisi kesilir. 1.12.1999 tarihinden sonra ihraç edilmiş bulunan devlet iç borçlanma senet faizleri bu vergiye tabi tutulmamaktadır.
(4) Bankalararası İşlemlerde %1, kambiyo işlemlerinde %01, bankalararası kambiyo işlemlerinde %0 olarak uygulanmaktadır.

2001 krizi sonrasında döviz tevdiat hesaplarına, TL mevduatından daha yüksek stopaj oranlarının öngörülmesi, TL mevduatlarından döviz tevdiat hesaplarına kayışı bir ölçüde de olsa sınırlamayı amaçlamaktadır[146]. Bununla birlikte yirmi yıldır yüksek enflasyon ve makroekonomik istikrarsızlık içinde bulunan bir ekonomide söz konusu oran farklılaştırmasının TL mevduatı artışı yönüyle önemli etkiler yaratması beklenmemektedir. Nitekim

[146] TCMB: Para Politikası Raporu, (Ankara, 2001), 24.

toplam mevduat içinde döviz mevduatı 2001'de azalmazken para ikamesi devam etmektedir (Bkz. Tablo 39).

Türkiye'de finansal piyasalardaki işlemlere ve kurumlara yönelik geçerli olan vergilendirme rejimi Ek 6'da verilmektedir. Bilindiği gibi 1989 sonrasında Türkiye'ye yönelik sermaye akımları, büyük ölçüde, banka kredileri ve para ve sermaye piyasalarına gerçekleştirilen yatırımlardan oluşurken doğrudan yabancı sermaye yatırımları oldukça düşük kalmıştır. Tablo oluşturulurken Türkiye'ye yönelik sermaye akımları ve yurt içinde borsa, faiz ve döviz piyasalarında hareket eden likit fonların yoğunlaştığı temel kanallar dikkate alınmıştır. Burada gerek sermaye akımlarının yöneldiği alanlar, gerekse tam ve dar mükellefiyet biçimleri arasındaki vergisel farklılıklar ortaya konulmuştur.

Türkiye'de sermaye piyasalarının oluşum sürecinin başından bu yana kurumsal yatırımcılara vergisel teşvikler sağlanmıştır. Ek Tablo 3'den yatırım fon ve ortaklıklarının portföy işletmeciliğinden elde edilen kazançlar için istisna uygulamasının, belirlenen koşullar altında, tam ve dar mükellefler için geçerli olduğu görülmektedir. Tablo'da yer alan yurtdışından sağlanan krediler kalemi, özellikle bankacılık sektörü açısından önem ifade etmektedir. İlgili mevzuat gereği yurtdışından sağlanan krediler üzerinde herhangi bir vergi yükü bulunmamaktadır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları için ise özel bir vergileme rejimi öngörülmemiştir. Bu yatırımlar için belli koşullar altında işleyen yatırım teşvik belgesine bağlı bir teşvik sistemi uygulanmaktadır. Gerek yurtiçi gerekse yurtdışı kaynaklı sermaye için menkul sermaye iratları önemli bir gelir unsurudur. Tablo'dan görüldüğü gibi menkul sermaye iratlarından elde edilen gelirler istisna uygulamalarına ve kamu menkul kıymetlerinde olduğu gibi %0 stopaj oranları biçiminde özel düzenlemelere tabi bulunmaktadır. Söz konusu gelir unsurlarının pek çoğu için beyannameye dayalı bir vergileme uygulamasına geçilememiştir.

Sermaye akımlarının yönlendiği önemli bir alan olan borsadan elde edilen kazançlara ilişkin ilk düzenlemeler 1998 yılı vergi tasarısı ile gündeme gelmiştir[147]. Söz konusu düzenleme, hisse senetlerinin kısa dönem alım satıma konu olmasını caydırmak ve uzun dönem elde tutulmasına yönelik bir vergisel teşfik olarak değerlendirilebilir. Bununla birlikte bu düzenlemenin başlangıçta öngörüldüğü biçimde uygulanması mümkün olmamış ve son düzenleme ile hisse senetlerinin 3 ay içinde elden çıkarılmasından sağlanan kazançların "Değer Artış Kazancı" olarak Gelir Vergisine tabi olması öngörülmüştür.

Türkiye gibi finansal piyasaların son derece sığ olduğu ülkelerde belli işlemcilerin borsalarda hisse senedi alım-satım işlemleri ile piyasalarda dalgalanmalar gerçekleşebilmektedir[148]. Bu durum küçük yatırımcılar için maddi kayıplar yanında, piyasa istikrarı ve güveni üzerinde de olumsuz etkilere neden olmaktadır. Sonuçta borsaların ekonominin reel kesimine kaynak aktarmadaki rolü azalmaktadır. Dolayısıyla yukarıda bahsedilen düzenlemenin, hisse senetlerinin 1 yıl elde tutumunu öngören şekli, makroekonomik istikrarı sağlayacak bir programın parçası olarak düşünülmelidir. Türkiye'de, -Latin Amerika ve Asya ülkelerinde olduğu gibi-

---

[147] Bu tasarı ile başlangıçta bir yıldan fazla elde tutulan hisse senetlerinin elden çıkarılmasından sağlanan kazançların vergi dışı bırakılması öngörülmüştür. Fakat iç ve dış koşullardaki gelişmeler üzerine bir yıllık süre 3 ay olarak uygulamaya konulmuştur. 1 Ocak 2003'ten itibaren ise üç aylık sürenin 1 yıl olarak uygulanması öngörülmüştür (GVK Geçici Md. 56/D-1). Bununla birlikte 9 Ocak 2003 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan 4783 sayılı yasa ile bir yıllık süre 2003 ve izleyen yılların borsa kazançları için üç aya indirilmiştir. Buna göre üç ay ya da daha fazla elde tutulan ve Türkiye'de kurulu menkul kıymet borsalarında işlem gören hisse senetlerinin elden çıkarılmasından sağlanan kazançlar gelir vergisine tabi değildir (GVK Mükerrer Md. 80/1).

[148] Gelişmiş ülke borsalarındaki ortalama aylık getiri dalgalanmalarının, görece daha az gelişmiş olan ülkelere ait dalgalanma değerlerine göre daha düşük olduğu tespit edilmektedir. Türkiye'nin OECD ülkelerinin hisse senedi piyasalarına göre, yaklaşık olarak üç kat daha fazla dalgalanma gösteren bir borsaya sahip olduğu ortaya konulmaktadır. Menkul kıymet piyasalarında getiriler, temettü gelirleri veya hisse senedi fiyat artışlarına bağlı getirilerden oluşmaktadır. Temettü gelirleri belli bir süreç içinde gerçekleşebilirken, fiyat artışlarına bağlı getiriler dış gelişmelere ve hisse senedi talep esnekliğine bağlıdır. Türk hisse senedi piyasasına ilişkin olarak piyasa hacminin sınırlı olması, sınırlı sayıda alıcı ve satıcının fiyatları belirleyebilmesi ve sınırlı sayıda alım veya satım işleminin, genel bir gösterge olan borsa endeksinde önemli dalgalanmalara yol açması durumları tespit edilmektedir. Bkz. S. ŞAHİNKAYA: "Menkul Kıymet Borsaları ve Reel Sektör İlişkileri Üzerine Bazı Gözlemler", Ekonomik Yaklaşım, 5, 13, (1994), 77-78.

sermaye akımları volatilitesi, büyük ölçüde kısa vadeli plasmanlara dayalı işlemlerden kaynaklanmaktadır. Bu biçimiyle düzenlemenin kısa vadeli sermaye hareketlerinin sınırlandırılmasına yönelik önerilere önemli bir katkı yapması beklenebilir. Diğer yandan menkul kıymet piyasalarına yönelik uzun dönemli işlemler teşvik edilmiş olacaktır.

Türkiye'de finans kesimi yaptıkları bankacılık işlemleri nedeniyle kendi lehlerine aldıkları paralar dolayısıyla Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisine (BSMV) tabi bulunmaktadırlar[149]. BSMV, banka ve sigorta muamelelerinde %5, kambiyo muamelelerinde ise %01 olarak uygulanmaktadır(Tablo 41)[150]. Kambiyo muameleleri verginin kapsamında olduğu halde arbitraj işlemleri vergiden istisna tutulmuştur. Buna göre Gider Vergileri Kanunu'nun 29. maddesine 4008 sayılı kanun ile eklenen "o" ve "p" bentlerine göre "Bankaların, yetkili müesseselerin, özel finans kuruluşlarının ve PTT'nin Türk

---

[149] 6802 sayılı Gider Vergileri Kanunu'nun 3297 sayılı Kanun'la değişik 28. Maddesinde; "Banka ve Sigorta şirketlerinin 10.6.1995 tarihli ve 3226 sayılı Finansal Kiralama Kanununa göre yaptıkları işlemler hariç olmak üzere, her ne şekilde olursa olsun yapmış oldukları muameleler dolayısıyla kendi lehlerine her nam ile olursa olsun nakden veya hesaben aldıkları paralar banka ve sigorta muameleleri vergisine tabidir" hükmü bulunmaktadır. Bankerlerin yapmış oldukları banka muameleleri ve hizmetleri dolayısıyla kendi lehlerine herne nam ile olursa olsun nakden veya hesaben aldıkları paralarda banka muameleleri vergisine tabidir.

[150] BSMV'nin oranı %15'tir. Oran 88/13608 sayılı B.K.K. ile %5, bankalar arası mevduat işlemlerinde %1 olarak belirlenmiştir. Kambiyo muamelelerinde oran matrahın binde biridir(%01). 22.06.2002 tarih ve 24793 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan 4761 sayılı "Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkındaki Kanun" ile Gider Vergileri Kanunu'nun 33. maddesinde yapılan değişiklikle Bakanlar Kuruluna, bu maddede belirtilen vergi oranlarını, bankalar arası mevduat muameleleri, bankalar ile 2499 sayılı SPK kanununa göre kurulan aracı kurumlar arasındaki borsa para piyasası muameleleri ve diğer banka ve sigorta muameleleri için ayrı ayrı veya birlikte %1'e, bankalar arası kambiyo muamelelerinde sıfıra kadar indirmeye ve yukarıdaki oranları aşmayacak şekilde yeniden tespit etme yetkisi verilmiştir. Verginin oranı, 30.07.2002 tarih ve 24831 sayılı Resmi Gazetede yayınlanan 2002/4506 sayılı B.K.K. ile kambiyo muamelelerinde satış tutarı üzerinden binde 1, bankalar arası kambiyo satış muamelelerinde satış tutarı üzerinden sıfır olarak belirlenmiştir. Bankaların kendi müşterileri ile yapacakları ve diğer döviz satış işlemlerinde ise binde 1 oranı geçerli olacaktır. Buna göre BSMV, bankalar arası mevduat muameleri sonucu lehe alınan paralar üzerinde %1; Bankalar ile 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na göre aracı kurumlar arasındaki borsa para piyasası muameleleri sonucu lehe alınan paralar üzerinden %1; Devlet Tahvili ve Hazine Bonolarının geri alım ve satım taahhüdü ile iktisap veya elden çıkarılması karşılığında bankaların lehlerine aldıkları paralar üzerinden %1; Devlet Tahvili ve Hazine Bonolarının vadesi beklenmeksizin satışı nedeniyle bankaların lehlerine aldıkları paralar üzerinden %1; Kambiyo muamelelerinde satış tutarı üzerinden %01, bankalar arası kambiyo muamelelerinde 0; Diğer banka ve sigorta muamelelerinde lehe alınan paralar üzerinden %5 olarak uygulanmaktadır.

Lirası Kıymetini koruma Hakkındaki kararlar ve bu kararlara dayanılarak çıkarılan tebliğlere göre Merkez Bankasına yapacakları zorunlu, döviz ve efektif devirleri, arbitraj muameleleri ve bu muameleler sonucu lehe alınan paraların BSMV'den istisna edilmeleri hükümleri yer almaktadır.

Türk vergi sisteminde 1957 yılından beri uygulanan BSMV'nin KDV tasarısı hazırlıkları sırasında kaldırılması gündeme gelmiştir. Verginin sektörde kaynak maliyetlerini arttırdığına yönelik tartışmalar bulunmaktadır. Bununla birlikte mevcut kaynak kısıtı ve özellikle bankacılık sektöründe düşük vergi yüklerinin BSMV'nin devamı konusunda en önemli gerekçeyi oluşturduğu savunulmaktadır[151].

Finansal olarak açık ekonomilerde, bankacılık sektörünün en gelişmiş bilgisayar ve kayıt sistemleri ile teknik etkinliğin üst düzeylere varmış olması ile işlem etkinliğini artırmanın yolları oldukça çeşitlenmiştir. Finansal piyasaların globalizasyonunda finansal sektörde işlem vergilerine ilişkin olarak birinci en iyi durum, bütün finansal varlık ve işlemler için tek tip ve tek oranlı bir verginin uygulanmasıdır. Fakat çalışmanın ikinci bölümünde açıklandığı gibi bu tip öneriler bu gün için uygulanabilir değildir. Dolayısıyla bu tip vergilerin bankacılık işlemlerindeki teknik etkinliğin artmasının sürü etkisi ve tıkanma kanalıyla yayılma hızının azaltılmasında belli işlevlerinin olabileceği düşünülmektedir.

Bununla birlikte 2002'de uygulamaya konulan bankalar arası kambiyo işlemlerinde BSMV'nin %0 olması gibi uygulamalar çeşitli etkilere neden olabilir. Öncelikle bu uygulamalar vergilerin benzer işlemler ve mükellefler

---

[151] Bu konuya ilişkin olara yapılan değerlendirmelerde, bankacılık kesiminin uzun yıllar devamlı bir biçimde ticari karlarına oranla vergi yükünün istenen seviyede olmamasına dikkat çekilmektedir. Ayrıca finans kurumları büyük ölçüde yabancı kaynak kullanan ve dolayısıyla enflasyondan en az etkilenen kurumlardandır. Enflasyon gelirlerini kısmende olsa vergileyen mevcut sistemde vergi oranlarının yüksekliği ve ağır vergileme eleştirileri bu kesim için büyük ölçüde geçerli olmamaktadır. Bunun yanında enflasyonist ortamlarda işlem vergilerine nazaran gelir üzerinden yapılan vergilemedeki zorluk, BSMV'nin varlık nedenlerinden biri olarak sayılmaktadır. Ayrıntılı bilgi için İKV: Türkiye'de Finans Kesiminin Vergilendirilmesi, (İstanbul, 1997), 74-75.

arasında tarafsızlığını ortadan kaldırır. Finansal işlemlerin sahip olduğu hareket kabiliyeti nedeniyle işlemlerin vergisi düşük alanlara yoğunlaşmasına neden olabilir. Bilgi ve yüksek işlem teknolojisi avantajına sahip bankacılık sektörünün, vergi avantajının da etkisiyle kambiyo işlemlerine doğru bir yoğunlaşma beklenebilir. Nitekim dünya uygulamalarında olduğu gibi Türkiye'de de döviz piyasasındaki işlemlerin en büyük kısmı bankalar arasında gerçekleşmektedir. Bu işlemler bankalar için önemli bir karlılık alanı haline gelmiştir.

Bu bağlamda son dönemde yaygınlaşan vadeli işlemlere ilişkin BSMV yönüyle farklı uygulamalar öne çıkmaktadır. BSMV kanunu'na göre bankaların yapacakları her türlü vadeli işlemlerden dolayı nakden veya hesaben lehlerine kalan paralar üzerinden %5 oranında banka ve sigorta muameleleri vergisine, bu sözleşmelerin içerdiği ve bankalar dışında yapılan dövizlerin satışları %01, bankalar arası kambiyo muamelelerinde %0 oranında kambiyo muameleleri vergisine tabi tutulacaklardır[152]. Oysa bankalar vadeli döviz işlemlerini arbitraj muamelesi olarak kabul etmekte ve söz konuşu döviz teslimlerini %01 oranında BSMV'ne tabi tutmamaktadır. Vadeli işlemlerin teknik olarak bir arbitraj işlemi olmamasına rağmen[153]

---

[152] N. ARIKAN: " Vadeli İşlemlerin 4761 Sayılı Kanunla Getirilen Yeni Düzenlemelere Göre Banka ve Sigorta Muameleleri Açısından Değerlendirilmesi", Vergi Dünyası, 252, 21, (Ağustos 2002), 32.

[153] Arbitraj eş zamanlı olarak farklı piyasalardaki döviz kuru farklılığından kazanç sağlamak amacıyla yapılan bir işlemdir. Vadeli işlemlerde ise belirli vadeler ve başlangıçta tespit edilmiş tek bir kur oranı söz konusudur. Örneğin swap işleminde hem spot hemde vadeli (forward) işlem bulunmaktadır. Burada spot işlemin aynı piyasada yapılması ve anlık kazançları hedeflemediği dikkate alınarak bir arbitraj işlemi olmadığı sonucuna varılabilir. Benzer biçimde vadeli işlem de arbitraj işlemi olarak değerlendirilemez. Bu işlemlerin bir vade öngörmesinin yanında, vadeli işlemin döviz kuru ile spot işlemin döviz kuru aynıdır. Nitekim döviz swapı, vadeli ve spot kuru birbirine eşit bir tür uzun vadeli döviz kredisi olarak tanımlanmaktadır. H. SEYİDOĞLU: Uluslararası Finans, (İstanbul, 1997), 311. Arbitraj işlemlerinde asıl amaç anlık olarak kazanç elde etmek iken swap işlemlerinde ise asıl amaç belli bir vadede kaynak kullanım maliyetlerini düşürmektir. Benzer biçimde vadeli döviz işlemleri olan futures ve opsiyon uygulamalarıda arbitraj olarak değerlendirilmemektedir. Bu konuda Bkz. M. ERİŞTİ: "Döviz Piyasalarında Yapılan Swap, Options ve Futures İşlemlerinin Vergi Hukuku Açısından İrdelenmesi", Vergi Dünyası, (Ocak 2001), 20, 233, 95. Vadeli işlemlerin BSMV kapsamında değerlendirilmesi gerekliliğine ilişkin bir diğer gerekçe, kambiyo muamelelerine ilişkin vergiyi doğuran olayın tanımına dayanmaktadır. Maliye Bakanlığı'nın 83 no.lu Genel Tebliği ilgili kanunun kambiyo muameleleri dışında kalan banka muamelelerinde BSMV'nin doğması için bir muamele yapılması ve lehe para kalması

Maliye Bakanlığı Bankalar Birliğine vermiş olduğu 14.1.1997 tarih ve 1425 sayılı muktezada, döviz swapı işlemlerini arbitraj işlemi olarak değerlendirmiştir. Diğer yandan swap gibi vadeli işlemler sadece bankalar tarafından gerçekleştirilmemektedir. Bankalar ve sigorta şirketleri yanında, diğer kişi ve kuruluşların söz konusu teknikten doğrudan yararlanma imkanı bulunmaktadır. Banka ve sigorta şirketleri dışındaki kişi ve kuruluşlar tarafından swap işlemi yapılarak, örneğin döviz değişiminde bulunulduğunda, karşılıklı olarak teslim edilecek bu dövizler BSMV açısından bir anlam ifade etmemekte, katma değer vergisi anlamında ise istisna içerisinde ele alındığından vergilendirilmemektedir[154].

Finansal işlemlerde benzer işlem tipleri için benzer vergilendirme rejiminin uygulanması bir çok açıdan önem taşımaktadır. Bu noktada Maliye Bakanlığı tarafından vadeli işlemler için işlemin tekniğine uygun ve tek tip bir vergi rejimini öngören düzenlemelerin yapılması önem taşımaktadır. Bu çerçevede kısa vadede BSMV'nin kapsamının bütün finansman faaliyetleri ve finans hizmetleri sunan tüm finans kurumlarını[155] kapsayacak biçimde genişletilmesi gerekmektedir. Orta veya uzun vadede ise vergi oranının ulusal ve uluslararası piyasalardaki gelişmelere paralel düşürülmesi gündeme gelebilir.

Gerçek kişilerin vadeli işlemlerden elde ettikleri gelirlerin vergilendirilmesi yönüyle de bir boşluk görünmektedir. Menkul sermaye

---

koşullarının gerçekleşmesini şart koşarken, kambiyo muamelelerinde sadece kambiyo satışının yapılmasının verginin doğması için yeterli olarak değerlendirildiği görülmektedir. Bir başka ifadeyle kambiyo satışlarının vergilendirilmesi açısından işlemlerin satış niteliğinde bulunması gerekmektedir. Vadeli döviz işlemlerinde ise dövizin çeşitli biçimlerde alımı ve satımını öngören bir sözleşme söz konusudur. Bu çerçevede söz konusu işlemlerin BSMV'ye tabi olmasının gerekliliği ortaya çıkmaktadır.

[154] N. ARIKAN: a.g.m., 33.

[155] Özel finans kurumları banka olarak kabul edilmediğinden tüm faaliyetleri BSMV'ye tabi değildir. Döviz büfelerinin BSMV mükellefiyetine ilişkin ise bazı tartışmalar bulunmaktadır. Buna göre döviz satışı salt bankacılık işlemi kabul edilecek olursa yetkili müesseselerin banker ve dolayısıyla BSMV mükellefi olarak kabul edilmeleri söz konusu olmakta, bunun aksi durumda yani işlemin herkes tarafından yapılabileceği yolunda bir yaklaşımın varlığı halinde ise mükellefiyetten söz edilemeyecektir. Bu konuda Bkz. Ahmet KIRMAN: Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi, (Ankara, 1995), 178.

iradını tanımlayan GVK'nın 75. maddesindeki tanımdan hareket edildiğinde forward, futures, swap ve opsiyon işlemlerinden elde edilen gelirlerin menkul sermaye iradı sayılması mümkün görülmemektedir. Benzer biçimde, 4783 sayılı Kanun ile yeniden düzenlenen GVK'nun Mükerrer 80. maddesindeki tanımlamalara göre, vadeli işlemlerden elde edilecek gelirlerin değer artışı kazancı kapsamında değerlendirilmesi mümkün görünmemektedir. Konuya ilişkin yapılan değerlendirmelerde vadeli işlem sözleşmelerinin menkul kıymet kabul edilmesi ve bu işlemlerden elde edilen gelirlerin değer artış kazancı olarak vergilendirilmesinin gerekliliği vurgulanmaktadır[156].

Finansal piyasaların en hızlı büyüyen alanlarından biri vadeli işlem piyasalarıdır. Finansal piyasalardaki işlemlerin tek tip vergilendirme kapsamında ele alınmasının gerekliliği, vadeli işlem piyasası araçlarının vergi kapsamına alınmasının önemine işaret etmektedir. Asya ve Latin Amerika ülkelerinde yaşanan krizlerde görüldüğü gibi, söz konusu işlemlerle ilgili finansal piyasalarda önemli bir risk birikimi gerçekleşmektedir. Bu işlemler vergilendirilmedikleri durumda ise işlemlerin bu araçlara yoğunlaşması kanalıyla sistemdeki riskler arttırılmış olacaktır.

Kamu kesimi dengelerinin sağlanmasında vergi gelirlerinden yararlanılırken vergi adaletinin gözetilmesi, vergi alınmayan kesimlerden vergi alınmasını gerektirmektedir. Bunun için önemli bir alan pek çok ülkede uygulaması olan borsa işlem vergileridir. Türkiye'de söz konusu vergiler, ilk defa borsada işlem gören hisse senetlerinin gelir vergisi kapsamında vergilendirilmesi döneminde gündeme getirilmiştir. Önerinin vergilemeye ilişkin olarak olası kırtasiye giderlerinin azaltılması gibi pratik uygulanılabilirlik kolaylıkları yanında, yüksek düzeyde bir gelir yaratma potansiyele sahip olduğu görülmektedir[157]. Öneri borsadan elde edilen kazançların

---

[156] N. K. UYANIK: Bir Bölüm Finansal İşlemler ve Vergilendirilmeleri, (İstanbul, 2001), 54-55.

[157] Öneri, borsada elde edilen kazancın değer artış kazancı olarak beyan edilmesi ile ilgili yasa maddesi değiştirilerek, borsada işlem üzerinden düşük oranlı bir işlem vergisi alınmasını kapsamaktadır. Verginin on binde bir oranında uygulanması durumunda 100

uygulamanın ilk yılında beyan sistemi içinde vergilendirilmesindeki zorluklara çözüm getirirken kamunun ihtiyaç duyduğu gelirlerin elde edilmesi yönüyle oldukça etkin olabilir. Bununla birlikte orta ve uzun dönemde kamu dengelerinin düzeltilmesi ile borsadan elde edilen kazançların gelir vergisi beyan sistemi içinde artan oranlı vergilendirilmesinin mümkün olabileceği bir ortam oluşabilir. Kuşkusuz bu ortam vergi uygulaması yönüyle teknik altyapı ve toplumsal uzlaşmayı gerektirmektedir.

Diğer yandan BSMV haricinde borsa işlemlerinden alınan damga ya da işlem vergisi olmadığından borsa işlem vergisinin uzun dönemli uygulaması söz konusu olabilir. Bu tür bir verginin yüklenmesi sonrasında, işlemlerin diğer ülke borsalarına yönlenmemesi için vergi oranının dünya uygulamalarına yakın tespit edilmesi önem taşımaktadır[158]. Ayrıca finansal piyasa işlemlerine ilişkin vergisel düzenlemeler, kamunun iktisat politikaları bütünlüğü içinde ve vergi düzenlemelerine ilişkin ortam (toplumsal uzlaşma) ve altyapı (kayıt sistemi) sağlandıktan sonra uygulamaya konulabilir. Diğer halde 1994 krizi öncesinde getirilen vergi düzenlemelerinde olduğu gibi vergiler finansal piyasalarda olumsuz gelişmeleri tetikleyebilir.

Sonuç olarak Türkiye'de FL sürecinde finansal piyasalarda vergileme, finansal araçlar arasındaki tercihleri ve finansal piyasa ve kurumların oluşumunu önemli ölçüde etkilemiştir. Kamu sektörü dönem içinde hızla artan açıklarının iç borçlanma finansmanını kolaylaştırmada vergi politikasını sürekli kullanmıştır. Kamu borçlarının sürekli kritik bir eşikte bulunması, reel

---

Trilyon TL civarında bir gelir toplanması mümkün olabilmektedir. Ayrıntılı bilgi için Bkz. Şükrü KIZILOT: "Borsa'da Bir Taşla İki Kuş", Sabah, (12. 5. 2002)

[158] Dünya uygulamalarına bakıldığında hisse senedi ve tahvil işlemlerine ilişkin olarak en yüksek işlem vergisi oranları, Danimarka, Finlandiya, İrlanda ve İsveç'te %1 ile %1.6 aralığında uygulanmaktadır. Fransa'da 1 milyon Frank'tan düşük işlemler için %0.6, Almanya'da %0.5, Hong Kong'ta %0.4, Fransa'da 1 milyon Frank'tan büyük işlemler için %0.3, Japonya ve İsviçre'de yine %0.3 oranı uygulanmaktadır. Düşük oranlar ise İtalya'da %0.05, Portekiz'de %0.08, Hollanda'da %0.12 ve ABD'de %0.004'tür. Bu verginin Asya ülkelerinde de uygulandığı görülmektedir. Oranlar, Malezya ve Filipinler'de %0.5, Tayvan'da %0.3, G.Kore'de %0.2'dir. Dean BAKER: "Feasibility of a Unilateral Speculation Tax in the United States", CEPR Papers, (July 2000), 7. Türkiye'de, benzer piyasa yapıları ve gelişmişlik düzeylerinin olduğu Asya ülkelerindekine yakın bir oran tespit edilebilir.

faizlerin yüksek düzeyde olmasının sonucunda elde edilen yüksek gelirlerin vergilendirilmesini büyük ölçüde sınırlandırmıştır. FL politikalarının amaçları çerçevesinde yapılacak bir değerlendirme, Türkiye için finansal sistemde sermaye kazançlarının düşük vergilendirmesini haklı göstermemektedir[159]. Sermaye gelirlerinin daha az vergilendirilmesi durumunda yatırıma dönüşecek fon arzında önemli bir artış sağlanmamıştır. Vergilemeye ilişkin düzenlemelerin fon arzı artışının yatırımlara kanalize edildiği bir yapıda tasarlanmasının gerekli olduğu düşünülmektedir.

7. İkili Yapıda Tobin Vergisi Uygulaması

Çalışmanın ikinci bölümünde açıklandığı gibi Tobin tipi vergilerin kur oranı istikrarını sağlaması için yüksek ve çeşitlenen oranlar öngörmeleri gerekmektedir. Yüksek vergi oranları uluslararası finansal piyasaların işlemesi üzerindeki olası negatif etkilerinden dolayı desteklenmemektedir. Düşük vergi oranlarının ise kur oranı spekülasyonunu önlemesi beklenmez. Spahn tarafından önerilen Tobin vergisinin ikili yapıda bir versiyonu bu sorunlara çözüm olabilirken, verginin belirli bir ülke grubunda veya ulusal düzeyde uygulanmasını da mümkün kılabilmektedir.

Bu yapı, döviz piyasasındaki tüm işlemlere uygulanacak yüzbinde bir (%0.001) kadar düşük bir vergi oranı ile spekülatif işlem zamanlarında otomatik olarak aktif hale gelecek ve bir çevrim kırıcı olarak fonksiyon görebilecek artırımlı bir vergiyi (exchange surcharge) kapsamaktadır. Bu yapıda öngörülen düşük oran verginin mali fonksiyonunu, artırımlı vergi ise istikrar fonksiyonunu işlevsel hale getirmektedir.

İkili yapıda Tobin vergisinin Türkiye'de uygulandığı varsayımında, düşük oranlı vergi ile günlük 1.250 milyon dolar düzeyindeki Türk döviz

---

[159] Sadece işlem vergileri olarak bakıldığında toplam vergi gelirlerinde finansal ve sermaye işlemleri üzerinden alınan vergilerin payı 1980 öncesi %4 düzeylerinde iken 1980 sonrası %2'lere düşmüştür. 1970'te %3.8, 1980'de %4.2'iken 1990'da %2.1 ve 1998'de %2.4 olarak görülmektedir. OECD Revenue Statistics, 1965-1998, (Paris, 1999), 126-199.

piyasası işlem hacminde, günlük 12.500 dolar ve aylık 312.500 dolar gelirin yaratılması mümkün olabilir.

Verginin istikrar fonksiyonu olan ikinci kısmının, söz konusu amaca ulaştığında vergi geliri oluşturması söz konusu değildir. Buradaki amaç aşırı volatilite ile ilgili negatif dışsallıkları vergilendirmektir[160].

Bu sistemin işleyişi Türkiye örneğinde 2001 krizi ve sonrası dönem için Şekil 5 yardımıyla açıklanabilir. Şekil'deki hesaplamalara temel olan 25.01.2001-30.09.2002 arasındaki TCMB tarafından açıklanan TL/USD kapanış kurlarıdır. Söz konusu verilerden 21 günlük hareketli ortalama yöntemi kullanılarak 1 güne ilişkin ortalama değer (beklenen değer) elde edilmiştir. Bu 21 günlük veriye ilişkin standart sapma, elde edilmiş olan beklenen değere eklenmiş bandın üst sınırı, çıkartılmış alt sınırı bulunmuştur. Söz konusu dönem için orjinal verilerin ilk güne sabitlenmiş değerleri ile elde edilen band değerleri Ek-5'te yer alan Şekil 5'te görülmektedir.

Buna göre kur oranları bandın alt ve üst sınırı arasında iken gerçekleşen işlemler vergilendirilmez. Efektif oran bandı ihlal ettiği zaman, efektif kur oranı ve ona yakın band oranı arasındaki farklılık negatif dışsallık olarak alınarak buradaki kazanç yüksek oranlı bir vergi için matrah kabul edilmektedir. Şekilde görüldüğü gibi efektif oranın band aralığının ötesine geçtiği kriz dönemi ve kriz sonrası esnek kur oranı dönemleri için vergilendirme söz konusudur. Bu ise bandın üst sınırı ve efektif oran arasındaki farklılık için yüksek hatta buradaki işlemden elde edilen bütün spekülatif kazancı vergilendirmeyi sağlayacak yükseklikte bir vergi oranı ile gerçekleştirilir. Şekil'den Türkiye'de döviz kurlarının bandın üst sınırı yanında alt sınırı aşmasının da söz konusu olduğu görülmektedir. Kuşkusuz daha kısa dönemler alındığında söz konusu etkiler daha belirgin hale gelmektedir.

---

[160] Paul SPAHN: "International Financial Flows and Transaction Taxes: Survey and Options", IMF Working Paper, 60, (1995), 32.

Böyle bir planın bir ülke tarafından tek taraflı olarak uygulanması bir kaç hususa rağmen mümkün görünmektedir. Bu hususlardan biri finansal piyasa yapılarının globalizasyonunda işlem vergilerinin piyasa gelişimi ve finansal işlemleri dışarıya hareket ettirme kanalıyla kaçınma için oluşturabilecekleri teşviktir. Bununla birlikte söz konusu durum önerilen tip vergi için büyük ölçüde geçerli değildir. Ulusal döviz işlemleri için dışarıda paralel bir piyasa oluşturmak maliyetlidir. Önerilen çok düşük vergi oranının bu tür bir caydırıcılık oluşturması beklenmez. Nitekin bügün düşük oranlı bir işlem vergisi finansal piyasalarda yaygın olarak kullanılmaktadır.

Diğer bir husus, söz konusu planın döviz kurunun denge değerinden bir sapmaya neden olabileceğine ilişkin düşüncelerdir. Bununla birlikte önerinin 21 günlük hareketli ortalamalar öngörmesi, bu tür bir sapmayı önleyebilir. Bu şekilde kur oranlarının temel göstergelerdeki ayarlamaya izin verecek biçimde doğrulanması ve denge değerine yaklaşması mümkün olabilir.

Bunun ötesinde artırımlı vergi uygulamasının uzun dönem kur oranı beklentilerini istikrarlı kılacağı beklenebilir. Bu onun yatırımcı beklentileri üzerinde etkisi kanalıyla gerçekleşir. Eğer yatırımcılar rasyonel beklentilere sahipse, önerilen vergi yapısı zayıf temel göstergeleri olan ülkelere sermaye girişlerini ve ilgili ülke paralarına karşı kısa dönem spekülasyon için eğilimi küçültmelidir. Böylece kur oranlarının temel göstergeleri daha doğru yansıtması sağlanabilir.

Bir diğer önemli etki küçülen spekülatif sermaye girişlerinin ülkenin kırılganlığını azaltmasıdır. Çünkü aynı zamanda potansiyel spekülatif sermaye çıkışlarının hacmi küçültülmüş olur. Bu etkiler, bütünsel olarak uluslararası sermaye yatırımlarının zaman yapısını uzatma yönüyle fonksiyon görebilir.

Türkiye'de ikili yapıda bir Tobin vergisi, uluslararası finansal mimarinin yeniden yapılandırılması sürecinde ulusal yapılanma (borç sorununa görece rahatlatıcı bir çözüm) ardından, orta ve uzun dönemde uygulanabilecek mevcut öneriler içinde dikkate alınması gereken bir öneridir.

B. GLOBAL DÜZEY

FL sürecini yönetmede tasarlanan politika önerilerinin global düzeyde bir perspektif taşımasının gerekliliği, sistemin işleyiş mekanizmaları kadar işlemlerin teknik niteliğinden de kaynaklanmaktadır.

Fonların GOÜ'lere akma gerekçesi temel olarak kendi ülkelerinde getiri oranlarının göreli olarak daha düşük olmasıdır. Ancak sermaye akımları getiri farkı ortadan kalktığında hızla geri dönebilmektedir. Sermayenin hareketinde dışsal faktörlerin ihmal edilemeyecek rolü, bu akımların ulusal piyasalar ve ekonomiler üzerindeki etkilerinin kontrol edilmesini gerektirmektedir.

Global düzeydeki öneriler, sürü ve tıkanma etkisiyle oluşacak kriz ve istikrarsızlık etkilerini azaltmak için gereklidir. Temel göstergeleri güçlü olan ülkeler bile söz konusu etkilere maruz kalabilmektedir.

Globalizasyonun ve teknolojik gelişmelerin imkan tanıdığı hareket kabiliyetinin varlığında istikrarlı bir makroekonomik ortam için önerilerin etkinliği global düzeyde sağlanabilir. Uluslararası finansal piyasalarda gerçekleşen işlemlerin teknik düzeyi, bir ülke veya bölgedeki regülasyondan kolaylıkla kaçınmayı mümkün kılabilmektedir. Dolayısıyla globalizasyon finansal kurumlar için tek tip bir regülatif yapının oluşturulmasını gerekli kılmaktadır.

Finansal piyasaların çeşitli alt piyasaları biribirlerini etkilerler. Döviz, menkul kıymetler, hazine bonosu, finansal türev gibi araçlar belirli derecelerde birbirleriyle bağlantılıdır. Dolayısıyla söz konusu finansal araçlar

üzerine uygulanacak işlem vergilerinin birbiriyle uyumlu seçilmesi ve farklılıkların az olması gereklidir. Bu araçlara ilişkin olarak ideal durum ise tek oranlı bir işlem vergisinin, globalize finansal piyasadaki şu an var olan bütün işlem tipleri üzerine, dünya ölçeğinde ve tek tip biçimde uygulanmasıdır.

Globalizasyon sürecinin gelir dağılımı üzerindeki bozucu etkileri global düzeyde sorgulanmaya başlanmıştır. GOÜ'lerde ise FL politikaları varolan gelir dağılımı bozukluklarını arttırmaktadır. 1980 sonrası dönemdeki gelirin yeniden dağılımı sürecinde milli gelir içinde ücret ve karlar aleyhine faiz ve rant gelirlerinin payının artığı tespit edilmektedir.

FL sürecinin global düzeyde regülasyonu globalizasyonun yoksulluk ve gelir dağılımı bozuklukları biçimindeki etkilerini kontrol etmek ve sınırlandırmak için araçlar sunmaktadır. Finansal mimarinin yeniden yapılandırılması sürecinde global bir verginin söz konusu bozuklukları azaltmak yönüyle işlev göreceği düşünülmektedir.

Bununla birlikte global önerilerin uygulanmasına yönelik bir fikir birliğinin bulunmaması, ülkelerin ekonomilerini sermaye akımlarının etkilerine karşı uygun yöntemlerle korumaları gerekliliğini gündeme getirmiştir. Aslında ulusal ve global politika önerileri demetini birbirinin tamamlayıcı unsurlar olarak değerlendirmek gereklidir. Ulusal politika önerilerinin etkinliği global önerilerle tamamlanarak ortaya çıkar.

1. İşlemlerin Kayıt Altına Alınması

Global düzeyde çabalarda öncelik bütün işlemlerin resmi biçimde kayıt altına alınmasına verilmelidir. Böylece para işlemlerinin uluslararası ölçekte şeffaflaşması sağlanacaktır. Dünya çapında para işlemleri REUTERS gibi bilgi sistemleri ile işlem görmektedir. Bu işlem ağlarının bir kaç tanesi bile büyük döviz bankalarının verilerinin çoğunu içermektedir.

Mali sektör yüksek teknolojik düzeyde işlem yapmaktadır. Bu teknolojiden, mali işlemler için sağlıklı bir kayıt ve belge düzeninin sağlanması için yararlanılmalıdır.

2. Global Düzeyde Tobin Vergisinin Uygulanması ve Türkiye

Regülasyonun ikinci aşaması para ve türev piyasalarında gerçekleşen işlem hacminin küçültülmesi ile ekonomik ortamın stabilize edilmesini sağlamaktır. Söz konusu piyasaların sınırlararası hareket kabiliyeti nedeniyle kayıt altına alınan işlem hacminin en etkin biçinde küçültülmesi global düzeyde sağlanabilir.

Daha önce açıklandığı gibi, uluslararası bir regülasyon yapısı içinde döviz işlemi üzerine bir vergi getirilmesi ile işlemlerde kısa döneme doğru yoğunlaşma biçimindeki sapmadan uzaklaşılabilir. Global düzeyde uygulanacak bir Tobin vergisi, kaynakları arbitraj kazançları ve kısa dönemli işlemler gibi üretken olmayan alanlardan uzaklaştırabilir.

Günümüzün mobilitesi yüksek sermaye hareketliliği ortamında ulusal para sınırları içinde sabit ya da sabit benzeri kur rejimlerini sürdürmenin zorluğu ortaya çıkmıştır. GÜ'lerde esnek kur rejimlerine geçilmesinden bu yana varolan kur oranı dalgalanmalarının Türkiye'de de devam edeceği beklenmelidir.

Döviz kuru hareketliliğine dayalı işlem karlılığını düşürmek ve zararlı olanların zararlarını telafi etmek için politika araçları tasarlamak zorunluluk taşımaktadır. Tobin vergisi küçük kur oranı değişimlerinin çekiciliğini azaltabilir, kur oranlarından normal zamanlardaki sapmaları önlemede etkin olabilir. Bunu yaparken de önemli miktarda bir gelir yaratır.

Türkiye'de temel paralarla karşılaştırıldığında alım-satım marjları yüksektir. Temel paraların alım-satım marjları baz alınarak belirlenecek bir vergi oranının ulusal döviz piyasaları için önemli etkiler oluşturması

beklenmez. Bu düşük verginin işlem hacmini azaltma yönüyle düşük etkileri fakat gelir oluşturmada belli bir kapasitenin -gelişmiş ülke piyasalarına göre düşük işlem hacminin oluşacak gelir miktarını kısıtlamasına rağmen- devam etmesi beklenmelidir.

Tobin vergisinin global ölçekte ve tek tip bir vergi tasarımı içinde uygulandığı varsayımı ile Türkiye'de gerçekleşebilecek gelir tahminleri ve işlem hacmi küçülmesi hesaplanabilir. Tablo 42'den görüldüğü gibi işlem hacmindeki küçülme yüksek ve düşük işlem maliyetleri durumunda %9.9 ve %15 ile sınırlı kalmaktadır. Çalışmanın ikinci bölümünde yer alan global düzeydeki hesaplamada, aynı vergi oranı ve esneklik değerleri için söz konusu oranlar %15 ve %30'dur.

Türkiye 2001'de gelinen durumda, mevcut yapının radikal biçimde değişimi öngörülmediği sürece, kamu harcamaları ya da kamu gelirleri yoluyla kaynak yaratamaz noktada görünmektedir. Faiz dışı kamu harcamaları son yıllarda sürekli azaltılmıştır. Vergi gelirlerinin tümü ise faiz harcamalarına gitmektedir. Faiz gelirlerinin vergilendirilmesi borç çevrimini sıkıntıya sokma tehlikesi nedeniyle bu yapı içinde ve kısa dönemde uygulanabilir görünmemektedir. Bu çerçevede global düzeyde uygulanması durumunda Tobin vergisi ile elde edilecek gelirlerin oldukça önemli olduğu açıktır. Bununla birlikte öngörülen biçimde uygulandığında Tobin vergisi ile elde edilebilecek gelir tahminleri 156 ile 147 milyon dolar arasındadır. Türkiye'nin borç stoku ve faiz ödemelerinin düzeyi dikkate alındığında söz konusu gelirin ihmal edilecek düzeyde olduğu görülmektedir.

Global düzeyde bir Tobin vergisinin Türkiye için öneminin, onun uluslararası düzeyde yaratacağı istikrar etkilerinden kaynaklanması beklenmelidir. Türkiye böyle bir verginin global düzeyde uygulanması durumunda global döviz piyasası ve finansal piyasalarda istikrara katkısının olumlu etkilerinden yararlanacaktır. Türkiye'de amaç, verginin ana hedefi olan istikrar sağlamak iken mali amaç sadece ardından gelecektir.

TABLO 42: TOBİN VERGİSİ İŞLEM HACMİ ve GELİR TAHMİNLERİ

	Vergilendirilebilir İşlem Hacmi(1) (Milyar Dolar)	Vergi Sonrası İşlem Hacmi (Milyar Dolar)	İşlem Hacmindeki Küçülme (%)	Gelirler (Milyon Dolar)
t1=1.5+0.1=1.6 t2= 1+0.1= 1.1 Esneklik= 1.5 TobinVergisi=%0.1	174 174	156.7 147.9	9.9 15	156.7 147.9

(1) 2001 yılı 267 milyar dolarlık döviz piyasası işlem hacminden, resmi işlemler ve diğer kalemler için yapılan %35 indirim ile elde edilmiştir.

Global düzeyde uygulamada genel görüş, GOÜ'lerin elde ettikleri gelirlerin tümünü kendilerinde tutmaları, GÜ'lerin ise topladıkları gelirlerin %80-90 düzeylerdeki kısmını kendilerinde tutarken kalan miktarı verginin yönetiminden sorumlu olan uluslararası organizasyona tahsis etmeleridir. Bu gelirlerin bir kısmının finansal piyasalardaki istikrarı sağlamak için regülasyonların oluşturulmasına tahsis edilmesi öngörülmüştür[161]. Kuşkusuz Türkiye verginin, her düzeyde, uluslararası finansal piyasaların istikrarına katkısı ölçüsünde önemli yararlar elde eder.

Ayrıca bir işlem vergisi ekonomide belirli bozulmaların varlığına rağmen, çoğunlukla aniden olan ve öngörülemeyen krizlerde döviz rezervlerinin erimesini yavaşlatabilir. Para otoritelerine bozulmalara karşı tedbirler alacak zamanı sağlayabilir. TCMB'sının döviz kurlarını istikrarlı kılmak için müdahalesinin boyutlarını azaltıcı etkilerde bulunması beklenebilir. Bu vergi kaçınılmaz krizlerde ise önemli bir gelir yaratır.

Türkiye verginin global düzeyde uygulanması ile, belli ölçüde, bütçe açıklarını kapatmak ve istikrara yönelik amaçlar için kullanılabilecek bir vergi

[161] Örneğin gelirlerin bir kısmı döviz kurundaki istikrara global düzeyde katkıda bulunmak için oluşturulacak global müdahale fonu (global intervention fund)'nun fonlanmasında kullanılacaktır.

geliri elde edebilecektir. Daha önemlisi ise, verginin uzun dönem sermaye akımlarını olumsuz etkilemeden ve istikrara katkısı ölçüsünde doğrudan yatırımları teşvik edici etkiler yaratabilecek olmasıdır. Ayrıca elde edilecek toplam vergi geliri artışı, toplam vergi yüküne katkısı düşük olan kesimlerden sağlanacağı için vergi adaletinde iyileştirme sağlayabilir. Türk vergi sisteminde yeterli gelir toplanamamasının en önemli nedenlerinden biri vergi sisteminin adil olmayışı ve verginin asıl vermesi gerekenden alınamamasıdır. Dolayısıyla asli olarak vergilerin istikrar fonksiyonu amacına hizmet etmek için tasarlanacak bir Tobin vergisi, vergi adaletinin sağlanmasına da katkıda bulunabilir.

Bilindiği gibi Tobin vergisi global finansal mimarinin bir kısmı olarak getirildiğinde en iyi işleyecektir. Ulusal devletler yönüyle yapılması gerekenler ise ekonomilerin varolan özellikleri ve hükümetlerin orta ve uzun dönem iktisat politikaları temelinde belirlenmelidir. Türkiye için ulusal düzeyde politika önerileri kısmında açıklandığı gibi, bu politikaların çeşitlilik göstermesi ve ekonominin tüm alanlarını kapsaması gerekmektedir.

3. Global Düzeyde Finansal Yapının Yeniden Yapılandırılması

1990'ların sonlarına doğru ekonomik büyüme hızlarındaki düşme, istikrarsız makroekonomik ortam ve artan gelir dağılımı bozuklukları, globalizasyon süreci ve finansal sistemin işleyiş mekanizmalarının sorgulanmasını gündeme getirmiştir.

Bu süreç finansal sektör ve bu sektörün aracılık ettiği fon akımlarının olağanüstü artmasına neden olmuştur. Bu dönemde fonlar, faiz ve kur arbitrajı olanaklarından yararlanmak ve makroekonomik istikrarsızlık ortamı nedeniyle büyük ölçüde likit formda kalırken, kısa vadeli işlem biçimlerine doğru bir sapma gerçekleşmiştir. 1970'lerden bu yana dünya ölçeğinde uygulama bulan finansal sistemi geliştirme kanalıyla ekonomik büyümenin

artırılması politika yaklaşımlarının hedeflerinden oldukça zıt bir biçimde mali sektör ile reel kesim arasındaki kopukluk artarak devam etmiştir.

Ulusal devletler yönüyle finansal piyasalardaki fonların büyüklüğü ve akışkanlığı politika yapma olanaklarını daraltmıştır. Merkez Bankalarının sahip oldukları kaynakların miktarsal büyüklüğünden çok daha önemli bir gücü temsil etmesine rağmen döviz ve altın rezervleri döviz piyasalarındaki sadece 1 günlük işleme eşittir[162]. 1990'larda tekrarlanan biçimde farklı bölge ve ülkelerde yaşandığı gibi, kriz koşullarında ulusal otoritelerinin yapacakları şeyler oldukça sınırlıdır ve çoğu halde etkinsiz olmaktadır.

Finansal piyasalarda geçerli olan eksik ve asimetrik bilgi, şişme ve patlama çevrimleri, sürü etkileri, globalizasyonda şiddetlenerek artmaktadır. Bu ortamda finansal piyasalar aracılığıyla iktisadi etkinliği artıran doğrudan mekanizmalar bulunmamaktadır[163]. Fonların düzeyi ve uluslararası hareket edebilme kabiliyeti ulusal politika önerilerinin sınırlarına işaret ederken uluslararası düzeyde regülasyonların gerekliliğini ortaya koymaktadır.

Bu çerçevede getirilecek öneriler kriz dönemlerine yönelik kısa dönemli önlemlerin yanında, orta ve uzun dönemde daha istikrarlı ve iyi işleyen global piyasaların oluşturulmasını hedeflemelidir.

Bir ülkedeki kriz koşullarında ve izleyen günlerde uygulanmak üzere, son dönemlerde oldukça eleştirilen IMF'nin kredilendirme politikaları yerine, borçların geri ödenmesi zorlaştığında borç ödemelerinin geçici olarak durdurulmasına ilişkin öneriler gündeme getirilmiştir[164]. Bu öneriler, borç ödemelerinin askıya alınmasının bağımsız bir kurum tarafından onaylanması veya bir borç konsorsiyumu kurulmasını kapsamaktadır. Bu düzenlemeler kreditörlerin kredilendirme sürecinde daha dikkatli ve rezervli olmasını teşvik

---

[162] J. Grieve SMITH: "Exchange Rate Stability and the Tobin Tax", Cambridge Journal of Economics, (1997), 21, 745-752.
[163] Dani RODRIK:"Governing the Global Economy: Does One Architectural Style Fit All ?", http://www.ksg.harvard.edu/rodrik/ifa2.pdf., 25.
[164] UNCTAD: Trade and Development Report 2001, (New York), 21.

edebilir. Bu durum sonuçta global anlamda kısa vadeli sermaye hareketleri hızında bir yavaşlama ve istikrara katkı yapabilir.

Bununla birlikte orta uzun dönemli istikrara katkı, finansal piyasalardaki fonların büyüklüğünün kontrol edilmesi ve/veya varolan finansal akım hacminin azaltılmasının sağlanması ile gerçekleşebilir. Finansal akımların globalizasyonunda fon akımları ile ilgili hareketlerin kontrol edilmesi, yeterli fon kaynaklarına sahip yeni bir uluslararası istikrar fonunun oluşturulması ile sağlanabilir. Bu sistemin baskı altındaki paralara yönelik otomatik bir destek mekanizması olarak devreye girmesi tasarlanmaktadır.

Sistemin istikrarı, aynı zamanda, Tobin vergisi tipi vergilerle varolan finansal akım hacminin azaltılmasını gerektirmektedir. Tobin vergisinin getirilmesine paralel olarak, döviz piyasaları ve türev piyasaları için bir uluslararası regülasyon sistemi gereklidir.

Türkiye kendi ekonomisinde varolan kırılganlıklar yanında, dış koşullardaki değişim ve makroekonomik istikrarsızlıklar nedeni ile finansal fon akımlarıyla ilgili bozucu etkilere maruz kalmaktadır. Türkiye'nin bu süreçte önemli kayıplara uğrayan bütün gelişmekte olan ülkeler gibi global makroekonomik istikrarı hedefleyen finansal yapının yeniden yapılandırılması çabalarından önemli yararlar elde edeceği beklenebilir.

Kuşkusuz global öneriler ile ulusal önerilerin birbirlerini tamamlaması önemlidir. Bütün ülkelerde özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerinin taşıdıkları riskler dikkatle değerlendirilmesi gereken bir konudur. Bu çerçevede Türkiye'de sermaye akımları 1989'dan bu yana uygulandığı biçimiyle değil, ulusal sanayileşme ve büyüme hedefinde kontrollü yararlanılması gereken bir araç olarak alınmalıdır.

IV. SONUÇ

Finansal liberalizasyon, uygulandığı gelişmekte olan ülkelerin büyük çoğunluğunda benzer kanallarla geçen istikrarsızlıklar ve kriz süreçleri oluşturmuştur. Bu süreçler ekonomilerin makroekonomik göstergeleri ve uygulanan politika tedbirlerine bağlı olarak farklılıklar göstermektedir. Ülke uygulamalarında, genellikle finansal piyasalar aracılığıyla kaynak elde etmekle ilgili faydalara vurgu yapılırken sermaye hesapları liberalizasyonunun oluşturacağı olası iktisadi yönetim problemlerine yeterli dikkat gösterilmemiştir.

İç ve dış konjontür uygun olduğunda sermaye akımlarındaki büyük artışlar, paniğe bağlı çıkışların bozucu etkilerini artırmaktadır. Gerek Asya gerekse Latin Amerika'da bölge ülkelerini dış şoklara kırılgan yapan en önemli gösterge kısa vadeli borçların payındaki artıştır. Bu çerçevede, finansal liberalizasyon reformları özellikle gelişmekte olan ülkelerde uygun bir regülasyon ortamı ile tamamlanmalıdır. Bu regülasyon, kaynakların kısa dönem işlemlerden uzaklaştırıp reel ekonominin ihtiyaçlarına tahsis edilmesini sağlayacak kurallar içermelidir.

Bu dönemde yoğunlaşan ve öngörülemeyen krizler ve istikrarsızlık ortamı, finansal liberalizasyonda sermaye kontrollerinin mevcut problemlerin çözümünde etkinliğine ilişkin tartışmaları gündeme taşırken, bu kontrollerin çeşitli biçimleri Asya bölgesinde bazı ülkelerde politika uygulamalarına yansımıştır. Bu süreçte Şili tarafından uygulanan politika araçları kısa dönemli sermaye akımlarını sınırlandırmada başarılı görünmektedir. Bununla birlikte sermaye akımlarının hacmi, diğer Latin Amerika ve Doğu Asya ülkelerinde olduğu gibi Şili'de de politika araçlarının etkinliğini azaltmıştır. Dolayısıyla sermaye girişlerinin hacmini de kontrol etmek önem taşımaktadır. Bu çerçevede tasarlanacak ulusal politikaların etkinliği, global finansal piyasa yapıları ortamında uluslararası önlemlerle desteklenerek sağlanabilir.

Bu dönemde sermaye akımlarını sınırlamayı amaçlayan bir diğer öneri olan Tobin vergisine ilginin arttığı görülmektedir. Bunun nedeni düzenlemelerin global düzeyde tasarlanması gerekliliği doğrultusunda, taşıdığı global nitelik ve sermaye kontrollerinden çok daha etkin biçimde finansal liberalizasyon politikaları ile uyumlu olduğunun düşünülmesidir. Tobin'in önerdiği biçimiyle vergi kısa dönem spekülasyonu engellemekle birlikte daha ziyade krizlerin oluşmasından kaçınmaya yardım eder. Bulgular gösteriyor ki krizin olmadığı normal zamanlardaki spekülasyondaki küçülme büyük ölçekli spekülatif istikrarsızlık olaylarının sayısını azaltmaktadır. Dolayısıyla vergiye ilişkin temel zorluk, döviz kurlarına yönelik büyük spekülasyonda verginin etkinsiz olmasıdır. Bununla birlikte Tobin vergisi uygulanması durumunda sermaye sınırlamalarının etkinliği, onların süren krizi cezalandırmadaki rollerine yönelik değil, orta ve uzun dönemde daha dayanıklı ve krizden koruyucu sistemleri oluşturmadaki önemine yöneliktir. Yüksek devalüasyon zamanları için spekülatif ve istikrarsız kısa dönem akımları engellemek için ise vergi pek çok politika aracından biri olarak kullanılmalıdır.

Ayrıca diğer bir zorluk vergiden kaçınmanın azaltılması global düzeyde uygulanmasına bağlı iken böyle bir politik ortamın mevcut bulunmamasıdır. Verginin uygulanabilir olması bu noktaları dikkate alan önerilerin geliştirilmesine bağlı görünmektedir. Söz konusu kısıtlar bir kenara bırakılırsa, vergi kaynakların kısa dönemli işlemlerde yoğunlaşması biçimindeki bir sapmanın önlenmesi yönüyle önemli bir gerekçeye sahiptir. Böylece verginin kaynakların üretken alanlara yönlendirilmesi ve istikrarlı büyümenin sağlanmasında olumlu etkiler yaratması beklenebilir.

Finansal liberalizasyon politikalarının Türkiye'deki uygulama sürecinde Latin Amerika ve Doğu Asya ülkelerinde olduğu gibi, finansal ve reel kriz deneyimine tanık olunmuştur. Türkiye bir çok Latin Amerika ülkesinde olduğu gibi yüksek enflasyon ve kamu açıklarının oluşturduğu makroekonomik istikrarsızlık ortamında reformları uygulamıştır. Ayrıca yeterli regülatif ve

denetim yapılarını oluşturmadan liberalizasyon reformlarını uygulama sürecine başlamıştır. Türkiye'de dönem içinde kamunun borçlanma gereğinin yüksek düzeylerde devam etmesi ve yapısal nitelikteki sorunlara çözüm bulunmadan sermaye girişlerine dayalı iç borç politikasının sürdürülmesi, kırılganlıkları kolaylıkla ekonomik daralma ve krizlere taşıyan kanalların oluşmasına neden olmuştur.

Sermaye hesapları liberalizasyonu ile Türkiye'ye yönelen sermaye akımlarının çok küçük bir kısmı doğrudan yatırım akımları niteliğinde gerçekleşmiştir. Buna karşılık sermaye akımlarının diğer kaynakları aracılığıyla mali piyasalara daha büyük miktarda fon girişleri gerçekleşmiştir. Bu girişler finansal piyasalar ve özellikle döviz piyasaları üzerinde önemli etkilerde bulunmaktadır. Türkiye'de döviz piyasası işlem hacmi 1989'dan 2001'e 157 kat artmıştır. Bu büyüklüğün sadece %10'u ihracatın finansmanında kullanılırken, büyük çoğunluğu bankalar, Merkez Bankası ve diğer işlemciler tarafından gerçekleştirilen işlemlerden kaynaklanmaktadır. Bu piyasalarda bankaların sermaye hareketlerine bağlı gerçekleşen işlem hacimleri yanında, para ikamesinin boyutları dikkate alındığında yerleşiklerin portföy tercihleri de önemli etkilerde bulunmaktadır.

Türkiye'de esnek döviz kuru uygulamasına geçilmesinin ardından döviz kurları sürekli bir istikrarsızlık içinde görülmektedir. Dünyada 1973 sonrası esnek döviz kuru rejimi uygulamasına geçilmesinden sonra döviz kurlarındaki oluşumları açıklamada makro modeler yanında, mikroyapısal analizlerden de önemli ölçüde yararlanılmaya başlanılmıştır. Mikroyapısal analizin döviz kurundaki hareketleri açıklamada yöneldiği alanlardan biri döviz piyasası işlem hacminin büyüklüğü ve belirli tip işlemcilerin işlemlerdeki önemidir. Bu alanda yapılan çalışmalar döviz piyasasında gerçekleşen büyük işlem hacimlerinin döviz kuru volatilitesi üzerindeki etkilerini analiz etmektedir. Çalışmada Türkiye'de döviz piyasasında benzer bir ilişkinin olup olmadığı sorgulanmıştır. Ekonometrik views (3,1) paket programı kullanılarak yapılan GARCH (1,1) tahminlerinden elde edilen sonuçlara göre, 2000-2002

dönemi için döviz piyasası işlem hacmi ile döviz kuru volatilitesi arasında istatistiksel olarak anlamlı pozitif bir ilişki bulunmuştur. Türkiye'de bu dönem, büyük ölçüde, esnek döviz kuru uygulamasına denk düşmektedir.

Türkiye'de finansal liberalizasyon reformları uygulanırken ekonominin istikrarlı büyümesinin ve kaynakların etkin tahsisini hedeflemesi gereken önerilerin geniş kapsamlı ele alınması gereklidir. Türkiye için tasarlanacak politika araçları ekonominin varolan kısıtları yanında, kısa dönem ve uzun dönem ekonomik ve sosyal hedeflerini sağlayacak perspektifleri içermelidir.

Borç stokuna görece rahatlatıcı bir çözüm sağlayacak politikalar gündemde ilk sırada olmalıdır. Toplam kamu borcu düzeyinde indirim reel faiz düzeyinde azalma yönüyle etkili olabilir. Finansal liberalizasyon sürecinde yaşanan problemlerde öne çıkartılan mali sistemin yapılandırılması önerilerinin sistemin işleyişine katkılarının olacağı kuşkusuzdur. Bununla birlikte bu düzenlemelerin, sermaye akımlarının volatilitesini ve buna bağlı bozulma ve istikrarsızlıkları önlemede önemli etkileri olması beklenmemelidir. Bu politikaların, sermaye akımları volatilitesini istikrarlı kılacak önerilerle desteklenmesi gereklidir. Bir ülkeye yönelik sermaye girişlerindeki yoğun artış ve ardından beklentilerin olumsuza dönmesi ile sermaye çıkışlarına bağlı gerçekleşen dengesizlikler, söz konusu volatiliteyi azaltacak ulusal ve uluslararası politika araçlarını gerekli kılmaktadır.

Sermaye girişlerini sınırlamayı hedefleyen öneriler içinde Şili tipi zorunlu mevduat uygulaması Türkiye'de uygulanabilir görünmektedir. Türkiye'de önem taşıyan konu zorunlu mevduat ile mali sistemin dış kredilerine yüklenilen maliyet kadar yerleşiklerin portföy hareketlerine de maliyet yaratılmasının gerekliliğidir.

Ekonomide kısa vadeli işlemlere yönelik bir sapmayı ortadan kaldıracak öneriler makroekonomik istikrarı hedefleyen bir program içinde yer alabilir. Makroekonomik istikrarın sağlanması için tasarlanacak bir programın kısa ve orta vadeli önlemler kısmının vergi gelirlerinin artırılmasına

dayandırılması kaçınılmazdır. Borsa işlem vergisi, Tobin vergisi gelirleri ve zorunlu mevduat uygulamasının piyasada geçerli cari faiz oranına göre oluşacak fırsat maliyeti biçimindeki önerilerin vergi gelirlerinin artmasına katkıları beklenebilir.

Devletin sadece regülatif rolüne odaklaşıp onun uzun dönem ekonomik büyümeye katkılarının ihmal edilmemesi gereklidir. Türkiye'nin kısa dönemli istikrar politika hedefleri dışında, uzun dönem perspektifi istikrarlı büyümeyi ve gelir dağılımını düzeltmeyi sağlayacak politika reformları öngörmelidir. Bu çerçevede büyümenin kısa dönemli sermaye akımlarına bağlı olmaktan çıkarılması, reel üretim büyümesi ve ihracata dayalı hale getirilmesi önem taşımaktadır. Bu bağlamda kısa vadeli sermaye hareketlerini sınırlandırıcı öneriler kısa vadeli perspektiften gerekli politika araçları olurken, Tobin vergilerinin çeşitli biçimleri -özellikle Spahn'ın önerdiği ikili oran yapısı- uzun vadeli perspektifi destekleyecektir.

Türkiye'de döviz piyasalarında kısa dönem sermaye hareketlerinin gayrisafi hacmi ve döviz piyasası işlem hacminin döviz kuru volatilitesini artırma yönüyle etkilerde bulunduğu gösterilmiştir. Bu durum döviz piyasalarının çeşitli biçimlerde düzenlenmesi gerektiğini ortaya koymaktadır. Bu ise sermaye hareketlerini kontrol etmekle olabileceği gibi, ikili yapıda Tobin vergisi önerisinde olduğu gibi kurları belli bir band içinde öngörülebilir yaparak da sağlanabilir. Ayrıca esnek döviz kuru altında gerçekleşen döviz kuru hareketlerinin, istikrarsızlık ve döviz kurlarında öngörülememe nedeniyle ekonomik büyüme ve ihracat üzerindeki etkilerinin küçültülmesi önem taşımaktadır. Bu amaçlara çalışmada açıklanan ikili yapıda Tobin vergisi uygulaması ile ulaşılması mümkün olabilir.

Finansal piyasalar arası sınırların kalktığı bir ortamda, sermaye akımlarını düzenleyen önerilerin global düzeyde bir içeriğe sahip olması kaçınılmazdır. Dolayısıyla ulusal düzeyde tasarlanan önerileri, global finansal yapının yeniden yapılandırılması kapsamında ele alınacak öneriler tamamlayacaktır.

KAYNAKÇA

AGOSIN, Manuel, Ricardo FFRENCH-DAVIS. "Managing Capital Inflows in Chile" http://www.southcentre. org/papers/finance/agosin/kfwide%7E1.htm, (January 1998), 1-25.

AKYÜZ, Yılmaz. "Financial Liberalization: The Key Issues", UNCTAD Discussion Paper, 56, (March 1993), 1-33.

---------, A. CORNFORD. "Rejime for International Capital Movement and Some Proposal For Reform", UNCTAD Discussion Paper, No.83, (May 1994), 1-18.

---------. "Ekonomide Liberalleşme ve Sanayileşme Latin Amerika Deneyimi", İktisat, İşletme ve Finans, 96, (Mart 1994), 5-20.

---------, H. CHANG, R. KOZUL-WRIGHT. "New Perspectives on East Asian Development", Journal of Development Studies, 34, 6, (1998), 4-36.

ALLEN, H. I. , M. P. TAYLOR. "Chart Analysis and Foreign Exchange Market", Bank of England Quarterly Bulletin, 29, (Nowember 1989), 548-551.

ALPER, Emre. "The Turkish Likidity Crisis of 2000: What Went Wrong?", Russian and East European Finance and Trade, 37, 6, (2001), 1-9.

---------, Z. ÖNİŞ. "Emerging Market Crises and The IMF: Rethinking The Role Of The IMF In The Light Of Turkey's 2000-2001 Financial Crises", METU International Conference in Economics VI, September 11-14, (Ankara 2002), 1-10.

ALTIOK, Metin. "Yeni Liberal İstikrar ve Yapısal Uyum Programları: Türkiye Ekonomisinde Sermaye Birikimi ve Kriz", Praksis, 5, (2002), 77-130.

APALAÇİ, S., A. ÇİMENOĞLU, A. EMEL, H. ERSEL. "Döviz Kurunda Oynaklık ve Enflasyon", Ekonomik Araştırma Raporu, http://www.ykb.com.tr./endeks.pdf, (3 Tem
muz 2001), 1-3.

ARIKAN, N. "Vadeli İşlemlerin 4761 Sayılı Kanunla Getirilen Yeni Düzenlemelere Göre Banka ve Sigorta Muameleleri Açısından Değerlendirilmesi", Vergi Dünyası, 252, 21, (Ağustos 2002), 30-32.

ARIN, Tülay. "Anayasal İktisat ve Refah Devleti: TİSK ve TUSİAD'in Asgari Devlet Raporlarının Eleştirisi", Ekonomide Durum, (Bahar-Yaz, 1997), 72-75.

---------. "Asya Krizi ve Kriz Yönetiminde Hegemonya", İktisat Dergisi, (Ocak 1998), 7-8

ATİYAS, İ., H. ERSEL, E. ÖZTÜRK. "Türk Bankalarında Müşteri Deseni ve Kredi Tayınlaması", TCMB Tartışma Tebliğ, No: 9301/A, (Temmuz 1993), 1-10.

--------. "Türkiye'de İktisadi Reform Süreci ve Harcama Politikalarının Siyasal İktisadı", İktisat, İşletme ve Finans, 119, (Şubat 1996), 5-16.

BAKER, Dean. "Feasibility of a Unilateral Speculation Tax in the United States", CEPR Papers, (July 2000), 1-7.

BATIZ, Fransisco RIVERA, Luis RIVERA-BATIZ. International Finance and Open Economy Macroeconomics, New York, 1994.

BERKSOY, Taner. "1996'da Ekonomik Sorun: İstikrarsızlık ve Dizginlenemeyen Büyüme", Ekonomide Durum, (Güz 1996), 24-26.

--------. "Faiz Kur Kıskacı", Görüş, (Mayıs 2001), 53-54.

BHAGWATI, J. "The Capital Myth: The Difference Between Trade in Widgets and Trade in Dolars", Foreign Affairs, 77, (1998), 7-12.

BIS. Country Reports, http://www.bis.org.

--------. The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending, Basle, 1998.

--------. 69th Annual Report, Basle, 1999, 1-40.

--------. Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activitiy, Basel, 1999.

--------. Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activitiy, Basel, 2002.

--------. 72nd Annual Report, Basle, 2002, 1-68.

BIRD, G., R. RAJAN: "Coping with and Cashing in on International Capital Volatility", CIES Discussion Paper, No.99/13, (July 1999), 9-10.

BLÖNDALL, S., H. CHRISTIANSEN. Recent Experience With Capital Flows To Emerging Market Economies, Paris, 1999, 11-25.

BORATAV, K., O. TÜREL, E. YELDAN. "The Turkish Economy in 1981-92: Balance Sheet, Problems and Prospects", ODTU Studies in Development, 22, 1, (1995), 1-36.

--------, O. TÜREL, E. YELDAN. "Dilemmas of Structural Adjustment and Environmental Policies Under Instability Post-1980 Turkey", World Development, 24, 2, (1996), 373-379.

--------, E. YELDAN, A. H. KÖSE. "Globalization, Distribution and Social Policy: Turkey, 1980-1998", CEPA Working Paper, No. 20, (February 2000), 1-32.

--------, Erinç YELDAN. "Turkey 1980-2000, Finansal Liberalization, Macroeconomic (In)-Stability and Pattern of Distribution", (December 2001), http://www.bilkent.edu.tr/
~yeldane/B&YCEPA2002.PDF.

--------. "2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri", İktisat İşletme ve Finans, 16, 186, (Eylül 2001), 15-17.

BULUTOĞLU, Kenan. Kamu Ekonomisine Giriş, Devletin Ekonomik Bir Kuramı, İstanbul, 1988.

CAI, Jun, Yan-Leung CHEUNG, Raymond LEE, Michael MELVIN. "Once-in-a-Generations Yen Volatility in 1998: Fundamentals, Interventions, and Order Flow", Journal of International Money and Finance, 20, (2001), 327-347.

CALVO Guilermo, Leonardo LEIDERMAN, Carmen REINHART. "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors", IMF Staff Papers, 40, 1, (March 1993), 108-109.

---------, E. G. MENDOZA. "Petty Crime and Cruel Punishment: Lessons From the Mexican Debacle", American Economic Review, 86, 2, (1996 May), 65-69.

---------, Leonardo LEIDERMAN, Carmen REINHART. "Inflows of Capital To Developing Countries in The 1990s", Journal of Economic Perspectives, 10, 2, (Spring 1996), 128-129.

---------, Carmen REINHART. "Capital Flows Reversals, The Exchange Rate Debate, and Dolarization", Finance and Development, 36, 3, (September 1999), 88-89.

---------, Carmen REINHART. "When Capital Inflows Come to Sudden Stop: Consequences and Policy Options", http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.htm., (19.12.2000).

CAMPELL, J., K. FROOT. "International Experiences With Securities Transaction Taxes", NBER Working Paper, No. 4587, (December 1993), 1-29.

CELASUN, Merih. "2001 Krizi Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme", METU International Conference In Economics VI, September 11-13, (Ankara 2002), 1-47.

CHANG, R., A. VELASCO. "Financial Crices in Emergin Markets: A Canonical Model", NBER Working Paper, No. 6606, (June 1998), 1-19.

CHEN, Zhaohui. "Comment", The Microstructure of Foreign Exchange Markets, Edit. Jeffrey FRANKEL, Giampaolo GALLI, Alberto GIOVANNINI, Chicago: The University of Chicago Press, 1996, 66-69.

CHEUNG, Yin-Wong, Menzie David CHINN. "Currency Traders and Exchange Rate Dynamics: A Survey of the US Market", Journal of International Money and Finance, 20, (2001), 439-460.

CİVCİR, İrfan. "The Long-Run Validitiy of Monetary Exchange Raye Model for a High Inflation Country and Misalignment: The Case of Turkey", http://www.econturk.org/Turkisheconomy/Monetary%20model.pdf, (19.12.2002),1-19.

COPELAND, Laurence S. Exchange Rates and International Finance, Wokingham, 1994.

DAVIDSON, Paul. Money and The Real World, London, 1972.

--------. "Are Grains of the Sand in The Wheels of International Finance Sufficient To Do the Job When Boulders Are Often Required?", Economic Journal, 107, (May 1997), 671-686.

DERNBURG, T. F. Global Macroeconomics, New York, 1989.

DOOLEY, Michael. "A Survey of Academic Literature on Controls Over International Capital Transaction", NBER Working Paper, No. 5352, (1995), 1-27

--------. "The Tobin Tax: Good Theory, Weak Evidence, Questionable Policy", Tobin Tax: Coping with Financial Volatility", Edit. Mahbub UL HAQ, Inge KAUL, Isabelle GRUNBERG, Oxford: Oxford University Press, 1996, 86-95.

DORNBUSCH Rudiger. "Equilibrium and Disequilibrium Exchange Rates", NBER Working Paper, No. 983, (September 1982), 1-20.

--------. "Cross-Border Payments Taxes and Alternative Capital-Account Regimes", International Monetary and Financial Issues For The 1990s, UNCTAD, VIII, New York and Geneva: United Nation Publication, 1997, 27-35.

DPT. Ekonomik ve Sosyal Göstergeler, 1950-1998, Ankara, 1997, 67-69.

--------. Temel Ekonomik Göstergeler, Aralık, Ankara, 2000, 1-67.

--------. Temel Ekonomik Göstergeler, Temmuz, Ankara, 2002, 16-27.

EDWARDS, Sebastian. "How Effective Are Capital Controls?" NBER Working Paper, No. 7413, (November 1999), 6-7.

--------, G. R. VALDES. "Controls on Capital Inflows: Do They Work?", Journal of Development Economies, 63, (2000), 59-83.

EICHENGREEN, Barry, A.K. ROSE, Charles WYPLOSZ. "Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks", Economics Policy, 21, (1995), 251-312.

--------, J. TOBIN, C. WYPLOSZ. "Two Cases for Sand In The Wheels of International Finance", The Economic Journal, 105, (January 1995), 162-172.

--------, A. ROSE, C. WYPLOSZ. "Is There a Safe Passage to EMU? Evidence on Capital Controls", Microstructure of Foreign Exchange Market, Edit. Jeffrey FRANKEL, Giampaolo GALLI, Alberto GIOVANNINI, Chicago: The University of Chicago Press, 1996, 303-331.

--------. "The Tobin Tax: What Have We Learned?", Tobin Tax: Coping with Financial Volatility, Edit. Mahbub UL HAQ, Inge KAUL, Isabelle GRUNBERG, Oxford: Oxford University Press, 1996, 273-289.

--------, D. MATHIESON. "Hedge Funds and Financial Market Dynamics", IMF Occasional Paper, 166, (1998), 1-30.

--------, Michael MUSSA. "Capital Account Liberalization and IMF ", Finance and Development, 35, 4, (December 1998), 1.

--------, Ricardo HAUSMAN. "Exchange Rates and Financial Fragility", NBER Working Paper, No.7418, (November 1999), 1-31.

--------. Toward A New International Financial Architecture, Washington, 1999.

EKİNCİ, N. "Kamu Açıkları ve Sıcak Para", Ekonomide Durum, (Kış 1997), 158-166.

--------. "İstikrar Programı ve Türkiye Ekonomisinin Geleceği", İktisat, İşletme ve Finans, (Nisan 2000), 9-20.

ENGLE, F. Robert. "Autoregressive Conditional Heteroscedasticity with Estimates of the Variance of United Kingdom Inflation", Econometrica, 50, (1982), 987-1007.

ERCAN Hakan. "Açık Ekonomi, İstikrar Tedbirleri ve Sıcak Para: Türkiye", Milli Prodüktivite Merkezi Yay. No: 642, Ankara, 2000.

ERDEM, N. Sıcak Para Hareketleri ve Sermaye Kaçışı, Ankara: Ankara Üniversitesi, 1993, (Yayınlanmamış Yükseklisans Tezi).

ERDOĞDU, Seyhan. "Küresel Mali Reform ve Tobin Vergisi", Mülkiye, C: XXV, 229, (Temmuz-Ağustos 2001), 131-162.

ERDOĞDU, M. "The South Korean Crisis of 1997 and its Aftermath: The Legacy of Developmental State and the Importance of State Capacity in Post Crises Adjustment", METU International Conferance in Economics VI, September 11-14, Ankara, 2002.

ERİŞTİ, M. "Döviz Piyasalarında Yapılan Swap, Options ve Futures İşlemlerinin Vergi Hukuku Açısından İrdelenmesi", Vergi Dünyası, 20, 233, (Ocak 2001), 95.

ERSEL, Hasan, Güven SAK. "İşletme Sermaye, Kredi Bağımlılığı ve Şirketler Kesiminin Kriz Dönemi Performansı", İktisat, İşletme ve Finans, 109, (Nisan 1995), 1-18.

--------, Güven SAK. "Düzenleme ve İktisat Kuramı", Prof.Dr.İsmail Türk'e Armağan, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, 1996, 306-310.

ERTUĞRUL, A., E. YELDAN. "On the Structural Weaknesses of The Post-1999 Türkish Dıs-Inflation Program", http:www.bilkent.edu.tr/~yeldane/TurkCris 2001. PDF, 19 Şubat 2003, 9.

ERTÜRK, Emin. Döviz Ekonomisi, İstanbul, 1994.

ESEN, Oğuz. "Sermaye Kontrolleri Üzerine Bazı Gözlem ve Değerlendirmeler", Türk-İş Yıllığı, Cilt.2, 1997, 229-243.

--------. "Finansal Küreselleşme Ortamında Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Portföy Yatırımları", Ekonomik Yaklaşım, 9, 30, (Sonbahar 1998), 59-70.

ESER, Kadir. "Mali Baskı altındaki Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Liberalizasyon Politikalarının Etkinliği", Ekonomik Yaklaşım, 4, 10, (1993), 83-100.

FELIX, David. "Financial Globalization Versus Free Trade: The Case For the Tobin Tax", UNCTAD Discussion Paper, 108, (1996), 1-36.

--------, R. SAU. "On the Revenue Potential and Phasing in of the Tobin Tax", Tobin Tax: Coping With Financial Volatility, Edit. Mahbub UL HAQ, Inge KAUL, Isabelle GRUNBERG, Oxford: Oxford University Press,1996, 239-240.

--------. "On Drawing General Policy Lessons From Recent Latin American Currency Crises", Journal of Post Keynesian Economics, 20, 2, (Winter 1997-1998), 193-197.

FLOOD, R. P., R. HODRICK. "On Testing for Speculative Bubbles", Journal of Economic Perspectives, 4, (1990), 85-101.

--------. "Comment", The Microstructure of Foreign Exchange Markets, Edit. Jeffrey FRANKEL, Giampaolo GALLI, Alberto GIOVANNINI, Chicago: The University of Chicago Press, 1996, 202-205.

--------, M.P. TAYLOR. "Exchange Rates Economics: What's Wrong With the Conventional Macro Approach", The Microstructure of Foreign Exchange Markets, Edit. Jeffrey FRANKEL, Giampaolo GALLI, Alberto GIOVANNINI, Chicago: The University of Chicago Press, 1996, 261-301.

--------, N. MARION. "Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature", NBER Working Paper, No. 6380, (January 1998), 1-31.

FRANKEL, J., K. A. FROOT. "Using Survey Data To Test Standart Proposition Regarding Exchange Rate Expectations", American Economic Review, 77, (1987), 133-153.

--------, K.A. FROOT. "Short-term and Long-term Expectations of the Yen/ Dolar Exchange Rate: Evidence From Survey Data", Journal of the Japanese and International Economics, 1, (1987) , 249-274.

--------, R. DORNBUSCH. "The Flexible Exchange Rate System: Experience and Alternatives", NBER Working Paper, No. 2464, (July 1989), 1-77.

--------, Kenneth FROOT. "Chartist, Fundamentalist and Demand for Dolar" The American Economic Review, 80, 2, (1990), 133-180.

--------, K. DOMINQUEZ. Does Foreign Exchange Intervention Work?, Washington, 1993.

--------, Andrew ROSE. "A Survey of Emprical Research on Nominal Exchange Rates", NBER Working Paper, No.4865, (September 1994), 1-26.

--------, S-J WEI. "Regionalization of World Trade and Currencies", Regionalization of the World Economy", Edit. Jeffrey FRANKEL, Chicago: The University of Chicago Press, 1995, 71-75.

--------. "How Well Do Foreign Exchange Markets Work: Might a Tobin Tax Help?", Tobin Tax: Coping With Financial Volatility, Edit. Mahbub UL HAQ, Inge KAUL, Isabelle GRUNBERG, Oxford: Oxford University Press, 1996, 41-81.

--------. On Exchange Rates, Cambridge, 1996.

--------. "Recent Exchange Rate Experience and Proposal for Reform", The American Economic Review, 86, 2, (January 1996), 153-162.

--------, Andrew ROSE. "Currency Crashes in Emerging Markets: An Emprical Treatment", Journal of International Economics, 41, (1997), 351-366.

--------. "Proposal Regarding Restrictions on Capital Flows" , The African Finance Journal, 1, (1999), 1-4.

--------. "Comment", http://ksghome.harvard.edu/~jfrankel.academics.ksg/commentOnCaballeroStructuralVolatilityInLA. pdf, (25. 09. 2002.)

FROOT, A., J. FRANKEL. "Forward Discount Bias: Is It an Exchange Risk Premium?", The Quarterly Journal of Economics, 104, 416, (February 1989), 139-161.

--------, T. ITO. "On the Consistency of Short-Run and Long-Run Exchange Rate Expectations", Journal of International Money and Finance, 8, (1989), 487-510.

--------. Multinational Corporations, Exchange Rates and Direct Investment, Chicago, 1990.

GARBER, Peter, Mark P. TAYLOR. "Sand In The Wheels of Foreign Exchange Markets: A Sceptical Note", Economic Journal, 105, (January 1995), 176-179.

--------. "Issues of Enforcement and Evasion In a Tax On Foreign Exchance Transactions", Tobin Tax: Coping With Financial Volatility, Edit. Mahbub UL HAQ, Inge KAUL, Isabelle GRUNBERG, Oxford: Oxford University Press, 1996, 129-142.

--------. "Derivatives in Internarional Capital Flows", NBER Working Paper, No. 6623, (June 1998), 1-26.

GOODHART, Charles. "The Foreign Exchange Market: A Random Walk With A Dragging Anchor", Economica, 55, (November 1988), 452-560.

--------, M. GIUGALE. "From Hour to Hour in the Foreign Exchange Market", LSE FMG Discussion Paper, No.33, (March 1993), 1-33

GRABEL, Ilene. "Speculation-led Economic Development: A Post Keynesian Interpretation of Financial Liberalization Programmes in The Third World", International Review of Applied Economics, 9, 2, (1995), 127-149.

GRIFFITH-JONES, Stephany. "How Protect Developing Countries From Volatility of Capital Flows?", London: Commonwealth Secretariat for the Expert Group Meetig Publication, 1998, 1-15.

GROS, Daniel. "Capital Controls and Foreign Exchance Market Crises in the EMS", European Economic Review, 36, (December 1992), 1540-1560.

GROSMAN, S., STIGLITZ, Joseph. "On The Imposibility of Informationally Efficient Markets", The American Economic Review, 70, (June 1980), 393-408.

GÜNÇAVDI, Ö., H. LEVENT, B. ÜLENGİN. "İMKB'ye Kayıtlı Firmaların Finansal Yapı ve Tercihleri Üzerine Bir İnceleme", Bankacılar Dergisi, 28, (1999), 17-25.

GÜNDÜZ, Lokman. "Türkiye'de Parasal Aktarım Mekanizması ve Banka Kredi Kanalı", İMKB Dergisi, 5 , 18, (Nisan-Mayıs-Haziran 2001), 24-28.

HSIEH, David, Allan KLEIDON. "Bid Ask Spreads in Foreign Exchange Markets: Implication for Models of Asymmetric Information", The Microstructure of Foreign Exchange Markets, Edit. Jeffrey FRANKEL, Giampaolo GALLI and Alberto GIOVANNINI, Chicago: The University of Chicago Press, 1996, 41-66.

IMF. International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues, Washington, Washington, 1998.

--------. International Financial Statistic Data Base, Washington, 1998, http://www. imf.org.

--------. World Economic Outlook Data Base, http://www.imf.org.

ITO, T. "Short-Run and Long-Run Exchange Rate Expectations of the Yen/Dolar Exchange Rate", Journal of the Japanese and International Economics, 8, 2, (June 1994), 119-143.

--------, R. LYONS, K. MELVIN. "Is There Private Informations In The FX Market?: Tokyo Experiment", Journal of Finance, 53, (1998), 1111-1130.

İSO. Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu 2000, İSO Özel Dergisi, 425, 2001, 14.

--------. Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu 2001, 437, (Ağustos 2002), 52.

İKV. Türkiye'de Finans Kesiminin Vergilendirilmesi, İktisadi Araştırmalar Vakfı, İstanbul, 1997.

JOMO, K. "East Asia: From Miracle To Debacle and Beyond", METU International Conference in Economics VI, September 11-14, Ankara, 2002.

JEANNE, Oliver, Andrew ROSE. "Noise Trading and Exchange Rate Regimes", NBER Working Paper, No.7104, (April 1999), 1-38.

JORION, Philippe. "Risk and Turnover in the Foreign Exchange Market", The Microstructure of Foreign Exchange Markets", Edit. Jeffrey FRANKEL, Giampaolo GALLI, Alberto GIOVANNINI, Chicago: The University of Chicago Press, 1996, 19-40.

KAPLAN, Cafer. "Bankacılık Sektörünün Yabancı Para Posizyon Açığı", METU International Conference In Economics VI, September 11-14, (Ankara 2002), 1-14.

KAPLAN, Ethan, Dani RODRIK. "Did Malaysian Capital Controls Work?", NBER Working Paper, No. 8142, (February 2001), 1-11.

KAUL, I. , J. LANGMORE. "Potential Uses of the Revenue From a Tobin Tax ", Tobin Tax: Coping with Financial Volatility, Edit. Mahbub UL HAQ, Inge KAUL, Isabelle GRUNBERG, Oxford: Oxford University Press, 1996, 255-267.

KENEN, Peter. Exchange Rates and the Monetary System, 1994, Vermont, 237-311.

---------. "Feasibility of Taxing Foreign Exchange Transaction", Tobin Tax: Coping With Financial Volatility, Edit. Mahbub UL HAQ, Inge KAUL, Isabelle GRUNBERG, Oxford: Oxford University Press, 1996, 109-128.

KEYNES, John. The General Theory of Employment Interest and Money, London, 1936.

KIRMAN, Ahmet. Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi, Ankara, 1995.

KIZILOT, Şükrü. "Borsa'da Bir Taşla İki Kuş", Sabah, (12. 5. 2002), 12.

KOENIG, L. "Capital Inflows and Policy Responses in the ASEAN Region", IMF Working Paper, No. 25, (1996). 10-14.

KÖSE, A. H., E. YELDAN. "Dışa Açılma Sürecinde Türkiye Ekonomisinin Dinamikleri: 1980-1997", Toplum ve Bilim, (Yaz 1998), 45-67.

KREGEL, J. A. "Derivatives and Global Capital Flows: Application to Asia", The Jerome Levy Economics Institute Working Paper, No. 246, (August 1998), 22.

KRUGMAN, Paul. "Saving Asia: It's time to Get Radical", Fortune, (7 September 1998), 74-80.

LEE, Jang-Yung. "Implication of Surge in Capital Flows: Available Tools and Consequences for the Conduct of Monetary Policy", IMF Working Paper, No.53, (1996), 1-36.

LIM, Joseph Y. "The Macroeconomics of The East Asian Crisis and The Implications of The Crisis For Macroeconomic Theory", The Manchester School Special Issue, 67, 5, (1999), 428-459.

LOPEZ-MEJIAS, Alejand. "Large Capital Flows: Causes, Consequences, and Policy Responses", Finance and Development, 36, 3, (September 1999), 4.

LYONS, Richard. "Foreign Exchange Volume: Sound and Fury Signifying Nothing?", The Microstructure of Foreign Exchange Markets, Edit. Jeffrey FRANKEL, Giampaolo GALLI, Alberto GIOVANNINI, Chicago: The University of Chicago Press, 1996, 183-208.

--------. "Profits and Position Control: A Week of FX Dealing", Journal of International Money and Finance, 17, (1998), 97-115.

--------. "Foreign Exchange: Macro Puzzles, Micro Tools", Centre for Pasific Basin Monetary and Economic Studies Working Paper, (October 2001), 1-19.

--------. The Microstructure Approach to Exchange Rates, New York, 2001.

MALİYE ve GÜMRÜK BAKANLIĞI. 1990 Yıllık Ekonomik Rapor, Ankara, 1990, 99-100.

MAXFIELD, Sylvia. "Effect of International Portfolio Flows on Government Policy Choice", Capital Flows and Financial Crises, Edit. Miles KAHLER, New York: Cornell University Press, 1998, 69-84.

McDONALD, Ronald, Mark P. TAYLOR. "Exchange Rate Economics", IMF Staff Papers, 39, 1, (March 1992), 860-866.

McHALE, John. "Capital Account Convertibility and Capital Controls in Emerging Markets: Some Themes from the first Meeting", NBER,http://www.nber.org/crises /capital_report.html, (19.03.2003).

McKINNON, Ronald. Money and Capital in Economic Development, Washington, 1973.

--------. The Rules of the Game, London, 1997.

MEESE, Richard. "Currency Fluctuations in the Post-Bretton Woods Era", Journal of Economic Perspective, 4, (1990), 117-131.

MELVIN, Michael. International Money and Finance, California, 1997.

MENDEZ, Rupen. International Public Finance, A New Perspectives on Global Relations, Oxford, 1992.

MISHKIN, Frederic. "Global Financial Instability: Framework, Events, Issues", Journal of Economic Perspectives, 13, 1, (Fall 1999), 3-12.

--------. "Financial Policies and The Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries", NBER Working Paper, No. 8087, (January 2001), 1-30.

MISHRA, D., A. MODY ve A. P. MURSHID. "Private Capital Flows and Growth", Finance and Development, (June 2001), 4-14.

MONTIEL Peter, Carmen REINHART. "Do Capital Controls and Macroeconomic Policies Influence the Volume and Composition of Capital

Flows? Evidence from the 1990s", Journal of International Money and Finance, 18, (1999) , 621-701.

MORSINK, R.L.A., W.T. MOLLE. "Direct Investment and Monetary Integration", European Economy, 1, (1996), 30-36.

MUSSA, Michael. "Addresing the Risks of Çapital Mobility", IMF Survey, 27, 20, (2 November 1998), 340.

NAJMAN, D., H. d'ORVILLE. Towards a New Multilateralism: Funding Global Priorities, New York, 1995.

NAYAK, Jayendra. "From Crises to Redesign: A Lexicon for the New Financial Architecture", Economic and Political Weekly, (2 October 1999), 2860-2871.

OBSTFELD, Maurice. "Rational and Self-Fulling Balance of Payment Crises", The American Economic Review, 70, 1, (March 1986), 72-79.

---------. "International Curreny Experience: New Lessons and Lessons Relearned", Brookings Papers on Economic Activity", 1 , (1995), 119-195.

OECD. OECD Revenue Statistics, 1965-1998, Paris, 1999, 126-199.

---------. Financial Market Trend, Paris, 2000.

---------. Economic Outlook, Paris, 2000.

OYAN, Oğuz. Dışa Açılma ve Mali Politikalar Türkiye: 1980-1989, Ankara, 1989.

---------. A. R. AYDIN. Türkiye'de Maliye ve Fon Politikaları Alternatif Yönelişler, Ankara, 1991.

---------. Türkiye Ekonomisi Nereden Nereye, Ankara 1998.

---------. "1980 sonrasının Neo-liberal Politikalarının Değerlendirilmesi: Yeni Birikim Modelinin Dönüm Noktaları", Türk-İş'99 Yıllığı, 1, (Kasım 1999), 23-36.

ÖNDER, İzzettin , Oktar TÜREL, Nazım EKİNCİ, Cem SOMEL. Türkiye'de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar, İstanbul, 1993.

---------. "Ekonomik Kriz". Yeni Türkiye, 41, 7, (Eylül-Ekim 2001), 45-55.

ÖNİŞ, Z., A. F. AYSAN. "Neoliberal Globalization, The National State and Financial Crisis in the Semi-Periphery: A Comparative Analysis", Third World Quarterly, 21, 1, (2000), 119-139.

ÖZATAY, F., E. ÖZTÜRK, G. SAK. Şirketler Kesiminin Finansman Sorunları ve Alternatif Finansman Kaynakları, TÜSİAD Yay. No: T/96-1/92, İstanbul, 1996.

---------. "Çoklu Denge", Radikal, (3 Kasım, 1998), 15.

---------. "Krize Karşı Önerilen Önlemler (1)", Radikal, (14 Eylül 1998), 15.

---------. "İstikrar Programı ve Türkiye Ekonomisinin Geleceği", İktisat, İşletme ve Finans, 169, (Nisan 2000), 22.

---------, Güven SAK. "Financial Liberalization in Turkey", Emerging Markets Finance and Trade, 38, 5, (September-October 2002), 6-21.

ÖZCAN, Sezgin. "2003 Yılı Faiz, Repo, Bono, Tahvil ve Borsa Kazançları Nasıl Vergilendirilecek?", Yaklaşım, 11, 122, (Şubat 2003), 327.

ÖZEL, Salih. "Globalleşme (Küreselleşme) ve Vergi İlişkisi", Yaklaşım, 6, 72, (Aralık 1998), 19.

ÖZEL, Saruhan. Enflasyon Devalüasyon ve Faiz, İstanbul, 2000.

PALLEY, Thomas. "Destabilizing Speculation and Case for an International Currency Transaction Taxes", AFL-CIO Working Paper, (June 2000), 9.

---------. Destabilizing Speculation and the Case For and International Currency Transactions Tax, http://attac.org/fra/list/doc/palley.htm., (07.07.2000).

PALMA, Andrei. "The Three Routes to Financial Crises: The Need for Capital Controls", CEPA Working Paper, No.18, (November 2000), 9-37

PARK, Yung Chul. "The Republic of Korea's Experience With Managing Foreign Capital Flows", Tobin Tax: Coping with Financial Volatility, Edit. Mahbub UL HAQ, Inge KAUL, Isabelle GRUNBERG, Oxford: Oxford University Press, 1996, 193-122.

PATOMAKI, Heiki. Democratising Globalisation. The Leverage of tha Tobin Tax, New York, 2001.

---------. Heiki. "Making The Tobin Tax Real In a Democratic Way: A Two-Phase Proposal", Network Institute for Global Democratisation, NIGD, (2002), 4.

PAYA, Merih. Para Teorisi ve Para Politikası, İstanbul, 1998.

PILPEAM, Keith. International Finance, London, 1998.

RAFFER Kunibert. "The Tobin Tax: Reviving a Discussion", World Development, 26, (1996), 529.

RAJAN, R. "Sand in the Wheels of the International Finance: Revisiting the Debate in Light of the East Asian Mayhem", Singapur, 1999, http://www.adelaide.edu.au/cies.

REINHART, Carmen, Todd SMITH. To Much of a Good Thing: The Macroeconomic Effects of Taxing Capital Inflows, San Fransisco, 1996.

---------, Vincent REINHART. " Some Lessons for Policy Makers Who Deal With the Mixed Blessing of Capital Inflows ", Capital Flows and Financial Crises, Edit. A. KAHLER, New York: Cornell University Press, 1998, 93-127.

REISEN, Helmut. "Policies for Crises Prevention", Achiving Financial Stability in Asia, Der. R. ADHIKARI, U. HIEMENZ, Paris: OECD Publications, 2000, 79-81.

RIVIERA-BATIZ, F., L. RIVIERA-BATIZ. International Finance and Open Economy Macroeconomics, New York, 1994.

RODRIK, Dani. "Who Needs Capital Account Convertibility?", Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility, Essay in International Finance, No.207, Princeton: Princeton University, 1998, 19.

--------. "Governing the Global Economy : Does One Architectural Style Fit All ?", http://www.ksg. harvard.edu/rodrik/ifa2.pdf, (25. 09. 2002), 20.

ROGOFF, Kenneth. "International Institution for Reducing Global Instability", Journal of Economic Perspective, 13, (Fall 1999), 24-32.

ROSE, Andrew. "Are Exchange Rates Macroeconomic Phenomena?", Federal Reserve Bank of San Fransisco Economic Review, 1, (1994), 30-39.

ROUBINI, N., D. BACKUS. Lectures in Macroeconomics, http:www.stern.nyu.edu./Nr
oubbini/LNOTES.Htm.,(23,09,2002)

SACHS, Jeffrey. "Uluslararası Ekonomi ve Küreselleşmenin Sırlarının Çözülmesi", Foreign Policy, (Bahar 1998), 79.

--------. "Alternative Approaches To Financial Crises in Emerging Markets", Capital Fows And Financial Crises, Edit. Miles KAHLER, New York: Cornell University Press, 1998, 248-255.

SAK, Güven. Public Policies Towards Financial Liberalization: A General Framework and an Evaluation of the Turkish Experience in the 1980's, Ankara, 1995.

--------. "Konsolide Bütçe Açıkları ve Kamu Açıklarının Finansal Piyasalardaki Ağırlığının Faiz Oranları ve Döviz Kurları Üzerindeki Etkileri", İktisat, İşletme ve Finans, 110, (Mayıs 1995), 36-45.

--------. "Sermaye Piyasalarının İşleyişi ve Kural Hakimiyeti", Başak Dergisi, (Ocak-Şubat 1997), 17-22.

--------. "Rekabetin İyisi", Radikal, (18 Haziran 1998), 15.

--------. "Finansal Piyasalarda Vergilemenin Amacı Nedir? Tasarının Vizyon Problemi Üzerine Notlar", Ekonomide Durum, Kitap 5, (Bahar 1998), 165-175.

--------. Krizin Anatomisi, İktisat İşletme ve Finans, 16, 187, (Ekim 2001), 12-14.

SAKALLI, Gülay. "İç Borçlanmada Latin Amerika Örneği", Ekonomik Yaklaşım, 9, 29, (Yaz 1998), 37-64.

SAVAŞ, Vural. "Türkiye'de Liberalizasyon Sürecinde Maliye Politikalarının Özel Ekonomi Üzerinde Göreli Etkinliği", Türkiye'de Liberalizasyon Sürecinde

Maliye Politikaları Açısından Kamu Ekonomisinin Özel Ekonomi Üzerindeki Etkileri, XI. Türkiye Maliye Sempozyumu, İzmir : Anadolu Matbaacılık, 1997, 1-14.

SELÇUK, Faruk. "TBTF ve Ahlak Riski", Sabah, (14 Kasım 2000).

--------. "TCMB Dişini Sıkıyor", Sabah, (4 Şubat 2002), 14.

--------. "TCMB Nereye Bakıyor?", Sabah, (28 Ocak 2002), 14.

SEVAL, Belkıs. "Türkiye Ekonomisindeki Gelişmeler, Uygulanan Kur ve Faiz Politikaları Firmaların Finans Yapısını Nasıl Etkiliyor?", Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, (Nisan 1997), 11-15.

SEYİDOĞLU, Halil. Uluslararası Finans, İstanbul, 1997.

SHILLER, Robert. "Do Stock Prices Move Too Much To Be Justified by Subsequent Changes in Dividends?", American Economic Review, 71, (June 1981), 421-436.

SING, Ajit. "The Stock Market and Economic Development: Should Developing Countries Encourage Stock-Markets", UNCTAD Discussion Paper, 49, (October 1992), 1-19.

SMITH, J. Grieve. "Exchange Rate Stability and the Tobin Tax", Cambridge Journal of Economics, 21, (1997), 744-752.

SÖNMEZ, Sinan, Güven SAK. "Mali Şeffaflık ve Borç Yönetimi", Türk Kamu Mali Yönetiminin Yeniden Yapılandırılması ve Bu Yapılanmada Performans Yönetimi ve Denetiminin Yeri", 15. Türkiye Maliye Sempozyumu, Antalya: Akdeniz Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yayınları, 2000, 77-109.

--------. "İktisat Programı Bağlamında Yeni Bütçenin Anlamı ve Finansman Sorunu", İktisat Dergisi, (Kasım 2000), 46-52.

SPAHN, Paul. "International Financial Flows and Transaction Taxes: Survey and Options", IMF Working Paper, 60, (1995), 1-53.

--------. "On the Feasibility of a Tax on Foreign Exchange Transaction", http://www.wiwi.uni-frankfurt.de/professoren/spahn/Spahn_010618.pdf,29 Mart 2002, 1-23.

SPK. Aylık Bülten, Ocak, Ankara, 1995.

--------. Aylık Bülten, Mayıs, Ankara, 2001.

--------. Aylık Bülten, Şubat, Ankara, 2003.

STIGLITZ, Joseph. "Information and Economic Analysis: A Perspective", The Economic Journal Supplement, 95, (May 1985), 21-41.

--------. "Using Tax Policy To Curb Speculative Short-Term Trading", Journal of Financial Services Research, 3, (1989), 102-103.

--------. "Finansal Piyasalarda Devletin Rolü", Çev. Selim SOYDEMİR, Mülkiyeliler Birliği Dergisi, XVIII, 171, 32-39.

--------, Marilou UY. "Financial Markets, Public Policy, and The East Asian Miracle", World Bank Research Observer, 11, 2, (Agust 1996), 250.

--------. "Must Financial Crises Be This Frequent And This Painful?", IMF McKay Lecture, 1998, 1-22.

--------. "Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability", Word Development, 28, 6, (2000), 1080-1081.

SUMMERS, H. Lawrence, Victoria P. SUMMERS. "When Financial Markets Work To Well: A Case For A Security Transactions Tax", Journal of Financial Services Research, 3, 2-3, (1989), 151-157.

ŞAHİNKAYA, S. "Menkul Kıymet Borsaları ve Reel Sektör İlişkileri Üzerine Bazı Gözlemler", Ekonomik Yaklaşım, 5, 13, (1994), 65-83.

ŞİŞMAN, Mehmet. "Uluslararası Finans Piyasalarında Serbestleşme (Deregulation): Nedenleri ve İlk Sonuçları", İktisat Araştırmaları Dergisi, (1993), 132.

TAYLOR, Mark, Lucio SARNO. "Capital Flows to Developing Countries: Long- and Short-Term Determinants", The World Bank Economic Review, 11, 3, (September 1997), 451-467.

TBB. Üç Aylık Grup Bilgileri, (Haziran 2000), Ankara, 2-13.

--------. Üç Aylık Grup Bilgileri, (Haziran 2000), Ankara, 2-13.

TCMB. 1985 Yıllık Rapor, TCMB, Ankara, 1985, 63.

--------. 1995 Yıllık Rapor, TCMB, Ankara, 1995, 41-78.

--------. 1998 Yıllık Rapor, TCMB, Ankara, 1998, 133-134.

--------. Üç Aylık Bülten, Ocak-Mart, 1998. Ankara, 184.

--------. 1999 Yıllık Rapor, TCMB, Ankara, 1999, 91-137

--------. 2000 Yıllık Rapor, TCMB, Ankara, 2000, 91.

--------. Para Politikası Raporu, (Kasım 2001), 21-26

--------. Üç Aylık Bülten, Ekim-Aralık, 2001, Ankara, 140.

--------. "2002 Yılında Para ve Kur Politikaları ve Muhtemel Gelişmeler", Basın Duyurusu, (2. Ocak 2002), www.tcmb.gov.tr.

--------. 20 Mart 2002 Tarihli Basın Duyurusu, www.tcmb.gov.tr.

--------. Para Politikası Raporu, (Nisan 2002), 10-20.

--------. Para Politikası Raporu, (Temmuz 2002), 29.

--------. Ödemeler Dengesi İstatistikleri, http:// www.tcmb.gov.tr

--------. Üç Aylık Bülten, (2002-II), Ankara, 50-51.

TECİRLİ, Asiye. "Munzam Karşılık Uygulamaları ve Bankacılık Sistemine Etkileri", Bankacılar Dergisi, 20, (1997), 19-21.

TINIÇ, S.M., R.R WEST. Investing in Securities, Massecuses, 1979.

TOBIN, James. The New Economics One Decade Older, Princeton, 1974.

———. "A Proposal For International Monetary Reform", Eastern Economic Journal 4, (3-4), (July October 1978), 154-161.

———. "Prologue", Tobin Tax: Coping With Financial Volatility, Edit. Mahbub UL HAQ, Inge KAUL, Isabelle GRUNBERG, Oxford: Oxford University Press, 1996, ix-xviii.

———. Money, Credit and Capital, Boston, 1998.

———. "Financial Globalization", World Development, 28, (2000), 1101-1104.

———. "Tobin Sees No Chance of Tobin Tax Being Adopted", Der Spiegel, (02.09. 2001).

TUĞLU Ali. "Sendikasyon Kredilerinin Vergisel Boyutu", Vergi Dünyası, 259, (Mart 2003), 109-112.

TÜSİAD. 1980 Sonrası Kaynakların Kamu ve Özel Sektör Arasında Paylaşımı ve Sonuçları, TÜSİAD Yayını, İstanbul, 1996.

UNCTAD. Trade and Development Report 1994, New York, 1994, 4-23.

———. Trade and Development Report 1998, New York, 1998, 233-104.

———. Trade and Development Report 1999, New York, 1999, 77-100

———. Trade and Development Report 2000, New York, 2000, 23-54.

———. Trade and Development Report 2001, New York, 2001, 21-25.

———. Trade and Development Report 2002, New York, 2002, 5-7.

UYANIK, N. K. Bir Bölüm Finansal İşlemler ve Vergilendirilmeleri, İstanbul, 2001.

UYGUR, Ercan. Financial Liberalization and Economic Performance in Turkey, Ankara, 1993.

———. "1999 İlkbaharında Türkiye Ekonomisinde İstikrar Arayışları", İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, 14, 157, (Nisan 1999), 21-33.

———. Krizden Krize Türkiye 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri, Türk Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, No: 2001/1, Ankara, 2001.

———. "Enflasyon, Para ve Mali Baskı: İktisat Politikasında Geri Kalmışlık", İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, 16, 189, (Aralık 2001), 15-19.

WORLD BANK. World Bank Dept Tables, 1991-1992, 1, Washington, 1991.

———. Global Developmnt Finance, 2000, New York, 36-42.

YAKLAŞIM Dergisi, (Şubat 2002), 284.

YELDAN, Erinç. "Türkiye Ekonomisinde 1980 Sonrasında Gelir Bölüşümünü Belirleyen Makroekonomik Süreçler", İktisat Dergisi, (Eylül 1996), No: 359, 26-28.

--------. "Türkiye'de Finansal Serbestleşme Deneyimi", Petrol İş Sendikası Yıllığı, (1995/96) , 202-218.

--------. "Asya ve Latin Amerika Ekonomilerine Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Etkileri Üzerine Gözlemler", Ekonomide Durum, 3-4, (Bahar-Yaz 1997), 155-161.

--------. Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm Birikim Büyüme, İstanbul 2001.

--------. "Neoliberalizmin Gözde Ekonomisi Arjantin Çökerken", Birikim, (Şubat, 2002).

--------, Ü. ÖZLALE: "Measuring Exchange Rate Misalignment in Turkey", http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/PDF, 3.

YENTÜRK, Nurhan. "Short Term Capital Inflows and Their Impact on Macroeconomic Order: A Comparison Between Turkey and Mexico", Boğaziçi Journal, 9, 2, (1995), 98.

--------. "Impact of Capital Inflows on Saving and Investment: A Comparison of Turkey And Latin American Countries", METU Studies In Development, 23, 1, (1996), 152-164.

--------. "Sıcak Para Girişi ve Reel Sektör", Türk İş 1997 Yıllığı, 2, (1997), 244-258.

YILDIRIM, S. "Türk Mali Sisteminde Bankacılık Sektörünün Yeri ve Önemi", SPK Araştırma Raporu, (Mart 1995), 1-30.

--------, O. ALTUN. "Türk Bankacılık Sisteminin Değerlendirilmesi: 1980-93 Deneyimi", SPK Araştırma Raporu, Ankara, 1995, 1-55.

YILMAZ, Rasim. "Bankacılık Krizleri Makroekonomik İstikrar ve Ahlaki Tehlike", İktisat İşletme ve Finans, 182, (Mart 2001), 52-61.

Ek- 1: Frankel Modeli[1]

Tobin vergisinin döviz piyasasındaki kısa dönemli spekülatif işlemleri azaltmasına ilişkin model Frankel ve Dornbusch tarafından oluşturulmuştur. Modelde, yerel piyasadaki getiri oranının yıllık % i olduğunu varsayılmaktadır. Dışardaki getiri oranı (vergiden kaçınma ve kur kazanımları dahil) %i*, Tobin vergisine (t) ve yatırımın süresine bağlıdır. Söz konusu getiri oranı, yabancı pozisyonun tutulduğu pek çok yıl için ölçülmektedir. İlk örnekte bir yatırım dönemi düşünüldüğünde dışarıda yatırım yapmayı amaçlayanlar, yabancı varlık satın alındığında ve tekrar satıldığında olmak üzere, vergiyi iki kere ödemek zorundadırlar. Yerli ve yabancı yatırımlar üzerindeki getiriler eşitleneceği için;

$$(1+i^*y)(1-t)=(1+iy) \quad (1)$$

Dışarıdaki getiri oranı için eşitlik çözüldüğünde;

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

$$=\frac{i+2t/y}{1-t} \quad (3)$$

İkinci örnekte yalnızca faiz kazanımları geri getirilirken paranın aslının dövizde kaldığı varsayılmaktadır. Bu durumda da vergi yabancı varlıklar satın alındığında bir kere ve faiz kazanımları elde edildiğinde bir kere olmak üzere iki kere ödenir. Benzer biçimde, yurtiçi ve yabancı yatırımlar üzerinden elde edilen getiriler eşitlendiğinde aşağıdaki ifade elde edilir;

$$i^*(1-t)-t=iy \quad (4)$$

$$i^*=\frac{iy+t}{y(1-t)} \quad (5)$$

$$=\frac{i+t/y}{1-t} \quad (6)$$

Bu eşitlik, Tobin vergisinin kısa dönemli yatırımları daha fazla cezalandırdığını göstermektedir. Örneğin 12 aylık yatırım süresinde yerel piyasadaki faiz oranı %10 iken %1'lik bir vergide, yatırımcıyı cezbedebilmek için dışarıdaki getirinin en az %11 olması gereklidir. Eğer süre bir ay ise dışarıdaki getirinin cazip olabilmesi için yılda %22'ye yükselmesi gereklidir. Eğer süre yalnızca bir hafta ise dışarıdaki getiri yılda %62 olmak zorundadır.

---

[1] J. FRANKEL ve R. DORNBUSCH: "Flexible Exchange Rate System: Experience and Alternatives", NBER Working Paper, No. 2464, (July 1989), 1-77.

Ek- 2: Farklı Tip Piyasa Katılımcılarına Ait Beklentiler Yönüyle Kur Oranı Volatilitesinin Oluşmasına İlişkin Frankel Modeli ve Genişletilmesi[2]

Kısa dönemli spekülasyondaki düşmenin istikrar sağladığına ilişkin Frankel modeli bazı varsayımlara dayanır. Buna göre, spot kur oranı (s) yurtiçi varlıkların arz oranı (m) tarafından tespit edilir. Modelde döviz piyasasında ABD dolarının üstünlüğü vardır ve diğer para biriminin Tayland Bahtı olduğu varsayılmaktadır. Yurt içi varlık talebi (d) ve öngörülemiyen hata payı (u) ise tüm değişkenlerin logaritma formunda yazılışı;

$$s = m - d + u \qquad (1)$$

Frankel piyasa katılımcılarını uzun dönem katılımcılar (fundamentalist)(w) ve kısa dönem katılımcılar (spekülatör) ya da chartistler (1-w) şeklinde ikiye ayırır. uzun dönemli piyasa katılımcılarının yurtiçi varlık talebi (di) ve spekülatörün varlık talebi (ds) olduğunda talep;

$$d = w.\ di + (1-w)\ ds \qquad (2)$$

Spekülatörler tahminlerini dışsal (extrapolatif) beklentilere göre yaparlar ve/veya kur oranının dengeden uzaklaşmasını umarlar. Böylece fiyatlarda bir şişme (bubble) yaratılabilir. Temel piyasa işlemcileri (fundamantalistler) ise kur oranlarında dengeye doğru bir yakınlaşma beklentisi içindedirler. (3) nolu eşitlikte, (q) spot oranın fundamantalist tarafından beklenen yakınlaşma oranı ve (d) spot oranın spekülatör tarafından beklenen farklılaşma oranıdır. (fi) ve (fs) ise fundamentalist ve spekülatörün bu farklı beklentilerini yansıtan yabancı varlıklara ilişkin talep esnekliklerdir. Bu verilere göre yerli varlıklara ilişkin nispi talep tekrar yazıldığında;

$$d = [w.\ fi\ .q\ (s-\underline{s}) - (1-w)\ .\ fs\ .\ d\ .\ (s-\underline{s})] \qquad (3)$$

---

[2] Jeffrey FRANKEL: How Well Do Foreign Exchange Market Work: Might a Tobin Tax Help?, Tobin Tax: Coping With Financial Volatility, Edit. Mahbub UL HAQ, Inge KAUL, Isabelle GRUNBERG, (Oxford: Oxford University Press, 1996), 56.

Bu formülasyona göre, eğer spot oran denge seviyesinden yüksekse fundamentalistin davranışı istikrar sağlayıcıdır (ya da regresif) ve değer kaybı (depreciation) beklenir. Dengenin altındaysa dengeye doğru bir değer kazanma beklenir. Diğer yandan kur oranlarını tahmin etmek için analitik teknikler ya da ticaret kuralları (momentum modelleri) kullanan spekülatörler ise varlık fiyatları üzerinde istikrar bozucu etki yaratacak beklentiler oluşturur.

Frankel, $\underline{s}$ (uzun dönem denge düzeyi)'ni sabit varsayarak eşitliği çözer. Sonuçta;

$$\frac{\partial [var(s)]}{\partial w} < 0$$

Buna göre, uzun dönemli yatırımcıların piyasada oranı arttıkça kur oranındaki değişkenlik azalır. Bunun ötesinde;

$$\frac{\partial [var(s)]}{\partial (fi\ q)} < 0 \quad ve \quad \frac{\partial [var(s)]}{\partial (fs\ d)} < 0$$

Bu formülasyona göre, spekülatörün uzun dönemli yatırımcıya göre spot ve denge kur oranı arasındaki beklenen farklılığa duyarlılığı arttıkça, spot kur oranındaki değişkenlik artar. Kısa dönemde spekülatörün piyasaya hakim olacağı beklenebilir. Bu ise; piyasa katılımcılarının oranı ile (düşük w) ve/veya faaliyetlerin yoğunluğu yoluyla (yüksek fsd) gerçekleşir. Bununla birlikte, uzun dönemde genel eğilim daha çok katılımcının makro göstergelere daha fazla ilgi göstereceği şeklindedir.

Bu modelin içeriğinde w yükselir. Bu durum (fiq) yükselip ve (fsd) küçülmesinden kaynaklanmaktadır. Bunun nedeni, katılımcıların dışarıdan değerlenmeyi (extrapolating) aynı oranda sürdürmede daha az istekli olmalarıdır. Dolayısıyla kur oranı kısa dönemde oldukça değişebilir olacaktır. Bununla birlikte bu değişkenlik rasgele şokların yokluğunda zamanla düşecektir. Bu modelden elde edilen sonuçları genelleme zorluğu vardır. Bunun nedeni, Frankel'in spot kur oranını dışsal ve sabit kabul etmesidir.

-Satınalma Güçü Paritesi ile (PPP) ile Frankel'in modelini genişletme[3]

Frankel'in modelinde sabit olarak alınan s 'nin PPP tarafından tespit edildiği varsayılarak model genişletilecektir. Buna göre PPP uzun dönem denge kur oranı olarak alındığında;

$$s=pb-pu \qquad (4)$$

(2) ve (4) (1)'de yerine konulduğunda ve spot oranın varyansı alındığında şu sonuçlara ulaşılabilir;

Basit döviz piyasası talep ve arz çözümlemelerine dayalı olarak, cov (m, pu) <0 ve cov (m, pb) >0 durumu beklenebilir. Burada s'nin sabit kalması durumu ile karşılaştırıldığında, denge kur oranının dışsallaşması v(s)'de bir artışa neden olur. Bu önceden tahmin edilebilecek bir durumdur. Burada ilginç olan, eğer bir ülke (Tayland) kendi kur oranını diğer bir paara birimine (dolar) sabitlerse bu ülkelerdeki fiyat seviyeleri (daha genel olarak enflasyon oranları) birbirine bağlantılı olacaktır (ithal edilen enflasyon). Fakat buradaki avantaj nispi olarak çok daha dengeli ikili kur oranı olacaktır. Sabit bir oran uygulaması olsaydı, cov(pb, pu) >0 olarak ifade edilir. Diğer yandan eğer iki ülke büyük ölçüde bağımsız makroekonomik politikalar sürdürüyorlarsa ve esnek kur oranına sahipseler cov(pb, pu) sıfıra yakın olacaktır ve var(s) yükselecektir.

Sonuçta PPP'nin karşılaştırmalı istatistikleri karıştırmasına rağmen Frankel'in modelindeki sonuçlar burada da geçerlidir. Belirli bir w'de sonuçlar (fiq) yüksek, (fsd) düşük, ya da tersi olarak, belli bir (fiq)'de düşük (fsd) yüksek w olarak ifade edilir. Dolayısıyla genel olarak bu çok daha gerçekçi model Frankel'in ilk sonuçları ile tutarlıdır. Kısa dönemde spekülatörlerin hem piyasadaki payları (düşük w), hem de faaliyetlerinin yoğunluğu (yüksek fsd) bakımından piyasada üstün olmalarını bekleyebiliriz. Uzun dönemde ise kur oranları belli bir düzeyin üstünde iken, genel eğilim altında ya da üstünde değerlenmedir. Bu daha çok piyasa katılımcısının ekonomik göstergelere ilgi

[3] G. BIRD ve R. RAJAN: "Coping With and Cashing in on International Capital Volatility", CIES Discussion Paper, No. 99/13, (July 1999), 9-10.

göstermeye başlaması ile olan bir durumdur ve rasyonel fiyat şişmesinden farklı değildir. Fakat farklı olarak sonuçta ekonomik göstergeler çapasıyla geri çekilebilir niteliktedir.

Genişletilmiş modelin temel sonuçları şunlardır;

i. Her ülke için esnek kur oranlarından fayda elde edebilmek için koşul, bağımsız makroekonomik politika uygulayabilme kabiliyetidir. Bununla birlikte, çok yönlü kur oranı değişkenliği buna önemli bir engel olarak belirtilmektedir.

ii. Piyasada uzun dönemli yatırımcıların oranı arttıkça, kur oranları daha az değişkenlik gösterir.

iii. Spekülatörün piyasaya hakim olduğu bir yerde kur oranının, kısa dönemde oldukça değişken olmasını bekleyebiliriz. Bu değişkenlik, çeşitli biçimlerdeki şokların (random şoklar) yokluğunda zamanla azalacaktır.

iv. Kur oranlarındaki değişkenlik arttıkça, katılımcılar ekonomik göstergeler hakkında daha az emindirler. Sonuçta spekülatörlerin oranı artar (w düşer). Diğer bir ifadeyle, spekülasyonun ve kur oranı değişkenliğin kısa dönemde birbirini beslediği bir kısır döngü (self-fulling kehanet) olabilir.

v. Aynı zamanda kur oranı volatilitesini küçültmede maliyet temelli bir verginin önemi açık hale gelir. Uluslararası para vergilendirmesinin amacı, piyasadaki spekülatif elementleri azaltarak spot kur oranlarındaki volatiliteyi azaltmaktır. Özellikle böyle bir vergi w'yi yükselterek ya da fs'yi düşürerek var (s)'in küçültülmesine yardım eder.

vi. Kısa dönem değişkenlik ve belirsizlik, üretken yatırımları erteleyerek, reel ekonomi üzerinde önemli negatif etkilere neden olur.

Ek- 3: Tobin Vergisinin Etkilerine Yönelik Basit bir Model[4]

Buradaki modelde yalnızca iki ülkenin olduğu en basit durum varsayımında bir Tobin vergisinin etkileri incelenmektedir.

ih=yerel piyasadaki faiz oranı

if=yabancı ülkedeki faiz oranı

s=spot kur oranı (yabancı paranın her birimi için yerli para olarak tanımlanan)

se=beklenen kur oranı

y=yıl olarak ölçülen yatırım süresi

t=her işlem için Tobin vergisi

Modelde, hem sermaye hemde faiz kazanımlarının vergiye konu olduğu varsayılmaktadır. Tobin vergisi yerleşik olmayanların gelirleri üzerinden elde edilen faiz kazanımına bir vergi olarak modellenmiştir. Arbitraj ile vergiden sonraki getiriler iki ülke arasında eşitlenmelidir. Buna göre;

$$[(1-t)/(1+t)] (1+y\ if) (se/s)=(1+y\ if) \quad (1)$$

Eşitliğin sol tarafı yabancı ülkede yatırımın vergiden sonraki getirisidir. Tobin vergisi, elde edilen yabancı faiz gelirine, ülkeye girdiğinde ve ülkeden ayrıldığında olmak üzere, iki kere yüklenmektedir. Eşitliğin, sağ tarafı sadece yurtiçindeki yatırımdan elde edilen gelirdir. Eşitlik, s=se varsayılarak yabancı ülke getiri oranı için çözüldüğünde;

$$if=(1/y) [2t/(1-t)] \quad (2)$$

Bu eşitliğe göre Tobin vergisinin yükü yabancı kökenli yatırımın süresiyle ters orantılıdır. Örneğin t=0.1 ise bir haftalık zaman periyodundaki bir yatırım için %115 gibi bir oran iken 1 yılda bitecek bir yatırım için yabancı kökenli sermayeyi çekmek için gerekli getiri oranı %2'dir.

(y) yönüyle (if)'nin ilk türevi alındığında;

---

[4] R. S. RAJAN: "Sand In The Wheels of International Finance: Revisiting the Debate in Light of the East Asian Mayhem", (Singopure 1999), http://www.adelaide.edu.au/cies.

$$\frac{\partial if}{\partial y} = \frac{-(1)}{y^2} \left[\frac{(1+t)}{(1-t)(s/se)} - 1 \right] \quad (3)$$

Rajan'ın analizi ile elde edilen sonuç, Frankel'in analizi ile benzerlik taşımaktadır. Bu analizler, s=se özel durumu için geçerlidir ve genellenemez. Bu gizli olarak Frankel'de de varsayılmıştır. Daha genel durum 1'nolu eşitlikte gösterilmiştir. Son olarak, 2 ve 3 nolu eşitliklerden elde edilebilecek sonuçlar aşagıda verilmektedir;

$$(se/s)=(1+t)(1-t) \quad (4)$$

t=0.1 için bunun anlamı (se/s)=1.2'dir.

Eğer sermaye alan ülke finansal kriz ya da ödemeler dengesi krizi ile karşı karşıya ise kendi parasında aşağı doğru bir baskı oluşur. Bu durumda, se/s>1'dir. Spekülatif saldırı altındaki kurun %20'nin üzerinde değer kaybetmesi yaygın bir durumdur. Dolayısıyla eşitlik (4)'teki koşul karşılanmaz. Dolayısıyla cezalandırıcı bir oranda uygulanan bir Tobin vergisinin, kriz koşulları altında, uzun dönem sermaye akımları üzerinde daha çok yük yaratarak zıt bir etki oluşturur.

Analizin sonuçları şu başlıklarda toplanabilir;

1. Kur işlemlerinin vergisiz yerlere göç riski bulunmaktadır.

2. Kur işlemleri vergisiz finansal araçlara yönelebilir.

3. Vergi kriz döneminde spekülatif faaliyeti önlemede nispi olarak etkinsizdir. Tobin vergisi krizleri önlemeten ziyade, sermaye girişlerinin yoğunlaştığı (boom) dönemi boyunca sermaye girişlerini hafifleterek ekonomileri krizden koruyucu olarak görülmelidir.

4. Verginin ekonominin kriz döneminde (bost) kısa dönemli akımlar üzerinde tümüyle etkisiz iken uzun dönem akımlar üzerinde nispeten daha fazla yük oluşturması konjonktürel (counter-cylically) uygulanmak zorunda olduğunu göstermektedir.

Ek- 4: Felix modeli[5]

Felix modeli Tobin vergisinin döviz piyasası işlem hacmi üzerindeki etkilerinin analiz etmektedir. Felix'in ölçüm stratejisi kar maximize eden bir firma tarafından üretilmişcesine yıllık global döviz kuru hacmini modellemektir. Belirlenen anahtar gelir ve maliyet parametreleri global döviz piyasalarını oluşturan hetorojen işlemcilerin ortalamaları ile ağırlıklandırılmıştır. Ayrıca döviz piyasası işlemleri için varolan işlem maliyetlerine Tobin vergisi eklenmiştir. Sonuçta vergi ortalama elastikiyet tarafından tespit edilen miktar kadar döviz hacminde küçülme yaratır. Bunun yanında döviz piyasası işlem hacminin komposizyonunu da değiştirir. Vergi sonrası düşük kar birikimli ve örtülü faiz arbitrajı gibi yüksek elastikiyetli işlemlere doğru bir yönelme gerçekleşir. Düşen hacim daha düşük ağırlıklandırılmış ortalama elastikiyet anlamındadır. Felix tarafından tasarlanan Tobin vergisi oranı artarak yükselen oran şedülüdür. Bu yapı, uygulama süreci boyunca vergi artışı yönüyle döviz hacminin elastikiyetindeki küçülmeyi mümkün kılmaktadır.

Felix modelinde yıllık global döviz işlemlerinden iki indirim yapar. Bunlardan birincisi, %10'luk vergiden muaf tutulacak resmi işlemlerdir. İkincisi %25'lik çeşitli nedenlerle vergiden kurtulmayı başaran özel işlem miktarlarına ilişkin indirimdir. Bu indirimlerden sonra kalan etkin vergi matrahıdır.

Ölçüm modelinde ilk olarak firmanın talep yapısı belirlenir. Bu talep döviz için global talebi düzenleyen iki motif tarafından biçimlendirilir. Bunlar;

i. İşlem talebi: Bu talep mal ve hizmetlerin uluslararası işlemlerini kolaylaştırma güdüsünü açıklayan taleptir.

ii. Spekülatif talep: Farklı paralar cinsinden varlıkların fiyatlarındaki beklenen hareketler üzerinden spekülasyon güdüsü taşıyan taleptir.

Modelin ölçüm stratejisi şöyledir; Belirli bir dönemdeki döviz talebi yazılır. Bu talep ticaret için gerekli finansman ve dünya ticareti, faiz oranı ve

---

[5] David FELIX ve Ranjit SAU: "On the Revenue Potential and Phasing in of the Tobin Tax", Tobin Tax: Coping with Financial Volatility, Edit. Mahbub UL HAQ, Inge PAUL, (Oxford University Press, 1996), 228.

enflasyon'da beklenen değişiklikler üzerinde spekülasyon tarafından oluşur. Burada, Y mal ve hizmetler için dünya ticaretini, p arz edilen her döviz birimi için firmanın ödediği fiyatı , i ve f sırasıyla faiz ve enflasyon oranlarını ve V belli bir dönemdeki döviz işlem hacmini temsil etmek üzere, V için talep fonksiyonu aşağıdaki gibidir;

$$V=V(Y,p,i,f) \quad (1)$$

(1) no'lu eşitliği ters talep fonksiyonu olarak tekrar yazıldığında;

$$P=P(V,Y,i,f) \quad (2)$$

Firma tarafından elde edilen toplam gelir;

$$R=P.V \quad (3)$$

2'nolu eşitlik 3'te yerine konulduğunda;

$$R=P(V,Y,i,f)V \quad (4)$$

Yapılan statik analizde Y, i ve f dışsal değişkenler olarak alınmıştır. Karın maksimize edilebilmesi için denge noktasında marjinal gelirin marjinal maliyete eşit olması gerekmektedir. Bu doğrultuda gelir ve maliyet fonksiyonları tanımlanmaktadır.

Yukarıda $R=P(V,Y,i,f)V$ şeklinde ifade edilen kapalı fonksiyon aşağıda $R=gV^a$ şeklinde tanımlanmıştır.

$$R=gV^a \qquad 0<a<1 \quad (5)$$

Yukarıdaki eşitlikte g ve a parametrelerdir. Maliyet fonksiyonu ise $C=tV^b$ olarak tanımlanmıştır. Burada t, firmanın birim işlem maliyetidir. V=1 olduğunda t firmanın toplam maliyetidir. b=1 olduğunda ise t firmanın ortalama maliyetidir.

$$C=tV^b \qquad b>a \quad (6)$$

Tobin vergisi işlem maliyetlerinin (t) bir kısmı olan p'nin içinde yer almaktadır. Bu durumda kar fonksiyonu aşağıdaki gibidir;

$$P=R-C \quad (7)$$

Kar maksimizasyonunun birinci koşulu kar fonksiyonunun V'ye göre kısmi türevinin sıfıra eşilenmesidir. Buna göre;

$$P = g \cdot V^a - t \cdot V^b \tag{8}$$

Şeklinde ifade edilen kar fonksiyonundan aşagıdaki eşitliklere ulaşılmaktadır;

$$\frac{\partial P}{\partial V} = g \cdot a \cdot V^{a-1} - t \cdot b \cdot V^{b-1} = 0 \tag{9}$$

$$V^{a-b} = \frac{t \cdot b}{g \cdot a} \tag{10}$$

Yukarıdaki 10 nolu eşitliğin her iki tarafının logaritması alındığında aşağıdaki eşitliğe ulaşılır;

$$\log V = \frac{\log t + \log b - \log a - \log g}{a - b} \tag{11}$$

Bu eşitlikle V'nin t'ye göre kısmi türevi bize işlem maliyetinin işlem hacmine göre esnekliğini vermektedir.

$$\frac{d \log V}{d \log t} = \frac{-1}{(b-a)} \tag{12}$$

Son olarak firma için bir parametre olan b'nin döviz piyasası hacmi ve kompozisyonundaki değişiklikler ile değiştiğini varsayılmaktadır. Buna göre;

b=b(V,D) (13)

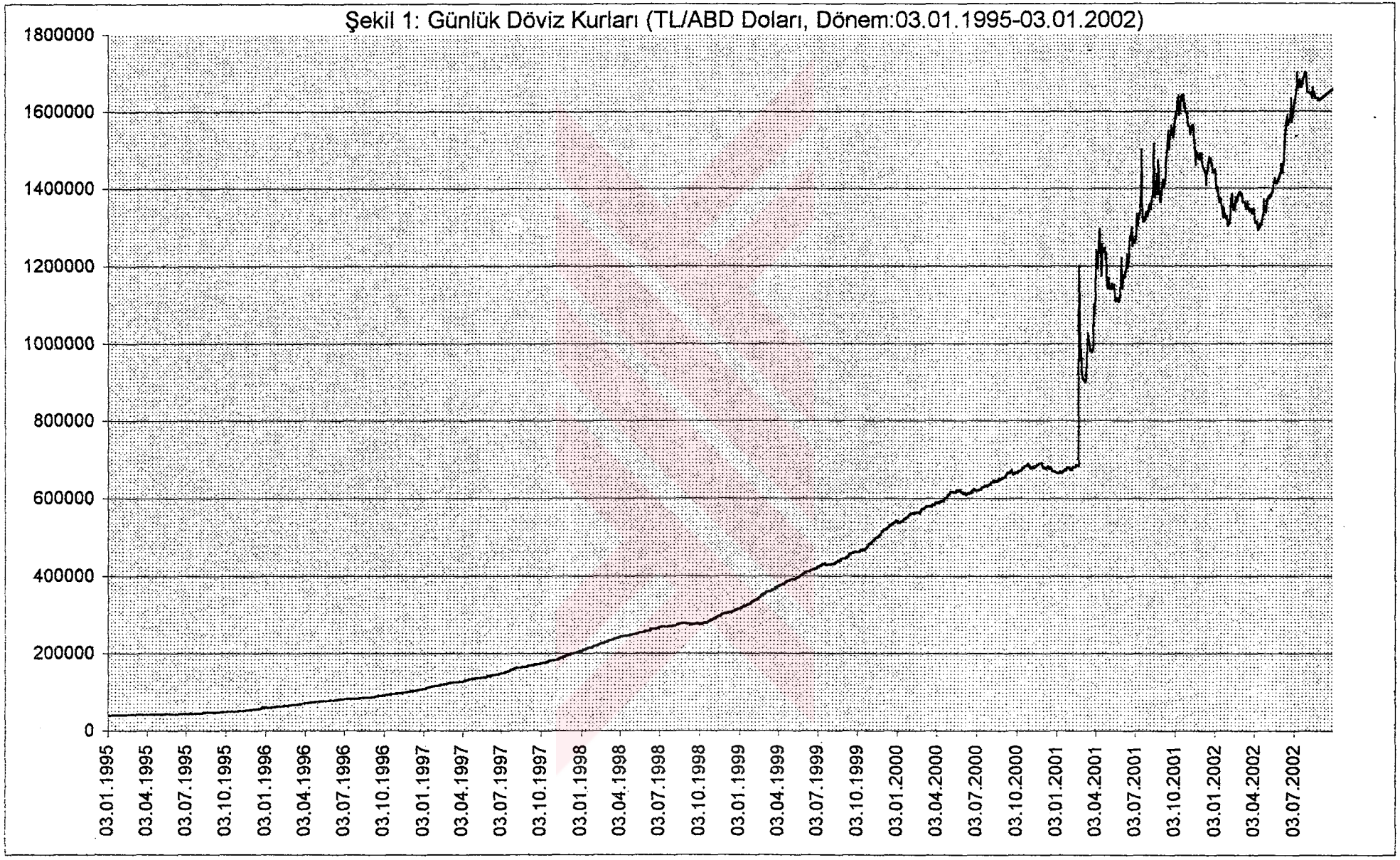
Burada b, tek bir büyüklükle normalize edilmiş döviz işlemleri (bir para alma-satma işlemi) için süreyi ifade etmektedir. Bu süre ağırlıklandırılmış bir ortalamadır ve gün olarak ölçülmüştür. Modelde, döviz hacmindeki düşüşün ortalama işlem maliyetlerini yükselteceği ileri sürülmektedir. Bu aynı zamanda bir döviz alım satım işleminin ortalama süresinde bir artış oluşturur. 12 nolu eşitlikteki hipotezler aşağıdaki biçimde ifade edilir;

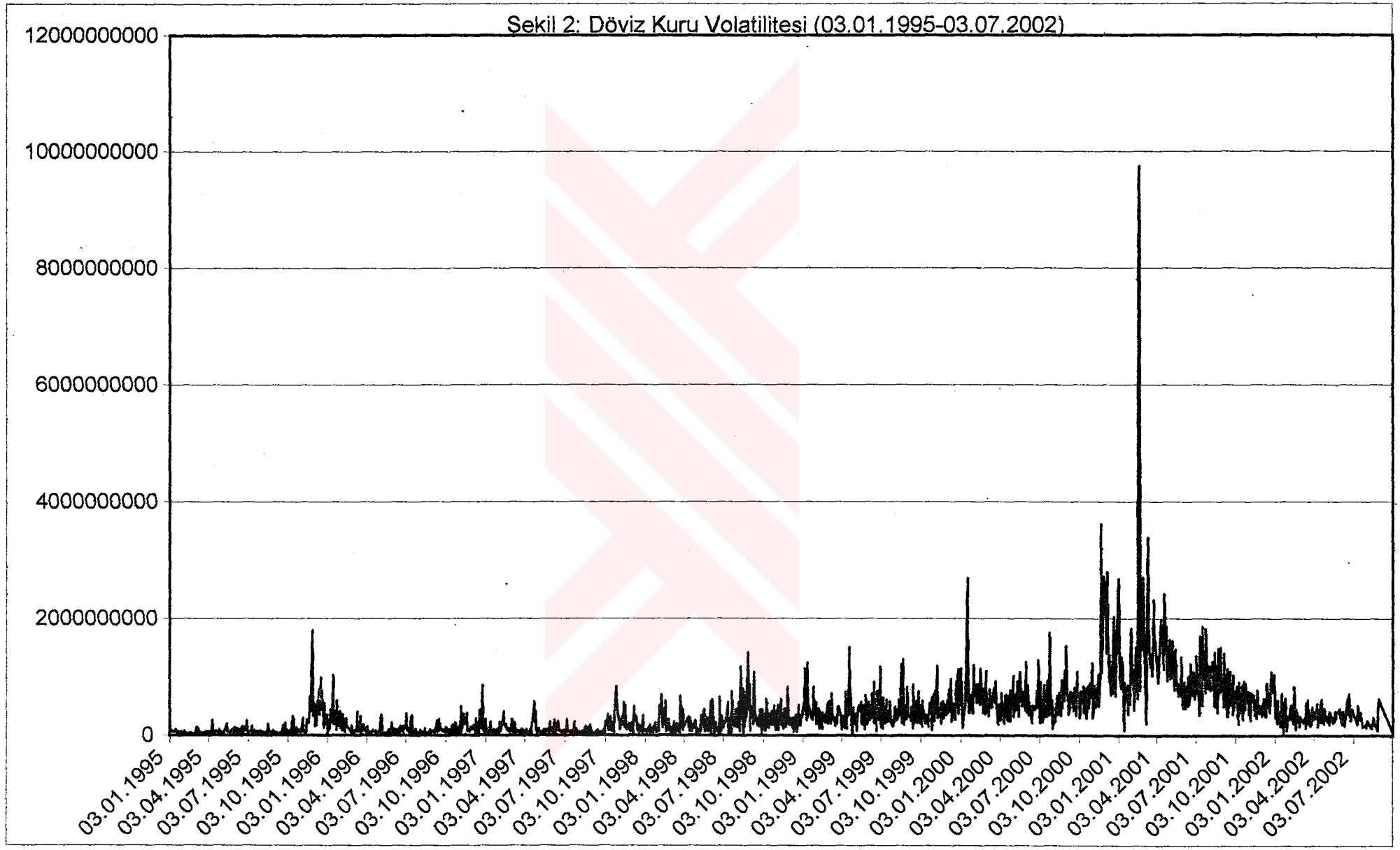
$$\frac{db}{dV} < 0, \quad \frac{db}{dD} > 0 \tag{14}$$

Modelde b, döviz alma-satma işleminin ortalama süresiyle yükselir. Söz konusu değişkenin daha yüksek olması, daha yüksek işlem maliyeti anlamındadır. Yüksek işlem maliyeti ise döviz piyasası hacminin işlem maliyetindeki değişiklikler yönüyle daha düşük elastikiyeti anlamındadır.

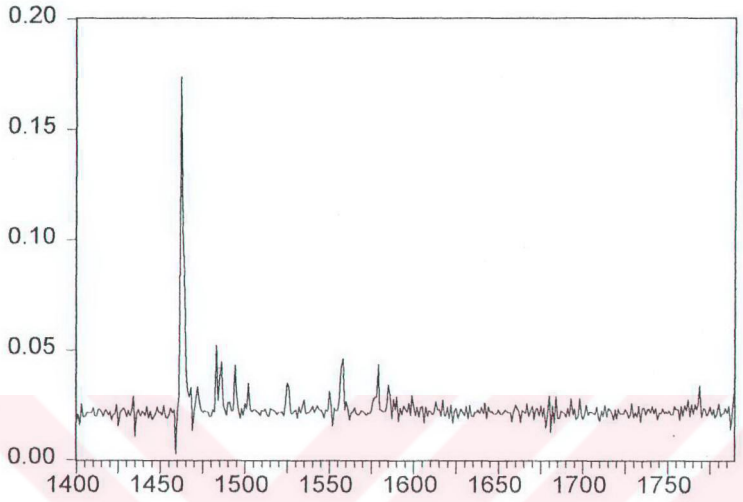
Eğer bu varsayımlar geçerliyse (1/b-a)'ya eşit olan E düşecektir. Tobin vergisi oranına hedeflenen final oranına getirmek için safhalarla başlamak, işlem süresini uzatacak, işlem hacmini küçültecektir. Böylece döviz işlem hacmi, en azından maliyetlerdeki değişimler yönüyle, daha istikrarlı olacaktır.

Ek- 5: ŞEKİLLER ve TABLOLAR

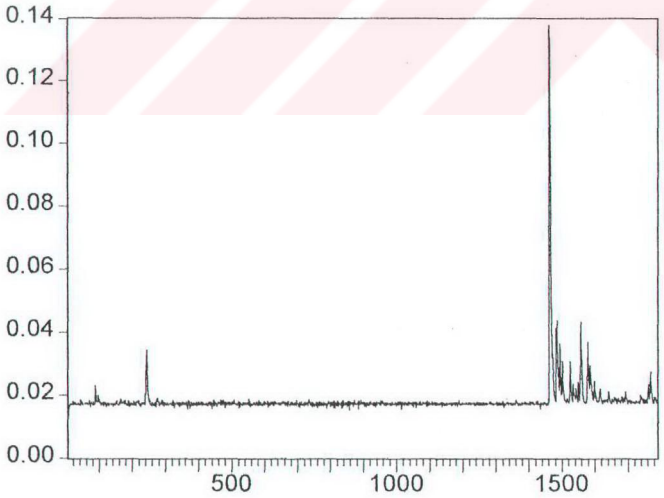

Şekil 1: Günlük Döviz Kurları (TL/ABD Doları, Dönem:03.01.1995-03.01.2002)
1800000
1600000
1400000
1200000
1000000
800000
600000
400000
200000
0
03.01.1995
03.04.1995
03.07.1995
03.10.1995
03.01.1996
03.04.1996
03.07.1996
03.10.1996
03.01.1997
03.04.1997
03.07.1997
03.10.1997
03.01.1998
03.04.1998
03.07.1998
03.10.1998
03.01.1999
03.04.1999
03.07.1999
03.10.1999
03.01.2000
03.04.2000
03.07.2000
03.10.2000
03.01.2001
03.04.2001
03.07.2001
03.10.2001
03.01.2002
03.04.2002
03.07.2002


Şekil 2: Döviz Kuru Volatilitesi (03.01.1995-03.07.2002)
12000000000
10000000000
8000000000
6000000000
4000000000
2000000000
0
03.01.1995
03.04.1995
03.07.1995
03.10.1995
03.01.1996
03.04.1996
03.07.1996
03.10.1996
03.01.1997
03.04.1997
03.07.1997
03.10.1997
03.01.1998
03.04.1998
03.07.1998
03.10.1998
03.01.1999
03.04.1999
03.07.1999
03.10.1999
03.01.2000
03.04.2000
03.07.2000
03.10.2000
03.01.2001
03.04.2001
03.07.2001
03.10.2001
03.01.2002
03.04.2002
03.07.2002

Şekil 3: Döviz Kuru Volatilitesi: 03.09.2000-03.09.2002



Şekil 4: Döviz Kuru Volatilitesi: 03.01.1995-03.09.2002



Şekil 5: Artırımlı Vergi'nin Uygulama Mekanizması



EK TABLO 1: 03.09.1995-03.09.2002 Döneminin GARCH (1,1) Tahminleri

	b_0	b_1	α_0	α_1	β	θ	R^2	F	AIC	SCI	iteras.sayısı
GARCH(1,1)	0.002227	-0.026414	0.0000418	0.167698	0.577651	-0.00000116	0.007582	2.125438**	-8.285197	-8.262682	25
Standart hata.	0.00000908	0.027210	0.000000053	0.021561	0.047281	0.0000004	-	-	-	-	
t oranları	24.53215*	-0.970755	7.866675*	7.777721*	12.21731*	-2.714532*	-	-	-	-	

Notlar: * 0.01 güven derecesinde anlamlıdır.
** 0.05 güven derecesinde anlamlıdır.

EK TABLO 2: 03.09.2000-03.09.2002 Döneminin GARCH (1,1) Tahminleri

	b_0	b_1	α_0	α_1	β	θ	R^2	F	AIC	SCI	iteras.sayısı
GARCH (1,1)	0.002527	-0.283372	0.000334	0.148255	0.594490	0.000338	0.080258	6.701654*	-4.529830	-4.468812	23
Standart hatal.	0.002927	0.119964	0.000127	0.074736	0.123414	0.000024	-	-	-	-	-
t oranları	0.863444	-2.362151*	2.635251*	1.983709**	4.817033*	13.89852*	-	-	-	-	-

Notlar: * 0.01 güven derecesinde anlamlıdır.
** 0.05 güven derecesinde anlamlıdır.

Ek- 6: Finansal Sistemde Geçerli Olan Vergilendirme Rejimi

EK TABLO 3: Türkiye'de Finansal Sistemde Geçerli Olan Vergilendirme Rejimi

	TAM MÜKELLEF		DAR MÜKELLEF	
	Gerçek Kişi	Kurum	Gerçek Kişi	Kurum
Yatırım Fon ve Ortaklığı	-	i.Portföy işletmeciliğinden sağlanan kazançlar -KV'den istisna[1] -Vergi tevkifatı[2 ve 3] ii.(i)'den yararlanmayanlar için; -Türkiye'de elde edilen menkul kıymet alım satım kazancı diğer kazanç ve iratlar kapsamındadır. -Menkul sermaye iratları KVK'nun 24. maddesine göre vergilendirilir.	-	i.Portföy işletmeciliğinden sağlanan kazançlar -KV'den istisna[1] -Vergi tevkifatı[2 ve 3] ii.(i)'den yararlanmayanlar için; -Türkiye'de elde edilen menkul kıymet alım satım kazancı diğer kazanç ve iratlar kapsamında[4] -Menkul sermaye iratları KVK'nun 24. maddesine göre vergilendirilir[5]
Yurtdışından Sağlanan krediler	-	-	-	Vergi yükü bulunmamaktadır[6].
Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları	-	-	-	i.Genel Vergilendirme Rejimine tabidir[7]. ii. KVK 12/1 maddesi parantez içi hüküm[8] iii. İştirak kazançları KVK 8/1'e göre KV'den istisnadır[9].
Menkul Sermaye İratları	i. Menkul kıymet alım satım kazancı -Hisse senedi alım satım kazancı[10] -Diğer[11] ii. Menkul sermaye iratlarından elde edilen gelirler; -Hisse Snt.karpayı[12] -Mevduat faizi[13] -Döv.Tev. Hs.faizi[13] -Repo Gelirleri[13] -Haz.B.ve D.Tah.[14] -Eurobond[15] -Yatırım Fon ve Ortaklıklarından elde edilen kar payı[16]	i. Menkul kıymet alım satım kazancı -Hisse senedi alım satım kazancı[17] ii. Menkul sermaye iratlarından elde edilen gelirler; -Hisse snt. kar payı[18] -Mevduat faizi[19] -Döv. Tev. Hs.faizi[19] -Repo Gelirleri[19] -Haz.B. ve D.Tah.[20] -Eurobond[21] -Yatırım Fon ve Ortaklıklarından elde edilen kar payı[22]	i. Menkul kıymet alım satım kazancı -Hisse senedi alım satım kazancı[23] ii.Menkul sermaye iratlarından elde edilen gelirler; -GVK 94'e göre tevkifat[24] -GVK 86'ya göre beyanname yok[25] iii.GVK 82'ye göre enflasyon muh.müesseseleri öngörülmüştür[26].	i. Menkul kıymet alım satım kazancı -Hisse senedi alım satım kazancı[27], ii. Menkul sermaye iratlarından elde edilen gelirlerin vergilendirilmesi tam mükellef kurumla aynıdır. iii. KVK 45/b'e göre enflasyon muhasebesi müesseseleri öngörülmüştür[28].

(1) KVK 8/4'e göre; a) Portföyünün en az %25'i hisse senetlerinden oluşan menkul kıymet yatırım fonları (döviz yatırım fonları hariç) ile aynı nitelikteki menkul kıymetler yatırım ortaklıklarının portföy işletmeciliğinden sağladıkları kazançları, b) (a) bendi dışında kalan menkul kıymet yatırım fonları (döviz yatırım fonları hariç) ile aynı nitelikteki menkul kıymetler yatırım ortaklıklarının portföy işletmeciliğinden sağladıkları kazançları, kurumlar vergisinden istisnadır.
(2) Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 24 ve Gelir Vergisi Kanunu'nun 94. maddesi uyarınca öngörülmüş vergi tevkifatlarını (1)'deki istisnadan etkilenmemektedir.
(3) GVK'nun 94/6/a maddesine göre yapılacak tevkifat oranı, portföyünün %25'i hisse senetlerinden oluşan menkul kıymet yatırım fon ve ortaklıkları için %0, diğer menkul kıymet yatırım fon ve ortaklıkları için %10'dur(93/5148 sayılı BKK).
(4) Alım satım kazançlarını kapsayan diğer kazanç ve iratların matrahının tespiti GVK'nın 82. maddesinde gelir vergisi mükellefleri ile aynıdır. Buna göre dar mükellef yatırım fon ve ortaklıklarının menkul kıymet alım satım kazançları için kur farkından arındırma, endeksleme, indirim oranı uygulamaları burada da aynen geçerli olmaktadır.
(5) KVK'nın 24.maddesi uyarınca dar mükellef kurumlarca elde edilen menkul sermaye iratları tevkif esasında vergilendirilmektedir.
(6) Bilindiği gibi Türkiye'de sermaye hesapları serbestisi yurt içi ekonomik birimlere yurt dışından kredi elde etme imkanları yaratmıştır. Türkiye'de bu tür krediler içinde özellikle bankacılık kesiminin yurtdışından sağladığı sendikasyon kredileri artış göstermiştir. Türkiye'deki bankalara sendikasyon kredisi sağlayan yabancı bankaların, bu kredilere ödenen faizlerden elde ettikleri gelirler, Türkiye'de elde edilmiş menkul sermaye iradı kapsamındadır. Türkiye'de daimi temsilcisi ya da işyeri olmayan kurumların elde ettikleri kredi faiz gelirlerinin vergilendirilme rejimi KVK'nın 24.maddesinde düzenlenmiştir. Söz konusu madde hükmüne göre elde edilen kredi faizi üzerinden yapılması gereken tevkifat oranı halen BKK kararları doğrultusunda (93/5147 sayılı) %0'dır. Sıfır oranında tevkifat uygulanabilmesi için ödenen faizin kredi faizi olması gerekmektedir. Tevkifat oranının sıfır olması için kredinin bankadan alınmış olması şart değildir, herhangi bir yabancı kurumdan da alınmış olabilir. Kredi şeklinde olmayan alacak faizleri %10 oranında tevkifata tabidir. Ayrıca yurt dışından sağlanan sendikasyon kredileri için ödenen faizler katma değer vergisine tabi değidir. Damga vergisi açısından ise yurt dışından sağlanan nakdi kredilerde sıfır oranlı damga vergisi uygulaması geçerlidir. Bu konuda Bkz: Ali TUĞLU: "Sendikasyon Kredilerinin Vergisel Boyutu", Vergi Dünyası, (Mart 2003), Yıl.22, Sayı: 259, 109. Dolayısıyla yurt dışından sağlanan krediler nedeniyle dar mükellefler tarafından elde edilen gelirler için herhangi bir vergi yükü söz konusu değildir.
(7) KVK 12/1 maddesinde yer alan parantez içi hüküm hariçtir.
(8) Bu hükme göre, dar mükellef kurumların ihraç edilmek üzere Türkiye'de satın aldıkları veya imal ettikleri malları Türkiye'de satmaksızın yabancı memeleketlere göndermelerinden elde edilen kazançlar Türkiye'de elde edilmiş sayılmamaktadır.
(9) Türkiye'de var olan kurumlara kurumsal iştirak şeklinde gerçekleştirilecek doğrudan doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında elde edilen iştirak kazançları KVK'nın 8/1 maddesi uyarınca kurumlar vergisinden istisna edilmiştir.
(10) GVK'nın Geçici 56/D maddesinde "İvazsız olarak iktisap edilenler hariç olmak üzere; hisse senetlerinin iktisap tarihinden başlayarak üç ay içinde veya iktisabından evvel elden çıkarılmasından sağlanan kazançlar'ın "değer artışı kazancı" olarak gelir vergisine tabi olacağı belirtilmektedir. Bu gelirler için 2002 yılında öngörülen vergileme rejimine göre, iktisap tarihinden itibaren üç ay içinde satılanlar beyana tabidir (GVK geçici Md.56.D-1). Bu gelirlerde enflasyondan arındırma yapılması öngörülmüştür. Vergi mevzuatımıza göre hisse senetlerinin alım satım tarihleri arasında 3 aydan daha kısa bir süre varsa, elde edilen bir değer kazancı mevcutsa ve bu değer artış kazancının safi tutarı 3.5 milyar TL'yi aşıyorsa mükellef kişi beyanname verecek, aşmıyorsa beyanname vermeyecektir. Bir başka ifadeyle bu gelirlerin vergilendirmesi için alım satım kazançlarının bir takvim yılı içindeki toplam safi tutarının 3.5 milyarı aşması gerekmektedir. Gelirler 3.5 milyarı aşarsa, aşan kısım beyan edilmektedir.

9 Ocak 2003 tarihli Resmi Gazetede yayımlanan 4783 sayılı yasaya göre, Türkiye'de kurulu menkul kıymet borsalarında işlem gören ve üç aydan fazla tutulan hisse senetlerinin elden çıkarılmasından sağlanan kazançlar gelir vergisine tabi değildir (GVK Mükerrer Md. 80/1). Söz konusu üç aydan daha az süre elde tutulan hisse senetlerinin, elden çıkartılmasından doğan kazancın 10 milyar Liralık kısmı gelir vergisinden müstesnadır (GVK Mükerrer Md. 80/3). Söz konusu istisna bir yıllık kazanca uygulanmaktadır. Üç aylık süre içinde elden çıkarılan hisse senetleriyle ilgili kazancın hesaplanmasında, elden çıkarılan hisse senedinin iktisap bedeli, hisse senedinin elden çıkarıldığı ay hariç olmak üzere, DİE tarafından belirlenen TEFE artış oranında artırılarak belirlenecektir (GVK Mükerrer Md. 81) Borsada elde edilen kazançların hesaplanmasında "enflasyon indirimi" uygulaması ise 2003 ve izleyen yıllar için kaldırılmıştır.

Türkiyede kurulu menkul kıymet borsalarında işlem görmeyen hisse senetlerinin hangi sürede olursa olsun elden çıkarılmasından sağlanan ve TEFE endekslemesinden sonra 10 milyar lirayı aşan kazançların "değer artış kazancı" olarak vergiye tabi tutulması öngörülmektedir.

(11) GVK'da hisse senedi satışı yanında diğer menkul kıymet satışlarından elde edilen kazancın da vergilendirmeye konu edileceği hususu hükme bağlanmış bulunmaktadır (GVK Md. 80 ve GVK Geç. Md.56). 2002 yılında öngörülen vergilendirme rejimine göre, diğer menkul kıymetlerin vergilendirmesinde hisse senetlerinde olduğu gibi, gelirler 3.5 milyarı aşarsa, aşan kısım beyan edilmektedir. Bununla birlikte söz konusu kazançların vergilendirilmesinde farklılık taşıyan hususlar bulunmaktadır. Diğer menkul kıymetlerin alım satımında belli bir süre elde tutulması vergilendirmeyi etkilememektedir. Ayrıca ilgili menkul kıymetin borsaya kayıtlı olup olmamasının veya alım satıma yetkili aracı kurumlar ve bankalar vasıtasıyla elden çıkarılmasının vergilendirme açısından bir önemi yoktur.

4783 sayılı Kanun ile GVK'nun Mükerrer 80'inci maddesinin 1 numaralı bendinde yapılan değişiklik sonucunda, 1 Ocak 2003 tarihinden itibaren ise; Hisse senetleri dışındaki menkul kıymetlerin hangi sürede olursa olsun elden çıkarılmasından sağlanan ve TEFE endekslemesinden sonraki tutarı 10 milyar lirayı aşan kazançlar "değer artış kazancı" olarak vergiye tabi tutulacaktır.

Hazine Bonosu ve Devlet tahvillerinin alım-satım kazançlarına ilişkin vergilendirme rejimi ikili ayırıma dayanmaktadır. Buna göre;

i. 26.7.2001'den itibaren ihraç edilen Hazine Bonosu ve Devlet Tahvilinden 2002 yılında elde edilen alım-satım kazancının 607 milyar 936 milyon TL'yi geçmediği durumda beyanname verilmemektedir. Bunun nedeni %87.4 indirim oranı uygulamasından sonra kalan kazançın, istisna tutarı olan 76.6 milyar TL'nin altında olmasıdır. 26.7.2001-31.12.2003 tarihleri arasında ihraç edilen Hazine Bonosu ve Devlet Tahvillerinden 2003 yılında elde edilen faiz ve alım-satım kazancı toplamının 121 milyar 794 milyon TL'si vergiden müstesnadır. GVK'nın geçici 56. maddesine göre, elde edilen değer artış kazancının safi tutarı, ilgili yıl için belirlenen indirim oranına göre enflasyondan arındırılarak yada alış bedeli TEFE endeksine göre arttırılarak hesaplanmıştır. 4783 sayılı kanunla yeniden düzenlenen GVK'nın mükerrer 81. maddesine göre, 2003 ve izleyen yıllarda, Devlet Tahvili ve Hazine Bonolarının elden çıkarılmasından sağlanan kazançlar enlasyondan arındırılamayacak, kazancın safi tutarı, alış bedelinin satışın yapıldığı ay hariç olmak üzere TEFE endeksine göre arttırılması suretiyle hesaplanacaktır.

ii. (i) 26.7.2001 tarihinden önce ihraç edilen Hazine bonosu ve Devlet tahvilinden elde edilen alım-satım kazançları söz konusu 76.6 milyar TL'lik istisnadan yararlanamamaktadır. Bununla birlikte bu tarihten önce ihraç edilen söz konusu menkul kıymetlerden elde edilen alım-satım kazançları indirim oranından yararlanmaktadır. 26.7.2001 tarihinden önce ihraç edilen Hazine bonosu ve Devlet tahvilinden 2003 yılında elde edilen alım-satım kazançları indirim oranı uygulamasından yararlanamayacak, sadece TEFE endekslemesinden yararlanabilecektir. TEFE oranında arttırılmış iktisap bedeli ile satış bedeli arasındaki fark ile varsa diğer menkul kıymet alım-satım kazançlarının TEFE endekslemesinden sonraki toplamı 10 milyar TL'yi aşarsa, aşan kısım beyan edilip vergilendirilmektedir.

(12) Tam mükellef gerçek kişilerin iktisap ettikleri hisse senetlerine bağlı olarak elde ettikleri temettülerin vergi alacağı dahil tutarının GVK'nın 103'üncü maddesindeki gelir vergisi tarifesinin birinci ve ikinci gelir dilimi toplamının yarısını (2003 yılı için 8 milyar 500 milyon TL) aşması halinde bunların yıllık beyanname ile beyan edilerek vergilendirilmeleri gerekmektedir (GVK Md. 86).

(13) Mevduat faizleri tevkifat suretiyle vergilendirilmektedir (GVK Md. 94/8). Banka mevduat faiz gelirleri beyana tabi değildir. Bir başka ifadeyle, bu gelirlerden yapılan gelir vergisi stopajı nihai vergi durumundadır. Diğer gelirler nedeniyle beyanname verilse bile söz konusu gelirler beyannameye dahil edilmemektedir. GVK'nuna 4444 sayılı Kanun'la eklenen geçici 55. madde ile 01.01.1999-31.12.2002 tarihleri arasında elde edilen ve tevkif suretiyle vergilendirilendirilmiş bulunan GVK'nın 75. maddesinin 7, 12 ve 14 numaralı bendlerinde yazılı menkul sermaye iratları ile menkul kıymet yatırım fonlarının katılma belgelerine ödenen kar payları için beyanname verilmeyeceğine ilişkin düzenlemenin süresi 31.12.2003 tarihine kadar uzatılmıştır. Buna göre 2003 yılında elde edilen ve stopaja tabi tutulan banka mevduat faizi, döviz tevdiat faizi ve repo gelirleri tutarı ne olursa olsun 2004 yılında yıllık gelir vergisi beyannamesi ile beyan edilmeyecektir. Aynı uygulama 2003 yılında elde edilen gelirler içinde söz konusudur. Öngörülen stopaj oranı %16 iken vade uzadıkça oran azalmaktadır.

(14) i. 26.7.2001'den itibaren ihraç edilen Hazine Bonosu ve Devlet Tahvili gelirleri beyana tabidir ve 6 milyar 650 milyon TL beyan sınırı bulunmaktadır. Bu gelirler için öngörülen stopaj oranı %0'dır. Bu gelirler enflasyondan arındırmaya tabi tutulmaktadır ve 76.6 milyar TL istisna uygulaması bulunmaktadır (243 No'lu GVG. Tebliği). Buna göre, 26.07.2001 tarihinden itibaren ihraç edilen Hazine bonosu ve Devlet tahvillerinden 2002 yılında TL cinsinden elde edilen faiz gelirine %87.4

indirim uygulandıktan sonra kalan tutarın 76.6 milyar TL'sı vergiden müstesnadır. 26. 07.2001-31.12.2003 tarihleri arasında ihraç edilen Hazine bonosu ve Devlet tahvillerinden 2003 yılında elde edilen faiz ve alım satım kazancı toplamının 121 milyar 794 milyon TL'si vergiden müstesnadır. Bu gelirlere ilişkin olarak söz konusu indirim ve istisnalar uygulandıktan sonra kalan tutarın 8 milyar 500 milyon TL'yi aşması halinde beyanname verilecektir.

ii. (i) 26.7.2001 tarihinden önce ihraç edilen Hazine bonosu ve Devlet tahvili faizleri 76.6 milyar liralık istisnadan yararlanamamaktadır. Bu tarihten önce ihraç edilen Hazine bonosu ve Devlet tahvilinden 2002 yılında TL cinsinden elde edilen faiz gelirinden %87.4 indirildikten sonra kalan tutar 6 milyar 650 milyon TL'yi aşıyorsa beyanname verilecektir. Söz konusu menkul kıymetlerden 2003 yılında elde edilen faizlerin, Maliye Bakanlığı tarafından 2003 yılı için açıklanacak indirim oranı uygulandıktan sonra kalan tutarın 8 milyar 500 milyon TL'yi aşması halinde beyanname verilecektir.

(15) (14)'te Hazine Bonosu ve Devlet Tahvili gelirleri için öngörülen vergilendirme rejimi Hazine tarafından çıkarılan Eurobond'lar içinde geçerlidir. Tek farklılık Eurobondlarda vergi stopajı bulunmamasıdır. Özel şirketler tarafından çıkarılan Eurobond'lardan vade sonlarında elde edilen faiz gelirleri ise fon payı dahil %13.2 stopaja tabidir. Ayrıca Eurobond faizleri döviz cinsinden olduğu için enflasyon indirimi uygulanmamaktadır.

(16) Yatırım fonu katılma belgesi karşılığı elde edilen kazançlar kar payı sayılmakta ve menkul sermaye ıradı olarak vergilendirilmektedir (GVK md.75/1). Fakat GVK'nın geçici 55'inci maddesi uyarınca 1.1.1999-31.12.2002 tarihleri arasında yatırım fonlarının katılma belgelerine ödenen kar payları beyanname dışı tutulmuştur. Diğer gelirler nedeniyle beyanname verildiği durumlarda yatırım fonu kar payları beyannameye dahil edilmeyecektir. 2003 yılında elde edilen menkul kıymet yatırım fonu katılma belgesi kar payı 4783 sayılı kanun ile değişik GVK'nın 55. maddesine göre beyana tabi değildir. Dolayısıyla bu nitelikte kar payı elde eden gerçek kişiler üzerinde hiç bir vergi yükü bulunmamaktadır. Yurt dışında kurulu bulunan yabancı menkul kıymet yatırım fonlarından elde edilen kar payları, yurt dışında elde edilen menkul kıymet alım kazancı niteliğindedir. Bu gelirler menkul sermaye ıratlarının tabi olduğu vergilendirme rejimine tabidir. Ayrıca beyannamede hesaplanan vergiden varsa yurt dışında ödenen gelir vergisi mahsup edilir.

Yatırım ortaklıklarından elde edilen kar payları ise GVK geçici 55'inci madde kapsamına alınmamıştır. Elde edilen bu kar payına bağlı olarak 1/5 oranında vergi alacağı hesaplanacak ; aynı zamanda bu kar payı vergilendirilirken GVK'nın 76'ncı maddesi gereği indirim oranı uygulanacaktır. Bulunacak tutar beyanname verme sınırını aştığı zaman beyan edilecektir. Buna göre 2002 yılında, yatırım ortaklıklarından elde edilen kar paylarına enflasyon indirimi uygulandıktan ve 1/5 oranındaki vergi alacağı eklendikten sonraki tutar 6 milyar 650milyon TL'yi geçiyorsa beyanname verilmektedir. 2003 yılında elde edilen kar payları bakımından beyanname verme sınırı 8 milyar 500 milyon TL'dir.

(17) Tam mükellef kurumların aktifinde kayıtlı bulunan hisse senetlerinin alım-satımından elde edilen gelirlerin vergilendirilmesinde, elde edilen alım satım geliri "kurum kazancı" dahilinde değerlendirilir.

(18) KVK'nın "istisnalar" başlıklı 8'inci maddesinin birinci fıkrasının (1)'nolu bendine göre "kurumların, tam mükellefiyete tabi başka bir kurumun sermayesine iştiraklerinden elde edilen kazançları" kurumlar vergisinden müstesnadır.

(19) Kurum kazancına dahil edilerek kurumlar vergisi beyannamesi ile beyan edilecektir. Ayrıca GVK'nın 94. maddesine göre tevkifat oranlarına tabi tutulacak, yapılan bu kesintiler yıllık beyanname ile hesaplanan vergiden düşülecektir.

(20) Her türlü tahvil faizleri ile hazine bonosu faiz gelirlerinin tam mükellef kurumlarca elde edilmesi halinde, bu gelirler kurum kazancına dahil edilerek Kurumlar Vergisi beyannamesi ile beyan edilecektir. Diğer yandan GVK'nuna göre söz konusu menkul kıymetlerin faiz ve diğer gelirlerinin tam mükellefiyete tabi kurumlara ödenmesi sırasında %0 oranında gelir vergisi tevkifatı yapılacaktır. Ticari işletmelere ait Hazine Bonosu ve Devlet tahvili faiz gelirlerine enflasyon indirimi vevergi istisnası uygulanmamaktadır.

(21) Gelir Vergisi stopajı olmayan eurobondlardan elde edilen gelirler, kurum kazancına dahil edilerek vergilendirilecektir.

(22) Menkul kıymetler yatırım fonlarının katılma belgelerine ödenen kar payları için tutarı ne olursa olsun beyanname verilmez iken söz konusu kazanç ve ıratların bir kurum bünyesinde elde edilmesi durumunda ticari kazancın unsuru olarak dikkate alınacaktır.

(23) Tam mükellef gerçek kişi için yapılan açıklamalar aynen geçerlidir. Bunlara ek olarak, GVK'nun geçici 56'ncı maddesinin (F) fıkrasına göre; dar mükelleflerin, yabancı sermaye mevzuatına göre ilgili mercilerden izin almak suretiyle, Türkiye'ye bizzat getirdikleri nakdi veya ayni sermaye karşılığında iktisap ettikleri hisse senetlerini elden çıkarmalarından doğan değer artış kazançlarının hesabında, kur farkından doğan kazançlar dikkate alınmayacak, diğer bir ifadeyle vergilendirilmeyecektir.

(24) Yabancı finansal sermayenin elde edebileceği menkul sermaye iratlarından, hisse senetlerinin ve tahvillerin vadesi gelmemiş kuponlarının satışından elde edilen bedeller hariç, tümü için GVK'nu 94. maddede tevkifat oranı öngörülmüştür.

(25) Söz konusu madde hükmüne göre, eğer elde edilen menkul sermaye iradı Gelir Vergisi Kanunu'nun 94. maddesi uyarınca tevkif suretiyle vergilenmişse bu gelirler için beyanname verilmeyecektir.

(26) GVK 82. madde hükmüne göre dar mükelleflerin yabancı sermaye mevzuatı kapsamında ilgili mercilerden izin almak suretiyle (Nakdi sermaye için 32 sayılı karar ile izin sistemi kaldırılmıştır) Türkiye'ye bizzat getirdikleri nakdi veya ayni sermaye karşılığında iktisap ettikleri menkul kıymetler ile iştirak hisselerini elden çıkarmalarından doğan kazançların hesabında kur farkından doğan kazançlar dikkate alınmaz. Diğer taraftan, tıpkı tam mükellefler gibi iktisap bedelinin DİE'ce belirlenen toptan eşya fiyat endeksine göre eskale edilmesi hakkı yabancı finansal sermaye açısından da aynen geçerli olmaktadır. Sözü edilen maddede yer alan diğer enflasyon muhasebesi müessesesi menkul kıymetlerin elden çıkarılmasından sağlanan kazançlar için GVK'nın 76.maddesindeki indirim oranı müessesesidir. Alternatifli olarak düzenlenen bu müesseseler, oluşan kazancın enflasyondan kaynaklanan kısımının vergi dışı bırakılmasını sağlamaktadır. Söz konusu uygulamalara ilişkin olarak, 4783 sayılı kanunla getirilen farklılık ise iktisap bedelinin DİE tarafından belirlenen TEFE endeksindeki artış oranında artırılmasına ilişkin düzenlemedir.

(27) Bu gelirler tam mükellef kurumla aynı vergilendirme rejimine tabidir. Dar mükellef kurumların aktiflerine kayıtlı hisse senetlerini elden çıkarmalarından sağlanan ve GVK'nın geçici 56.maddesi kapsamında değer artış kazancı olarak vergilendirilecek kazançların tespitinde, GVK'nun Geçici 56.maddesinde yer alan istisnalar uygulanmayacaktır. Ancak dar mükellef kurumların hisse senetlerini elden çıkarmalarından doğan değer artış kazançlarının hesabında kur farkından doğan değer artışı, GVK'nın geçici 56'ıncı maddesi çerçevesinde vergilendirilmeyecektir.

(28) GVK'nun 82. maddesinde öngörülen müesseseler; döviz varlıkları ve menkul kıymetlerin elden çıkarılmasından elde edilen gelirleri, ticari kazanç çerçevesinde elde etmeyen kurumsal yatırımcılar bağlamında geçerlidir.

ÖZET

Tam sermaye hareketliliği ortamında, sermaye akımlarının sınırlandırılmasında global öneriler önem taşımaktadır. Tobin vergisi sadece global niteliğinden dolayı değil, finansal liberalizasyon reformlarıyla çok daha uyumlu olduğu için ilgi toplamaktadır. Bütün işlemler üzerine düşük bir işlem vergisi uzun dönem yatırımlar üzerinde çok küçük bir etkiye sahipken, kısa dönem işlemler üzerinde büyük bir maliyet yaratır. Finansal kriz zamanlarında bir işlem vegisi spekülasyonu engellemez. Bununla birlikte, Tobin vergisi normal zamanlardaki spekülasyonu caydırır, döviz kuru volatilitesini düşürür ve orta ve uzun dönemde daha istikrarlı sistemlerin oluşmasına katkı yapar. Gerçekte bir Tobin vergisi, global bir uygulama planı olmasa bile her bir ülke için uygulanabilir bir politika aracıdır.

Son dönemlerde yaşanan finansal krizlerden sonra gündeme getirilen mali sistemin yapılandırılması önerileri, finansal krizleri önlemede tek başına yeterli değildir. Özel sermaye akımlarının volatilitesinin istikrarlı kılınması gereklidir. Bu ise kısa dönem sermaye girişlerinin vergiler yada zorunlu rezervler gibi piyasa temelli araçlarla kontrolü ile elde edilebilir.

SUMMARY

In the world of full capital mobility, it is important to restrict capital flows on the base of its global proposals. The Tobin tax has attracted attention not only for global characteristics but also for being much more compatible with financial liberalization reforms. A modest ad valorem tax on all transaction falls most heavily on short round trips while the impact of the tax on long-term investment should be minimal. A transaction tax will not stop speculation during financial crises. However, Tobin tax would discourage short-term transaction in normal times, reduce exchange rate volatility and contribute more stable system in middle and long term . In fact, a Tobin tax is a plausible measure for any individual country even If there is no global move to such scheme.

Financial system restructure proposals, that bring agenda after the financial crisis recently experienced, would not by itself be sufficient to prevent financial crises. It could be argued that the volatility of private capital flows needs to be stabilized, and this can be attained by controlling short-term capital inflows through market-based measures such as taxes or reserve requirements.

SUMMARY

In the world of full capital mobility, it is important to restrict capital flows on the base of its global proposals. The Tobin tax has attracted attention not only for global characteristics but also for being much more compatible with financial liberalization reforms. A modest ad valorem tax on all transaction falls most heavily on short round trips while the impact of the tax on long-term investment should be minimal. A transaction tax will not stop speculation during financial crises. However, Tobin tax would discourage short-term transaction in normal times, reduce exchange rate volatility and contribute more stable system in middle and long term . In fact, a Tobin tax is a plausible measure for any individual country even If there is no global move to such scheme.

Financial system restructure proposals, that bring agenda after the financial crisis recently experienced, would not by itself be sufficient to prevent financial crises. It could be argued that the volatility of private capital flows needs to be stabilized, and this can be attained by controlling short-term capital inflows through market-based measures such as taxes or reserve requirements.

T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU DOKÜMANTASYON MERKEZİ