

GELİŞMEKTE OLAN PİYASALARDA SERMAYE KONTROLLARI

Dr.AYŞE ÇELİKEL DANIŞOĞLU*

1. Giriş

Gelişmekte olan ülkeler küreselleşmeden ekonomik fayda sağlama beklentisi ile son yirmi yıllık dönem içinde mali piyasalarını serbestleştirmiş, uluslararası sermaye hesaplarını açarak, sermaye kontrollerini kaldırma yoluna gitmişlerdir. Mali serbestleşme ile amaçlanan, piyasalar üzerinde hükümet politikalarından doğan etkinliği azaltıcı müdahaleleri¹ bertaraf etmek, yabancı özel tasarrufları yurtiçine çekerek daha yüksek büyüme oranı ve refah düzeyine ulaşmaktır.

Sermaye akımları 1990'lı yıllarda sanayileşmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere kaymış ve özel sermaye hareketlerinin resmi akımlara nispetle ciddi ölçüde artması ile ticari banka kredilerinin yerini yabancı doğrudan yatırımlar ve portföy sermaye hareketleri almıştır. Akımların gelişmekte olan ve yükselen piyasalara (emerging markets) yönelmesini açıklayan esas sebep, sanayileşmiş ekonomilerin daralma sürecine girmesi ve bu ülkelerde faiz oranlarının düşmesi ile yatırımcıların, gelişmekte olan ülkelerdeki riske göre daha yüksek getiri ve arbitraj imkanlarını değerlendirmeleri olmuştur.

* İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi, İktisat Bölümü, İktisadi Gelişme ve Uluslararası İktisat Anabilim Dalı

¹ Bu müdahaleler kredi tahsisinin, mevduat ve kredi reel faiz oranlarının belirlenmesinin kamu denetiminde yapılmasıdır. Faiz oranlarına tavan koyulması, kredilerin piyasa kriteri yerine hükümetlerce dağıtılması ve sermaye kontrolleri uygulanmasının, kaynakların etkin dağılımını bozduğu kabul edilmektedir.

Ancak, özellikle 1990'lı yılların ikinci yarısında yaşanan mali ve ekonomik krizler serbestleşmenin maliyetlerini ortaya koymuş, yükselen ve gelişmekte olan piyasaların liberalizasyon ile artan mali kırılganlıklarının uluslararası piyasalar açısından da ciddi tehdit oluşturduğu konusu önem kazanmıştır. Sermaye piyasalarının globalizasyonu ile artan sermaye akımları ekonomi yönetimini zorlaştırmakta, gelişme sürecindeki ekonomilerde istikrarsızlıklara neden olmaktadır. Tipik sorunlar, genişleyen ve sürdürülemeyen cari işlem açıkları, yüksek tüketim düzeyleri, zayıflayan parasal kontrol, yukarı doğru enflasyonist baskı, paranın reel olarak değerlendirilmesi ve sermaye çıkışlarına karşı artan duyarlılıktır². Makro temelleri yeterince güçlü olmayan, yani kamu açığının ve cari açığın yüksek, paranın aşırı değerli, enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde, sermaye çıkışları daha fazla hasar meydana getirmekte ancak 1992 Avrupa ve 1997 Asya krizi örneklerinde görüldüğü gibi, temel göstergelerin güçlü olması da kriz riskini ortadan kaldırmamaktadır.

Yükselen piyasalara yönelik net sermaye akımlarındaki artışlar, bu ülke ekonomilerine ek kaynak sağlayarak iktisadi faaliyeti canlandırmış, ancak meydana gelen krizler mali piyasaların, başta kısa vadeli akımlar olmak üzere, uluslararası sermaye akımlarına tamamen açılıp açılmaması konusunda tartışmalara neden olmuştur. Kısa vadeli akımlar ile ilgili endişeler, bu akımların süratle geri dönmeye açık yapısından ve gelişmekte olan ülke borçlarının önemli bir bölümünün kısa vadeli olmasından kaynaklanmıştır. Eksik bilgi akışı, yatırımcıların birbirlerinin davranışlarından etkilenmesi ve gelişmekte olan ülkelerin ekonomik yapılarının benzer kabul edilmesi sonucu ortaya çıkan bulaşma etkisi ile bir ülkedeki ekonomik bozulma aynı bölgede bulunan ülkelere ve bu ülke ya da ülkelerin mali ve ticari ilişkisinin olduğu diğer bölgelere de sıçramakta, portföylerin hızla elden çıkarılması ile yayılan krizler, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin ticaret ve üretim hacmini olumsuz etkilemektedir.

1980'li ve 1990'lı yıllarda bankacılık sektöründe meydana gelmiş olan krizler, mali serbestleşme ve mali duyarlılık arasındaki bağı önemi-

² A. Quattara, 'Globalization lessons from the Asian crises and central bank policies', mimeo, Reunion des Gouverneurs des Banques Centrales des Pays Francophones, Ottawa, June 23, 1998.

ni vurgulamıştır. Bu nedenle, mali serbestleşme sürecinin başlarında, henüz piyasa kurumları tam olarak uyum sağlayamamış, mali sektör reformları tamamlanmamış iken, hızlı ve kapsamlı bir mali deregülasyona gitmenin optimal olmadığı ve krize açık bir yapı oluşturduğu belirtilmiştir.³

Bu çalışmada sermaye hareketlerine sınırlamalar getirilmesinin etkileri ve akımlardaki dalgalanmaların bertaraf edilmesinde sermaye kontrollerinin rolü araştırılmıştır. İkinci bölümde uluslararası sermaye akımlarının hacmi ve gelişmekte olan piyasalar üzerinde yarattığı etkiler ele alınacaktır. Üçüncü bölüm sermaye hareketlerinin olumsuz etkilerini en aza indirmek için yapılması gereken mali ve ekonomik reformları kapsamaktadır. Dördüncü bölümde sermayeye sınırlamalar getirilmesi konusundaki ekonomik görüşler ve söz konusu kontrollerin çeşitleri, özellikleri ve etkileri açıklanmıştır. Beşinci bölümde sermaye kontrolü uygulayan ülkelerdeki ekonomik gelişmelere yer verilmiştir. Son bölüm bu konuda yapılan değerlendirmeleri içermektedir.

2. Gelişmekte Olan Piyasalara Yönelik Özel Sermaye Akımları

Finansal piyasaların dışa açılmasının getirdiği risk, portföy akımların hızlı hareket kabiliyeti ile açıklanmaktadır. Sermaye akımları ülkelerin ekonomik büyümesine katkıda bulunmakla beraber gelişmekte olan ülkelerin zaten güçlü olmayan ekonomilerine zarar verebilmektedir. Burada sorun, toplam sermaye akımları içinde kısa vadeli sermayenin ağırlığının giderek artmasına ve bu tür sermayenin istikrarsız yapısına dayanmaktadır. 1994 Meksika, 1997 Asya, 1998 Rusya, 1999 Brezilya, 2000 ve 2001 yıllarında Türkiye’de yaşanan krizler ile bu piyasalardan ciddi sermaye çıkışları olmuş ve toplam krediler içinde kısa vadeli kredilerin yoğunluk taşımalarının ülke ekonomileri için tehdit oluşturabileceğine dair görüşleri haklı çıkarmıştır. 1990’lı yılların ilk yarısında, yükselen piyasalara toplam sermaye akımlarının yüzde 40’ını oluşturan kısa vadeli krediler ve portföy yatırımları 100 milyar Dolar’ı (ABD Dolar’ı) bulmuşken, Asya ve Rusya krizlerinin ar-

³ Marco ROSSI, ‘Financial fragility and economic performance in developing economies: Do capital controls, prudential regulations and supervision matter?’, IMF Working Papers, No.66, 1999, s.3.

dından bu rakam 15 milyar Dolar'a gerilemiştir⁴.

Serbest sermaye hareketliliğinden beklenen olumlu etkiler konusunda akımlarla ekonomiye sağlanan kaynaklar ve bu fonların etkin dağılımının yatırım miktarı ve büyüme oranında yaratacağı artış üzerinde durulmaktadır. Mali serbestleşme, bireylere uluslararası piyasalara girme imkanı vermekte, portföy farklılaştırma yoluyla risk altında yüksek getiri olanağı sağlamaktadır. Sermaye hareketlerindeki istikrarsızlığın, bir başka deyişle ani sermaye çıkışlarının sakıncaları ise bilgi akışındaki asimetrilerin, faiz oranları ve döviz kurlarındaki dalgalanmaların kaynakların optimal dağılımını engellemesi, ekonomik büyümenin yatırım değil tüketim ve ithalat artışı nedeniyle gerçekleşmesi, kur sabit ise aşırı değerlenen kurların dış dengesizlikleri arttırması, kur sisteminde ya da paritelerde zorunlu değişikliklerin de etkisiyle ülkenin kredibilitesinin düşmesi ve tüm bu koşulların büyüme, istihdam ve gelir dağılımı üzerindeki olumsuz etkileri olarak özetlenebilir. Varlıkların değerlerinde, kredi düzeylerinde, faiz oranlarında, döviz kurlarında ve büyüme oranında dalgalanmalar, iş dünyası bekleyişleri üzerinde olumsuz etki yaratmaktadır. Kararların beklentilere dayalı olarak alındığı bir ekonomik sistemde artan belirsizlik, özel yatırım düzeyini bastırarak, kamu harcamalarının etkinliğini azaltacak ve iktisadi ajanları likit pozisyonlarını ayarlamaya ve sermaye kaçıışı yoluyla servetlerini korumaya zorlayacaktır.

Tablo 1'den izlenebileceği gibi, 1990'lı yıllarda yükselen piyasalara yönelik sermaye akımlarında en istikrarlı yapı yabancı doğrudan yatırım oranlarında görülmektedir. En fazla dalgalanmayı gösteren kalem olan yabancı banka kredileri ekonomik krizlerin temel kaynağı kabul edilmekte, yabancı portföy yatırımları ise bu anlamda iki yatırım biçiminin arasında yer almaktadır⁵

⁴ UNCTAD, Trade and Development Report, 1999, s.7.

⁵ E.V.K.Fitz GERALD, 'Policy issues in market based and non market based measures to control the volatility of portfolio investment', Finance and Trade Policy Centre, University of Oxford, 20 June 1999, s.17.

Tablo 16: Yükselen Ekonomilerin Dış Finansmanı (Milyar Dolar)

	1997	1998	1999	2000	2001
Cari İşlem Dengesi	-79.6	-2.7	23.3	27.3	-24
Net Dış Finansman	315.9	191.2	157.4	153.3	175
Net Özel Akımlar	269.4	139.1	148.3	154.1	166
<i>Net Tahvil Yat.</i>	141.2	133.9	163	150.5	153.3
Net Doğr. Yat.	115.8	119.4	145.5	128.2	130.5
Net Portföy Yat.	25.3	14.1	17.5	22.3	22.7
<i>Özel krediler,net</i>	128.2	5.2	-14.7	3.6	12.8
Net Resmi Akımlar	46.6	52.1	9.1	-.0.8	9.0
Diğer Krediler,net*	-196.6	-147.4	-125.4	-126.7	-115.4
Rezervler	-39.8	-41.2	-55.3	-53.9	-35.6

*Vatandaşlardan ödünç alınan miktarlar; altın; hata ve ihmâl payı

2001 rakamları öngörüdür. - = artış

Finansal piyasalardaki ani portföy hareketleri ya da spekülâtif atakların sonucunda çıkan krizlerin şiddeti mali sektör ve piyasaların gücü ile bağlantılıdır. Ancak, mali piyasalar çoğunlukla etkin ve öngörülebilir biçimde çalışmazlar. Piyasalardaki eksikliklerin sonuçları aşağıda özetlenebilir:

-Asimetrik bilgi, mevduat garantileri ile birleşince, riskli projelere aşırı miktarda kredi verilmektedir.

-Kısa vadeli borçlar ve uzun vadeli varlıklar arasında ödeme süreleri açısından uyumsuzluk olması, banka ve mali aracıları bir mali paniğe karşı aşırı duyarlı kılmaktadır.

-Varlıkların değeri geleceğe dair beklentilerle belirlendiğinden, fiyat-

⁶ Institute of International Finance, 'Capital flows to emerging market economies', IIF, Inc., January 24, 2001, s.1.

larının dinamiği yüksektir.⁷

Sermaye hesabının serbestleşmesi ekonomik reform programlarının bir uzantısı olarak görülmelidir.Doğrudan yatırımların serbestleşmesi genelde reel sektör reformlarının önemli bir parçası iken portföy yatırım akımlarının serbestleşmesi ile mali sektör reformları ve mali piyasaların ve araçlarının gelişmesi arasında paralellik sađlanmalıdır⁸. Mali sektörün yeterince güçlü olmamasının krizlere yol açabileceği ve bir ekonomik krizle mücadele etme sürecindeki kritik rolü 2001 yılı Türkiye krizi de dahil olmak üzere, 1994 yılından itibaren yaşanan krizlerde açıkça ortaya çıkmıştır.

3. Ekonomik ve Mali Reformlar

Sermaye hesabının serbestleşmesi, büyüme ve refah için önemli faydalar sağlayabilmekle birlikte, eğer gerekli yapısal reformlar ve kurumsal gelişme ile beraber yürütülmezse, özellikle parasal ve mali sektör için riskler taşımaktadır. Yoğun sermaye akımları karşısında ekonomide bir kriz oluşmasına meydan vermemek için F.S.Mishkin aşağıdaki alanlarda reform niteliğindeki gerekli değişikliklerin yapılmasını ve makroekonomik politikaların bu doğrultuda belirlenmesini önermiştir:⁹

- sermaye piyasasını düzenleme, izleme ve denetleme çerçevesinin yürürlüğe girmesi,
- muhasebe ve bilançolarda zamanında, kesin ve şeffaf bilgi akışı,
- kanuni düzenlemelerin yapılması,
- piyasa disiplininin sağlanması,

⁷ D. RODRIK, 'Who needs capital-account convertibility?', *Should the IMF pursue capital account convertibility?*, Essays in International Finance, No.207, May 1998, Princeton University, Princeton ,New Jersey, s.57

⁸ Bkz.B.JOHNSTON, SALİM; M.DARBAR; C.ECHEVERRIA, 'Sequencing capital account liberalization - lessons from experiences from Chile, Indonesia, Korea and Thailand',IMF Working Papers,No.157, Nov. 1997,s.5-8.

⁹ F.S.MISHKIN, 'Financial policies and the prevention of crises in emerging market countries', NBER Conference on *Economic and financial crises in emerging market countries*, Oct.19-21 2000, s.16.

- yabancı bankaların piyasaya girmesi,
- sermaye kontrolleri uygulanması,
- devlete ait mali kurumların sayılarının azaltılması,
- dövizle borçlanmaya sınırlamalar getirilmesi,
- mali serbestleşmenin aşamalar halinde gerçekleştirilmesi,
- para politikasının fiyat istikrarı sağlayacak biçimde düzenlenmesi,
- makro politikalarla tutarlı döviz kuru rejimi seçimi ve yeterli döviz rezervi bulundurma.

Ciddi krizler yaşamış olan ülkelerin tecrübelerinden hareketle, sermaye konvertibilitesine geçilmeden önce mali açıkların enflasyonist olmayacak biçimde azaltılması gerekmektedir. Büyük mali açıkların para yaratmak suretiyle finansmanı, enflasyon vergisinden kaçınmak amacıyla paranın yurt dışına çıkartılması ile sonuçlanmaktadır. Mali politikaların, iç ve dış mali piyasa koşulları arasındaki farkları azaltmayı hedeflemesi gerekmektedir. Bir diğer nokta, varlıkların fiyatlarındaki istikrarsızlıkların istihdam, üretim ve refah üzerinde olumsuz etkiler yaratmasıdır. Ekonominin reel ve mali şoklara uyum gösterebilmesi için, ücret ve fiyat esnekliğine mani olan kısıtlamaların kaldırılması önem taşımaktadır.¹⁰

Sağlam ve uluslararası kredibilitesi olan bir mali sistemin yapılandırılması için uluslararası denetim ve standartların geliştirilmesi, bankaların sermaye karşılıklarını yerine getirmesinin sağlanması, riskli kredilerin sınırlandırılması, şeffaflığın sağlanıp mali bilgilerin yayınlanması ve yükümlülüklerini yerine getiremeyen mali kurumlara süratle müdahale edilmesi büyük önem taşımaktadır. Sermaye kabul eden bir ülke, söz konusu uyum koşullarını sağlamadığı takdirde hem akımlardan etkin biçimde yararlanamayacak hem de diğer ülke ekonomileri üzerinde ciddi olumsuzluklar yaratabilecek bulaşıcı etkilerin merkezi olabilecektir. Bulaşma etkisi ile krizin diğer ülkelere sıçraması, her zaman bu ülkelerin hatalı uygulamaları nedeniyle değil, yatırımcıların değerlendirmeleri sonucunda gerçekleşmektedir. Krizler

¹⁰ Bkz.D. MATHIESON / L.ROJAS-SUAREZ, 'Liberalizing the capital account', Finance and Development, December 1992, s.42-43.

global nitelik taşıyınca da sadece yurtiçi politikalarla ilgili çıkarlar değil bir uluslararası topluluk olarak ortak kaygılar söz konusu olmaktadır.

4. Sermaye Kontrolları

Gelişmekte olan ülkelerin ve yükselen piyasaların sermaye akımlarındaki dalgalanmalara karşı duyarlı oluşu ve mali sistemlerinin kırılabilirliği sermaye kontrollerinin uygulanmasına gerekçe teşkil etmektedir. Büyük çaplı sermaye akımları nedeniyle meydana gelen sorunların bertaraf edilmesinde dış mali işlemlere sınırlamalar getirilmesinin öncelikli amacı, hareketliliği çok yüksek olan kısa vadeli spekülasyon akımlarının önünü keserek likidite ve ödemeler dengesi krizlerini önlemek ya da mevcut bir krizin yönetimine destek olmaktır. Kontrollerin sadece kısa vadede etkili olduğu genel kabul görmektedir. Uzun süre uygulandığında sermaye kontrolleri, mali sistemin gelişmesini olumsuz etkilemekte, kaynak dağılımının etkinliğini azaltmakta ve kısa vadeli sermaye akımlarını caydırma yönündeki etkisi giderek azalmaktadır.

Sermaye kontrollerinin uygulanma gerekçesini teorik olarak açıklayan iktisadi modele göre mükemmel öngörünün olduğu rekabetçi bir sistemde, serbest sermaye hareketliliği altında, piyasa mekanizması sermayeyi, ülkeler arasında en üretken kullanımına göre tahsis edecektir. Ancak, ekonomide mevcut bozulmalar, birinci en iyi rekabetçi dengeyi destekleyen varsayımları engellediği zaman istisnalar mümkün olmaktadır. İkinci en iyi tartışmalarının ana fikrine göre eğer ekonomide bir bozulma varsa, toplam refah ancak bir başka bozulmanın devreye girmesiyle arttırılabilir. Bu durum karşısında hükümetler, uluslararası piyasalara müdahale ederek, refah düzeyini yükseltebilecektir. Tavsiye edilen bir politika olmamakla beraber sermaye kontrolleri uygulanması bu durumda uygun görülmektedir. Bu politikadan kaçınmanın yolu, ilk bozulmanın verdiği zararı azaltmak için bir yenisini yaratmak değil, ancak mevcut bozulmayı ortadan kaldırmak olabilir.¹¹

¹¹ M.P.DOOLEY, 'A survey of literature on controls over international capital transactions', IMF Staff Papers, Vol.43 No.4, Aralık 1996, s.640.

Kriz yönetimi maksadıyla sermaye çıkışlarına denetim getirilmesinin nedenleri P.Krugman'ın yaklaşımıyla da açıklanabilir¹². Bir mali kriz sırasında gelişmekte olan bir ülkenin, istikrar araçlarının kullanılması, döviz kurunun savunulması ve serbest sermaye hareketliliği şeklinde üç amacı olduğu varsayılırsa, bu amaçlardan sadece ikisi gerçekleşebilecek, diğerinden vaz geçilecektir. Eğer sermaye hareketliliği ve sabit kur uygulanacaksa, istikrar feda edilecek ya da eğer sermaye serbestisi ile para ve maliye politikaları aracılığıyla bir istikrar programı uygulanıyorsa, kur düzeyi sürdürülemezdir. Her iki durum da ekonomik küçülmeye neden olacağından, arzu edilmese de sermaye kontrolleri tek çıkış yolu olarak kabul edilmektedir. Yatırımcıların güvenini sarsacak bir gelişme karşısında sermaye akımları ve döviz rezervlerinin birden azalması ile kur düzeyini savunmak gerekirken, faiz oranları üzerinde yukarı doğru bir baskı oluşmaktadır. Sıkı para politikası uygulanırken, talep daralmasının önüne geçmek için mali genişleme gerekecek, ancak, yatırımcıların güveni ve ülkenin kredibilitesi bütçe açığındaki değişmelerden etkileneceğinden, sıkı maliye politikası sürdürülecek ve ekonomide küçülme devam edecektir. Kur çıpasının terk edilmesi uluslararası alanda daha fazla güven kaybına neden olacak, kuru savunmaya yönelik makroekonomik politikalar ise ciddi daralmalara yol açacaktır. Bu nedenle sermaye kontrolleri ticari ilişkileri zedeleyip itibar kaybettirse de tercih edilebilir görünmektedir.

Sermaye akımlarına sınırlama getirilmesi lehindeki yaklaşım, kontrollerin mali sektördeki eksiklikleri, bilgi akışındaki asimetrileri bertaraf ederek ekonomik refahı arttıracığını öne sürmektedir. Sermaye kontrollerinin amacı, süreklilik arzeden sermaye akımları karşısında döviz kuru istikrarının, parasal ve mali istikrarın korunması ve para politikasında daha fazla otonomi sağlanmasıdır. Kontroller, özellikle büyük çaplı akımların yüksek enflasyona neden olması ya da üstü kapalı kur garantilerinin riske karşı korunmamış döviz pozisyonlarına yol açması ve bankaların riskleri değerlendirme konusunda yetersiz kalması durumlarında söz konusu olmaktadır. İlaveten, sermaye kontrolleri mali baskı politikalarını desteklemede, devlet bütçe-

¹² Bkz. J.MCHALE, 'Capital account convertibility and capital controls in emerging market countries', NBER, 1998,s.1-3.

si ve öncelikli sektörlerin ucuz finansmanı için de kullanılmıştır.¹³

Sermaye akımlarına sınırlamalar getirilmesi, ödemeler dengesi ve makroekonomi yönetiminde bir araç olarak görülmektedir. Ödemeler dengesi sorunları olan ve sermaye çıkışına mani olmak isteyen ülkeler döviz kontrolleri uygulamışlardır. Kontroller para ve döviz kuru politikasında daha yüksek otonomi sağlamakta, faiz oranları ve döviz kurunun aynı anda kullanılması, farklı politikalar gerektiren iç ve dış hedeflere ulaşılmasına destek olmaktadır. Sabit kur rejimi uygulayan ülkelerde sermaye hareketliliği, kurun aşırı değerlenmesine ve uluslararası rezerv miktarı ile faiz oranlarında büyük dalgalanmalara neden olarak kur rejiminin çökmesi ile sonuçlanmaktadır. Bu durumdan kaçınmak için kur çıpasının savunulması amacıyla sermayeye denetim uygulanması gerekli görülmektedir.¹⁴

5. Sermaye Kontrollerinin Çeşitleri

Sermaye hareketlerinin sınırlandırılması, yönetimin kararlarına bağılı olarak doğrudan ya da piyasaya dayalı dolaylı kontroller biçiminde olabilmektedir. Doğrudan kontroller sermaye işlemlerini, ödemelerini ve fon transferlerini miktar kısıtlamaları yoluyla azaltmayı hedeflemekte, bankacılık sistemine sermaye akımlarını denetlenmesi amacıyla zorunluluklar getirmektedir. Dolaylı kontroller, sermaye hareketliliği ile ilgili işlemlerin maliyetlerini arttırarak caydırıcı etki yapmaya yöneliktir. Bu sistem, tekli veya çoklu kur uygulamasını, dış mali işlemler üzerine vergi ya da harç koyulmasını ve diğer fiyat mekanizmasına dayalı tedbirleri içermektedir.

Çoklu ya da ikili kur uygulamasında, farklı tipte işlemlere farklı döviz kuru uygulanmaktadır. Yüksek kısa vadeli faiz oranlarının sakıncaları karşısında spekülasyon faaliyetlerin önlenmesi amaçlanmakta, ticari hareketler ile ilgili döviz işlemleri ve doğrudan yabancı yatırımlar kısıtlama kapsamı dışında bırakılmaktadır. Spekülasyon olmayan iç kredi talebi piyasa fiyatından karşılanırken, spekülasyon faaliyetlerin

¹³ Akira ARIYOSHI, et.al., 'Capital controls: Country experiences with their use and liberalization', IMF Occasional Papers, No.190; 2000 ,s.5.

¹⁴ Barry JOHNSTON, Natalia T.TAMIRISA, 'Why do countries use capital controls?', IMF Working Papers, No.181, 1998, s.13,14.

maliyeti yükseltilmekte, bu durumda çok büyük miktarda sermaye akımı gerçekleşmeyeceğinden kurda ani yükselişlerin de önüne geçilmiş olmaktadır.

Sermaye akımlarını vergilendirme ilk olarak 1970'lerde Tobin tarafından, kısa vadeli spekülatif akımların kârlılığını azaltmak için önerilmiştir. Amaç, gelişmekte olan ülkelerin arbitraj marjını daraltmalarına ve uzun vadeli üretken yatırımlara katkısı olmayan spekülatif akımları caydırmaya yardımcı olmaktır¹⁵. Doğrudan vergilemede, dış mali işlemlere veya ülkede ikamet edip yabancı mali varlık bulunduran veya ülke dışında ikamet edip yerli varlık sahibi olanların elde ettiği gelirlere vergi ya da harç ilave edilmektedir. Amaç getirileri düşürmek, maliyeti arttırmak yoluyla ekonomide krize açık bir yapı oluşturan akımları caydırmaktır. Vergiler, belirli vadedeki ve tipteki işlemlere farklı oranlarda yansıtılmaktadır.

Dolaylı vergilerde, rezerv karşılığı ayırma zorunlu olmakta, banka ya da mali kurumlar akımların belirli bir yüzdesi karşılığı yerli veya yabancı parayı sıfır faizle merkez bankasına yatırmaktadır. Diğer düzenleyici nitelikteki sınırlamalar, fiyat ve miktara bağlı koşullar içermekte ve işlem ve yatırımcılar arasında ayırım yapılmaktadır. Bu tedbirler ticari bankaların net dış pozisyonları ve asimetric açık pozisyon limitleri ile ilgili, yurtiçinde ve yurtdışında ikamet edenler için farklı hükümler içeren kuralları kapsamaktadır¹⁶. Bankaların alabilecekleri açık döviz pozisyonuna sınırlama getirilmesi biçimindeki kontroller birçok ülkede yürürlükte olup, yabancı sermaye akımlarının hareketliliği karşısında yurtiçi kurumların duyarlılığını azaltmayı amaçlamaktadır.

6. Sermaye Hareketlerinin Sınırlandırılmasının Yükselen ve Gelişmekte Olan Piyasalar Üzerindeki Etkileri

Sermaye kontrolleri, kısa vadeli spekülatif sermaye akımlarını ve döviz kuru istikrarsızlıklarını sınırlamak amacıyla uygulanmaktadır.

¹⁵ N.YENTÜRK, 'Short-term capital inflows and their impact on macroeconomic order: A comparison between Turkey and Mexico', *Boğaziçi Journal*, Vol.9, No.2, 1995, s.70.

¹⁶ A.ARIYOSHI, (dn. 13), 2000, s.7.

Kontrollar ile, özellikle yurtiçi mali piyasaların gelişmemiş olduğu ve dolayısıyla kur riskinden korunmanın zor olduğu ÷lkelerde kur istikrarının sağlanması, ticaret hacminin artması hedeflenmektedir. Ancak, bu düzenlemeler işlem ve ticaretle ilgili diğer maliyetleri arttırmakta, teknoloji, bilgi ve uzmanlık transferini de sınırlandırarak ticareti azaltıcı etki doğurmaktadır. Mali derinleşme konusunda bir gelişme kaydedilememekte, tasarruflar optimal kullanım alanlarına yönelememektedir. Yurtiçi mali kurumlar ciddi piyasa gücüne sahip olurken, sunulan mali ürün ve hizmetler sınırlandırılmaktadır. Sonuçta, döviz kuru riskinden korunmak ve ticaret finansmanı sağlamak çok güç ya da yüksek maliyetli olmakta ve ticaret hacminin düşmesi ile sonuçlanmaktadır.

Diğer yandan, sermaye kontrolleri birçok kanaldan ticareti desteklemekte, zayıf mali sistemlerin korunmasına dolaylı olarak yardımcı olmaktadır. Kontrolların ticareti desteklemesi, sistemdeki diğer bozulmalara ve ekonominin belirli özelliklerine bağlıdır. Prensipte bu denetimler kısa vadeli sermaye akımlarına ve döviz kurundaki istikrarsızlıklara engel olacaktır. İstikrarlı bir kur düzeyinde, özellikle eğer yurtiçi mali piyasalar yeterince gelişmiş değilse ve kur riskinden korunmak için olanaklar sağlanmamışsa, ticaret hacmi genişleyecektir. Ancak, kontroller çoğu zaman kur aşırı değerlenmiş ise sözkonusu olmaktadır ki bu da ticareti yapılan mallar sektöründe fiyatları ve dolayısıyla ticaret hacmini olumsuz etkilemektedir. Eğer sermaye kontrollerinin yurtiçi tasarruf düzeyinin korunmasına yardımcı olduğu kabul edilirse, ticareti yapılan mallar sektöründe yatırımlar artacak ve ticaret hacmi genişleyecektir. Bir diğer olasılık, dış kaynaklı gelirlerden elde edilecek vergi miktarının belirsiz olmasının yurtiçi vergi tabanını genişletmesi, böylece hükümetin vergi oranlarını düşürmesi sonucu ticaretin teşvik edilmesidir. Ancak, kontroller nedeniyle sermaye çıkış ve girişlerinin azalması, teoride açıklanan etkilerin gerçekleşmesine imkan vermemektedir.¹⁷

Uygulamada, kontrollerin hedeflerine ulaşmadaki etkinliği konusu tartışmalıdır. Brezilya (1993-97), Şili (1991-98), Kolombiya (1993-98), Malezya (1994, 1998), Tayland (1995-97), kısa vadeli sermaye akımla-

¹⁷ N. T. TAMIRISA, 'Exchange and capital controls as barriers to trade', IMF Staff Papers, Vol.46, No.1,1999, s.70-72.

rını sınırlamak amacıyla sermaye kontrolleri uygulamışlardır. Kısa vadeli akımların spekülâtif ve istikrar bozucu niteliği, yeterli parasal araca sahip olmayan ülkelerde (Tayland) para politikasının uygulanmasını güçleştirmekte ve bu tür akımlara kısıtlamalar getirilmesi tek çare olarak değerlendirilmektedir. Şili tüm kısa vadeli akımlara rezerv karşılığı ayırma zorunluluğu ve kısa vadeli krediler üzerine bir vergi getirmiştir. Şili'deki sistemi eleştirenlerin de kabul ettiği gibi, rezerv şartı uzun vadeli üretken sermayeyi etkilemeden, sermaye akımlarının vadesini uzatmıştır. Malezya farklı bir yaklaşımda bulunmuş sermaye çıkışlarına denetim uygulamıştır. Uluslararası piyasalarda olumsuz karşılanan bu sınırlamalar ile ülkede mali ve yapısal yeniden yapılanma önemli ölçüde gerçekleştirilmiş, bu arada da doğrudan yabancı yatırımlar sürmüştür.¹⁸

Yurtiçi ve dünya faiz oranı arasındaki farkın azaltılıp döviz kuru üzerindeki baskıların hafifletilmesi konusu Kolombiya, Şili, Tayland, Malezya, Brezilya'da başlangıçta etkili olmuş ancak, her iki hedefe birden hiçbir ülke ulaşamamıştır. Tayland ve Malezya 'da daha düşük olmakla birlikte, beş ülkede de reel döviz kuru ciddi ölçüde aşırı değerlendirilmiştir. Kontroller, kısa vadeli sermaye akımlarını azaltma konusunda kısmen etkin olabilmiş ancak başka faktörler de bu sonuca ulaşmada rol oynamıştır. Bunlar:

- 1) faiz oranı farklarını daraltmak ve sterilizasyon işlemlerini azaltmak için para politikasında ayarlamalar yapılması (Malezya),
- 2) spekülâtif akımları caydırmak amacıyla daha esnek döviz kuru düzenlemelerine gidilmesi (Şili, Kolombiya),
- 3) denetim ve gözetim mekanizmalarının güçlendirilmesi (Şili, Kolombiya, Malezya),
- 4) yatırımcılarda oluşan güven kaybı (Tayland)¹⁹ olarak özetlenebilir.

Sermaye akımlarının vadesini uzatmaya yönelik tedbirler kapsamın-

¹⁸ Bkz. J.STIGLITZ, 'Must financial crisis be this frequent and this painful?', mimeo, World Bank, 1998, s.10; J.Stiglitz, 'Capital market liberalization, economic growth and instability', World Development, Vol.28, No.6, 2000, s.1075, 1083.

¹⁹ A.ARIYOSHI, (dn. 13), 2000, s.6, 16-17.

da Malezya 1998'de, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının kâr transferleri dışında sermaye çıkışlarına engeller koymuş, düşük faiz ve sabit kura dayalı bir program uygulamaya başlamıştır. E. Kaplan ve D. Rodrik'in²⁰ çalışmalarında, Malezya'nın Asya krizini takiben sermaye kontrolleri koyarak krizden hızla çıktığı öne sürülmüş, ekonometrik bulgulara dayanarak, bu uygulamaların tam tersini öneren IMF politikalarını seçen Güney Kore ve Tayland'a göre Malezya'nın daha başarılı olduğu, daha hızlı ekonomik düzelme, büyüme hızında artış, istihdam ve reel ücretlerde daha az düşüş ve borsada daha hızlı toparlanma kaydettiği belirtilmiştir. Malezya'nın performansını nisbi olarak daha zayıf ve dolayısıyla sermaye kontrolu uygulamasını hatalı bulan görüşün doğru olmadığı ifade edildiği çalışmada, diğer iki ülkenin IMF destekli istikrar programlarını uygulamaya, Malezya'nın sermayeye kontrol koymasından çok daha önce başlamış olduğu üzerinde durulmaktadır. Ancak, yazarlar şu ana kadarki göstergelerin olumlu olmasına rağmen henüz kesin bir yargıya varmak için erken olduğunu ve sermaye çıkışlarının önlenmesinin uzun vadede doğuracağı sonuçların izlendiğini belirtmektedirler. UNCTAD'ın 2000 yılı raporunda da²¹ Malezya'nın uyguladığı politikaların bugüne kadar kaydedilen olumlu sonuçları üzerinde durulmuştur.

Sermaye kontrollerinin karşısında olan Gregorio, et.al.²², Şili'nin uyguladığı kontrollerin, özellikle karşılık ayırma zorunluluğunun, faiz oranları, reel döviz kuru, sermaye akımlarının hacmi ve bileşimi üzerindeki etkilerini inceledikleri makalelerinde önemli bir uzun vadeli etkinin bulunmadığını belirtmişler, ancak, kontrollerin sermaye akımlarının bileşimini sürekli ve belirgin olarak uzun vadeli akımlar lehine değiştirdiği sonucuna varmışlardır. S. Edwards'ın²³ çalışmasında da bu sonuç teyid edilmiş, kontrollerin akımların vadesini uzat-

²⁰ Bkz. E.KAPLAN / D.RODRIK, 'Did the Malaysian capital controls work?', NBER Working Papers, No.8142, February 2001.

²¹ Malezya'nın uyguladığı kontrol programı için bkz. UNCTAD, 'Trade and Development Report, 2000, s.54-55.

²² Bkz. J. de GREGORIO / S.EDWARDS / R.O.VALDES, 'Controls on capital inflows: Do they work?', NBER Working Papers, No.7465, April 2000.

²³ Bkz. S.EDWARDS, 'How effective are capital controls?', NBER Working Papers, No.7413, November 1999.

makla beraber, daha fazla para politikası bağımsızlığı da dahil olmak üzere, diğer hedeflere ulaşmada etkin olamadığı sonucuna varılmıştır.

Sermaye hareketlerine çeşitli kontroller uygulayan Çin ve Hindistan, krizlerden etkilenmemiş ve global ekonomik düzen zor bir dönemden geçerken güçlü büyüme trendlerini sürdürebilmişlerdir. Bu ülkelerde sermaye işlemlerine kapsamlı ve uzun süreli kontroller uygulanması ekonomilerinin bölgesel krizlerin etkilerine karşı duyarlılığını azaltmada rol oynamış, sermaye akımlarının bileşimini uzun vadeli akımlar lehine değiştirmiştir. Ancak, kontrollerin etkisinin yanısıra her iki ülkenin de yeterli döviz rezervi ile güçlü dış pozisyona sahip olması, iç pazarlarının büyüklüğü, bölgedeki diğer ülkelere nazaran dünya ile daha zayıf ticari ve mali bağlarının olması, mali piyasalarının gelişme sürecinin başında olması, bankacılık sistemlerinde mali aracılığın henüz düşük seviyede olması ve Hindistan'da esnek kur sistemi uygulanıyor olması bu ülkelere krizlerin sıçramamasında rol oynamıştır.²⁴

7. Sonuç

Uluslararası sermaye hareketleri makroekonomik politikalara, bankacılık sisteminin sağlamlığına, gücüne ve ekonomik ve siyasi gelişmelere duyarlıdır. 1990'lı yıllardan itibaren yaşanan kriz tecrübeleri sermaye hesabının serbestleşmesinin yapısal ve makroekonomik politikalarla içiçe yürütülmesinin gerekli olduğunu göstermekte, serbestleşmeden azami fayda sağlarken, riskleri asgariye indirmek kapsamlı reformları gerektirmektedir.

Krizlerden korunmada mali piyasaların güçlü olmasının önemi nedeniyle, bu piyasaları dışa açmadan önce ya da serbestleştirme ile eşanlı olarak, düzenleyici tedbirleri ve uyum koşullarını içeren reformların yapılması gerekli görülmektedir. Makroekonomik politikalar ve mali sektörle ilgili düzenlemelerin gerçekleştirilmediği, temel ekonomik göstergelerin istikrarlı olmadığı ekonomilerde sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ciddi riskler içermekte, bu ülkelerde krize açık bir yapı oluşmaktadır. Zayıf mali piyasa ve kurumlar büyük fon akımlarını etkin biçimde yönetememekte ve yabancı sermayenin geri dönmesi karşısında ekonomide aşırı duyarlı ve kırılgan bir yapıya neden olmaktadır.

²⁴ J.STIGLITZ, (dn. 18),1998,s.30.

Portföy yatırım akımlarının serbestleştirilmesinin, banka ve sermaye piyasaları ile ilgili kanuni düzenlemeler ve denetimler ile güçlendirilmesi, birlikte yürütülmesi iktisadi ve mali riskleri azaltmaktadır. Aynı zamanda doğrudan yabancı yatırımların, ekonominin reel sektörü ve ihracat potansiyelini güçlendirici düzenlemelerle, örneğin ticaret ve yatırım rejimlerinde reformlar, rekabeti arttırıcı döviz kuru ayarlamaları, uluslararası cari işlemlerde döviz sınırlamalarının serbestleşmesi ile birlikte gerçekleştirilmesi gerekmektedir.

Sermaye kontrolleri piyasa mekanizmasının işleyişine müdahale edip, etkinliğini azaltsa da bazı gelişmekte olan ülkeler açısından zorunlu bir tercih niteliği taşımaktadır. Kontrollerin amacına ulaşmasında kapsamlı biçimde düzenlenip kararlılıkla uygulanması önem taşımakla beraber istenmeyen spekülasyon akımlar karşısında uzun vadeli bir koruma sağlayıp sağlayamayacağı konusu belirsizdir. Geniş kapsamlı bir sermaye kontrol programı uygulayan ülkelerde kontrollerin yüksek maliyeti ve potansiyel faydaları karşılaştırılmalıdır çünkü programın içeriği ne kadar genişse o kadar yüksek maliyetli olmakta, dış şok ve baskıların etkilerini bertaraf ederken mali piyasaları gelişmemiş olan ülkelerde reform yönünde ilerlemelere engel olmaktadır. Mali piyasaların daha gelişmiş olduğu ekonomilerde ise etkinlik sağlamak için daha güçlü kontroller uygulanmakta, istenmeyen sermaye akımlarına engel olunurken, mali piyasalar üzerinde ciddi olumlu etki yaratacak uzun vadeli hareketlere de sınırlamalar getirilmektedir²⁵.

Mali ve ekonomik sistemi düzenleyen, izleyen ve denetleyen kuralların getirilmesini de bir tür sermaye kontrolü mekanizması olarak kabul eden görüş, sistemin etkinliğinin arttırılması ve mali kırılganlığın giderilmesi üzerinde durmaktadır. Bu yaklaşımda, Malezya'da uygulanan döviz kontrolleri biçimindeki uygulamalara karşı çıkılmakta, bu tür sınırlamaların yabancı fonların girişine engel olarak üretken yatırım fırsatlarını da yok ettiği ve kaynak dağılımında önemli bozulmalara neden olduğu belirtilmektedir. Diğer yandan, banka düzenleme ve denetimleri sonucunda mali kurumların çok fazla kredi dağıtıp aşırı risk alma durumlarının önlenebileceği ve düzenleyici kontrollerin akımları sınırlayacağı öne sürülmektedir.²⁶

²⁵ A.ARIYOSHI, (dn. 13), 2000, s.42.

²⁶ F.S.MISHKIN, (dn. 9), 2000, s.31-32.

Sonuç olarak, sermaye kontrollerinin makroekonomik ve mali düzenlemelerin yerine geçemeyeceği ancak kısa vadeli olarak uygulandığında spekülasyon sermaye yoğunluğunu hafifletici etki yarattığını söyleyebiliriz. Piyasa mekanizmasının işleyişine müdahale edilmesi uluslararası ekonomik sistemde kabul edilmemekle birlikte, özellikle kriz yönetiminde bu araca başvurulmasının olumlu sonuçlar vermiş olduğu da gözlemlenmektedir. Ancak, gerekli mali ve ekonomik politikaların eksikliği, ekonomilerin iç ve dış şoklara karşı duyarlılığını arttırmakta, önemli makroekonomik dengesizlikleri olup, sermaye hesabını açan ülkelerde sermaye kontrolleri, ödemeler dengesi ve mali sektör krizlerini önleyememektedir.