

FİNANSAL SERBESTLEŞME SÜRECİNDE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN KONTROLÜ VE MEVCUT RİSKLERE KARŞI ÖNLEMLER

Şerif CANBAY*

Geliş Tarihi: 13 Nisan 2018
Kabul Tarihi: 18 Mayıs 2018

ÖZET

1980'li yıllarla beraber gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere doğru sermaye akışı gözlemlenmeye başlanmıştır. Bu sermaye akışına ise gelişmekte olan ülkeler finansal piyasalarını serbestleştirecek politikaları hızlandırarak reaksiyon göstermişlerdir. Bu tür politikaların yürürlüğe sokulması ise gelişmiş ülkelerdeki sermaye fazlalığının gelişmekte olan ülkelere doğru akışını hem teşvik etmiş hem de daha da kolaylaştırmıştır.

Fakat sermaye akışının meydana getireceği birtakım risklerde mevcuttur. Bilhassa kısa vadeli sermaye hareketlerinin aşırı oynak olması, piyasaya anlık giriş ve çıkış yapabiliyor olması özellikle gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarını olumsuz yönde etkileyip beraberinde finansal krizlere sebep olabilmektedir. Bu bağlamda, sermaye hareketlerinin kontrolü ve kısa vadeli spekülasyon sermaye hareketlerinin menfi etkilerini azaltıcı tedbirleri almak, uygulamak ve yönetmek zorunlu hale gelmiş durumdadır.

Anahtar Kelimeler: Finansal Serbestleşme, Sermaye Hareketleri, Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Sermaye Kontrolleri, Dünya Para Birimi.

* Dr. Öğr. Üyesi, Düzce Üniversitesi Akçakocabey Siyasal Bilgiler Fakültesi, İktisat Bölümü, serifcanbay@hotmail.com

**Finansal Serbestleşme Sürecinde Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin
Kontrolü ve Mevcut Risklere Karşı Önlemler**

**Control Of Short Term Capital Flows In Processing Financial
Liberalization And Measures Against Available Risk**

ABSTRACT

Since the 1980's, the flow of capital from developing countries to developing countries began to be observed. Developing countries aspired to this offer by starting to apply policies which will gain financial liberalization to the financial markets to be able to get the capital they need for financing the investments and developments in the developing countries without borrowing. Afterwards, as expected, the accumulation of capital in developed countries started to flow towards developing countries.

However, there are some risks that capital flow might cause. In particular, short-term capital movements being volatile, being able to sudden entry to and exit from the markets might bring further problems and cause to the financial crises by affecting the macro economic balances in a negative way in the countries they headed. In this context, it has been mandatory to control the capital movements, to take measures and implement and manage in order to reduce the negative affects of the short term speculative capital movemenets.

Keywords: Financial Liberalization, Capital Movements, Short-Term Capital Flows, Capital Controls, World Currency Unit.

GİRİŞ

1970’li yıllara kadar gelişmiş ülkelerdeki (GÜ) hızlı büyüme ivmesi bu yıldan sonra durgun bir hal alarak kısır bir döngü içerisine girmiştir. GÜ’lere ait olan şirketler uluslararası pazarlarının genişletilmesi ve sermaye hareketlerinin önündeki mevcut engellerin kaldırılmasını arzulamaktaydılar. Yine aynı dönem içerisinde dışa açık ekonomiye sahip az gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkeler (GOÜ) ekonomik kalkınma için planladıkları yatırımların finansman kaynağı olarak uluslararası sermayeyi fırsat olarak görmüşlerdir. Her iki taraf için fırsat olarak görülen bu alışveriş 1970’li yılların ortalarından itibaren ülkelerin finansal serbestlik politika uygulamaları ile dünya çapında faaliyet alanı bulmaya başlamıştır.

Özellikle 1980’li yıllarla birlikte, uluslararası sermaye yoğun bir şekilde GÜ’lerden GOÜ’lere aktarılmıştır. Ekonomik büyüme için ihtiyaç duyulan finansmanı sağlayan GOÜ’ler sermayenin piyasaya ani giriş-çıkışlarını frenleyici tedbirler almadıklarından ciddi finansal krizler yaşamışlardır. Küreselleşmenin hızla yaygınlaştığı 1990’lı yıllar ile 2000’li yılların başlarında sermaye hareketlerindeki bu ansızın giriş-çıkışlar, ortak noktaları özellikle finansal serbestlik politikalarını benimsemiş olan Doğu Asya’dan başlayıp, Doğu-Orta Avrupa, Latin Amerika ülkelerde vücut bulan finansal krizlere neden olmuştur. Meydana gelen bu durum ise finansal serbestlik süreci içerisinde istikrarsızlığa yol açabilecek sermaye hareketlerine engel olabilecek bir takım tedbir alınmasını gerekli kılmıştır. Bu çalışmada özellikle finansal serbestleşme süreci ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin kavramsal çerçevesi hakkında açıklamalar yapılmıştır. Ayrıca çalışmada bu tür spekülatif sermaye hareketlerinin risklerini önlemeye yönelik ne gibi tedbirler alınabileceğine dair alternatif politika önerileri sunulmuştur.

1. Dünyada Finansal Serbestleşme Süreci ve Uluslararası Sermaye Hareketleri

1.1. Finansal Serbestleşmenin Tanımı ve Gelişimi

Finansal serbestleşme, bir ülkenin kendi iç piyasasında, piyasa koşullarının iyileşmesini sağlaması ve devletin finansal piyasalar üzerindeki doğrudan kontrollerinin kaldırılması ile ülkenin kendi finansal piyasalarına

**Finansal Serbestleşme Sürecinde Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin
Kontrolü ve Mevcut Risklere Karşı Önlemler**

uluslararası sermayenin giriş ve çıkış önündeki engelleri kaldırarak uluslararası piyasalarla bütünleşmesidir (Eser, 2012:4).

1970’li yıllarda GÜ’lerde görülen, enflasyon ve işsizliğin birlikte yaşanması biçiminde ortaya çıkan ekonomik bunalım, parasal değişkenlerin yeniden önemsenmesine neden olmuştur. Hükümetlerin ekonomiye maliye politikasıyla değil, politika önerileri içinde serbest piyasanın işleyişini sağlamaya dayalı para politikasının daha etkin olacağı görüşü önem kazanmıştır (Kepenek, 2012:197). GÜ’lerde ortaya çıkan ekonomik bunalımla birlikte finansal serbestleşme süreci başlamış ve bu sürece paralel olarak Neoklasik yaklaşım ön plana çıkmıştır. Bu yaklaşım çerçevesinde, finansal piyasaların serbestleştirilmesi ve finansal derinleşmenin sağlanmasının GOÜ’lerde ekonomik gelişmeyi hızlandıracağı ve etkin kaynak kullanımını sağlayacağı ileri sürülmüştür (Oktayer, 2009:74). Bir finansal sistem gelişirken ve daha sofistike bir yapıya sahip olduğunda finansal piyasa yabancı yatırımlara açık hale gelmekte ve diğer finansal piyasalar ile daha yakın bir ilişki içerisine girmektedir (Yıldırım ve Çevik, 2017:43).

Finansal serbestleşme süreci, önce GÜ’lerden ABD, Japonya, İngiltere’de daha sonra GOÜ’lerden Latin Amerika ülkeleri başta olmak üzere pek çok ülkede uygulanmıştır. Dış kaynak bulmakta zorlanan GOÜ’ler, dış borç krizi ile karşı karşıya kalmış, bu kaynak yetersizliği ile diğer sorunların çözümü olarak da finansal serbestleşme yoluna başvurmuşlardır.

GOÜ’lerce bir çıkış yolu olarak görülen finansal serbestleşme süreci esnasında meydana gelen temel olgular; faiz oranları üzerindeki kontrollerin kaldırılması, ulusal finans piyasalarını ayıran sınırların kaldırılması, bankacılık-finans sistemindeki denetim ve kısıtların kaldırılması veya önemli ölçüde azaltılması, finans piyasalarının konvertibilitelere sahip olmasının gerçekleştirilmesi, kurların dalgalanmaya bırakılarak uluslararası sermaye akımlarının hızlandırılması, yeni finansal araçların finans piyasalarındaki etkinliklerinin artırılması olarak özetlenebilir (Kepenek, 2012:197).

Türkiye ekonomik istikrarın henüz sağlanamadığı, finansal piyasa ve bankacılık sektöründe ciddi sorunların var olduğu bir ortamda sermaye

hareketlerini serbestleştirme kararı almıştır. Türkiye’de dış kaynakların yetersiz oluşunun da tetiklemeyle 1979 yılında bir kriz sürecine girilmiş ve bu süreç içerisinde dış desteğin sağlanamaması krizin etkilerini daha da şiddetlendirmiştir. Dış destek için başvurulmuş uluslararası kuruluşlar ekonomik destek için serbestleşme sürecinin başlatılmasını ve ekonomide reforma gidilmesini ön koşul olarak sunmuşlardır. İç ve dış koşullarda ortaya çıkan bu gelişmeler neticesinde geleneksel ekonomi politikaları yeniden gözden geçirilmiş ve yeni politikaların gerekliliği üzerinde durulmuştur (Oktayer, 2009:74). Türkiye’de hükümet yaşadığı bu tecrübe neticesinde iç talebe dönük ve dış ticareti koruma politikaları ile desteklenen ulusal sanayinin, nitelik değiştirmesine 24 Ocak 1980 tarihi ile yeni bir ekonomi politikası uygulama kararı almıştır. Bu uygulama ise serbest piyasa sistemine dayalı, dışa dönük ekonomi politikalarını temel alan yapısal bir uyum programıdır. Kısacası bu tarihte beraber Türkiye’de geniş kapsamlı bir reform ve serbestleşme süreci başlatılmış oluyordu.

1.2.Uluslararası Sermaye Hareketleri

GÜ’lerde finansal piyasaların serbestleştirilmesine yönelik ilk uygulama sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesine yönelik olmuştur. 1980’li yıllarda dünya ekonomisinde görülen finansal serbestleşme süreci ile beraber yeni ve karlı pazarlar arayan sermayenin uluslararası dolaşımı hız kazanmış devamında ise uluslararası sermaye, GOÜ pazarlarına yönelmiştir. GOÜ’lerin bir çoğunda bu yıllar ile birlikte sermaye hareketleri tamamen veya büyük ölçüde serbestleştirilmiş ve arbitraj arayan kısa vadeli sermaye hareketleri diğer bir adı ile sıcak para her geçen gün önem kazanmıştır (Boratav, 2003).

Özellikle 1990’lı yıllardan itibaren sermaye hareketleri, spekülasyon nitelikli sıcak para şeklinde GOÜ’lere doğru akmaya başlamıştır (Obstfeld, 1994: 251). 1990’lı yıllarla birlikte, finansal piyasalarını serbestliğe kavuşturan GOÜ’lere yönelik sermaye hareketleri büyük bir hız kazanırken, sermaye hareketlerinin yapısında da değişiklikler gözlemlenmiştir. Bu süreçte, GOÜ’lere yönelik sermaye hareketleri daha kısa vadeli bir niteliğe bürünmüş, spekülasyon kazanç peşinde koşan sermaye hareketleri oldukça önem kazanmıştır. Türkiye’de de aynı yıllar yoğun sermaye hareketlerinin gözlemlendiği yıllar olmuştur. Artan bu sermaye hareketlerinin bir kısmını doğrudan sermaye hareketleri oluştururken daha büyük kısmını ise yüksek

**Finansal Serbestleşme Sürecinde Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin
Kontrolü ve Mevcut Risklere Karşı Önlemler**

reel faiz ile birlikte sabit döviz kuruna dayalı, spekülâtif amaçlı, kısa vadeli sermaye hareketleri oluşturmuştur.

Yapılan birçok araştırma, finansal serbestleşme neticesinde sermaye hareketlerinin olumlu etkilerinin yanı sıra finansal piyasaların çok daha kırılğan bir özellik kazandığını göstermektedir. Örnek olarak sermaye akımlarının reel sektör üzerindeki önemli fakat finansal krizi tetikleyici etkilerinden biri, özel sektöre sağlanan krediler ile birlikte harcamaların da artmasına yol açmasıdır. Spekülâtif sermayenin hızla girdiği ülkelerde öncelikle ekonominin hızla büyüdüğü ve bu büyümenin özellikle özel tüketim harcamalarındaki artışlarla gerçekleştiği gözlemlenen genel bir tespittir. Böyle bir durumda yerli paranın değerlenmesi ile birlikte, ucuz ithal tüketim mallarının hızla artması ve bunun pahalı ve kısa dönemli borca karşılık gelen sermaye girişleri ile finanse ediliyor olması da krize uygun bir ortamı hazırlamaktadır (Yentürk, 2003:104-105). Finansal yabancı sermaye, girdiği ülkede öncelikle döviz birikimi sağlayarak ithalat ve para arzı artışına sebep olur. Bu artışların ardından tüketim ve yatırım harcamaları da artar. Böyle bir durumda yurt içi hasıla artarken ulusal tasarruflar ise azalır. Fakat ülkeye giren sermaye akış hızının yavaşlaması ve hatta durması ithalattaki artışa bağlı olarak cari açığın artışına zemin hazırlayabilir (Calvo, Leiderman ve Reinhart, 1996:128). Böyle bir döngü ise yeterli önlemler alınmadığı takdirde büyük bir finansal krize yol açabilir.

Bu süreç içerisinde kırılğanlıkları daha da artan birçok GOÜ ekonomileri büyük krizlerle boğuşmak zorunda kalmıştır. Finansal serbestlik politikalarıyla uluslararası sermayeye açılan; Türkiye de dahil GOÜ'lerden başta Meksika ve Brezilya gibi Latin Amerika ülkeleri başta olmak üzere pek çok ülkede oldukça ciddi finansal ve mali krizler görülmüştür. Bu ülkelerin aynı periyotlarda hem iç mali piyasalarına hem de uluslararası sermaye hareketlerine yönelik serbestleşme politikaları uygulamaları, bu politikaların krizlerle ilişkisi olabileceği varsayımını doğurmuştur.

2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Tanımı ve Etkileri

Bu başlık altında kısa vadeli sermaye hareketlerinin kavramsal çerçevesi hakkında bilgiler verilecektir.

2.1. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Tanımı

Uluslararası finansal piyasaların içerisinde hızlı ve devamlı bir şekilde hareket eden vadesi bir yıla kadar olan spekülâtif sermayeye finans literatüründe kısa vadeli sermaye ya da sıcak para denmektedir. Kısa vadeli sermaye hareketleri genellikle spekülâtif amaçlı, finansal getiri peşinde koşan mali sermayenin kısa vadeli sermaye hareketlerini kapsar. Özetle sıcak para; ticari kredileri içermeyen ve bankalara açılan kısa vadeli kredilerden, hisse senetlerine ve kısa vadeli borç senetlerine yönelik portföy yatırımlarından, özel kurumlara sağlanan kısa vadeli finansal desteklerden ve banka mevduatlarında yaşanan kısa vadeli değişimlerden oluşmaktadır.

Kısa vadeli sermaye hareketleri, yerli müteşebbislerin yabancı tasarrufları elde etmesine imkan sağlayarak büyümeye yol açabilmektedir. Lakin istikrarlı bir finansal sistemin noksanlığı durumunda yabancı sermaye girişi, ekonomiyi olumsuz yönde etkileyen finansal krizlere yol açarak kaynak tahsisinde bozulmalara neden olacaktır (Yıldırım ve Çevik, 2017: 43).

Sıcak para hareketleri yerli ya da yabancı kaynaklı olabilmektedir. Bununla birlikte özellikle cari açığa sahip ülkeler için yabancı kaynaklı olan sıcak paranın riski çok daha büyük olmaktadır. Yabancı yatırımcı ve kurumların kısa vadeli borç senedi veya hisse senedi alımına yönelik portföy işlemleri, yabancı kökenli kurumlar tarafından yerli özel sektör firmalarına ve bankalara sağlanan krediler ile yabancı kaynaklı mevduat işlemleri yabancı kaynaklı sıcak para hareketlerinin kaynağını oluşturmaktadır. Yerli kökenli sıcak para hareketlerinin kaynakları ise tam tersine ülkede yaşayan yatırımcılar ile faaliyet gösteren kurumların yurtdışında faaliyet gösteren kurum ve kişilere sağladığı krediler, mevduat işlemleri ve yurtdışındaki hisse senedi ile kısa vadeli borç senedi alımına yönelik portföy işlemleridir (Özerol, 2002: 151-160).

Başka bir ifade ile sıcak para, paradan para kazanmak isteyen yatırımcıların ülkeye getirdiği sermayedir. Söz konusu sermayenin ne zaman geri döneceği, ülkede ne kadar kalacağı, sürekli olup olmayacağı, kaynağı ne zaman geleceği ve toplamda ne kadar olacağı gibi unsurlar belli değildir.

**Finansal Serbestleşme Sürecinde Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin
Kontrolü ve Mevcut Risklere Karşı Önlemler**

2.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Etkileri

Uluslararası sermayenin ekonomik büyümeye katkısı GOÜ'ler için bilinen bir gerçek olarak her zaman çok önemli bir finansman kaynağı olmuştur. Bu tür sermayeyi kendi piyasalarına çekmek için hükümetler yıllardır rakip diğer ülkelere nazaran daha cazip hale gelebilecek çeşitli teşvik paketleri hazırlama konusunda da yarış içinde olmuşlardır. Uluslararası sermaye girişleri vasıyasıyla bu ülkeler döviz açıklarını kapatabilmekte ve iç piyasada yaşanan hareketlilik ekonomik büyüme olumlu katkı sağlamaktadır. Fakat sermaye çekebilmek için plansız ve kontrolsüz yapılan sermaye piyasasının serbestleştirilmesine yönelik uygulamaların ekonomik büyümeye olumlu katkısının olduğuna yönelik çok az delil varken, GOÜ'ler için büyük riskler yüklediğine dair birçok kanıt vardır (Stiglitz, 2002: 247). Örneğin henüz derinleşmemiş olan GOÜ piyasalarına yüksek miktarda sermaye girişi piyasalarda istikrarsızlığa yol açabilir. Kısa vadede gelir elde etmek için ülkeye giren sıcak para ülkede suni bir büyüme ile birlikte ekonomik canlılık meydana getirecektir. Söz konusu ekonomik hareket insanların daha fazla tüketmesine, borçlanarak gayrimenkul yatırımı yapmasına ya da yatırımcıların kredi kullanarak ekonomik girişimlerde bulunmasına neden olacaktır. Kısacası sermayelerin etkin bir şekilde verimli yatırımlara dönüştürülmesi sonrasında zaman zaman geri ödeme sürecinde problemlere yol açarak, kullanılan kredilerin vadesinde ödenmemesi durumunda iflaslar yaşanabilme durumu ortaya çıkabilmektedir.

Kısa vadeli sermayenin ülkeye yoğun şekilde girişi ulusal parayı aşırı değerlendirmekte, bu da sonuçta ihracatı caydırarak, ithalatı genişletmekte ve cari işlemler dengesi üzerindeki baskıyı artırmaktadır. Kısacası bahse konu sermaye önemli seviyelere ulaştığında bu durum ülkedeki döviz fiyatlarını düşürmektedir. Böyle bir durumda dövizin düşük fiyatlı olması ithalatı ucuzlatacağı için ülkeye gelen ucuz ithal mallar yerli üretimi baskı altına alarak belli bir süre sonra ülkenin büyüme seviyesini düşürmeye başlayacaktır. Ayrıca ihracat yapan kurumların ülkeye soktukları dövizin karşılığı düşük olacağından ihracat yapan firmaların karlılık seviyeleri düşebilir ve yerli firmalar dünya ekonomisi içerisinde rekabet

güçlerini kaybedebilirler. Söz konusu bu durum yerli üretimi dolayısıyla istihdamı da son derece olumsuz etkileyebilmektedir.

Ayrıca finansal sermayenin kısa vadeli hareketleri, merkez bankalarının bağımsız para, faiz ve döviz kuru politikası uygulamalarını kısıtlayabilmektedir. Merkez bankaları, bir yandan sermaye girişlerinin ulusal para piyasalarında meydana getirdiği baskıları azaltmak amacıyla sterilizasyona giderken, bir yandan da spekülasyon sermayenin kaçış riskine karşı, yüksek döviz rezervi tutması zaruri hale gelmektedir.

Özetlemek gerekirse arbitraj ve spekülasyonlarla beslenen sıcak para, öncelikle ekonomide bir bahar havası oluşturarak, likidite ihtiyacını karşılarsa da, özellikle faiz ve döviz kuru başta olmak üzere ülke içinde ekonomik ve siyasi gelişmeler ile yurt dışında ortaya çıkan kar fırsatlarına karşı son derece hassastır. Bu nedenle sıcak para, ülke ekonomisine ilişkin herhangi bir olumsuz sinyalde veya yurt dışında daha karlı alanlar gördüğünde hızlıca kaçabilmekte ve ülke içinde önce finansal piyasalarda ve daha sonra reel piyasalarda ciddi sorunlara neden olabilmektedir (Çelik, 2008:74).

3. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Kontrolü ve Mevcut Risklere Karşı Önlemler

Finansal serbestleşme süreci sonrasında özellikle 1990'lı yıllar ile birlikte GOÜ'lerde görülen finansal krizler ve bu ülkelerde meydana getirdiği derin tahribat bu tür sermaye hareketlerinin yine özellikle de spekülasyon kısa vadeli sermaye hareketlerinin kontrolünü zorunlu hale getirmiştir. Sermaye kontrolleri, finansal varlıkların uluslararası hareketlerini kısıtlayarak, tüm ya da belirli varlıkların getirilerini, dünyanın diğer ülkelerinde elde edilen getirilerden ayırtırmaktır (Cooper, 2001:337-338). Sermaye kontrolleri; sermayenin hacmini, yönünü, karakterini veya zamanlamasını değiştiren her türlü resmi tedbirleri içermektedir (Bloomfield, 1946: 688).

Spekülasyon sermayenin kontrol edilmesi, durdurulması ya da kalıcılığının artırılmasına ilişkin ilk sistemli çalışmalar tesir ettiği coğrafi alanın büyüklüğü ve krizin boyutları nedeniyle ekonomi tarihinde özel bir konuma sahip olan Asya krizi ile başlamıştır. Ancak söz konusu sistematik çalışmalar yeterince sonuç vermemiş; Brezilya, Arjantin, Rusya ve Türkiye

**Finansal Serbestleşme Sürecinde Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin
Kontrolü ve Mevcut Risklere Karşı Önlemler**

krizleri sıcak paranın kontrol edilmesine ilişkin çalışmaların hızlandırılmasına ve yayılmasına sebep olmuştur (Erdinç, 2011:268-284).

Sıcak para kaynaklı krizler incelendiğinde krizlerin ortak noktasının krizlerin tamamının spekülative sermayenin çıkışı ile tetiklenmiş olduğu görülmektedir. Dolayısıyla sıcak paranın etkisini incelemek için sıcak paranın ülkelerden çıkışının nedenlerini irdelemek doğru bir başlangıç olacaktır. Geliştirilen teorilerin yaşanan krizleri açıklamakta yetersiz kalması ve krizlerin bir önceki teoriyi geçersiz kılması, üç temel parasal kriz teorisi geliştirilmesine neden olmuştur. Parasal kriz teorileri ilk olarak Latin Amerika ülkelerinde 1980 yıllarında yaşanan parasal krizleri açıklamak amacıyla oluşturulmuştur. Bununla birlikte Avrupa Para Sistemi krizinde sermaye, kur politikalarıyla uyumlu bir makro politika yürütülmesine karşın ülkeden çıkmış, dolayısıyla Latin Amerika krizine ilişkin teori de yetersiz kalmıştır. Kur politikası beklenen şekilde yürütülmesine karşın kriz çıkmazı ikinci kriz teorisinin geliştirilmesine neden olmuş ama ikinci teori de Asya krizinde yetersiz kalmıştır (Yeldan, 1998:155-165). Çünkü Asya krizi bilgi eksikliğinden yaşanmış, ekonominin oyuncularının sahip oldukları asimetrik bilgi sermayenin ülkeden çıkmasına neden olmuştur. Sonuç olarak aşağıda üçüncü başlık altında belirtilen kriz teorisi geliştirilmiştir. Ancak hiçbir otorite söz konusu üç kriz teorisinin günümüz ekonomik gelişmelerini tam olarak açıkladığını iddia edemez.

Günümüz ekonomik koşulları nedeniyle dördüncü belki de beşinci teorisinin ortaya çıkması oldukça muhtemel gözükmektedir. Sermayenin ülkeler arasında serbest olarak dolaşmasına, sıcak paraya ve parasal krizlere ilişkin yürütülen yeni çalışmalar, spekülative sermayenin ülkeyi terk etmesine sermayenin kendi dinamiklerinin neden olduğunu iddia etmektedir. Sıcak para ülkeye girdiğinde hızlı bir şekilde oluşturduğu sanal büyüme etkisiyle paralel olarak yapay büyümenin olumsuzluklarını da beraberinde ülkeye getirmektedir. Söz konusu kısır döngü sonucunda, kısa sürede spekülative sermayenin meydana getirdiği problemler, spekülative sermayenin ülkeyi terk etmesi için gerekli zemini oluşturmaktadır.

Özetle ilk teori, para ve maliye politikalarının sabit kur politikası ile uyumsuz yürütülmesi nedeniyle cari açığın hızla yükselmesi sonucunda

devalüasyon kaygısı artan yatırımcıların döviz yükselmeden ülkeden çıkmak istemeleri ve çıkış hareketlerinin bir birini tetiklemesi ile yükselen dövizin krize neden olduğu durum olarak özetlenebilmektedir. İkinci teori Avrupa para sistemi krizinin nedeni olarak karşımıza çıkmaktadır. Söz konusu krizin nedeni, spekülasyon sermayenin gelecekte yaşanmasını öngördüğü makro ekonomik dengelerdeki bozulmaları dikkate alarak çıkış yapması şeklinde açıklanmaktadır. Bu noktada yatırımcılar meydana gelen olumsuz ekonomik ortamdan etkilenerek ileride bir kriz yaşanacağı beklentisi ile sermayelerini mevcut piyasadan çekebilme yönelimindedirler. Ancak bu durumda ekonomik kriz, bozulacağı düşünülen makroekonomik dengeler nedeniyle değil, bu durumun yaşanacağı beklentisiyle ülke dışına çıkan sıcak para nedeniyle ortaya çıkmış olmaktadır. Üçüncü teze ise Asya krizi örnek olarak verilebilmektedir. Söz konusu başlık altında yer alan krizler finansal piyasalarda ortaya çıkan hatalı ya da yanlış yönlendirilmiş bilgi nedeniyle sermayenin ülkeden çıkması nedeniyle meydana gelmektedir.

Gabriel Palma yabancı sermaye hareketlerinin az gelişmiş ve GOÜ'ler üzerindeki etkilerini incelemiştir. Yazar incelemesi sonucunda, sıcak paranın ülkelerin kendilerine öz dinamikleri doğrultusunda farklı ülkelere farklı şekillerde tesir ettiği kanaatini edinmiştir. Bu doğrultuda Palma, yabancı sermayenin ülkelerin temel ekonomik göstergelerini nasıl etkilediği, ülkeye nasıl giriş yaptığı ve ne kadar kaldığı gibi konular kapsamında sıcak parayı incelemiştir. Bu çalışmadaki ana gaye sıcak paranın ülkelere nasıl giriş yaptığı, ülkelerin temel ekonomik göstergelerini ne şekilde etkilediğini gözler önüne sermektir. Söz konusu çalışma incelendiğinde yazarın tanımladığı başlıkların altında yer alan ülkelerin yabancı sermaye ile etkileşiminin 2000 yılında Türkiye'nin sıcak para ile etkileşimine benzerlik gösterdiği dikkati çekmektedir. Palma söz konusu etkileşim sürecini; yerli bankalar ile portföy yatırımlarına sağlanan kısa vadeli kredilerin önemli ölçüde büyümesi, faiz oranlarının düşmesi, yerel reel döviz kurunun değerlenmesi, tüketimin artması, borsa içerisinde balon oluşması, tasarrufların azalması, cari işlemler dengesinin bozulması, dış borcun vadesinin kısılması, dış borcun büyümesi ve son olarak kriz olarak tanımlamıştır (Palma, 2000).

Bu tür sermaye hareketlerinin önemli bir kısmının spekülasyon amaçlı kısa vadeli sermayeden oluştuğu varsayımından hareketle yapılmış birçok

**Finansal Serbestleşme Sürecinde Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin
Kontrolü ve Mevcut Risklere Karşı Önlemler**

araştırma neticesinde spekülasyon amaçlı kısa vadeli sermaye hareketleri ile finansal krizler arasında ciddi ilişkiler tespit edilmiştir. Dolayısıyla da bu tür spekülasyon sermaye hareketlerine karşı önlemler alması çok önem arz eden bir husus olarak hükümetlerin karşısına çıkmıştır. Bu konu ile ilgili yapılmış olan birçok çalışma sonucunda mali krizlerle yabancı sermaye giriş ve çıkışları arasında yakın bir ilişkinin olduğuna dair bulgular ortaya konulmaktadır. Sermaye hesabının serbestleştirilmesinin, bu krizlere yol açan en önemli etmendir (Stiglitz, 2002: 121). Latin Amerika ve Asya ülkelerinin çoğunda 1990'larda uygulanan sterilizasyon politikalarının yurtiçi ve yurtdışı faiz oranları arasındaki farklılığı genişletmesi, kısa vadeli spekülasyon sermaye girişlerinin artışına ciddi boyutlarda yol açmıştır. Bunu önlemek amacıyla da başta Malezya, Şili, Kolombiya, Brezilya ve Çek Cumhuriyeti gibi ülkeler belli periyotlarda, sermaye girişleri üzerine kontroller uygulanmıştır (UNCTAD 1998: 104).

Mathieson ve Rojas-Suarez (1994) sermaye kontrollerinin nedenlerini;

- i) Kısa vadeli sermaye akımlarında gözlenen aşırı dalgalanmaların sınırlandırılması,
- ii) Sermaye kaçışının önlenmesi,
- iii) Kamu gelirlerinin artırılması ve
- iv) Gelir dağılımı ile ilgili sorunlar olarak belirlemiş ve açıklamaya çalışmıştır (Esen, 1994:38-39).

Sermaye hareketlerinin kontrolüne yönelik literatür incelendiğinde yapılan çalışmalardan biri olarak Checchi (1992), ekonometrik bir analizle incelediği üç ülkeden, İngiltere, Japonya ve Avustralya, ikisinde (İngiltere ve Japonya) sermaye kontrolleri yoğun biçimde kullanıldıkça, işgücünün toplam gelirden aldığı payın artışı yönünde bulgulara ulaşmıştır.

Epstein ve Schor (1992), Keynezyen bir modelle sermaye kontrollerinin, bağımsız para politikasına imkan tanıyarak, genişleyici bir para politikasının, faizleri düşürerek istihdamı ve kapasite kullanımını artırdığını ve finansal kesim aleyhine bir ortam yarattığını göstermişlerdir.

1997-1998 yıllarında mali kriz yaşayan Asya ülkeleri için yapılan çalışma neticesinde, sermaye çıkışı üzerine kontrol uygulayan Malezya, IMF politikaları uygulayan Güney Kore, Endonezya ve Tayland'danazaran daha olumlu sonuçlar elde etmiştir (Kaplan ve Rodrik, 2001).

Epstein, Grabel ve Jomo (2003), Şili, Kolombiya, Tayvan, Singapur ve Malezya'da uygulanan bir çalışmanın bulgularına göre, söz konusu ülkeler uyguladıkları sermaye kontrolleri sayesinde kritik önemde bazı makroekonomik hedeflere ulaşabilmişlerdir

Bu doğrultuda spekülâtif sermayenin kontrolüne ilişkin geliştirilen politikalar iki ana başlık altında ele alınmış, söz konusu başlıklar uluslararası sermaye kontrolleri ve ulusal sermaye kontrolleri şeklinde aşağıda sunulmuştur.

3.1. Uluslararası Sermaye Kontrolleri

Uluslararası sermaye kontrolünün en bilineni ve en önemlilerinde biri Tobin vergisidir. Uluslararası düzeyde bir iş birliğinin oluşmasına dayalı bu uygulamada döviz işlemleri vergilendirilmektedir. Bu verginin kısa vadeli spekülâtif sermaye hareketini caydıracağını fakat uzun vadeli sermaye hareketini çok fazla bir etki oluşturmayacağı düşünülmüştür. Tobin Vergisi'nin ayrıca fon oluşturma fonksiyonu da bulunmaktadır. Bunun dışında para krizlerini ve para piyasasındaki istikrarsızlığı gidermektedir (Smith, 1997: 744). Fakat sermaye hareketlerinden spekülâtif gelir elde eden fon varlıkları ve getiri sağlayan sınıf uluslararası sermaye kontrollerinin uygulanması karşısındaki en önemli engeldir. Bir diğer zorluk ise söz konusu uygulamaların yeri geldiğinde onlarca ülkenin konsensüsü ile oluşturulması gerekmesidir. Söz konusu durumda çıkarları çatışan ülkelerin bürokrasi içerisinde karar alamamaları hükümetlerin oy kaygısı nedeniyle uluslararası arenada ülkelerinin çıkarlarını körü körüne savunmalarına neden olmaktadır. Bununla birlikte finansal reformun uluslararası düzeyde sağlanmasının tüm dünya vatandaşları ile firma ve ülkeleri için olumlu olacağı açıktır. Aşağıda uluslararası finansal reformun oluşturulabilmesine ilişkin öne çıkan başlıca alternatifler sunulmuştur.

- Uygulaması oldukça güç olmakla birlikte ekonomi otoriteleri "Dünya Para Otoritesi"nin oluşturulmasının kur savaşlarını engelleyeceğini, tüm dünyanın aynı kur ile yatırım yapması

Finansal Serbestleşme Sürecinde Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Kontrolü ve Mevcut Risklere Karşı Önlemler

nedeniyle sıcak paranın tüm şok etkilerinin ortadan kalkacağını iddia etmektedirler.

Söz konusu açılım kapsamında Dünya Para Otoritesi'nin bir dünya para birimi ile desteklenmesi de önerilmektedir. Günümüzde söz konusu yapılanmaya en çok yaklaşılan alan Uluslararası Para Fonu (IMF) tarafından oluşturulan, uluslararası bir ödeme ile rezerv aracı olan ve özel çekme hakları anlamına gelen SDR (special drawing rights) para birimidir. SDR bir hesap birimi olup henüz fiziki olarak para birimi görevini görmemektedir. SDR'nin değeri sepet para tekniğine (1 Ocak 2001 tarihinde SDR sepetinin, Euro, Japon Yeni, İngiliz Sterlini ve ABD Doları'ndan oluşmasına karar verilmiştir.) göre oluşturulmaktadır. SDR, IMF'deki kotaları oranında üye ülkelerin hesaplarına kaydedilmekte ve SDR'sini kullanmak isteyen ülke, hangi ülkenin parasını elde ederse SDR'sini o ülkeye devretmektedir. Böylece döviz sıkıntısı bulunan ülke krize girmeden ödemelerini SDR ile yapabilmiş, karşı ülke ise SDR rezervini artırabilmiş olmaktadır.

Hâlihazırda Dünya Merkez Bankası (World Bank Group-Uluslararası Yeniden Yapılanma ve Kalkınma Bankası- IBRD – GOÜ'lerin kamu sektörüne kredi sağlamaktadır.) adı altında bir yapılanma mevcut olmakla birlikte söz konusu banka sermaye hareketlerini kontrol etmekten ziyade dünya ekonomisine destek sağlama ve ülkeleri kalkındırmak amacıyla kurulmuştur. Dünya Para Otoritesi'nin kurulması durumunda sermaye hareketlerinin kontrolüyle birlikte aşağıda belirtilen kurumların görevlerini de icra etmeleri beklenmektedir. Bunlar;

- Uluslararası Kalkınma Birliği (IDA- International Development Association- Yoksulluk çizgisinin altında kalan ülkelere kredi sağlamaktadır.)
- Uluslararası Mali İş birliği (IFC- International Finance Corporation- GOÜ'lerde özel sektöre kredi sağlamakta ve özel sektörün gelişmesini desteklemektedir.)

- Çok taraflı Yatırımlar Garanti Ajansı (MIGA- Multilateral Investment Guarantee Agency- GOÜ’lerdeki yabancı yatırımlara ve risklerin ticari olmayan bölümünü karşılamaya dönük güvence sağlamaktadır.)
- Uluslararası Yatırım Anlaşmazlıkları Çözüm Merkezi (ICSID- International Centre for Settlement of Investment Disputes - Hakemlik görevini üstlenmekte ve arabuluculuk davalarına bakmaktadır.)
- Ülkelerin borç aldıkları tutarları sigorta ettirmeleri ve “Uluslararası Mevduat Sigortası Kurumu”na borçlarına paralel olarak risk primi ödemelerini öneren ikinci bir çözüm de tartışılmaktadır. Bu uygulamada araştırmacılar IMF’nin ülkelerin alabileceği borç limitini saptaması ve G8 ülkelerinin sigortalanmayan borç ödemelerini kabul etmemeleri gerektiğini savunmaktadırlar.
- Günümüzün en çok tartışılan ve farklı kurumlar altında birçok kez denenen bir diğer kriz önlemi ise IMF’nin yeni bir kriz fonu oluşturması ve olağanüstü durumlarda ülkelerin bu fondan borçlanarak spekülasyon ataklarına karşı kendilerini savunabilmeleri üzerine kurulmuştur.
- Sıcak paranın spekülasyon etkilerini önlemeye yönelik yeni yeni yeşeren bir diğer önlem ise “Uluslararası İflas Mahkemesi” adı altında toplanmaktadır. Söz konusu öneri kapsamında, ödeme güçlüğüne düşen ülkelerin önemli yatırımlarının sonlanmasının ve ülkenin tasfiyesinin engellenmesine ilişkin söz konusu kurumun oluşturulması önerilmektedir.
- Son olarak ise uluslararası arenada ülkelerin danışabileceği ve kritik süreçleri yönetmek için fikir alabileceği “Uluslararası Finansal Kriz Yöneticisi Kurumu”nun oluşturulması önerilmektedir.

3.2. Ulusal Sermaye Kontrolleri

Uluslararası önlemlerden sonuç alınabileceği oldukça açık olmakla birlikte, ülkelerin çok derin bir kriz yaşanmadığı sürece söz konusu kararların etrafında toplanamayacakları da bir o kadar açıktır. Dolayısıyla bu noktada ulusal sermaye kontrolleri ön plana çıkmaktadır.

**Finansal Serbestleşme Sürecinde Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin
Kontrolü ve Mevcut Risklere Karşı Önlemler**

Ulusal sermaye hareketlerinin tarihine baktığımızda ilk önlemlerin Merkantilist dönemde gerçekleştirildiği görülmektedir. Söz konusu dönemde ülkelerin sermayelerinin değerleri madenler olarak görülmüş, ülkelerin dışına çıkan değerli madenler ülke sermayesine ilişkin bir kayıp olarak görülmüştür. Bu minvalde ilk önlemler değerli madenlerin ülkelere çıkışının engellenmesi üzerine oluşturulmuştur. Bununla birlikte günümüzde onlarca yatırım aracının kur ve değerli menkul kıymetin var olduğu dikkate alındığında benzer bir uygulamanın günümüze uyarlanamayacağı açıktır. Modern sermaye kontrolleri ise öncelikle büyük savaş harcamalarını karşılamak amacıyla ihtiyaç duyulan vergi altyapısını sağlamak için I. Dünya Savaşı'nda kullanılmıştır. Ardından dünyayı derinden etkileyen buhranın etkisiyle bazı ülkelerin sermaye hareketleri üzerinde kontroller uyguladıkları II. Dünya Savaşı arefesinde Avrupa ülkelerinin rakip ülkelere sermaye işlemleri yoluyla hasar vermeye çalıştıklarını görmekteyiz. İkinci Dünya Savaşı'nın ardından ise ülkeler parasal sistemi düzene sokmak için Bretton Woods anlaşmasını imzalamışlardır. Söz konusu anlaşma kapsamında oluşturulan kurumlar nedeniyle oldukça tarihi bir öneme sahiptir. Söz konusu kurumların en önemlileri Uluslararası Para Fonu ve Dünya Bankası'dır. Bu dönemde söz konusu kurumların ortak görüşü; spekülatif sermayenin yüksek faiz, düşük enflasyon ve yüksek hisse senedi getirileri arayışı ile ülkeler arasından kontrolsüzce dolaşması sonucunda ülkeler tam istihdam seviyesini asla yakalayamayacaklarıdır. Günümüzde ulusal sermaye kontrolleri hızla tekrar uygulanmaya başlamıştır. Ancak bu uygulamaların geçici uygulamalar olarak oluşturulması geçmiş örneklerinden en büyük farklarıdır. Sermaye kontrollerini doğrudan ve dolaylı sermaye kontrolleri şeklinde ikiye ayırabiliriz (Sharma 2003: 3). Aşağıda ulusal sermaye kontrollerini doğrudan ve dolaylı sermaye kontrolleri şeklinde tasnif ederek önemli olan husus ve önlemler açıklanmıştır.

3.2.1. Doğrudan Sermaye Kontrolleri

Doğrudan sermaye kontrolleri sermayenin türünü ve miktarını doğrudan etkilemeye yönelik kontrollerdir. Bu tür kontroller sermayenin ülkeye hem girişini hem de çıkışını konu edinebilir. Doğrudan sermaye

kontrolleri, sermaye üzerinde limitler oluşturulması, sermayenin doğrudan katı bir şekilde yasaklanması ya da ülkeye giren sermayenin belli izinlere tabi tutulması şeklinde uygulanmaktadır. Fakat sermaye çıkışları üzerinde kontrol uygulanması pek tercih edilen bir uygulama değildir. Çünkü bu tür uygulamalar piyasa güveninin daha fazla kaybedilmesine neden olabilmektedir (Kaplan ve Rodrik 2001: 11).

Doğrudan kontrollerin yaptırım gücü oldukça güçlü olmakla birlikte, ekonomi üzerinde yapısal bozukluklara neden olabileceği riskini barındırmaktadır. En önemli bölümü sermaye araçlarının yabancı sermaye tarafından satın alınmasının izne tabi olması ve alınan sermaye araçlarına limitler getirilmesi şeklinde uygulanmaktadır. Aynı şekilde sermayenin çıkışına da yasak veya kademeli çıkış izni getirilmesiyle ülke ekonomisi ani kırılımlara karşı korunmaya çalışılmaktadır. Bankaların yurt dışında aldıkları pozisyonların sınırlandırılması da bu kapsamdaki önlemler arasında gösterilebilmektedir.

3.2.2. Dolaylı Sermaye Kontrolleri

Dolaylı sermaye kontrolleri, sermaye işlemlerinin maliyetini yükselterek dolaylı yoldan sermaye hareketlerini azaltmayı amaçlamaktadır. Sermaye hareketlerinde miktara yönelik kısıtlamalara gidilmesi karaborsa gibi yasadışı zemin hazırladığından ekonomistler miktar kısıtlamasından ziyade gelir elde edilmesinin de önünü açan döviz işlemlerinde maliyetlerin artmasını sağlayan vergilerin daha da uygun olacağı görüşündedirler (Bird ve Rajan, 2000: 10). Dolaylı sermaye kontrollerin amacı daha çok sermaye hareketlerini daha maliyetli hale getirerek caydırmaktır (Ergül, 2012: 15).

Dolaylı sermaye kontrolleri bu başlık altında ikili ya da çoklu döviz kuru uygulaması, Merkez Bankasının döviz piyasasına müdahalesi, karşılık ayrılması, dolaylı veya açık vergileme ve yerel finansal düzenlemeler şeklinde özetlenecektir.

3.2.2.1. İkili (Çoklu) Döviz Kuru Uygulaması

Ticaret ve sermaye işlemleri için kullanılan kurun istikrarının sağlanması amacıyla ayrı döviz kurları uygulanmasına ikili (çoklu) döviz kuru uygulaması denilmektedir. Söz konusu uygulamanın amacı yerli para cinsinden açık pozisyonda kalmak için yerli kredi ihtiyacı olan spekülâtörün maliyetinin yükseltilmesi suretiyle, spekülâtif olmayan kredi talebinin

**Finansal Serbestleşme Sürecinde Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin
Kontrolü ve Mevcut Risklere Karşı Önlemler**

normal piyasa fiyatından karşılanmasının sağlanmasıdır. Bu kapsamda ekonomi içerisinde olan bireyler sermaye işlemleri için kullanılan kur dalgalansa dahi hükümetten istikrarlı kur şartlarında döviz temin edebilmektedir. Söz konusu uygulama ithalatın bedelinin artmasının önüne geçmekte ihracat kapsamında temin edilen dövizin de değerinin korunmasını sağlamaktadır.

3.2.2.2. Merkez Bankasının Döviz Piyasasına Müdahaleleri

Merkez Bankasının döviz piyasasına müdahale işlemleri özellikle son dönemde Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası tarafından da kullanılmış, 2012 yılı içerisinde piyasanın kırılganlığına ilişkin sıkça döviz alımı ya da satımı gerçekleştirilmiştir. 2013 yılının ilk günlerinde ise değerlendirilen döviz sepeti nedeniyle merkez bankasının tekrar piyasadan döviz alımı gerçekleştirmesi tartışılır olmuştur. Söz konusu uygulama ile amaç döviz kurunda yaşanacak ani dalgalanmaların ekonominin çarkları üzerindeki etkisinin bertaraf edilmesi, başka bir deyişle kur riskinin azaltılmasıdır. Merkez bankaları döviz kuruna sadece piyasa işlemleri ile değil, bankaların münzam karşılıklarında yaptığı değişiklikler ile de müdahale edebilmekte, karşılıkların artırılması yoluyla piyasada olan dövizin azalmasını sağlayarak yerel para kurunun aşırı değerlenmesini önleyebilmektedir.

3.2.2.3. Yabancı Sermayeye Fazladan Karşılık Ayrılması Gereksinimi Getirilmesi

Yabancı sermayenin düşük faiz oranlı ya da sıfır faiz oranlı karşılığa tabi olması uygulamasıdır. Uygulama ile yerleşik olmayanlara yaptıkları sermaye işlemlerine ilişkin belirlenen orana denk gelen sermaye karşılığı kadar merkez bankalarında yerel para ya da döviz cinsinden karşılık göstermeleri zorunluluğu getirilmektedir. Söz konusu uygulama ülkenin ihtiyacı bulunmayan yabancı sermayenin ülkeye girmesinin sermayedar için olan maliyeti artırılabilen ve sermayenin karlılığı düşürülebilmektedir. Bunun tam tersi olarak karşılığa uygulanan faiz oranlarının artırılması ya da karşılığın tamamen kaldırılması yoluyla da ihtiyaç olan dönemde ülkeye yabancı sermaye çekilebilmektedir. Karşılık gereksinimi sermayenin miktarına, türüne ve süresine göre değişiklik gösterebilmektedir.

3.2.2.4.Vergileme

Doğrudan vergileme yöntemi, yabancı sermayenin ülkeye girişinde ya da ülkeden çıkışında özel vergiler uygulanmasını ve hisse senedi gibi yatırım araçlarının getirilerinin vergilenmesini kapsamaktadır. Finansal işlemlerin vergilendirilerek, yerleşiklerin yabancı finansal aktif, yerleşik olmayanların yerli finansal aktif tutmalarının çekiciliğini ve elde ettikleri getiriye sınırlamayı ve böylece getiri oranlarının düşürülmesi ya da maliyetlerin artırılması ile bu yatırımların caydırılmasını ifade etmektedir (Ffrench- Davis vd.,1994, 112).

Vergileme uygulamasının ekonomi üzerinde olumsuz etkileri de mevcuttur. Örneğin tüm sermaye girişlerine vergi getirilmesi, spekülasyonla ilgisi olmayan kişi ve kurumların da bu vergiye tabi olmasına neden olacaktır. Vergilendirilecek işlemler spot işlemlerle sınırlı kalırsa, işlemler finansal türev işlemlere doğru yönelebilir. Ayrıca çok yüksek bir vergilendirme finansal aracılık sektörünün işlem hacmini önemli ölçüde düşüreceğinden sektörü olumsuz etkileyebilecek, düşük oranda bir vergilendirme ise yeterli caydırıcılığa sahip olamayabilecektir. Söz konusu metot günümüzde çok fazla tercih edilmemekle birlikte en önemli örnekleri Kolombiya'nın 1993, Şili'nin ise 1991 yılında kısa dönemli sermaye girişleri üzerinde karşılık gereksinimi getirmesi uygulamasıdır.

3.2.2.5. Yerel Finansal Düzenlemeler

Yerel finansal düzenlemeler ise günümüzde hemen hemen tüm ülkeler tarafından uygulanmakta, günümüz koşulları söz konusu regülasyonları gerçekleştirilmeyen ülkelere ağır cezalar kesebilmektedir. Yerel finansal düzenlemelerin başlıcaları; bankaların sermaye yeterlilik rasyolarının yükseltilmesi, sıkı raporlama sistemleri oluşturulması, denetim mekanizmalarının sıkılaştırılması ve risk yönetimi politikalarının geliştirilmesi olarak sıralanabilir.

Yukarıda belirtilen önlem türleri ülkeler tarafından farklı zaman dilimleri içerisinde gerçekleştirilebilmektedir. Örneğin yabancı sermayenin çıkışına vergi getirilmesi krizin gerçekleştiği dönemde yapılabilmekle birlikte, ülkeye giren sermayenin vergilendirilmesinin kriz öncesinde gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Benzer şekilde sermaye çıkışının arttığı bir dönemde karşılık oranlarının artırılması, sermaye çıkışını daha da

**Finansal Serbestleşme Sürecinde Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin
Kontrolü ve Mevcut Risklere Karşı Önlemler**

hızlandıracak ve krizin derinleşmesine neden olabilecektir. Ayrıca, yerel finansal düzenleme gibi önlemlerin kriz dönemlerinde değil önleyici olarak zamana yayılmasının ve sürekliliğinin sağlanması gerekmektedir.

4.SONUÇ

Derin bir finansal kriz yaşamakta olan gelişmiş ülkelerin söz konusu krizi aşmak amacıyla uyguladıkları parasal genişleme politikaları, likidite fazlası oluşturmakta ve söz konusu fazla sermaye başta Türkiye olmak üzere GOÜ'lere yönelik kısa vadeli sermaye girişlerinde katalizör görevini üstlenmektedir. Bu noktada kısa vadeli sermayeye karşı alınması gereken önlemler ön plana çıkmaktadır. Bu çalışmada kısa vadeli sermayeye karşı önlemler; uluslararası sermaye kontrolleri ve ulusal sermaye kontrolleri olarak iki ana başlık altında değerlendirilmiş olup ulusal kontroller ise doğrudan sermaye kontrolleri ve dolaylı sermaye kontrolleri ana grupları altında değerlendirilmiştir. Çalışmanın sonuç bölümünde söz konusu önlemlerden özet olarak bahsetmeye gerek görülmemiş, önlemlerin değerlendirilmesi sonucunda edinilen kanaatlerin aktarılması tercih edilmiştir.

Kısa vadeli sermaye konusunda yapılmış olan çalışmaların incelenmesi sonucunda sıcak paranın olumsuz etkilerinin önlenmesi ya da direkt olarak kısa vadeli sermayenin ülkelere girişini önlemek amacıyla onlarca tez geliştirildiği ancak değişen ekonomik koşullar nedeniyle geçersiz kalan tezlerin sonucunda akıl insanların günümüzde dahi yeni tezler üretme çabasında oldukları görülmektedir. Bu noktada söz konusu tezlerin dünya çapında uygulanmadığı sürece ve ne kadar geliştirilirse geliştirilsin krizi yaratan etmenlerin de doğal süreç olarak kendilerini yeniledikleri dikkate alındığında daha radikal çözümlere gereksinim duyulduğu açıktır. Ayrıca, alınan her önlemin yan etkilerinin olduğu da açıktır. Örneğin Türkiye gibi GOÜ'ler döviz hareketlerine uygulayabilecekleri vergi ile kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde son derece etkili bir kontrol oluşturabilecek olmakla birlikte söz konusu uygulama ekonominin diğer çarklarına vereceği zarar nedeniyle tercih edilememektedir. Dolayısıyla geriye ülkelerin değil tüm sistemin üzerinde yapılacak regülasyonlar kalmaktadır. Kanaatimizce günümüzde yaşanan tüm ekonomik dalgalanmaların kaynağı ülkeler

arasındaki kur savaşlarından ve döviz kuru farklılıklarından kaynaklanmaktadır. Bu noktada Avrupa ve Amerika Merkez Bankalarının izlediği farklı para politikalarının yol açtığı ticari sapmalardan kurtulmak için hali hazırda dünyada zaten tartışılmakta olan ve herkesin ortak kullanacağı bir dünya parasının uygulamaya alınmasına ihtiyaç bulunmaktadır.

Ünlü ekonomist Keynes 1994 yılında Dünya para birimi konusunu önermiş olmakla birlikte, BANKOR adıyla oluşturulan para birimi uygulamaya alınamamıştır. Ancak günümüzde oldukça sık olarak gündeme getirilen IMF para birimi özel çekme hakkının (SDR) hâlihazırda Yen, Sterlin, Euro ve Dolardan oluşan sepetine öncelikle Rus Rublesi ile Yuan'ın ve ardından gelişmiş diğer ülkelerin para birimlerinin de dâhil edilmesi suretiyle SDR'nin yeni dünya para birimi olmasının sağlanması değerlendirilmektedir. Kısa vadeli sermaye hareketlerine ilişkin gelecekte yapılacak olan çalışmalarda Dünya para birimi ile söz konusu para biriminin Dünya ve Türkiye ekonomisine olumlu ve olumsuz etkilerinin incelenmesi faydalı olacaktır. Ancak Dünya parasına geçişin sadece Türkiye'nin tekelinde olmadığı düşünüldüğünde, Türkiye'nin de Amerikan Merkez Bankası parasal genişlemeyi sonlandırmadan harekete geçmesi ve likidite bolluğu sona ermeden gerekli önlemleri alması gerekmektedir.

KAYNAKÇA

Bird, Graham, and Ramkishan Rajan, "Restraining International Capital Movements: What Does it Mean?.", CIES Working Paper No. 14, 2000.

Bloomfield, Arthur I, "Postwar Control of International Capital Movements.", The American Economic Review, 36.2, 1946, pp. 687-709.

Boratav, Korkut, "Yabancı Sermaye Girişlerinin Ayrıştırılması ve Sıcak Para: Tanımlar, Yöntemler, Bazı Bulgular.", KÖSE, Ahmet H./ŞENSES, Fikret/YELDAN, Erinç (der.), İktisat Üzerine Yazılar II: İktisadi Kalkınma, Kriz ve İstikrar, İstanbul, 2003.

Calvo, Guillermo A., Leonardo Leiderman, and Carmen M. Reinhart, "Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s.", Journal of Economic Perspectives, 10.2, 1996, pp.123-139.

**Finansal Serbestleşme Sürecinde Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin
Kontrolü ve Mevcut Risklere Karşı Önlemler**

Checchi, Daniele, " Capital Controls and Distribution of Income: Empirical Evidence for Great Britain, Japan and Australia.", *Weltwirtschaftliches Archiv*, 128.3, 1992), pp.558-587.

Cooper, Richard N, "Should Capital-Account Convertibility Be a World Objective?", *Princeton Essays in International Finance*, 2001.

Çelik, Fecir Şengöz, "Uluslararası Piyasalarda Spekülatif Para ve Sermaye Hareketliliği ve Tobin Vergisi, Carry Trade, Hedge Fonlar ve Diğer Spekülatif Hareketler, Maliye Bakanlığı.", Ankara: Maliye Uzmanlığı Yeterlilik Tezi, TC Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Başkanlığı, 2008.

Epstein, Gerald A., and Juliet Schor, "Structural Determinants and Economic Effects of Capital Controls in OECD Countries.", In *Financial Openness and National Autonomy: Opportunities and Constraints*, ed. Tariq Banuri and Juliet Schor. Oxford: Clarendon Press, 1992, pp.136-162.

Epstein, Gerald, Ilene Grabel, and Jomo Kwame Sundaram," Capital Management Techniques in Developing Countries: An Assessment of Experiences from the 1990's and Lessons For the Future", *Political Economy Research Institute Working Paper*, No. 56, 2003.

Erdinç, Yaşar, "36/42 Para Harekâtı: Krizlerin Belgesel Romanı." Scala Yayıncılık, 2010.

Ergül, Özgür, "Sermaye Kontrolleri: Uygulanışı, Etkinliği ve Türkiye Üzerine Yorumlar.", Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, 2012.

Esen, Oğuz, "Finansal Piyasaların Küreselleşmesi ve Sermaye Kontrolleri.", *Ekonomik Yaklaşım*, 8.27, 1997, s.31-45.

Eser, Kezban, "Finansal Serbestleşme Sürecinde Artan Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri: Türkiye Ekonomisine Etkileri, Riskler ve Politika Araçları.", Ankara: Maliye Bakanlığı, Mesleki Yeterlilik Tezi, 2012.

Ffrench-Davis, Ricardo, Daniel Titelman Kardonsky, and Andras Uthoff, "International Competitiveness and The Macroeconomics of Capital Account Opening.", 41, 1994, pp.107-123.

Kaplan, Ethan, and Dani Rodrik, "Did The Malaysian Capital Controls Work?". NBER Working Paper no. w8142. New York: National Bureau of Economic Research, 2001.

Kepenek, Yakup, "Türkiye Ekonomisi", 25. Basım, Remzi Kitapevi, İstanbul, 2002.

Mathiesson, Donald, J. and Liliana Rojas-Suarez, " Capital Controls and Capital Account Liberalization in Industrial Countries", In Capital Mobility: The Impact on Consumption, Investment and Growth, eds. Leonardo Leiderman and Assaf Raizin. Cambridge University Press, 1994.

Obstfeld, Maurice, "International Capital Mobility in The 1990s." International Finance Discussion Papers, 1993.

Oktayer, Asuman, "Türkiye’de Finansal Serbestleşme ve Derinleşme Süreci Üzerine Nitel Bir İnceleme.", Akademik İncelemeler Dergisi, 4.1, 2009.

Özerol, Hakan," Finansçı Olmayanlar İçin Finans", 2. Baskı, Academyplus Yayınevi, 2002.

Palma, Gabriel, "The Three Routes to Financial Crises: The Need for Capital Controls.", CEPA Working Paper Series III,18, 2000.

Sharma, Shalendra D. "The Malaysian Capital Controls and the Debates on the New International Financial Architecture", Review of Asian and Pacific Studies, 25.2, 2003, pp. 1-25.

Smith, John Grieve, "Exchange Rate Instability And The Tobin Tax.", Cambridge Journal of Economics, 21.6, 1997, pp. 745-752.

Stiglitz, Joseph, "Küreselleşme Büyük Hayal Kırıklığı.", Çev: Arzu Taşçıoğlu ve Deniz Vural, İstanbul: Plan B Yayınları, 2. Baskı, 2002.

UNCTAD, "Trade and Development Report", New York, 104, 1998.

Yeldan, Erinç, "Asya ve Latin Amerika Ekonomilerine Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Etkileri Üzerine Gözlemler.", Ekonomik Yaklaşım Dergisi,1998, s.155-165.

**Finansal Serbestleşme Sürecinde Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin
Kontrolü ve Mevcut Risklere Karşı Önlemler**

Yentürk, Nurhan, “Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi Ve 1990 Sonrası Krizler.”, Vol. 1, 1.Basım, İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2003.

YILDIRIM, Durmuş Çağrı, ve Emrah İsmail ÇEVİK, "Finansal Dışa Açıklık ile Ekonomik Büyüme İlişkisi: Asimetrik Nedensellik Testi Sonuçları.", Finans Politik & Ekonomik Yorumlar, 54, 2017, s.41-51.