

**TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**SERMAYE KONTROLLERİNİN ETKİNLİĞİ: YÜKSELEN PİYASALAR
DENEYİMİ**

Ömer DEMİR

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ADANA/2015

**TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**SERMAYE KONTROLLERİNİN ETKİNLİĞİ: YÜKSELEN PİYASALAR
DENEYİMİ**

Ömer DEMİR

Danışman: Prof. Dr. Harun BAL

Jüri Üyesi: Yrd. Doç. Dr. Fulya MEMİŞOĞLU

Jüri Üyesi: Yrd. Doç. Dr. Mehmet DEMİRAL

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ADANA/2015

ÖZET**SERMAYE KONTROLLERİNİN ETKİNLİĞİ: YÜKSELEN PİYASALAR
DENEYİMİ****Ömer DEMİR****Yüksek Lisans Tezi, İktisat Anabilim Dalı****Danışman: Prof. Dr. Harun BAL****Nisan 2015, 161 sayfa**

Bu çalışma sermaye kontrollerinin etkinliğini sınamak amacıyla yapılmıştır. Çalışmada sermaye kontrollerinin etkinliği olay inceleme yaklaşımı ile analiz edilmektedir. Olay inceleme yaklaşımında, sermaye kontrolleri etkinliğinin belirlenen değişkenler açısından analizi; olay öncesi ve olay sonrası olmak üzere iki tanımlanmış döneme ait verilerin ortalamalarının karşılaştırılmasına dayanmaktadır. Bu bağlamda çift örnekli ortalama testi ile olay öncesini ve olay sonrasını kapsayan ikişer yıllık çeyrek dönemlik veriler kullanılarak belirtilen dönemler arasında ortalamalar açısından istatistiksel olarak anlamlı bir değişimin olup olmadığı analiz edilmektedir. Çalışma kapsamında yükselen piyasalardan Brezilya, Kolombiya, Rusya, Tayland, Filipinler ve Endonezya'nın 2006Q1-2012Q4 periyodunda uyguladıkları sermaye kontrollerinin etkinliği; net sermaye girişleri, reel efektif döviz kuru ve cari işlemler dengesi değişkenleri açısından test edilmektedir. Olay inceleme yaklaşımı ile elde edilen bulgular, sermaye kontrollerinin; net sermaye girişlerini bütün durumlarda azaltmadığını, reel efektif döviz kuru üzerindeki baskıyı çoğu durumda azaltmadığı, cari işlemler dengesinin ortalamasını ise birkaç durumda etkilediğini göstermektedir. Çalışmadan elde edilen genel sonuçlar, araştırılan ülkeler için sermaye kontrolleriyle istenen amaçlara tam olarak ulaşılamadığı göstermektedir. Son olarak, etkin bir sermaye kontrolleri politikası için, küresel piyasa ajanlarının sermaye kontrollerine olan tepkilerinin doğru tahmin edilmesi ve bu temelde sermaye kontrollerinin iyi tasarlanması ve dikkatlice uygulanması gerekmektedir.

Anahtar kelimeler: Sermaye akımları, sermaye kontrolleri, olay inceleme yaklaşımı.

ABSTRACT**THE EFFECTIVENESS OF CAPITAL CONTROLS: THE
EXPERIENCE OF EMERGING MARKETS****Ömer DEMİR****Master Thesis, Department of Economics****Supervisor: Prof. Dr. Harun BAL****April 2015, 161 pages**

The purpose of this study is to test the effectiveness of capital controls. In this study the effectiveness of capital controls is analyzed by the event study approach. In the event study approach, the analysis of the effectiveness of capital controls is based on comparison of the pre-event and post-event data means in the terms of determined variables. In this context, by the matched sample test, including pre-event and post-event quarterly data of two years for each period is used in the terms of two determined periyods whether there is a statistically significant change in the means. For the application on emerging markets including Brazil, Colombia, Russia, Thailand, Indonesia and the Philippines, the quarterly data of 2006Q1-2012Q4 period is used. In this study, the effectiveness of capital controls is tested in the terms of net capital inflows, the real effective exchange rates and the current account balances variables. The findings obtained by the event study methodology show that capital controls do not curb the net capital inflows in all cases, do not reduce the real effective exchange rates pressures in most cases and have impact on the average of current account balances in a few cases. The overall results suggest that capital controls is not fully achieving the desired objectives for the investigated countries. Finally, for an effective capital controls policy, the responses of global market agents to the capital controls should be estimated correctly and the capital controls should be well-designed and implemented carefully on this basis.

Keywords: Capital flows, capital controls, event study approach.

ÖNSÖZ

Beşeri sermaye, diğer sermaye formlarını oluşturan; doğal, sosyal, fiziksel ve finansal sermaye ile yakından ilişkilidir. Bu ilişki değişim ve dönüşüm temelinde gerçekleşmektedir. Finansal sermaye; tam olarak doğal, sosyal, beşeri ve fiziksel sermayenin değerini göstermektedir. Beşeri sermaye; insanın sağlık, bilgi, yetenek ve motivasyonundan oluşmaktadır. Beşeri sermaye, kişinin genelde diğer sermaye formlarının tümünü; özelde ise doğal sermaye (zaman) ve finansal sermaye (para) kullanarak aldığı formel ve informel eğitimin bir göstergesidir. Bu bağlamda bu çalışma bu zamana kadar biriktirdiğim beşeri sermayenin bir ürünüdür.

Bu araştırmanın gerçekleşmesinde katkıları bulunan ve süreç boyunca görüşlerini aldığım değerli danışmanım Prof. Dr. Harun BAL'a, ekonomi politik alanındaki bilgi birikimime önemli katkıları olan değerli hocam Prof. Dr. Enver Alper GÜVEL'e, beni her zaman destekleyen ve kaynaklar konusunda yardımcı olan değerli hocam Yrd. Doç. Dr. Tolga KABAŞ'a, eleştirel katkıları ve geri bildirimleri için jüri üyeleri değerli hocalarım Yrd. Dr. Fulya MEMİŞOĞLU'na ve Yrd. Doç. Dr. Mehmet DEMİRAL'a yürekten teşekkür ederim. Ayrıca çalışmayı inceleyen ve önemli önerilerde bulunan değerli dostum Arş. Gör. Emrah Eray AKÇA'ya ve desteklerini esirgemeyen tüm arkadaşlarıma teşekkür ederim.

İnsanın yaşamsal amaçlarından biri de gerçek bilgiye ulaşmaktır. Bu amaç doğrultusunda insan, aklını ve duyularını kullanarak tüketildikçe azalmayan bir ekonomik kaynak olan bilgiyi üretmektedir. İnsan bilgiyi bireysel ve toplumsal ilerleme için üretmekte ve iletmektedir. Bu çalışmayla amacım interdisipliner bir yaklaşımla bilgi üretme ve iletme süreçlerine katkı yapmaya çalışmaktır. Bunu yapmaya çalışırken her zaman yanımda olan ve her türlü desteklerini esirgemeyen aileme teşekkür ederim. Bu çalışmayı, bana ilk harfi öğreten babam Abdullah Demir'in anısına armağan ediyorum.

Ömer Demir

Nisan, 2015

İÇİNDEKİLER

	Sayfa
ÖZET...	iii
ABSTRACT.....	iv
ÖNSÖZ.....	v
KISALTMALAR.....	x
TABLolar LİSTESİ.....	xi
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xii
EKLER LİSTESİ.....	xiii

BÖLÜM I

GİRİŞ

1.1.Çalışmanın Amacı	2
1.2.Çalışmanın Kapsamı.....	3
1.3.Çalışmanın Yöntemi.....	4

BÖLÜM II

ULUSLARARASI FİNANSAL SİSTEME TEMEL YAKLAŞIM

2.1. Uluslararası Finansal Sisteme Kavramsal Yaklaşım	5
2.1.1. Uluslararası Finansal Sistem Kavramı	7
2.1.2. Uluslararası Finansal Sistemin Kapsamı	8
2.1.3. Uluslararası Finansal Sistemin Gelişimi	12
2.1.3.1. Birinci Dönem.....	13
2.1.3.2. İkinci Dönem	14
2.1.3.3. Üçüncü Dönem	15
2.2. Uluslararası Finansal Sisteme Kurumsal Yaklaşım	17
2.2.1. Uluslararası Ödemeler Bankası	18
2.2.2. Uluslararası Para Fonu	19
2.2.3. Dünya Bankası Grubu	21
2.3. Uluslararası Finansal Sisteme Ekonomi Politik Yaklaşım	23
2.3.1. Realist Yaklaşım.....	29
2.3.2. Liberal Yaklaşım	32
2.3.3. Marksist Yaklaşım.....	36

BÖLÜM III

SERMAYE AKIMLARININ YAPISI VE BÜYÜKLÜĞÜ

3.1. Sermaye Akımlarının Liberalizasyonu	39
3.1.1. Finansal Liberalizasyon Kavramı	41
3.1.2. Finansal Liberalizasyonun Aşamaları	43
3.1.2.1. İç Finansal Liberalizasyon	43
3.1.2.2. Dış Finansal Liberalizasyon.....	44
3.1.3. Finansal Liberalizasyonun Kuramsal Temelleri	45
3.1.3.1. Mackinon-Shaw Yaklaşımı.....	45
3.1.3.2. Yeni Yapısalcı Yaklaşım	47
3.1.3.3. Yeni Keynesyen Yaklaşım.....	48
3.1.4. Finansal Liberalizasyonun Etkileri	49
3.2. Sermaye Akımlarının Yapısı.....	52
3.2.1. Sermaye Akımlarının Tanımı	53
3.2.2. Sermaye Akımlarının Bileşimi	54
3.2.2.1. Doğrudan Yatırımlar	54
3.2.2.2. Portföy Yatırımları	57
3.2.2.3. Diğer Yatırımlar	58
3.2.3. Sermaye Akımlarının Kuramsal Temelleri	59
3.2.3.1. Mundell-Fleming Yaklaşımı.....	59
3.2.3.2. Portföy Dengesi Yaklaşımı.....	64
3.2.3.3. Faiz Paritesi Yaklaşımı	66
3.2.4. Sermaye Akımlarının Nedenleri	68
3.2.4.1. İçsel Faktörler.....	69
3.2.4.2. Dışsal Faktörler	70
3.3. Sermaye Akımlarının Büyüklüğü	71

BÖLÜM IV

SERMAYE KONTROLLERİNİN YÖNTEMLERİ VE UYGULAMALARI

4.1. Sermaye Kontrollerinin Temelleri	76
4.1.1. Sermaye Kontrollerinin Tanımı.....	78
4.1.2. Sermaye Kontrollerinin Nedenleri	82
4.1.2.1. Ödemeler Dengesi ve Makroekonomik Yönetim	82
4.1.2.2. Piyasa ve Kurumsal Evrim	83
4.1.2.3. İhtiyat Politikaları.....	83
4.1.2.4. Diğer Nedenler	84
4.1.3. Sermaye Kontrollerinin Kuramsal Temelleri	85
4.1.3.1. Neoklasik Yaklaşım	85
4.1.3.2. İkinci En İyi Teori Yaklaşımı.....	85
4.1.3.3. Keynesyen Yaklaşım.....	85
4.1.4. Sermaye Kontrollerinin Etkileri	86
4.2. Sermaye Kontrollerinin Yöntemleri.....	88
4.2.1. Doğrudan Kontrol Yöntemleri	91
4.2.2. Dolaylı Kontrol Yöntemleri	94
4.2.2.1. Sterilizasyon Yöntemi.....	94
4.2.2.2. Çoklu Kur Yöntemi.....	95
4.2.2.3. Tobin Vergisi Yöntemi.....	96
4.2.2.4. Faizsiz Zorunlu Rezerv Yöntemi	100
4.2.2.5. Diğer Düzenleyici Yöntemler	101
4.3. Sermaye Kontrollerinin Uygulamaları	103
4.3.1. Brezilya Uygulamaları.....	104
4.3.2. Kolombiya Uygulamaları	106
4.3.3. Tayland Uygulamaları	108
4.3.4. Malezya Uygulamaları.....	110
4.3.5. Türkiye Uygulamaları.....	112

BÖLÜM V

SERMAYE KONTROLLERİNİN ETKİNLİĞİ: YÜKSELEN PİYASALAR DENEYİMİ

5.1. Sermaye Kontrollerinin Etkinliği	114
5.2. Ampirik Literatür İncelemesi	122
5.3. Olay İnceleme Yaklaşımı	131
5.3.1. Metodoloji	132
5.3.1.1. Olayların Tanımlanması.....	132
5.3.1.2. Olay Pencerelerinin Tanımlanması.....	132
5.3.1.3. Başarılı Olayların Tanımlanması	133
5.3.2. Veri Seti ve Değişkenlerin Tanımlanması.....	134
5.3.3. Ampirik Bulgular	135

BÖLÜM VI

SONUÇ

6.1. Sonuçlar	137
6.2. Yorumlar	139
6.3. Öneriler	140

KAYNAKÇA.....	141
EKLER.....	155
ÖZGEÇMİŞ... ..	.161

KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ADR	: Amerikan Depo Sertifikaları
AREAER	: Yıllık döviz Anlaşmaları ve Döviz Kısıtlamaları Raporu
BIBF	: Bangkok International Banking Facilities
BIS	: Uluslararası Ödemeler Bankası
BSMV	: Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi
CAB	: Cari İşlemler Dengesi
CCE	: Sermaye Kontrolleri Etkinlik İndeksi
FPY	: Faiz Paritesi Yaklaşımı
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IBRD	: Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası
ICSID	: Uluslararası Yatırım Anlaşmazlıkları Çözüm Merkezi
IDA	: Uluslararası Kalkınma Birliği
IFC	: Uluslararası Finans Kurumu
IMF	: Uluslararası Para Fonu
KKDF	: Kaynak Kullanımı Destek Fonu
MB	: Merkez Bankası
MFY	: Mundell-Fleming Yaklaşımı
MIGA	: Çok Taraflı Yatırım Garanti Ajansı
NCI	: Net Sermaye Girişleri
OECD	: Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
OPEC	: Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü
PDY	: Portföy Dengesi Yaklaşımı
REER	: Reel Efektif Döviz Kuru
SDR	: Özel Çekme Hakları
TMSF	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
UNCTAD	: Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı
UPE	: Uluslararası Politik Ekonomi
WCCE	: Ağırlıklı Sermaye Kontrolleri Etkinlik İndeksi

TABLOLAR LİSTESİ

	Sayfa
Tablo 1. Alternatif Döviz Kuru Sistemleri	9
Tablo 2. Uluslararası Politik Ekonomi Yaklaşımlarının Analizi	26
Tablo 3. İç Finansal Liberalizasyonun Temel Ekonomik Büyüklüklere Etkisi	50
Tablo 4. Dış Finansal Liberalizasyonun Temel Ekonomik Büyüklüklere Etkisi	51
Tablo 5. Doğrudan Yatırımların Olumlu ve Olumsuz Etkileri.....	56
Tablo 6. Yükselen Piyasa Ekonomileri Sermaye Akımlarının Net Büyüklükleri.....	73
Tablo 7. Yükselen Piyasa Ekonomileri Ödemeler Dengesi Net Büyüklükleri.....	74
Tablo 8. Sermaye Kontrollerinin Amaçları	78
Tablo 9. Sermaye Kontrollerinin Uygulanabileceği Sermaye İşlemleri	86
Tablo 10. Tobin Vergisinin Kısa ve Uzun Dönem Yatırım Getirilerine Etkisi	97
Tablo 11. Tobin Vergisinin Gelir Tahminleri	98
Tablo 12. Sermaye Kontrollerinin Sayısal Özeti	101
Tablo 13. Brezilya Sermaye Kontrolleri Uygulamaları.	104
Tablo 14. Kolombiya Sermaye Kontrolleri Uygulamaları	105
Tablo 15. Tayland Sermaye Kontrolleri Uygulamaları	108
Tablo 16. Malezya Sermaye Kontrolleri Uygulamaları.....	110
Tablo 17. Türkiye Sermaye Kontrolleri Uygulamaları.....	111
Tablo 18. Sermaye Giriş Kontrolleri Etkinlik İndeksleri.....	114
Tablo 19. Sermaye Çıkış Kontrolleri Etkinlik İndeksleri	115
Tablo 20. Çoklu Ülke Kontrol Etkinlik İndeksleri.....	115
Tablo 21. Sermaye Kontrollerinin Etkinlik Ölçütleri: Ülke Uygulamaları.....	116
Tablo 22. Sermaye Kontrollerinin Etkinlik Ölçütleri: Çoklu Ülke Uygulamaları.....	119
Tablo 23. Sermaye Giriş Kontrolleri: Metodoloji.....	126
Tablo 24. Sermaye Çıkış Kontrolleri: Metodoloji	128
Tablo 25. Çoklu Ülke Kontrolleri: Metodoloji	129
Tablo 26. 2006Q1-2012Q4 Döneminde Tanımlanan Finansal Olaylar	132
Tablo 27. 2006Q1-2012Q4 Döneminde Tanımlanan Olay Pencereleeri	133
Tablo 28. Veri Seti ve Kaynakları	134
Tablo 29. Çift Örnekli Ortalama Testi Sonuçları Özeti	135

ŞEKİLLER LİSTESİ

	Sayfa
Şekil 1. Sabit Kur Sisteminde Sermaye Girişlerinin Etkisi.....	60
Şekil 2. Esnek Kur Sisteminde Sermaye Girişlerinin Etkisi	61
Şekil 3. Yükselen Piyasa Ekonomileri Net Sermaye Akımlarının Gelişimi	74

EKLER LİSTESİ

	Sayfa
EK 1. Net Sermaye Girişleri İçin Çift Örnekli Ortalama Testi Sonuçları.....	155
EK 2. Reel Efektif Döviz Kuru İçin Çift Örnekli Ortalama Testi Sonuçları	157
EK 3. Cari İşlemler Dengesi İçin Çift Örnekli Ortalama Testi Sonuçları.....	159

BÖLÜM I

GİRİŞ

Ekonomi bilimindeki İmkansız Üçleme Hipotezi'ne göre, bir ekonomide aynı anda tam sermaye hareketliliğini, bağımsız para politikasını ve sabit döviz kuru sistemini uygulamak mümkün değildir. Sermaye akımlarının tam serbest olduğu bir ekonomide, bağımsız para politikası aracılığıyla enflasyon ve büyüme gibi iç ekonomik dengeleri sağlamaya çalışan otoriteler, döviz kurlarında yerel ekonominin rekabet gücünü zayıflatmaya neden olabilmektedir. Bağımsız para politikası aracılığıyla iç ekonomik dengeleri sağlamaya çalışan ve esnek döviz kuru sistemleriyle ihracata dayalı ekonomilerinin rekabet gücünü korumaya çalışan ülkeler için sermaye girişlerinin arttığı dönemlerde sermaye kontrollerini uygulamak bir politika seçeneği olmaktadır.

Yükselen piyasa ekonomileri kategorisindeki birçok ülke, 1980 ve 1990'lı yıllar itibarıyla sermaye hesaplarını serbestleştirme süreçlerini tamamlamıştır. Küresel ölçekteki finansal bütünleşmeyle beraber bu ekonomilere sermaye girişleri ve çıkışları hızlanmaya başlamıştır. Bu durum ekonomilerde çeşitli olumsuzluklara ve yüksek maliyetlere sebep olmuştur. Bu bağlamda sermaye kontrolleri uygulamaları, yükselen piyasa ekonomileri için bir politika seçeneği olarak gündeme gelmiştir. Daha önceleri her türlü sermaye kontrollerine karşı olan IMF, son dönemlerde kurumsal görüşünü güncellemek suretiyle sermaye kontrollerini ülkeler için önemli bir ekonomi politikası aracı olarak kabul etme eğilimine girmiştir.

Ekonomilere yoğun sermaye girişleri; para birimlerinin değerlendirilmesi, kredi hacminin genişlemesi ve finansal varlıklarında balon oluşması gibi sorunlara neden olmaktadır. Örneğin; yoğun sıcak para girişleri, kısa dönemli döviz birikimi sağlayarak ulusal paranın aşırı değer kazanmasına neden olmaktadır. Bunun sonucunda ithal mallar ucuzlamakta ve ihracatçı sektörler gerilemektedir. Bu durum cari işlemler açığının büyümesine neden olmaktadır. Bu sorunların üstesinden gelmek amacıyla ülkeler ekonomi politikası aracı olarak sermaye kontrollerine başvurabilmektedir.

Bu bölümde önce çalışmanın amacı bağlamında çalışmanın genel yapısı hakkında açıklamalar yapılmaktadır. Daha sonra çalışmanın kapsamı incelenmektedir. Son olarak da çalışmanın yöntemi hakkında bilgi verilmektedir.

1.1. Çalışmanın Amacı

Bu çalışmanın temel amacı sermaye kontrollerinin etkinliğini sınamaktır. Bu amaç ekseninde sermaye kontrollerinin temelleri, yöntemleri ve uygulamaları incelendikten sonra ülke uygulamaları çerçevesinde sermaye kontrollerinin etkinlik indeksleri ve ampirik literatür özeti değerlendirilmektedir. Son olarak teorik ve pratik birikim temelinde bir uygulama yapılmaktadır. Böylece sermaye kontrollerine yönelik ekonomi politikası yapımına katkıda bulunmak amaçlanmaktadır.

Birinci bölümde, sermaye kontrolleri politikalarının yapısal çerçevesini oluşturduğu için uluslararası finansal sistem temel olarak; kavramsal, kurumsal ve ekonomi politik açıdan değerlendirilmektedir. Sermaye kontrolleri düzenlemeleri, küresel ölçekte piyasa-devlet ilişkisi çerçevesinde şekillendiği için temel UPE yaklaşımları ile incelenmektedir. Uluslararası finansal sistem; küresel sermayenin doğası, yapısı ve gelişimine yönelik oyunun kurallarını ortaya koymaktadır.

İkinci bölümde, sermaye kontrollerinin temel hedefini oluşturan sermaye akımlarının yapısı ve büyüklüğü incelenmektedir. Sistemik sermaye kontrolleri, küresel neoliberal finansal politikalar sonucu başlatılan küresel finansal liberalizasyon süreçlerinden sonra ulusal ekonomilerin karşılaştığı sorunları çözmek için bir ekonomi politika aracı olarak gündeme gelmiştir. Sermaye kontrolleri politikaları, sermaye akımlarının yapısını ve büyüklüğünü değiştirmeye yöneliktir.

Üçüncü bölümde, sermaye kontrollerinin kalitatif açıdan açıklanması amaçlanmaktadır. Bu bağlamda sermaye kontrollerinin temelleri, yöntemleri ve ülke uygulamaları incelenmektedir. Daha kapsamlı ve daha etkin bir sermaye kontrolleri politikası tasarlamak için sermaye kontrollerinin teorik ve pratik çerçevesini iyi bilmek gerekmektedir. Çünkü bu temelde sermaye kontrolleri yöntemleri geliştirilmekte ve bu yöntemler aracılığıyla sermaye kontrolleri politikaları uygulanmaktadır.

Dördüncü bölümde, sermaye kontrollerinin kantitatif açıdan açıklanması amaçlanmaktadır. Bu çerçevede ülke uygulamaları temelinde sermaye kontrollerinin etkinlik indeksleri, ampirik literatürde sermaye kontrollerinin etkinliğini sınamak için çalışmalarda kullanılan ekonometrik yöntemler analiz edilmektedir. Son olarak çalışmanın temel amacını gerçekleştirmek için ampirik literatür referans alınarak sermaye kontrollerinin etkinliği üzerine bir uygulama yapılmaktadır.

1.2. Çalışmanın Kapsamı

Çalışmanın ilk bölümünde; önce çalışmanın amacı, daha sonra çalışmanın kapsamı ve son olarak da çalışmanın yöntemi hakkında bilgiler verilmektedir.

Çalışmanın ikinci bölümünde önce küresel finansal sermaye kavramı açıklanmakta ve uluslararası finansal sistemin; kavramı, kapsamı ve gelişimi analiz edilmektedir. Daha sonra uluslararası finansal sistemin kurumsal temellerini oluşturan uluslararası finansal kurumlar incelenmektedir. Son olarak da uluslararası finansal sistem bağlamında küresel finansal sermaye politikaları, interdisipliner bir yaklaşım olan Uluslararası Politik Ekonomi açısından değerlendirilmektedir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde önce sermaye akımlarının liberalizasyonunun temelini oluşturan finansal liberalizasyon süreci kavramsal ve kuramsal açıdan incelenmektedir. Daha sonra sermaye akımlarının yapısı bağlamında sermaye akımlarının tanımı, bileşimi, kuramsal temelleri ve nedenleri açıklanmaktadır. Son olarak da sermaye akımlarının büyüklüğü kapsamında yükselen piyasa ekonomilerine yönelen küresel sermaye akımlarının kategorik miktarları analiz edilmektedir.

Çalışmanın dördüncü bölümünde önce sermaye kontrolleri kavramı, nedenleri, kuramsal temelleri ve etkileri incelenmektedir. Daha sonra sermaye kontrollerinin yöntemleri kapsamında doğrudan ve dolaylı kontrol yöntemleri açıklanmaktadır. Son olarak da sermaye kontrolleri uygulamaları bağlamında sermaye kontrol politikalarını uygulamış yükselen piyasa ekonomileri kategorisindeki bazı ülkeler üzerine değerlendirmeler yapılmaktadır.

Çalışmanın beşinci bölümünde önce sermaye kontrollerinin etkinliği teorik ve pratik açıdan incelenmektedir. Daha sonra ampirik literatür incelemesi bağlamında yükselen piyasa ekonomileri kategorisindeki bazı ülkeler üzerine yapılan kalitatif ve kantitatif çalışmalar amaç, metodoloji ve ampirik bulgular açısından değerlendirilmektedir. Son olarak da sermaye kontrollerinin etkinliğini ölçmek için altı ülke üzerine olay inceleme yaklaşımı ile bir uygulama yapılmıştır.

Çalışmanın son bölümünde önce çalışmanın sonuçları bağlamında ampirik bulgular analiz edilmektedir. Daha sonra ampirik bulgular temelinde bazı yorumlar geliştirilmektedir. Son olarak da bazı önerilere yer verilmektedir.

1.3. Çalışmanın Yöntemi

Bu çalışmada sermaye kontrollerinin etkinliği olay inceleme yaklaşımı ile analiz edilmektedir. Olay inceleme yaklaşımında, sermaye kontrollerinin belirlenen değişkenler açısından etkin olup olmadığına ilişkin analiz; olay öncesi ve olay sonrası iki döneme ait verilerin ortalama bazında karşılaştırılmasına dayanmaktadır. Bu çerçevede çalışmada çift örnekli ortalama testi (paired sample mean test) ile olay öncesini ve olay sonrasını kapsayan 8'er çeyrek dönemlik veriler kullanılmakta ve belirtilen dönemler arasında ortalama açısından istatistiksel olarak önemli bir değişimin olup olmadığı test edilmektedir.

Bu çalışmada sermaye kontrollerinin etkinliğini ölçmek için yapılan uygulamada net sermaye girişleri (NCI), reel efektif döviz kuru (REER) ve cari işlemler dengesi (CAB) değişkenleri seçilmiştir. Çalışmada 2006Q1-2012Q4 periyoduna ait çeyrek dönemlik veriler; Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS), Brezilya, Kolombiya, Rusya, Tayland, Filipinler ve Endonezya Merkez Banka'larının veri tabanlarından alınmıştır. Sermaye girişleri ve cari işlemler dengesi verileri, ilgili ülkelerin merkez bankalarının veri tabanlarında alınmıştır. Son olarak reel efektif döviz kuru verisi ise BIS'in veri tabanından alınmıştır.

Uygulama için veri seti ve değişkenlerin oluşturulmasında ülkelere ait ödemeler dengesi istatistiklerinden yararlanılmıştır. Net sermaye girişleri çeyrek dönemlik verisinin oluşturulmasında, araştırılan ülkelerin ödemeler dengesinin finans hesabını oluşturan doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımların toplamı alınmıştır. Cari işlemler dengesi değişkeni çeyrek dönemlik olarak hazır alınmıştır. Reel efektif döviz kuru verisi aylık olarak alınmış; ancak diğer verilerle uyum sağlamak için çeyrek dönemlik veriye dönüştürülmüştür.

Bu çalışmada H_0 ve H_1 hipotezleri çift örnekli ortalama testi (paired sample mean test) ile %5 anlamlılık düzeyinde test edilmiştir. Sermaye kontrollerinin etkinliğini sınamak için (μ_D); iki örneklem için eşleştirilmiş gözlemler arasındaki farkın ortalama değerini göstermek üzere, $H_0: \mu_D = 0$ (Sermaye kontrolleri uygulamasından önceki ve sonraki dönem veri değişken ortalamaları arasında bir farklılık yoktur) ve $H_1: \mu_D \neq 0$ (Sermaye kontrolleri uygulamasından önceki ve sonraki dönem veri değişken ortalamaları arasında bir farklılık vardır) hipotezleri kurulmuştur.

BÖLÜM II

ULUSLARARASI FİNANSAL SİSTEMLER TEMEL YAKLAŞIM

Bu bölümde önce uluslararası finansal sistemin kavramsal yaklaşımında; uluslararası finansal sistem; kavram, kapsam ve tarihsel gelişim açısından analiz edilmektedir. Daha sonra uluslararası finansal sistemin kurumsal temellerini oluşturan uluslararası finansal kurumlar; BIS, IMF ve Dünya Bankası Grubu incelenmektedir. Son olarak da uluslararası finansal sistem bağlamında küresel finansal sermaye politikaları, interdisipliner bir yaklaşım olan Uluslararası Politik Ekonomi açısından değerlendirilmektedir.

2.1. Uluslararası Finansal Sisteme Kavramsal Yaklaşım

Ekonomi biliminde sermaye kavramı bağlamında fiziksel sermaye ile finansal sermaye arasındaki ilişki; finansal sermayenin fiziksel sermaye üzerinde mülkiyet hakkını ifade etmesinden ileri gelmektedir (Şıklar, 2005, s.35).

Finans sermayesi (finans kapital) kavramı, köken olarak Hilferding (1910)'ın 20. yüzyılın başlarında yazdığı eserinden gelmektedir. Bu eserde, kapitalist ekonominin yapısında meydana gelen dünyanın başka yerlerinde daha yüksek oranlarda kar arayışına giren endüstrileşmiş ülkelerden yapılan sermaye çıkışları yönündeki değişimle beraber, sermayenin büyük şirketlerde, kartellerde, tröstlerde ve bankalarda yoğunlaşmasının ve merkezileşmesinin artışı açıklanmaktadır. 19. yüzyılda henüz gelişmemiş küresel ekonomiyi bütünleştirmede rol oynayan sermayesi akımları Londra merkezli olarak kontrol edilmektedir.

Finans sermayesi terimi daha sonra finansal küreselleşmeyi güçlü bir şekilde vurgulamak amacıyla yeniden gündeme getirilmiştir. Finansal kapitalizmin bu yeni boyutu, en çok New York olmak üzere Londra, Frankfurt, Tokyo, Hong Kong ve Singapur'daki yönetimlerle ve yönetim kurumlarıyla ilişki içinde olan yatırım bankaları, risk değerlendirme firmaları gibi belli alanlarda uzmanlaşmış kurumlarca sağlanan yüksek miktarlardaki servet birikimlerinin yayılımı üzerinde yoğunlaşmaktadır.

New York, Amerikan Birleşik Devletleri (ABD)'ye giriş ve çıkış yapan ürünler için bir liman konumundayken finansal akımlar üzerinde finansal kontrolün sağlandığı bir merkez haline gelmiştir. 1980'lerin başında ABD'nin hem yıllık toplam mal ve hizmet ticareti hem de toplam uzun vadeli menkul kıymet ticareti yaklaşık birer trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir. 2000'lerin başlarında ürün ticareti yaklaşık olarak 4 trilyon dolara yükselmişken, buna karşılık yıllık menkul kıymet ticareti 15 trilyon dolar olmuştur (Steil ve Litan, 2006, s.3).

Tüm ekonomik değerlerin üzerinde kontrol gücüne sahip olmak finans sermayesine; politika yapımı, istihdam ve gelir düzeyi üzerinde ve her şey üzerinde çok önemli bir iktidar sahibi olma şansını da vermektedir (Peet, 2011, s.55-56).

Küresel finansın etkileri, çok boyutlu ve karmaşık bir konudur ve bu nedenle genel değerlendirmelere olanak vermemektedir. Çünkü küresel finansın etkileri ülkeden ülkeye ve kullanılan finansal araçların türüne bağlı olduğu gibi, sermaye ihraç ve/veya ithal eden ülkelere göre de farklılık göstermektedir. Geleneksel iktisat teorisi, konuyu kaynakların optimal dağılımı, yani kaynakların en verimli olacakları yere veya yerlere tahsisi yönünden ele almıştır. Bu yaklaşım yönünden ele alındığı zaman küresel finansın hem sermaye ihraç eden hem de sermaye ithal eden ülkeler açısından üretim, istihdam ve gelir artırıcı etkiler yarattığı öne sürülmektedir (Savaş, 2012, s.24). Bu bağlamda küresel finansal sistemin en önemli fonksiyonu birikmiş sermayeyi marjinal getirisinin en yüksek olduğu yere aktarmaktır.

Uluslararası finansal sistem, küresel ekonominin bütünleşmesinde ve gelişmesinde temel bir etkidir. Fuggerler ve diğer Rönesans bankerleri zamanından beri özel finansal sermaye, uluslararası ekonomiyi borç vermek ve portföy yatırımlarını yaygınlaştırmak suretiyle beslemiştir. Bugün ise çokuluslu kuruluşlar tarafından yapılan doğrudan yabancı yatırımlar sermaye akışının bu geleneksel araçlarını çeşitlendirmiştir. Hükümetler ve uluslararası örgütler de borç vermek suretiyle veya özellikle azgelişmiş ülkelere resmi hibelerle önemli sermaye kaynakları haline gelmiştir. Uluslararası finansal sistemin küresel ekonomiyi birleştirmesine ve ayrıca onun dinamik doğasına katkıda bulunmasına karşın uluslararası ekonominin en zayıf bağı olduğu kabul edilmektedir. Küresel sermayenin dolaşımının önündeki engellerin kaldırılmasıyla birlikte artan spekülatif sermaye akışı küresel ekonomik istikrarsızlığın temel kaynaklarından birisi olmuştur (Gilpin, 2012, s.371-372).

2.1.1. Uluslararası Finansal Sistem Kavramı

Finansal sermaye (parasal sermaye), para ve paranın tüm türevlerinden oluşmaktadır. Bu bağlamda para, uluslararası finansal sistemin en küçük yapıtaşını oluşturmaktadır.

Parayı ancak hizmet ettiği amaca ve kullanıma göre tanımlayabilmek mümkündür. Kullanım amaçları kadar paranın fiziksel varlığı da; madeni para, kağıt para ve kaydi para gibi büyük bir çeşitlilik göstermektedir. Bu nedenle paranın hem kullanım amaçlarındaki ve hem de fiziksel varlığındaki çeşitlilikleri birlikte açıklayacak bir tanıma gereksinim vardır. Cohen (1977) parayı; fiziksel ve hukuksal özellikleri ne olursa olsun, geleneksel bazı temel fonksiyonları yerine getiren herhangi bir şeydir şeklinde tanımlamıştır (Savaş, 2010, s.8). Paranın tanımı, paranın fonksiyonlarına göre yapılmıştır. Buna göre para, bir değişim aracı, değer biriktirme aracı ve ölçü birimi olarak ifade edilebilmektedir.

Uluslararası finansal sistemin en önemli unsurlarından biri, uluslararası finansal yapının iskeleti olarak da nitelendirilebilecek uluslararası para sistemidir. Tanım olarak uluslararası para sistemi; uzmanlar ve otoriter tarafından uluslararası düzeyde müzakere edilmiş ve kabul edilmiş kurallar bütünüdür (Eichengreen, 1998, s.7). Uluslararası para sistemi, bir entegre para akımları seti ve ilgili yönetim kurumlarını kapsayan para miktarları, parasal gereklilikleri ve para birimleri arasında değişimin temellerini desteklemek üzere ülkeler arasında ödeme yükümlülüklerini karşılamak amacıyla kural ve kurumların bütünlüğünden oluşmakta ve merkez bankaları, uluslararası finansal kuruluşlar, ticari bankalar ve para piyasası fonlarının çeşitli türleri, para birimlerinin açık piyasaları ile birlikte devlet tahvilleri gibi unsurlardan oluşmaktadır.

Uluslararası parasal ve finansal sistem arasında ayrım yapmak oldukça zordur. Ancak olası krizlerin sıklık ve şiddetini azaltmak yoluyla küresel ekonomik istikrarı korumak için bu ayrımın önemi vurgulanmaktadır (Yellen, 2011, s.1). Uluslararası para sistemi; para politikası, resmi sermaye akımları ve döviz kurları ile ilgili kurallar, sözleşmeler ve kurumlar kümesinden oluşan bir yapıdır. Uluslararası finansal sistem ise küresel finansal piyasalardaki özel ve resmi katılımcıları kapsayan, küresel ölçekte finansal ilişkileri düzenleyen kurumlar, kurallar, düzenlemeler ve çeşitli aktörlerden oluşan daha geniş bir yapıdır. Bu bağlamda uluslararası finansal sistem, uluslararası para sistemini de kapsamaktadır.

2.1.2. Uluslararası Finansal Sistemin Kapsamı

Uluslararası finansal sistem; küresel para ve sermaye piyasalarını, döviz kuru sistemlerini, küresel sermaye akımlarını, küresel finansal kurumları ve bunlarla ilgili tüm politik yapıları ve aktörleri kapsamaktadır. Bu kısımda uluslararası finansal sistemin kapsamı bağlamında döviz kuru sistemleri incelenmektedir.

Uluslararası finansal işlemlerin yurtiçi işlemlere göre başlıca farklılığı en az iki farklı ülkenin ulusal paraları ile ilgili olmalarıdır. Yabancı ülke paralarına veya para yerine geçen kısa vadeli finansal araçlara döviz adı verilmektedir. Döviz piyasaları, bir ulusal paranın başka bir ulusal paraya dönüştürülmesini sağlayan kurumsal yapılardır. Döviz piyasalarının temel fonksiyonu, satınalma gücünün bir ülkeden başka bir ülkeye aktarılmasını sağlamaktır. Diğer bir fonksiyonu, dış ticaret işleminin yapılışı sırasında alıcıya ve satıcıya kredi sağlamaktır ve kur değişmesi riskine karşı tarafları korumaktır. Bu piyasada döviz arz ve talep edenlerle, bankalar ve banka dışı finansal kurumlar yer almaktadır. Bunların yanı sıra ithalatçılar, ihracatçılar ve dış yatırımcılar, arbitrajcılar ve spekülâtörler, merkez bankaları, döviz brokerleri ve enflasyondan korunmak isteyen küçük tasarruflular alıcı ve satıcı olarak işlem yapmaktadır. Döviz piyasalarında yapılan işlemler; anında teslim, vadeli teslim ve swap işlemleri biçiminde olabilmektedir. Eğer her haber, bilgi, olay veya gelişme piyasaya tam olarak yansiyorsa; döviz piyasaları etkin piyasalardır. Döviz piyasaları küresel piyasalardır. Tam rekabet piyasalarına en yakın koşullara sahip piyasalardır (Seyidoğlu, 2013, s.398-399).

Döviz kuru, bir birim ulusal paranın diğer bir ulusal para cinsinden değerine denir. Başka bir tanıma göre; farklı ülkelere ait paraların alınıp satıldığı döviz piyasasında arz ve talebe göre oluşan fiyata döviz kuru denir. Döviz kurunun bir birim yabancı para karşılığı olan ulusal para miktarı şeklinde tanımlanmasına dolaysız kotasyon; bir birim ulusal para karşılığı olan yabancı para miktarı biçiminde tanımlanmasına ise dolaylı kotasyon denir. İki ulusal para arasında başka paraların kurlarından yararlanarak hesaplanan değişim oranına *çapraz kur* adı verilmektedir. Çapraz kurun, dolaysız kurdan farklılığı arbitraj olanaklarına neden olabilmesidir. Kullanılan kurlar nominal kurlardır. Nominal kurların iç ve dış enflasyon oranları farkına göre düzeltilmesinden *reel kurlar* elde edilmektedir. Reel kurun nominal kurun altına düşmesi ulusal paranın aşırı değerlenmesi demektir ve böyle bir değişim ülkenin dış ticaret hacmini olumsuz yönde etkilemektedir.

Döviz kuru sistemi terimini; döviz kurlarının nasıl ve hangi güçler tarafından belirleneceği, kurlarda piyasaya göre ya da ekonomik otoritenin kararlarına göre değişme olup olmayacağı gibi konularla ilgili kurallar bütünü olarak tanımlamak mümkündür. Döviz kuru sistemleri temelde Sabit Kur Sistemi, Karma Kur Sistemi ve Esnek Kuru Sistemi olmak üzere üç ana kategori şeklinde sınıflandırılmaktadır. Tablo 1’de alternatif döviz kuru sistemleri özetlenmektedir.

Tablo 1

Alternatif Döviz Kuru Sistemleri

Sistemler	Özellikler	Avantajlar	Dezavantajlar	Örnekler
Serbest Dalgalanma	Döviz kuru piyasada belirlenir.	Yüksek düzeyde rezerv birikimine gereksinim yoktur.	Kur dalgalanmaları kaynak dağılımını olumsuz etkiler.	ABD, Almanya ve İsviçre
Kirli Dalgalanma	MB döviz kuruna doğrudan ve dolaylı müdahale eder.	Döviz kurlarındaki aşırı volatilitiyi önler.	Müdahaleler istikrar kazandırıcı değildir.	Kanada ve Avusturalya gibi gelişmiş ülkeler ve Meksika
Hedef Bölge	Sapmalarda MB piyasaya müdahale eder.	Belirli esneklikle kredibilitiyi sağlar.	Aralığın darlığı veya genişliği spekülasyon ataklarına neden olabilir.	Avrupa Para Sistemi, Döviz Kuru Mekanizması
Kaygan Aralık	MB belirli bir merkez pariteyi izlemeyi taahhüt eder.	Ulusal paranın önemli oranda değerlendirilmesini önler.	Belirsizlik ve faiz oranlarında dalgalanma yaratabilir.	İsrail 1989 – 1991 arası dönem
Yönlendirilmiş Sabit Aralık	Merkez parite zaman içinde ayarlanır.	Enflasyonu yüksek ülkelerde uygulama kolaylığı sağlar.	Yönlendirme oranının atanması önemli riskler taşır.	İsrail, Şili ve İtalya
Yönlendirilmiş Sabit Parite	Nominal döviz kuru belirli göstergelere göre ayarlanır.	Enflasyonu yüksek ülkelerde reel kur baskılarının önler.	Enflasyonist baskı yaratabilir ve kurun nominal çıpa etkisini ortadan kaldırabilir.	1960 ve 1970’lerde Şili, Kolombiya ve Brezilya
Ayarlanabilir Kur	Nominal döviz kuru sabittir. MB sıkı kurallara bağlı değildir.	Belirsizliklerin az olduğu ortamda makroekonomik disiplin sağlar.	Devalüasyonlar, belirsizlik ve enflasyonist baskılar yaratır.	1973’ten sonra birçok gelişmiş ülke
Para Kurulu	Kesin kurallara bağlanmış sabit kur sistemidir.	Kredibilitiyi maksimize edici bir sistemdir.	Kredi açısından önemlidir. Ancak sistem esnek değildir.	Hong Kong ve Estonya Arjantin ve Bulgaristan
Tam Dolarizasyon	Bir ülke parasal bağımsızlığına son vererek başka bir ülkenin para birimini kullanır.	Kredibilitiyi maksimize eder. MB’nin farklı davranma seçeneği yoktur.	MB son kredi mercii olma fonksiyonunu yitirir.	Panama ve San Marino gibi ülkeler

Kaynak: Edwards ve Savastano, 1999, s.6-7.

Sabit kur sisteminde; döviz kuru, döviz arz ve talebinden bağımsız olarak otoriteler tarafından belirlenmekte ve sürdürülmeye çalışılmaktadır. Sabit kur sistemi; dolarizasyon, para kurulu ve para birliği olmak üzere üç alt kategoriye ayrılmaktadır. Dolarizasyon rejimi, bir ülkenin parasal bağımsızlığından vazgeçmek suretiyle başka bir ülke parasını resmi para birimi olarak kullanmasıdır. Para kurulu rejimi, yasal düzenleme yapmak yoluyla ülke parasının, seçilen bir yabancı paraya ya da para sepetine sabit kurdan bağlandığı bir sistemdir. Parasal birlik rejimi ise, oluşturulan birlik içinde yer alan ülkelerin ortak bir para birimi kullanmasıdır. Sabit kur sisteminin en önemli avantajı, ekonomik aktörlerin geleceği görmelerine olanak vermesidir. Buna karşılık sabit kur sisteminin en önemli dezavantajı, dış ödeme dengesizliklerine yol açmasıdır (Aslan ve Terzi, 2013, s.186-187).

Karma kur Sisteminde; merkez bankası döviz kurunu belirli aralıklarda tutabilmek amacıyla döviz piyasasına müdahale etmektedir. Bu sistem; hedef bölge, kaygan aralık, yönlendirilmiş sabit aralık ve yönlendirilmiş sabit parite rejimlerini kapsamaktadır. Hedef bölge rejimi; döviz kurunun sabit bir değer etrafında dalgalanabileceği limitlerin belirlendiği bir sistemdir. Kayganlık aralık rejimi; merkez bankasının belirli bir parite tespit ettiği ve bu pariteyi çeşitli göstergelere göre ayarladığı bir sistemdir. Yönlendirilmiş sabit aralık rejimi; merkez bankasının belirlediği pariteyi zaman içinde ayarlayabildiği bir sistemdir. Ayarlama geçmiş dönem enflasyon oranı ile beklenen enflasyon oranı temel alınmaktadır. Yönlendirilmiş sabit parite rejimi ise; döviz kurlarının belirlenen makro göstergelerin sonucuna göre ayarlandığı bir sistemdir.

Esnek kur sistemi, döviz kurunun piyasalarda serbestçe değişebildiği ve döviz arz ve talebindeki değişimlerin cari kura yansiyarak dengeyi sağladığı bir sistemdir. Esnek kur sistemi, yönetimli dalgalanma ve serbest dalgalanma olarak iki alt kategoriye ayrılmaktadır. Yönetimli dalgalanma rejimi; döviz kurunun arz ve talebe göre belirlendiği ancak merkez bankasının gerektiğinde müdahale edebildiği bir sistemdir. Yönetimli dalgalanma sisteminde iki tür dalgalanma vardır. Temiz dalgalanma, sadece kısa dönemli düzensiz dalgalanmaların kaldırılması; kirli dalgalanma ise, ülkenin dış rekabet gücünü korumak amacıyla kurlarına müdahale edilmesidir (Mishkin, 2006, s.471). Serbest dalgalanma rejimi ise; döviz kurunun, döviz arz ve talebine göre piyasa tarafından belirlendiği, merkez bankasının parite kuru belirleme uygulamasının bulunmadığı bir sistemdir.

Küresel finansal sistemin temelini oluşturan uluslararası para sistemi farklı unsurlardan oluşmaktadır. Ekonomik ve politik unsurlar, bir parasal sistemin kurulmasında ve gelişmesinde aynı ölçüde rol oynamaktadır. Uluslararası parasal ilişkiler, işbirliğini ve rekabeti içermektedir. İşbirliği unsuru, bütün ülkelerin etkinliği en ileri derecede sağlama politikası izlemelerinden; rekabet unsuru ise, ekonomik refahın dağılımı konusunda, politik itibar ve karar alma gücü yönünden ülkelerin farklı politik çıkarlara sahip olmasından kaynaklanmaktadır (Cohen, 1977, s.8).

Uluslararası parasal sistemin istikrarlı ve verimli çalışabilmesi için üç yapısal sorunu birlikte çözmek gerekmektedir. Bu sorunlar; düzenleme, likidite ve güven sorunlarıdır. Bu sorunları, küresel ekonomik sistemde bozulmalara yol açmaktadır. Uluslararası parasal sistem, dünya ekonomik sisteminin kritik bağı olduğu için, bu sorunları çözecek ilke ve kuralları belirlemek zorundadır.

Likidite sorunu; küresel ekonomide yeterli miktarda rezervin varlığıyla ve rezerv gereksiniminin belirlenmesiyle ilgili bir sorundur. Yerel ekonomide paranın ekonomik işlemleri kolaylaştırmak görevini, küresel ekonomide konvertibiliteye sahip rezervler yerine getirmektedir. Küresel likidite, hükümetlerin ödemeler bilançosundaki dengesizlikleri giderme gücü ve düzenleme konusunda alternatif politikalar arasındaki seçimi belirlemesi açısından önemlidir. Bu nedenle likidite sorunu, düzenleme sorununun diğer yüzü olarak nitelendirilmektedir (Savaş, 2010, s.26).

Düzenleme sorunu; ülkelerin ödemeler bilançosu dengesini devam ettirmeleri veya bozulan dengeyi yeniden sağlamaları konusunda başarılı olmaları ile ilgilidir. Düzenleme sorununu çözmek için sistem, ulusal ödemeler dengesi yöntemini net bir şekilde belirtmelidir. Bu kapsamda üç önemli yöntem; döviz kurundaki değişiklikler, yurtiçi ekonomik aktivitelerin daraltılması veya genişletilmesi ya da uluslararası ticaret üzerindeki doğrudan kontrolün artırılmasıdır (Gilpin, 2012, s.152).

Güven sorunu, uluslararası parasal sistemin istikrarını tehdit etmektedir. Uluslararası para sisteminin istikrarı kur dengesizliğinin yaygınlaşması ve uzun süreli olması halinde bozulmaktadır. Güven sorununun iki boyutu vardır. Birinci boyut resmi güven sorunudur ve bir hükümetin rezervleri içinde çeşitli dövizlerin bulunması halinde söz konusu olmaktadır. İkinci boyut ise, bireysel güven sorunudur; ki bu da bireylerin ve çeşitli kurumların ellerindeki mevcut fonlarla spekülasyon girişimlerinde bulunmalarından kaynaklanmaktadır (Savaş, 2010, s.27).

2.1.3. Uluslararası Finansal Sistemin Gelişimi

Uluslararası finans; gelişmiş ülkelerin, gelişmekte olan ülkelere verdiği ödünçler ile tek taraflı olarak başlamıştır. Daha sonra sermaye akımları, gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ülkeler arasında iki yönlü olmuştur. Sermaye akımları hacimsel yön açısından karşılaştırıldığında, 2008 krizi öncesinde gelişen ekonomilerden gelişmiş ekonomilere daha çok sermaye akışının olduğu görülmektedir. Sermaye akımları önceleri devletten devlete verilen ödünçler şeklindeyken, tarihsel süreçte finansal kurumlar aracılığı ile hisse senedi, tahvil gibi çeşitli araçların kullanılmasıyla kişiler ve kurumlar arası bir nitelik kazanmıştır (Savaş, 2012, s.7).

Uluslararası finansal sistem, dört bin yıllık ekonomik tarihsel bir gelişmenin sonucudur. Tarihsel olarak para, *bankaları* ve büyük alacak ve borç ilişkileri için *takas evlerini* getirmiştir. 13. yüzyıldan itibaren para *hükümet borç senetlerini*, faiz ödemelerini oluşturan *tahvil sistemini* getirmiştir ve bu arada oluşan *bono piyasaları* ile tahvil alım satımı gerçekleşmiştir. 17. yüzyıldan itibaren *şirket hisse senetleri* benzer yollarla alınıp satılmıştır. 18. yüzyılda ise *sigorta fonları* ve daha sonra *emeklilik fonları* gibi ölçülebilen riskler karşısında finansal korumayı sağlamak için ölçek ekonomilerinden ve averaj kanunlarından faydalanmıştır. 19. yüzyılda *futures, options* ve *derivatives* adı verilen daha çeşitli finans araçlarını oluşturmuştur. Son olarak 20. yüzyılda bireyler politik sebeplerle, ödünç fonlarla varlık alımını yükseltmeye ve portfolyo varlıklarını *taşınmaz kıymetlere (mortgage)* yönlendirmeye özendirilmiştir (Ferguson, 2009, s.342).

Uluslararası finansal sistemin gelişiminde, küreselleşmenin ve ona bağlı olarak şekillenen finansal küreselleşmenin istikrarlı bir seyir izlemediği, aksine inişli-çıkışlı bir eğilim gösterdiği görülmektedir. Nitekim 1870-1914 döneminde hızla yükselen sermaye hareketliliği, yani finansal küreselleşme, 1914'te ani bir düşme göstermiştir. Sermaye akımları 1920'li yıllarda yeniden altın standardına dönme çabaları nedeniyle ufak bir canlanma göstermişse de iki dünya savaşı arasında kalan dönemde yeniden en düşük düzeye inmiştir. İkinci Dünya Savaşı sonrasında önce yavaş yavaş başlayan finansal küreselleşme süreci 1980 sonrasında hız kazanmıştır. Ancak 2008 yılında ABD'de başlayan ve kısa bir sürede diğer ülkelere yayılan finansal kriz sermaye akımlarını önemli ölçüde durdurmuştur (Savaş, 2012, s.76). Bu bağlamda uluslararası finansal sistemin gelişimini üç tarihsel dönem şeklinde incelemek mümkündür.

2.1.2.1. Birinci Dönem

Bu dönem (1870-1914) altın standardı sisteminin uygulandığı dönemdir. Altın standardı sistemi İngiltere tarafından 1816 yılında kabul edilmiştir. 19. yüzyılın başlarında birçok ülkede bimetalik standart uygulanmaktayken; İngiltere saf altın standardı sistemini uygulamaktadır. Bu dönemde İngiltere en önemli hammadde ithalatçısı, en büyük işlenmiş madde ihracatçısı ve uzun vadeli sermayenin en önemli kaynağı konumundadır (Chacholiades,1990, s.86).

İngiltere’de ve ardından diğer gelişmiş sanayi ekonomilerindeki yoğun sermaye birikimi 1870’ten itibaren sermaye ihracına yol açmıştır ve küresel ekonomi ve politikada yeni ve temel bir etken haline gelmiştir. Fransa, Almanya ve hatta ABD yüzyılın sonunda sermaye ihraç eder hale gelmelerine rağmen, finansal sermayenin asıl sağlayıcısı İngiltere’dir. Londra kentinde 1870 ile 1914 yılları arasında yabancı holdingler beş kattan fazla artış göstermiştir. 1914’e gelindiğinde İngiliz servetinin üçte birinden fazlası yabancı hükümet tahvillerine ve yabancı demiryollarına yatırılmıştır (Gilpin, 2012, s.374).

Uluslararası finansal sistem açısından 1914 öncesi dönem, genel olarak teknolojik ve finansal gelişmelerin yaşandığı ve barışın egemen olduğu, uluslararası çıkarların gözetildiği bir dönem olarak değerlendirmek mümkündür. Bu sebeple, bu dönemde altın standardı sisteminin işleyişinde herhangi önemli bir sorun yaşanmamıştır. 1914’ e gelindiğinde ise Birinci Dünya Savaşı’nın başlamasıyla birlikte dünya genelinde merkez ve çevre ülkeler ulusal çıkarlarını, küresel dünyanın ve altın standardı sistemin gerektirdiği uluslararası çıkarlara tercih etmişlerdir. Böylece 1914’e gelindiğinde altın standardı sistemi terk edilmiştir ve bir dönem boyunca oldukça yüksek düzeylerde seyreden küresel sermaye hareketliliği savaş yıllarında daha düşük düzeylere gerilemiştir (Turanlı, 2008, s.10).

Özet olarak, bu dönemde küresel sermaye akımlarının büyüklüğü en yüksek düzeye ulaşmıştır. Bu dönemin hegemonik gücü olan İngiltere sermaye ihracı açısından birinci sıradadır. Bu dönemde İngiltere’nin sermaye ihracatı, ulusal gelirin %5’inden fazladır ve dönem sonunda bu oran %10’a çıkmıştır. Aynı dönemin sermaye ihracatçısı olan diğer iki ülke, Almanya ve Fransa ise ancak İngiltere’nin yarısı kadar sermaye ihraç etmiştir (Savaş, 2012, s.46).

2.1.2.2. İkinci Dönem

Birinci Dünya Savaşı uluslararası finansın birinci döneminin sonunu getirmiştir ve uluslararası finansın doğasını ve yapısını derinden etkilemiştir. Savaşın yoğunluğu ve süresi savaştan başlıca Avrupa devletlerini savaş malzemesi ve erzak masraflarını ödemek için denizaşırı yatırımlarını geri çekmek ve hatta bazı durumlarda tasfiye etmek yönünde zorlamıştır. Savaş etkin bir biçimde kolonilerin nihai siyasi bağımsızlıklarının önünü açmıştır ve ABD savaştan başat kreditör ülke olarak çıkmıştır. Her ne kadar ABD Milletler Cemiyetinin Antlaşması'nın 1919'da Senato'da reddedilmesiyle siyasi tecridi kabul etmiş görünse de dünyanın geri kalanına yönelik Amerikan müdahalesi yayılmaya devam etmiştir. Amerikan finansal cemiyeti ABD'nin dünya ekonomisinde artan önemini anlamaya başlamıştır. ABD finans sektörü kapsamlı bir uluslararası role bürünmüştür; özellikle bu rol Alman savaş tazminatı ödemelerine kaynak aktarması konusunda oldukça önemli hale gelmiştir. Bu Amerikan kaynaklı parasal akış 1920'li yıllarda yaşanan ekonomik canlanmanın temel faktörü ve onun kesilmesi ise 1929'da Büyük Bunalım'ın korkunçluğunu artıran bir rol oynamıştır ki böylece uluslararası finansın ikinci döneminin de sonuna yol açmıştır (Gilpin, 2012, s.376).

Bu dönem (1914-1944) boyunca uluslararası finansın merkezi olan Londra ve New York arasında hem rekabet hem de işbirliği yoğunluk kazanmıştır. Finansal piyasalar, ölçek ekonomilerinin ve bilgi birikiminin öneminden dolayı yapısal olarak oldukça merkezi ve hiyerarşik olarak örgütlenmişlerdir (Kindlerberger, 1978, s.74). Küresel finansal merkez; borç verme, ödeme sorunlarına çözüm bulma ve yabancı rezervleri yönetme gibi fonksiyonları yerine getirmektedir. Küresel finansal merkezin en önemli işlevi, *son kredi mercii* olarak hizmet vermesidir.

Özet olarak iki savaş arası dönem; iki dünya savaşına ve Büyük Bunalıma sahne olmuş oldukça çalkantılı bir dönemdir. 1919-1925 arasında küresel ekonomide dalgalı kur sistemleri egemen olmuş ve sermaye akımları savaş sonrasında artış göstermeye başlamıştır. 1925-1931 arasında altın standardına dönüş çabaları olmuştur. 1929 Büyük Bunalım ve 1931 İngiltere finansal krizinden sonra altın standardına dönülemeyeceği anlaşılmış ve bu olumsuz ortamda savaş sonrası canlanmaya başlayan uluslararası sermaye akımları yeniden gerilemiştir. 1940'lara gelindiğinde dünya ekonomisinin yeni bir para sistemine gereksinim duyduğu anlaşılmış ve dünya ekonomisini toparlamaya yönelik girişimlerde bulunulmaya başlanmıştır (Turanlı, 2008, s.13).

2.1.2.3. Üçüncü Dönem

Uluslararası finansal sistemin üçüncü dönemi, İkinci Dünya Savaşı'nın sona ermesiyle başlamıştır. Bu dönem, Bretton Woods Sistemini (1944-1971) ve sonrasını kapsamaktadır. 1944 yılında 44 ülkenin katılımıyla gerçekleştirilen Bretton Woods Konferansı'nın temel amacı genelde sağlam bir uluslararası para sistemini oluşturmak suretiyle genelde küresel ekonominin istikrarını sağlamak; özelde ise büyük spekülasyon kazançlarına ve zararlara yol açabilen finans piyasalarındaki dalgalanmaları bir ölçüde kontrol etmek suretiyle bu dalgalanmaların küresel krizlere yol açmasına engel olmaktır. Bretton Woods Konferansı'nda tartışılan Keynes Planı, ülkelerin tam istihdam ve ödemeler dengesinin gerektirdiği ölçüde değiştirilebilmesini ve sermaye kontrollerini savunurken; White Planı ise, sermaye kontrollerinin olmadığı ve uluslararası bir kurum tarafından sağlanan sabit kur rejiminin olduğu bir sistemi savunmuştur.

Bretton Woods Konferansı'nda uluslararası finansal sistemin temelleri atılmıştır. Bu bağlamda, Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Dünya Bankası (WB) olmak üzere iki küresel örgütün kurulmasına karar verilmiştir. IMF, uluslararası finansal ilişkileri düzenlemekle görevlendirilmiştir. Dünya Bankası ise, önceleri savaşta yıkılan Avrupa ekonomilerinin onarımı; daha sonra gelişmekte olan ülkelerin kalkınması amacıyla finansal yardım sağlamakla görevlendirilmiştir. Bu sistemde yalnızca ABD doları altına bağlanmıştır ve diğer ülkelerin paralarını ise dolara bağlayarak döviz kurlarını sabit tutmuşlardır. Bu sistemde, her ülke, ulusal parasının döviz piyasasında dolar paritesi etrafında en fazla %1'lik alt ve üst sınırlar içerisinde dalgalanmasına izin verebilmektedir. Böylece IMF gözetiminde, ayarlanabilir sabit kur denebilen katı olmayan bir sabit kur sistemi kurulmuştur (Seyidoğlu, 2001, s.11-12).

Bu dönemde uygulanan Bretton Woods Sistemi bir önceki dönemde uygulanan altın döviz standardı sisteminden üç temel noktada ayrılmaktadır. İlk olarak, bu dönemde ayarlanabilir sabit kur sistemi benimsenmiştir. İkinci olarak, bu dönemde sermaye kontrolleri yaygın olarak kullanılmıştır; ancak son dönemde aşamalı olarak kaldırılmıştır. Son olarak ise, bu sistem uluslararası finansal sistemin kurumsal temelini oluşturan IMF'yi doğurmuştur. Bretton Woods Sisteminin bu üç özelliği birbirini tamamlayıcı niteliktedir; ancak pratikte bu özellikler beklendiği şekilde uyum içinde işlememiştir. Bu özelliklerden en başarılı işleyeni ise sermaye kontrolleri olmuştur (Eichengreen, 1998, s.94-95).

Bretton Woods sisteminin çöküş nedeni olarak; dış denkleşme, likidite, güvensizlik, senyoraj ve az gelişmiş ülkelerin kalkınma sorunları gösterilmektedir. Ancak temel neden; likidite ve güvensizlik sorunlarını içeren Triffin ikilemidir. Triffin ikilemi temelde ABD'nin bu dönemde iki önemli rolü birlikte üstlenmesinden kaynaklanmaktadır. ABD'nin birinci rolü dolar altın konvertibilitesini sağlamak, ikincisi ise rezerv para olan doların uygun miktarda arzını sağlamaktır. Fakat bu iki rol ABD için ve dolayısıyla Bretton Woods sistemi için bir ikilem yaratmıştır. Bu süreçte ABD, küresel ekonominin likidite problemini çözmek ve doların güvenilirliğini sağlamak konusunda bir ikilem yaşamaktadır. Bu bağlamda patlak veren bir güven krizi denge bozucu bir spekülasyona yol açmakta ve ABD'nin likidite sağlayıcısı rolünü de sıkıntıya sokmaktadır (Riviera-Batiz ve Riviera-Batiz, 1994, s.633-634).

Üçüncü dönem birçok açıdan birinci ve ikinci dönemlerden farklılık göstermektedir. Savaştan önce sermaye akışı neredeyse tamamen özel fonlardan oluşmakta iken savaştan sonra resmi yabancı yardımda uluslararası finansın önemli bir unsuru haline gelmiştir. Başlangıçta ABD Marshall Planı doğrultusunda Batı Avrupa'ya yardım göndermiştir. Uluslararası organizasyonlar sermayeyi ve diğer yardımcı araçları, önce gelişmiş ülkelere ardından azgelişmiş ülkelere dağıtacak şekilde oluşturmuştur. 1960'ların sonlarından başlayarak, Amerikan dolarının sınırsız bir biçimde europa piyasalarına akması borç sorunlarına yol açmıştır. Dönemin sonuna gelindiğinde Japonya temel borç veren ülke olurken, ABD de borçlanan başlıca ülkelerden biri haline gelmiştir. Bu yüzden tarihsel süreç olarak bu dönem Amerikan finansal hegemonyası ile başlamakta ve ABD'nin küresel konumunu ve iç refahını korumak için Japon sermayesine gittikçe bağımlı hale gelmesiyle sona ermektedir (Gilpin, 2012, s.377).

Bretton Woods sonrası dönemde birçok gelişmiş ülke dalgalı kur sistemini tercih etmiştir. Bretton Woods sisteminin terk edilmesi dünya ekonomisi ve uluslararası parasal ilişkiler açısından oldukça önemli bir dönüşüm olmuştur. Bu dönüşümün en önemli sonucu uluslararası sermaye hareketliliğinin niceliksel ve niteliksel değişimi olmuştur. Bretton Woods sistemi yıllarında sermaye kontrolleri para politikasını diğer hedeflere yöneltmek isteyen hükümetler için ödemeler dengesi baskılarından kaçışa olanak sağlamıştır; sermaye kontrolleri sayesinde kur ayarlamaları rahatlıkla yapılabilmektedir. Politika yapıcıları denge bozucu bir uluslararası sermaye akımı riski olmaksızın kurları değiştirebilmiştir. Ancak zamanla sermaye kontrollerinin etkinliği ve uygulanabilirliği giderek azalmıştır (Turanlı, 2008, s.16-17).

2.2. Uluslararası Finansal Sisteme Kurumsal Yaklaşım

Uluslararası finansal kurumlar, ülkelerin veya bölgelerin çeşitli finansal sorunlarını çözmek amacıyla finansal güçlerini bir araya getirmek üzere kurulmuş küresel örgütlerdir (Aslan ve Terzi, 2013, s.117). Uluslararası finansal kurumlar; uluslararası finansal sistemdeki tüm grupları ve aktörleri kapsamaktadır. Bazı uzmanlar, bu tanımın sadece BIS, IMF ve Dünya Bankası gibi örgütleri içerdiğini ileri sürerken, diğerleri ise bu tanımın uluslararası finansal sistemde yer alan tüm kurum ve aktörleri içerdiği görüşündedir (Erdağ, 2009, s.67).

Uluslararası finansal kurumların oluşturulmasının temelinde, iki dünya savaşı arası dönemde büyüyen ekonomik sorunlara küresel kalkınmanın düzenlenmesiyle çözüm üretilebileceği düşüncesi yatmaktadır. Birinci Dünya Savaşı sonrasındaki yeniden yapılanmaya yardım edecek bir uluslararası banka kurma önerisi ilk defa 1920’de Brüksel’deki bir konferansta yapılmıştır. Altın standardı sisteminin merkezi bankaların işbirliği aracılığıyla stabilize edilmesi fakat uluslararası bir konvansiyon aracılığıyla düzenlenmesi konusundaki bir başka öneri de 1922’de Cenevre’de tartışılmıştır (Peet, 2011, s.162).

Uluslararası finansal sistemde küresel finansal kurumların rolü büyüktür. Benjamin Cohen (1979) çalışmalarında uluslararası finansal düzenin ardındaki güç yapılarını incelemektedir. Cohen, iyi çalışan bir parasal düzenin, hem etkinliği hem de istikrarı sağlayan ortam olduğunu ileri sürmüştür. Etkin piyasalar; ödemeler dengesi ayarlamaları ve küresel likiditeyi sağlamaları açısından oldukça önemlidir. İstikrar ise, devletlerin ulaşmak istedikleri politik bir ortamdır. Cohen, etkinlik ve istikrar hedeflerine ulaşmak için dört unsur vardır. İlk olarak; piyasa kuralları çerçevesinde, piyasa çözümlerinde kendi kendine gelişme vardır. Bu yol altın standardını akla getirmektedir. İkinci olarak; uluslar üstü otorite yaklaşımı ile Cohen IMF’nin küresel merkez bankası fonksiyonlarını yerine getirdiğini belirtmektedir. Üçüncü olarak; parasal düzenin kurallarını gözetten etkin gücün hegemonyasının kazançlarını ele almaktadır. Son olarak; müzakere yolu çok taraflı parasal düzenin temelini oluşturmaktadır (Erdağ, 2009, s.67-68). Bu bağlamda çalışmanın bu kısmında uluslararası finansal sistemin kurumsal temellerini oluşturan öncü küresel örgütlerden BIS (Bank of International Settlements), IMF (International Monetary Fund) ve WB (World Bank) Grubu hakkında açıklamalar yapılmaktadır.

2.2.1. Uluslararası Ödemeler Bankası

BIS ile ilgili görüşmeler 1930'da gerçekleşmiştir. O zamandan beri düzenli şekilde merkez bankaları yöneticileri ile diğer finansal örgütlerden gelen finansal uzmanlar arasında İsviçre-Basel'de gerçekleşen toplantılar yapılmaktadır. BIS finansal ve parasal ekonomi alanlarında ve kendi araştırmalarını yürüterek ekonomi ve finansla ilgili istatistikler toplamakta, derlemekte ve yaymaktadır. BIS, IMF ve Dünya Bankası'na destek olmakta; teminat alma ve temsilcilik yanında ulusal merkez bankaları adına geleneksel bankacılık işlemlerini yürütmektedir (Peet, 2011, s. 162). Özet olarak, BIS'in temel amaçları uluslararası finansal işlemlerde kolaylık sağlamak, ulusal merkez bankaları arasında işbirliğini teşvik etmek finansal işlemler için etkili bir kasa görevi yapmaktır (Parasız, 2012, s.159).

BIS, 1930 yılında kurulmuştur. Dünyanın en eski finansal kuruluşu olan BIS'in merkez ofisi İsviçre, Basel'dedir. Ancak, biri Mexico City diğeri Hong Kong'da olmak üzere iki ofisi daha bulunmaktadır. BIS'in müşterileri ulusal merkez bankaları ve küresel ekonomik ve politik kuruluşlardır. Mevduat kabul etmeyen BIS, küresel kuruluşlara finansal hizmetler sağlamakta ve ayrıca hileli işlemlere karşı önerilerde bulunmaktadır. Young Planı (1930) ile kurulan BIS, Birinci Dünya Savaşı'nı izleyen Versay Antlaşması hükümlerince belirtilen yeniden yapılanma tazminatlarını ödemesi gereken Almanya'nın borçlarını düzenlemekle ilgilidir. Berlin'de tazminatlar için kurulmuş olan genel komisyonunun görevleri BIS'e verilmiştir. BIS aynı zamanda tazminat kredileri için emanetçi görevini yerine getirmektedir ve genel olarak ulusal merkez bankaları işbirliğini teşvik etmek için kurulmuştur. BIS tazminatlar sonrasında, ulusal merkez bankaları ve diğer parasal kurumlar arasında parasal ve finansal istikrarı sağlamaya odaklanmıştır (Aslan ve Terzi, 2013, s.148-149).

BIS para politikası alanında işbirliği, İkinci Dünya Savaşı sonrası ve 1970'lerin başlarına kadar Bretton Woods sistemine odaklanmıştır. BIS, 1970 ve 1980'li yıllarda ise petrol krizlerini ve uluslararası borç krizlerini izleyen sermaye akımlarına yoğunlaşmıştır. 1970 krizleri, 1988 Basel Sermaye Uzlaşısı (Basel Capital Accord) ve Basel II'nin revizyonunu getirmiştir. Bu uygulamalar, uluslararası olarak aktif bankaların düzenlenmesi ve denetlenmesini içermektedir. Daha sonra ekonomik bütünleşme ve küreselleşme bağlamında finansal istikrar konusu 1997 Asya Krizi ile gündeme gelmiştir (Aslan ve Terzi, 2013, s.149).

2.2.2. Uluslararası Para Fonu

ABD'nin Bretton Woods kentinde 1-22 Temmuz 1944'te toplanan ve 44 ülkenin katılımıyla gerçekleşen konferans sonucunda kurulan IMF 1 Mart 1947'de faaliyete başlamıştır (Eğilmez ve Kumcu, 2009, s.74). IMF; küresel parasal işbirliğini geliştirmek, küresel finansal istikrarı sağlamak, küresel ticareti kolaylaştırmak, yüksek istihdam ve ekonomik büyümeyi desteklemek ve dünya ölçeğinde yoksulluğu azaltmaya çalışan küresel bir kurumdur. IMF, küresel likiditenin başlıca yaratıcısı konumundadır. IMF, bir uluslararası merkez bankası olarak kurulmamıştır; ancak 1969 yılından itibaren SDR (özel çekme hakları) adı verilen bir likidite yaratarak uluslararası bir merkez bankası olmaya yönelmiştir. IMF'ye üye ülke sayısı 2012 yılı itibariyle 188'e ulaşmıştır (Aslan ve Terzi, 2013, s.117-118).

Genel merkezi Washington'da olan IMF gerçekte döviz kuru oranında değer kaybı tehlikesi yaşayan ve dış borç sıkıntısı çeken ülkelere kısa vadeli faizle borç para veren bir kurumdur. IMF bir ülkenin gelecekteki ekonomik gelişmesine öncülük etmek için ülkeye kredi vermeden önce ülkenin *şartlılık ilkeleri* üzerinde ısrar etmektedir. ABD, IMF'deki oy hissesinin %17'sine sahiptir. Karşılaştırılırsa, fonun şu anki 47 Sahra-Afrika'lı üye ülkesinin toplam %5 olan oy hissesi, kıtayı temsil eden üç yetkili müdür arasında paylaşılmış durumdadır. 2006 yılında önerilen bir hisse ayarlaması Afrika'nın ortak hissesini %2.1'lik bir oy oranına indirebilmektedir. Bir ülkenin hissesi, o ülkenin IMF'deki finansal üyeliğini belirlemekte, bu da ülkenin kurum yönetimine katılma hakkını ve IMF finansmanına erişimini belirlemektedir (Peet, 2011, s.162-163).

Uluslararası borç krizinden bu yana, küresel finansal krizlerde başat kriz yöneticisi olarak ön plana çıkarılan IMF'nin bu misyonu açısından özellikle Asya Krizi bir dönüm noktası olmuştur. Kriz öncesinde, Doğu Asya ülkelerinin hızlı kalkınma deneyimlerini, dinamik serbest piyasa ekonomilerinin başarısı olarak yansıtan IMF'nin, krizin salgın etkisi belirginleştikten sonra da güçlü finansal denetim yapıları bulunmayan bölgede finansal liberalizasyon politikalarında ısrarcı olması, krizin doğurduğu zararları artırmıştır. Finansal sermaye kontrolleriyle desteklenen sabit kur sistemini uygulayan Çin ve IMF önerilerini reddederek sermaye kontrollerini yeniden devreye sokan Malezya'nın, bu krizi IMF reçetelerini uygulayan Endonezya ve Güney Kore gibi ülkelere göre çok daha rahat atlatmaları IMF'nin yönetim yeteneği ve niyeti hakkında kuşklar doğurmuştur (Rawi, 2007, s.417).

IMF'nin 2008 Küresel Finansal Kriz sırasındaki rolü ile Asya Krizi sırasındaki rolü birbirinden oldukça farklıdır. IMF ve ABD yönetimarasındaki asimetrik bağımlılık ilişkileri IMF'nin, krizin özellikle ABD ekonomisindeki kaynaklarına dair marjinal tepkiler vermesine yol açmıştır. Kriz dinamikleri; yükselen piyasalardaki kırılmalıklardan değil, ABD'nin dış ticaret ve cari açıklarını kolayca finanse etmek için bir araç olarak kullandığı esnek denetimli finansal piyasalardan kaynaklanmıştır. Bu durum, IMF'yi meydan okumalarla karşı karşıya bırakmıştır (Bluckburn, 2008, s.63). Bunlardan biri, IMF'nin kriz sırasında ABD yönetimi karşısında kurumsal özerklik sağlayıp sağlamadığı, finansal piyasaların etkin denetlenmesi ile enflasyon hedeflemesi ve vergi artışları gibi standart politika önermelerini ABD yönetimine kabul ettirme kapasitesi ile ilgilidir. Ayrıca krizle birlikte *son kertede borç verici* konumunu kaybeden ABD; *son kertede tüketici* konumu da tehlikeye girmiştir (Hutton, 2010, s.15).

IMF'nin yeniden yapılandırılması konusunda bazı görüşlere göre IMF'nin varlığı finans piyasaları üzerinde olumsuz etkiler yarattığı için IMF'nin varlığına son verilmelidir. Tam anlamıyla serbest piyasaların kendiliğinden dengeye ulaşacağı tezine dayanan bu görüşe göre, IMF'nin finans piyasaları üzerinde çeşitli olumsuz etkilere neden olduğu doğrudur. Ancak bu nedenle IMF'nin kaldırılması ve piyasa denetimine, piyasa düzenlemelerine son verilmesi doğru gözükmemektedir. Yapılması gereken, yeni görev tanımı, yeni finans kaynakları ve yeni yönetim mekanizmaları ile IMF'nin son dönem küreselleşen finans piyasalarının istikrarlı işleyişinin sağlanmasında daha fazla rol almasının sağlanmasıdır (Soros, 2003, s.77-79).

2008 Küresel finansal kriz, uluslararası finansal yapının yapısal reformunun tartışılmasını sağlamıştır. IMF, ileri ekonomilerle gelişen ekonomilerden oluşan G-20 uluslararası düzenleme ve idare sisteminin yeniden biçimlendirilmesi konusunda önerilerde bulunmaktadır. Son küresel finansal kriz dalgalı kur sistemine geçtikten sonra önemini yitiren IMF'yi yeniden uluslararası politika ve ekonominin önemli aktörlerinden biri yapmıştır. IMF'nin yeniden güçlendirilmesinde, bir yandan ABD Kongresi'nin diğer yandan da 2 Nisan 2009'da toplanan Londra G-20 Zirvesi ile 25 Eylül 2009'da toplanan Pittsburgh G-20 Zirvesi'nin önemli katkıları olmuştur. Bunun sonucu olarak 4-6 Ekim 2009'da İstanbul'da toplanan IMF-Dünya Bankası yıllık toplantısında *İstanbul Kararları* ile somutlaşmıştır. Bu kararlar, IMF'nin yetkisi, finansman görevi, çok taraflı gözetim ve yönetim konuları üzerine yoğunlaşmaktadır (Aslan ve Terzi, 2013, s.121-123).

2.2.3. Dünya Bankası Grubu

Dünya Bankası Grubu, her biri son karar almaya yetkili üye ülkelerin sahibi oldukları ve birbirleriyle yakından bağlantılı oldukları; Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası (IBRD), Uluslararası Kalkınma Birliği (IDA), Uluslararası Finans Kurumu (IFC), Çok Taraflı Yatırım Garanti Ajansı (MIGA), Uluslararası Yatırım Anlaşmazlıkları Çözüm Merkezi (ICSID) olmak üzere beş kurumdan oluşmaktadır.

Dünya Bankası'nı oluşturan kuruluşların bir grupta toplanması; tümünün başkanlığını Dünya Bankası başkanının üstlenmiş olmasının; yönetim, amaç ve fonksiyonları bakımından Dünya Bankası ile doğrudan bağlantılı olmasının ve gruptaki diğer kurumlara üye olabilmek için öncelikle Dünya Bankası'na üye olma zorunluluğunun getirdiği bir sonuçtur. Bu kuruluşlar, kaynak ve hesapları bakımından bağımsız; üyelik, amaçlar ve yönetim ilişkileri bakımından Dünya Bankası'na bağlıdır.

Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası: 1944 yılında Dünya Bankası'nın ilk enstitüsü olarak kurulmuştur. IBRD'nin görevi, düşük gelirli ülkelerde krediler, garantiler ve kredi dışı olanaklar aracılığıyla sürdürülebilir kalkınmaya destek vermek, analiz ve danışma hizmetleriyle küresel yoksulluğu azaltmayı hedeflemektedir. IBRD, orta gelirli ülkelere de destek vermektedir. IBRD'de üye ülkelerin sahip olduğu oylama gücü, her üyenin göreceli ekonomik gücüne göre hesaplanan sermaye payına göre belirlenmektedir (Aslan ve Terzi, 2013, s.170).

Uluslararası Kalkınma Birliği: 1960 yılında kurulmuştur. IDA'nın temel amacı, üye ülkelerin verimliliklerini ve yaşam standartlarını yükseltmek suretiyle ekonomik gelişme amaçlarına katkı sağlayacak kredileri, bu ülkelerin ödemeler dengesinde büyük bir ağırlık oluşturmayacak koşullarda sağlamaktır. IDA, kredilerinin vadesi 35-40 yıldır ve faiz oranı sıfırdır (Parasız, 2012, s.32-33).

Uluslararası Finans Kurumu: 1956 yılında kurulmuştur. IFC'nin 2013 yılı itibarıyla 184 bulunmaktadır. IFC'nin temel amacı ve görevi; Dünya Bankası üyesi ülkelere yönelik faaliyetlerini desteklemek için üye ülkelerde özellikle daha az gelişmiş bölgeler öncelikli olmak üzere verimli özel sektör kuruluşlarının büyümesini özendirmek aracılığıyla ekonomik gelişmeye daha fazla katkıda bulunmaktadır. (Aslan ve Terzi, 2013, s.142). IFC bu amaçlar doğrultusunda üye ülkelerin özel sektör kuruluşlarına kredi vermektedir.

Çok Taraflı Yatırım Garanti Ajansı: 1985 Seul Sözleşmesine bağlı olarak 1988 yılında kurulmuştur. MIGA'nın temel amacı ve görevi; üye ülkeler arasında yatırım fonlarının verimlilik amacı ekseninde, özellikle gelişen piyasalara doğru akımını özendirmek ve bu çerçevede Dünya Bankası ve IFC'nin çabalarına tamamlayıcı açıdan katkıda bulunmaktır (Parasız, 2012, s.36).

Uluslararası Yatırım Anlaşmazlıkları Çözüm Merkezi: 1966 yılında kurulmuş olup 147 üyeye sahiptir. ICSID'in amacı ve görevi; üye ülkelerin kuruluşları arasında ortaya çıkabilecek yatırım anlaşmazlıkları ve uyuşmazlıkları için çözüm üretmektir. Ayrıca, yatırım uyuşmazlıklarında uzlaşma ve tahkim olanaklarını sağlamak suretiyle yabancı yatırımları özendirmeye çalışmaktır (Aslan ve Terzi, 2013, s.143).

Dünya Bankası'nın önemli rolü dünyadaki politikalarının geliştirilmesindeki etkisinde yatmaktadır. Pek çok yoksul ülkede Dünya Bankası ekonomistleri, hükümetlere ait stratejileri yürütmektedir. Dünya Bankası hemen hemen her zaman öndedir, bunun nedeni kısmen çok uluslu bir kurumun rakip aşırı ulusalcı programlar düzenleyecek en iyi yer olmasından ve daha çok kurumun analitik mekanizmasının daha entelektüel bir tarzı olmasındandır (Mallaby, 2004, s.3).

Dünya Bankası kurulmasından sonraki ilk 10 yılında Avrupa'nın savaş sonrası yeniden yapılanması için krediler üretmiştir. 1950'lerde daha zengin üçüncü dünya ülkelerine yöneldiğinde Dünya Bankası, altyapı geliştirilmesine yönelik krediler üzerine yoğunlaşmıştır. 1960'ların sonunda ve 1970'lerde Dünya Bankası bünyesine yoksulluğu hafifletmeye yönelik bir temel ihtiyaç programını eklemiştir.

IMF ile birlikte kurulan Dünya Bankası'nın amacı gelişmiş ülkelerin finansal olanaklarını geliştirmekte olan ülkelere aktarmak ve dünyada yaşam kalitesini arttırarak yoksulluğu azaltmak amacıyla hedef ülkelere program ve proje kredilerini vermektir. Dünya Bankası kredilerini; yatırım kredileri, uyum kredileri ve karma krediler olmak üzere üç grup şeklinde sınıflandırmak mümkündür. Yatırım kredileri, belirli kamusal projeleri finanse etmeye yönelik olmaktadır. Uyum kredileri, bir sektörü iyileştirmek ya da yapısal değişimi hayata geçirmeye yöneliktir. Yatırım ve uyum kredilerinin birleşiminden oluşan krediler ise karma kredileri oluşturmaktadır. Yapısal uyum kredileri de kendi aralarında; finansal sektör uyum kredisi, sosyal güvenlik sistemi uyum kredisi ve tarım sektörü uyum kredisi olmak üzere üçe ayrılmaktadır (Eğilmez ve Kumcu, 2009, s.81-82).

2.3. Uluslararası Finansal Sisteme Ekonomi Politik Yaklaşım

Ekonomi ve politika kavramları birlikte ilk kez *politik ekonomi* ismiyle Aristo tarafından; devlet giderlerinin karşılanması için vergi konulması olarak ele alınmıştır (Flynn, 1967, s.5). Politik ekonomi, *polis* ve *oikonomike* kelimelerinden türetilmiştir. *Polis*, otonom şehir devleti; *oikonomike* ise mal varlığı yönetimi demektir. Politik ekonomi, bir devletin yönetimi anlamına gelmektedir (Seyidoğlu, 2002, s.509).

Klasik iktisatçılar *politik ekonomi* terimini başta bugünkü iktisat bilimi anlamında kullanmışlardır. Daha sonra politik ekonomi biçimsel ekonomik metodolojilerin uygulaması; yani tüm insan davranışlarını inceleyen aktör modeli olarak tanımlanmıştır. Daha modern araştırmacılar ise politik ekonomiyi; ekonomik ve politik eylemlerin etkileşiminden doğan sorunlara işaret eden yaklaşım biçiminde kavramsallaştırmıştır (Gilpin, 1987, s.8).

Politik ekonomi, politika ve ekonominin kesiştiği noktada yer almakta ve her iki alanın kapsamına girebilecek konuları incelemektedir. Politik ekonomi; politik gücün ekonomik sonuçları nasıl şekillendirdiğini ve ekonomik gücün de politik eylemleri nasıl etkilediğini açıklamaktadır. Ancak politik ekonomi sadece bu iki geleneksel bilim dalının karışımı değil, aynı zamanda hem politika hem de ekonomi incelemelerindeki yöntemlerin bir kritiğidir (Crane ve Amawi, 1997, s.4).

Uluslararası Politik Ekonomi (UPE) ya da diğer bir adıyla Uluslararası Ekonomi Politik (UEP), devletler ve piyasalar arasında küresel düzeyde yaşanan karşılıklı etkileşimi inceleyen disiplinlerarası bir yaklaşımdır. Küresel Politik Ekonomi (KPE) biçiminde de ifade edilmekte olan UPE, temel olarak devletler, küresel örgütler ve çeşitli sosyal hareketler gibi küresel aktörler arasında meydana gelen faaliyetler üzerinde odaklanmaktadır. Temel unsurları toplumlar, devletler ve piyasalar olan UPE, uluslararası ekonomi ve politikayı bir bütün olarak ele almaktadır (Altan, 2013, s.3).

UPE, devletler ile piyasaların dinamik etkileşimi ve birbirlerini nasıl şekillendirdiklerini araştıran multidisipliner sosyal bilimler yaklaşımının genel adıdır. Uluslararası politikanın temel örgütlenme biçimi olan devletlerin *güç* ve uluslararası ekonominin temel örgütlenme biçimi olan piyasaların *refah* üretiminde kurucu unsurlar olduğu varsayımından hareketle UPE; uluslararası *ilişkilerde güç ve refah arayışının karşılıklı ve dinamik etkileşimi* olarak tanımlanmaktadır (Gilpin, 1975, s.43).

Bir sosyal bilimler disiplini olarak UPE, 1970'lerde uluslararası sistemde yaşanan derin krizlerin yeni yaklaşımları zorunlu kılması sonucu doğmuştur. İlk olarak 1971 yılında ABD Başkanı Nixon, dolara dayalı sabit kur sisteminin çöktüğünü ilan etmiş, ardından 1973-1974 tarihlerinde yaşanan petrol krizleri Batı ekonomilerini beklenmedik biçimde etkilemiştir. 1970'lerden itibaren uluslararası ticaret, döviz kuru rejimleri, sermaye akımları, çokuluslu şirketler ve hegemonya gibi kavramların uluslararası politikanın önemli unsurları olduğu anlaşılmıştır. 1970'lerle birlikte ise uluslararası ekonomide yaşanan kırılmalar, uluslararası ekonomik ilişkilerin politizasyonunu beraberinde getirmiştir.

Modern UPE disiplini 1970'lerde ortaya çıkmış olmakla birlikte, kuramsal kökenleri çok daha gerilere gitmektedir. Realist UPE kuramlarının kökeni 15.yüzyıl merkantilizmine dayanmaktadır. Merkantilizm, devletlerin ihracatı teşvik etmesini ve ithalatı kısıtlamasını önermektedir. Liberal UPE kuramlarının kökeni, 19. yüzyılda serbest ticareti ve kapitalist iş bölümünü refah artışının temel dinamiği olarak öneren Adam Smith'in görüşlerine dayanmaktadır. Marksist UPE kuramlarının kökeni ise yine 19. yüzyılda Karl Marks'ın çalışmalarına dayanmaktadır. Marksizm; kapitalist üretim, değişim ve bölüşüm dinamiklerini ortaya koymayı amaçlamış, tarihin akışının sosyal sınıflar arasındaki çatışmalar ekseninde şekillendiğini savunmuştur (Watson, 2005).

UPE'nin öncü kuramcılarından Benjamin Cohen 2008 yılında yayınlanan kitabında UPE literatürünü Amerikan Ekolü ve İngiliz Ekolü olmak üzere iki ana ekole ayırmıştır. Bu sınıflandırma, coğrafik ya da ulusal unsurlara göre değil; teorik ve metodolojik referanslara göre yapılmıştır. Amerikan Ekolü, pozitivizm ve ampirizm temellerine dayanarak bilimsel politik ekonomi anlayışına vurgu yapmaktadır. Bu ekol daha çok mevcut yapıları ve güç ilişkilerini verili alarak küresel politikanın küresel ekonominin işleyişini nasıl etkilediğini rasyonel aktör modeli çerçevesinde çözümlemeye çalışmaktadır. İngiliz Ekolü ise mevcut yapıları verili almak yerine, bu yapıların nasıl ortaya çıktığını incelemekte ve içerdikleri güç ilişkilerini, ideolojileri ve değer yargılarını eleştirel perspektifle anlamayı ve yorumlamayı amaçlamaktadır. Nicel tekniklere dayanan Amerikan Ekolü, tema ve konulara ağırlık vermekte iken; İngiliz Ekolü küresel ekonomideki üretim, değişim ve bölüşümün yapısal dinamiklerine yoğunlaşmaktadır (Cohen, 2008, s.141).

Devletlerin ve piyasaların birbiriyle olan ilişkileri ve bu ilişkilere ilişkin düzenlemeler UPE'nin temel ilgi alanını oluşturmaktadır. Devletler ve piyasalar arasındaki karmaşık ilişki, aynı zamanda iki farklı mantığın karşılıklı rekabet ve işbirliğini simgelemektedir. Devlet ve piyasa ilişkisini *sınır mantığı* ile *sermaye mantığı* etkileşimi çerçevesinde ele almak mümkündür. Sınır mantığı sürekli güç arayışındaki modern devletlerin belli sınırlar ve bu sınırlar içindeki beşeri ve doğal kaynaklar üzerinde egemenlik kurma çabasına işaret etmektedir. Sermaye mantığı ise, sürekli refah arayışındaki piyasa aktörlerinin çoğu kez sınırları aşarak genişleyen bir hacimde ticaret, para akışı, teknoloji transferi gibi yollarla sermaye birikimlerini maksimuma ulaştırma çabasına karşılık gelmektedir (Arrighi, 2005, s.27-30).

Devlet mantığının güç elde etmek ve gücün dağılımı kontrol etmek için piyasaların ürettiği refahı kullanmaya çalışması, refahını daha da artırma amacındaki sermaye mantığının ise devletin kural koyucu, düzenleyici ve getirim yaratıcı otoritesini yedeğine alma çabaları; karşılıklı etkileşimin işbirliği boyutunu oluşturmaktadır. Diğer taraftan her iki mantığın hedefler ve öncelikler konusunda çatışması, karşılıklı işbirliğini rekabete dönüştürebilmesine yol açmaktadır (Balaam ve Veseth, 1996).

Analitik kolaylık sağlaması açısından UPE'nin kuramsal yaklaşımlarını Realizm, Liberalizm ve Marksizm şeklinde sınıflandırmak mümkündür. Realist Yaklaşım, hem politik hem de ekonomik alanda *güvenlik* konusunu temel alan, devletleri sistemdeki aktörlerden biri olarak değerlendiren, dış ticaretten ve sömürgelerden sağlanacak kaynak ile iktisadi faaliyetin devamı için şart olan güvenli ortamın devlet tarafından sağlanması gerektiğini öne sürmektedir. Liberal Yaklaşım, rasyonel bireyler, devletin müdahalesine gerek kalmadan bir çözüme ulaşırlar, devlet müdahalesi bu çözümü daha iyi değil, daha kötü yapacaktır, bu nedenle devlet müdahalesi istenmemelidir görüşünü ileri sürmektedir. Bu ilk iki yaklaşım, UPE açısından çözüm arayışındaki çabalardır. Buna karşılık, olaya toplumsal sınıflar açısından bakan, hangi toplumsal sınıfın hangi refah düzeyine hangi maliyetle ulaşacağı sorusunu temel alarak kapitalist ekonomik sistemin genel bir eleştirisini yapan Marksist Yaklaşım ise genel olarak eleştirel bir yaklaşımdır. Marksist Yaklaşımına göre, özellikle finansal krizlerin nedeni olarak görülen finansal sermaye, kapitalizmin finansallaşması olarak tanımlanan yeni bir evre olup krizlerle daha sık karşılaşılmasına ortam hazırlamaktadır (Frieden ve Lake, 2009, s.110-118).

UPE'nin temel kuramsal yaklaşımları Tablo 2'de bazı temel parametreler çerçevesinde analiz edilmektedir.

Tablo 2.

Uluslararası Politik Ekonomi Yaklaşımlarının Analizi

Parametreler	Realizm	Liberalizm	Marksizm
Tarihsel Köken	15. Yüzyıl	19. Yüzyıl	19. Yüzyıl
Öncü Kuramcılar	Hamilton, List, Krasner, Gilpin,	Smith, Ricardo, Kant, Hayek,	Marks, Lenin, Frank, Cox,
Yaklaşım Türleri	Merkantilizm Realizm Ekonomik Ulusalcılık	Serbest Ticaret, Karşılıklı Bağımlılık	Eleştirel Teori, Bağımlılık Ekolü, Dünya Sistemleri
Analiz Düzeyi	Devlet – merkezli	Birey – merkezli	Yapı – merkezli
Analiz Birimi	Devlet	Firmalar, Devletler, Küresel Örgütler	Sosyal Sınıflar, Küresel Kapitalizm
Devlet Tasarımı	Homojen Otonom Aktör	Çoğulcu Platform	Egemen Sınıfların Temsilcisi
Davranışsal Dinamikler	Rasyonel bir aktör olarak devlet	Rasyonel bir aktör olarak birey	Toplum – içinde ve Toplumlar – arasında sömürü
Sistem Tasarımı	Anarşik Çatışmacı	İşbirlikçi Karşılıklı bağımlılık	Hiyerarşi Çatışmacı
Küresel Ekonomi	Sıfır toplamli oyun	Pozitif toplamli oyun	Sıfır toplamli oyun
Küresel Örgütler	Çok önemli değil	Küresel işbirliği için oldukça önemli	Merkez ülkelerin çıkarları için önemli

Kaynak: O'Brien ve Williams, 2004, s.21.

Her düzeyinde farklı aktörlerin bulunduğu dikkate alındığı UPE analizinde birey, devlet ve küresel sistem olmak üzere üç düzey; bireyler, devletler ve küresel sistemleri ilişkilendiren temel ağlar olarak değerlendirilen üretim, finans, güvenlik ve bilgi yapılarının oluşturduğu dört uluslararası yapı bulunmaktadır (Erdağ, 2009, s.7).

Uluslararası üretim yapısı; devletler, küresel örgütler, küresel işletmeler ve hükümet dışı örgütler arasındaki neyin, nerede, kim tarafından, kimin için ve hangi fiyattan üretileceği ile ilgili uluslararası kuralları etkileyen ilişkiler setiyle ilgilidir. Küresel finans, bilgi ve güvenlik yapılarıyla birlikte küresel üretim ve ticaret, ulus devletleri ve diğer aktörleri birbirlerine bağlamakta ve aralarındaki karşılıklı bağımlılığı artırmaktadır. Bu durum bir taraftan bu aktörlere faydalar sağlamakta iken bir taraftan da bunlar arasında çeşitli gerilimler oluşturmaktadır (Altan, 2013, s.57).

Uluslararası finans yapısı; kaynakların küresel alanda nasıl dağıldığı ve nasıl tahsis edildiği ile ilgilidir. Uluslararası finans yapısı ekonomik ve politik anlaşmalar, kurumlar ve ilişkiler ağı olup, özellikle iki şeyin belirlenmesine yardımcı olmaktadır. Birincisi, farklı ulusal paraların birbirleri cinsinden değerlerini oluşturan kurumlar seti; ikincisi ise, hangi ölçekte paranın, ne sıklıkla ve hangi koşullarda ülke ekonomilerine girip çıktığını belirleyen bir kurallar setidir (Altan, 2013, s.63). Bu anlamda, bir parasal akımın borç ilişkisi mi doğurduğu veya bir doğrudan yatırım mı olduğu, finans yapısının inceleme alanına girmektedir (Erdağ, 2009, s.7).

Uluslararası güvenlik yapısı; belki de UPE açısından en önemli olan yapıdır. Çünkü uluslararası güvenlik yapısı en temel insan ihtiyacının gereği olarak ortaya çıkmaktadır. Uluslararası üretim, finans ve bilgi yapıları; UPE alanının aktörleri olan ulus devletler, şirketler ve diğer küresel kuruluşlar faaliyetlerini yürütecekleri güvenli bir zeminin çok önemlidir. Ekonomik faaliyetlerin, yatırımın ve üretimin gerçekleşmesi için güvenlik yapısı minimum temeli oluşturmaktadır (Altan, 2013, s.68).

Uluslararası bilgi yapısı; küresel ölçekte kimin ne tür bilgiye sahip olduğu ve sahip olduğu bilgiyi nasıl kullandığı ile ilgilidir. Teknoloji, üretim yapısı içinde ülkenin yerini belirlemektedir. Endüstriyel teknolojilerin, bilimsel keşiflerin, iletişimin ve medikal süreçlerin bilgisinden yoksun ülkeler, diğer ülkelerle karşılaştırıldığında dezavantajlı durumdadırlar.

Uluslararası finansal sistem, UPE'nin incelediği dört temel uluslararası yapıdan biridir. Uluslararası finansal sistem, finansal kaynakların küresel ölçekte nasıl dağıtıldığını, nasıl tahsis edildiğini UPE disipliner yaklaşımı çerçevesinde incelemektedir. Finansın uluslararası boyutu; döviz kurlarının ekonomilere etkisi, küresel sermaye akımları, sermaye ve borç akışı, sermaye kontrolleri, finansal krizlerin küresel nitelik kazanması gibi konular yoluyla UPE'nin önemli çalışma alanlarını oluşturmaktadır. Çünkü hem yerel ve hem de küresel ölçekteki finansal konular politik bir karakter kazanmıştır (Gilpin, 1987, s.306).

UPE, insanlar, devletler ve bunların birbirleri arasındaki parasal ve finansal ilişkiler ile ilgilenmektedir. Uluslararası finansal yapı incelenirken, en çok dikkat çeken unsur uluslararası sermaye akımları olmaktadır. Bugün gerek iktisatçılar, gerek siyaset bilimcilerin üzerinde genel bir uzlaşa sağladıkları konu, uluslararası sermaye akımlarının serbestçe hareket etmesinin ülke ekonomilerine zararlar verebilmesi durumudur. Kontrolsüz uluslararası sermaye akımlarının küresel ekonomik istikrarı tehdit ettiği dile getirilmektedir (Erdağ, 2009, s.47-48).

Uluslararası finansal sistem, Lenin'in, emperyalizmin ve Birinci Dünya Savaşı'nın nedeni olarak yüksek finansı (haut finance) ilan etmesinden az gelişmiş ülkelerin uluslararası bankaları ve resmi yardımları eleştirdiği 1980'li yıllara kadar UPE'nin belki de en tartışmalı ve en vazgeçilmez unsuru olmuştur. 1930'larda uluslararası finansal sistemin krizi Büyük Bunalımla birlikte küresel ekonominin çöküşüne yol açmıştır. 20. yüzyılın sonunda ise gelişmekte olan ülkelerin borç sorunu, yine küresel ekonominin çöküşüne ve ekonomik milliyetçiliğin yükselmesine yol açacak bir finans krizi ile tehdit etmektedir. Savaş sonrası dönemde uluslararası finansal sistemde üç tarihi gelişme yaşanmıştır. Birincisi europa piyasasının ortaya çıkışıdır. Bu gelişme, küresel politikanın küresel finansal sistem üzerindeki denetimini azaltmıştır. İkincisi, ani uluslararası borç krizinin 1980'li yılların başında patlak vermesi ve IMF etkisinin yeniden tesisi çabalarıdır. Üçüncüsü ise, ABD'nin çarpıcı bir biçimde borçlular sınıfına girmesi ve Japonya'nın baskın küresel finansal güç haline gelmesidir (Gilpin, 2012, s.410-411). Bu bağlamda çalışmanın bu kısmında uluslararası finansal sistemin yapısal çerçevesinde şekillenen küresel finansal sermaye politikaları (finansal liberalizasyon ve sermaye kontrolleri politikaları) temel UPE yaklaşımları; Realizm, Liberalizm ve Marksizm açısından değerlendirilmektedir.

2.3.1. Realist Yaklaşım

Realist Yaklaşımın birçok varsayımı merkantilizm, ekonomik milliyetçilik ve korumacılık yaklaşımları ile ortaktır. Realist Yaklaşım politikanın ekonomiye üstünlüğünü savunmaktadır. Buna göre, piyasa devlet çıkarlarına hizmet etmeli ve ekonomiyi devletin siyasal amaçları doğrultusunda yönlendirmek gerekmektedir. Ulusal ekonominin organizasyonu ulusal güvenlik konularıyla tutarlı ilerlemelidir ve devlet ekonomiyi çıkarları doğrultusunda şekillendirmelidir. İç ekonomik alan ve uluslararası ekonomik alan birbirinden ayrı kabul edilirken realizmin odak noktası devletin güvenliğidir. Ancak güvenlik algısı sadece askeri yönde değil, aynı zamanda ekonomik refahın elde edilmesi yönündedir (Gilpin, 2001, s.17-9).

Hamilton'a göre devlet üretim ekonomisinde etkin bir rol oynamalıdır. Endüstrileşmeye engel olabilecek deneyimsizlik veya sermaye yetersizlikleri gibi iç sorunları ancak devlet müdahalesiyle aşmak mümkündür. Ayrıca uluslararası rekabet ortamında ulusal ekonominin güçlü kalabilmesi için korumacı politikalar kullanılmalıdır. List'e göre liberallerin siyasi istikrar ve barış getireceğini inandıkları *kozmopolitik* dünya görüşü, ulusal rekabeti gözden kaçırmaktadır. Çünkü her ulus devlet ekonomik gelişme için kendi ulusal aracını bulmaktadır (Crane ve Amawi, 1997, s.36).

Realist Yaklaşımına karşı geliştirilen eleştiriler genelde bu kuramın güçlü ve zayıf yanlarına dönüktür. Ekonomik milliyetçiliğin en güçlü yanı küresel ilişkilerde ve ekonomik gelişme araçlarında en baskın unsur olan devlete odaklanmasıdır. İkinci güçlü yanı küresel ekonomik ilişkilerin örgütlenmesinde ve yürütülmesinde güvenliği ve politik çıkarları vurgulamasıdır. Üçüncü güçlü yanı ise, ekonomik aktivitelerin politik çerçevesini önemseyen, piyasanın rekabetçi gruplar ve devletlerarasında işlemesi gerekliliğini görmesidir. Realist Yaklaşımın zayıf yanlarından birisi, uluslararası ekonomi politik ilişkilerin tek başına yürütüldüğü ve her daim sıfır toplamı olduğu inancında olmasıdır. Ticaret, yatırım ve diğer tüm ekonomik ilişkiler çatışma ve paylaşma bağlamında milliyetçi öncelikle değerlendirilmektedir. Bir diğer zayıf yönü ise, güç ve zenginlik peşinde koşmanın en azından kısa vadede genellikle çatışma ile sonuçlanmasıdır. Son olarak da ekonomik milliyetçiliğin, tatmin edici bir toplum, devlet ve dış politika kuramından yoksun olduğunu söyleyebilmek mümkündür. Çünkü bu yaklaşım toplum ve devletin ortak bir yapı oluşturduğunu ve dış politikanın ulusal çıkarlara göre şekillendiğini savunmaktadır (Gilpin, 2012, s.65-66).

Merkantilizm; güvenlik (hem politik hem de ekonomik) konusunu öne almaktadır. Bu nedenle politik faaliyetin güvenliği için güçlü bir ordu merkantilizm için bir gerekliliktir. Aynı şekilde, ekonomik güvenlik (istikrar) de merkantilizmin ana gündem konusudur; dış ticaretten ve sömürgelerden sağlanacak kaynak ile ekonomik aktivitenin devamı için şart olan hammaddenin, piyasanın ve güvenli ortamın sağlanması da devlet tarafından yerine getirilmelidir (Frieden ve Lake, 2009, s.37).

Ülkelerin güçlü olma için zengin olmaya, zenginliklerini koruyabilmek için de güvenliğe ihtiyaçları vardır. Bu nedenle, merkantilizmde güç ile zenginlik iç içe geçmektedir; ulusal güvenlik ve refah da bunun araçlarıdır. Ancak politik güvenliğin finansmanı için gereken kaynağı ekonomi sağlamaktadır. Bunun bir sonucu olarak, merkantilizmin ilk amacının ekonomik güvenlik olduğu ortaya çıkmaktadır. Bu noktada, ekonomik istikrarı tehdit eden unsur nedir sorusu sorulmaktadır. Bu soruya verilecek cevabın net olarak belirlenebilmesi durumunda merkantilist yaklaşım açısından mücadele edilmesi gereken konu netleşmiş olacaktır. Ekonomik istikrarı tehdit eden unsurun netleşmesi ile ekonomik istikrar için uygulanması gereken politikaların tasarlanabilmesi için de ilk adım atılmış olmaktadır (Erdağ, 2009, s.46).

Devletler ekonomi politik çıkarlarını, egemenliklerini, bağımsızlıklarını ve değerlerini rakip devletler karşısında korumak ve genişletmek için uluslararası piyasaları yönlendirmeye çalışmaktadır (Gilpin, 2001, s.12). Bu çerçevede güçlü devletlerin bazı rejimler veya örgütler oluşturarak dünya ekonomisini kendi çıkarları doğrultusunda şekillendirmeye çalışmaktadır. Devlet merkezli UPE açısından liberal ve ulusal ekonomik yaklaşımlar, güçlü devletler ile rejimler ve ekonomik örgütler arasındaki ilişkiyi gözardı etmektedir. Realistlere göre, uluslararası örgütlerin veya rejimlerin hem kurulması sürecinde hem de fonksiyonlarının oluşturulması sürecinde dönemin güçlü devletleri önemli bir rol oynamaktadır. Uluslararası politikayı ve dünya ekonomisini çıkarlarına uygun bir şekilde değiştirme veya dönüştürme kapasitesine sahip bu devletlerin, kazanımlarını rejimler veya örgütler yolu ile kurumsallaştırma yoluna gittiği ileri sürülmektedir. Hegemonik güçler olarak adlandırılan bu devletlerin, askeri olarak tüm uluslararası sistemi denetleyebilme kapasitesine sahip olmaması, bu güçleri ekonomi politik çıkarlarını rejimler ve örgütler aracılığıyla sağlamaya itmektedir (Ayhan, 2005, s.47). Devlet merkezli bu yaklaşıma göre, devletler her zaman sınırları ötesindeki ticareti, para akışını ve sermaye akımlarını kontrol etmek istemektedir.

Realist Yaklaşım, küresel finansal politikalarda kendini göstermektedir. Üretim için gerekli faktörlerden biri olan sermaye ülkeler arasında serbestçe dolaşırken, bir diğer faktör olan işgücü ülkeler arasında akışkan değildir. Ülkelerin kalkınma programları için finansal sermayeye şiddetle gereksinim duydukları bir ortamda sermaye kontrol politikalarına başvurmak kolay değildir. Realist Yaklaşım, ekonomik istikrar için bir tehdit olarak gördüğü sermaye akımlarını, geliştirilecek politikalar aracılığıyla mücadele edilmesi gereken bir hedef olarak görmektedir.

Ekonomik istikrarın sağlanması için, devletin uyguladığı bir politika olan sermaye kontrolleri, merkantilist kökenler taşımaktadır. Hedef belirlendikten sonra her ulusal ekonomi kendine göre bir politika aracı seçmektedir. Bazı ekonomilerde kısa vadeli sermaye akımlarının kazançları üzerine vergiler konmaktadır. Bazı ekonomilerde de sermaye girişlerinin belli bir kısmının belirli bir süre için bloke edilmesi zorunluluğu getirilmiştir. Ancak bu politikaların hepsinde devlet ekonomik istikrarın sağlanması için taraf olmakta ve sermaye hareketlerinin olumsuz finansal etkilerinden korunmayı amaçlamaktadır (Erdağ, 2009, s.48-49).

Realist yaklaşımın bir versiyonu olan yeni merkantilizm korumacılığın sadece dış ticarete değil para ve maliye politikalarında da uygulanması gerektiğini ileri sürmektedir. Ancak, gümrük tarifeleri gibi açık bir koruyucu ticaret engelleri yerine, İkinci Dünya Savaşı'ndan sonraki dönemde, daha ustalıkla düzenlenmiş ve koruyucu, engelleyici özelliği gizlenmiş politikaları içermektedir. Bunlardan tarife dışı engeller gibi birçokları ulusal sanayilere ve özel sektöre ekonomik avantaj sağlamaya dönük daha ince bir biçimde tasarlanmış yeni politiklardır.

Yeni merkantilizmin ortaya çıkışının ardındaki sebeplerin başında, ülkeler arasındaki artan karşılıklı bağımlılık gelmektedir. Özellikle 1970'lerden sonra, Bretton Woods sisteminin yıkılmasının ardından, ülkeler arasında karşılıklı bağımlılık önemli ölçüde artmıştır. 1973 ve daha sonra 1979 yılında petrol fiyatlarında meydana gelen artışla birlikte büyük miktarda paranın petrol üreten ülkelere transfer olması, Batı ülkelerinin ekonomik bakımdan zayıfladığı, buna karşılık OPEC'in (Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü) bir ekonomik ve politik güç olarak ortaya çıktığı düşüncesine yol açmıştır. Batı'nın petrol ithalatına ve özellikle OPEC ülkelerine olan bağımlılığı ise bütün dünyada petrol ithal eden ülkelerin politik ajandasında ekonomik güvenliğin ilk sıralara yükselmesine yol açmıştır (Altan, 2013, s.32).

2.3.2. Liberal Yaklaşım

Liberal felsefe tarihsel olarak belli amaçları olan bir siyasal düşünce geleneğini temsil etmektedir. Liberalizm, siyasal alanda eşitlik, rasyonellik ve özgürlük kavramları üzerine; ekonomik alanda ise, siyasal iktidarın sınırlandırılması, mülkiyet özgürlüğü, serbest girişim ve serbest ticaret hakkı temelleri üzerine inşa edilmiştir. Siyasal liberalizm tüm iktidarlara bireysel özgürlükler açısından bir baskı aracı olarak görürken, ekonomik liberalizm ise, politik iktidarlara karşı aynı çekinceleri beslemektedir. Bu nedenle tüm liberaller politik erki, kamu otoritesi ile sınırlandırma ilkesini savunmuştur. Liberalizm bu anlamda, serbest girişimcilere en geniş özgürlükleri sağlamak suretiyle, devletin ayrıcalıklarını ile yöneticilerin yetkilerini olabildiğince sınırlandırma prensiplerini benimsemiştir (Duverger, 2001, s.287-288). Liberal yaklaşımın tarihsel gelişimi klasik liberalizm, keynesçi liberalizm ve neoliberalizm şeklinde olmuştur.

Liberal Yaklaşımın temel varsayımı, politika ve ekonominin birbirinden ayrı alanlar olduğudur. Bu varsayım Liberal yaklaşımın UPE'ye bakışının temelini oluşturmaktadır. Adam Smith, bir toplumun refahının sahip olunan altın rezerviyle değil üretim ve ekonomik büyümeyle ölçülmesi gerektiğini savunmuştur. Ekonomik büyüme de serbest piyasa ile mümkündür. *Görünmez el* kavramını geliştiren Smith, bir toplumun refahı için dile getirdiği görüşlerin tüm devletler için de uygulanabileceğini öne sürerek bu yaklaşımı uluslararası düzeye taşımıştır (Crane ve Amawi, 1997, s.55-6). Buna göre ülkeler arasında ticaret serbest olmalıdır ve böylece herkes zenginlikten payını almalıdır. Liberalizmin diğer bir kaynağını ise Ricardo'nun *karşılaştırmalı üstünlük* tezi oluşturmaktadır. Buna göre her bir devlet daha ucuza mal ettiği üründe uzmanlaşmalı ve pahalıya mal edeceği ürünü ise daha ucuza ithal etmelidir. Böylece yerel ve küresel tüm ekonomik ilişkileri fiyat mekanizması düzenlemekte ve bunu sonucunda maksimum verimlilik sağlanmaktadır (Gilpin, 1987, s.26- 31).

Liberal yaklaşıma katkı bağlamında Keynes, liberalizmin “gizli el” kavramına bağlı olmakla birlikte, ekonomide devlete daha fazla rol biçmektedir. Keynes'e göre bireyler ve piyasalar, geleceğin bilinemediği durumlarda rasyonel olmayan kararlar alma eğilimindedir. Kişisel çıkarları söz konusu olduğunda kişiler rasyonel davranırken bu davranışların kolektif sonucu irrasyonel ve tahrip edici olabilmektedir. Keynesçi liberal yaklaşımda devlete geniş bir rol biçildiğinden bireysel özgürlükler tehlikeye girmiştir (Altan, 2013, s.49).

Liberal yaklaşımın en önemli pratiğini küresel finansal liberalizasyon politikaları oluşturmaktadır. Finansal liberalizasyon politikalarını benimseyen ülkelerin tümünde görülen ortak özellik, devlet müdahalesinin önüne geçilerek ülkelerin sermaye hesabının serbestleştirilmesi ve sermaye akımlarının önünün açılmasıdır. Bunu gerçekleştirmek için sermaye kontrollerini kaldırmak veya minimize etmek gerekmektedir. Finansal liberalizasyon politikalarını geniş anlamda, kredi olanaklarında artışa neden olan arz ve talep faktörleri olarak tanımlayabilmek mümkündür. Finansal liberalizasyon politikalarının dar tanımı ise konuyu fon kullanımı açısından ele almaktadır. OECD (Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü) finansal liberalizasyonu, yabancıların her türlü finansal işlemi yapabilmeleri olarak görmektedir. OECD üyeleri 1961 yılında imzaladıkları anlaşma ile sermaye akımlarının liberalizasyonu politikasını kabul etmişlerdir (UNCTAD, 2003, s.73).

Finansal liberalizasyon sonucu, ülkelerin ihtiyaç duydukları sermayeyi çekebilmek için serbestçe rekabet edebilecekleri ve en etkin küresel sermaye tahsisinin gerçekleşeceği savunulmaktadır. Bunun için ülkelerin sermaye kontrol politikalarından vazgeçmeleri gerekmektedir. Finansal liberalizasyon politikaları kapsamında sermaye akımlarının liberalizasyonu, finansal bir kriz sırasında sermayenin kriz yaşayan ülkeden serbestçe çıkabilmesine de olanak sağlanması bu aşamada gündeme gelmektedir. Diğer taraftan, sermaye ihraç eden ülkeler bilgi teknolojileri, iletişim ve ulaşım sektöründeki olanaklar ile sermaye için en yüksek getiriyi sağlayan ekonomiye kolayca girebilmekte ve kriz zamanlarında gerektiğinde çıkabilmektedir. Liberal Yaklaşım, herkesin çıkarının en çok olması için bir tehdit olarak gördüğü müdahaleleri ve koruma tedbirlerini, mücadele edilmesi gereken hedefler olarak görmekte ve finansal liberalizasyon politikalarını özendirmektedir (Erdağ, 2009, s.54).

Finansal liberalizasyon politikaları uygulamaları daha önce gelişmiş ülkelerde başlamış olup özellikle 1980'lerde hız kazanmıştır. İngiltere'de 1979'da döviz işlemlerindeki kontroller kaldırılmıştır ve Ekim 1986'da hisse senedi piyasalarında hızlı yükseliş görülmüştür. Almanya'da sermaye kontrolleri 1970'lerin ortalarına kadar devam etmiştir ve yabancıların bu ülkede finansal varlık edinmelerine aşamalı olarak izin verilmiştir. Japonya'da ise 1979 yılında sermaye girişleri bağlamında yabancıların finansal varlık edinebilmelerine olanak tanınmıştır ve 1984'te ise sermaye çıkışları serbestleştirilmiştir (Sachs ve Larrain, 1993, s.631).

Liberal UPE yaklaşımına göre gelişmiş ekonomilerden yükselen piyasa ekonomilerine transfer edilen finansal sermaye, teknoloji ve yönetim bilgileri gibi değerler tüm uluslararası alanda ekonomik gelişmişliğin ve refahın büyümesine yol açmaktadır. Bu liberal bakış açısı ile gelecek, en önemli küresel aktörler olarak görülmekte olan çok uluslu şirketlerin ve ulus devletlerin kontrolünden çıkıp sermayenin, düşüncenin ve gelişmişliğin transferinin birer aracı olacağı bir dönem olmaktadır (Gilpin, 1975, s.42).

Küresel sermaye akımlarını çekmek isteyen ülkelerde faaliyete başlayan çokuluslu şirketlerin, gelişmekte olan ekonomilerde önemli ayrıcalıklar elde ettikleri görülmektedir. Bu noktada eğer bir devlet çokuluslu şirketin ülkeye gelmesi için davetiye çıkartıyorsa veya şirketlerin ülkede faaliyet göstermesi için yasalarında değişikliğe gidiyorsa, bu gibi ülkelerde çok uluslu şirketlerin çok etkili olduğu savunmak mümkündür. Bunun en güzel örneği ise son dönemde petrol kaynaklarını uluslararası petrol şirketleri yolu ile uluslararası piyasalara açmak isteyen Kafkasya ve Orta Asya devletlerinin petrol şirketleri ile yaptığı imtiyaz anlaşmaları gelmektedir (Ayhan, 2005, s.23-24).

Küresel ölçekte çok uluslu şirketler minimum maliyet ve maksimum getiri varsayımı gereği sermayenin marjinal veriminin en yüksek olduğu coğrafik mekanlarda üretim gerçekleştirmektedir.

Çok uluslu şirketlerin uluslararası politikaya etkisi konusunda farklı tartışmalar bulunmaktadır. Liberal yaklaşıma göre, bu şirketler ulus devletler arasındaki sorunları ve düşmanlıkları azaltıcı ve ulusal ekonomiler için gerekli sermaye ve finans desteğini sağlayıcı bir etkiye sahiptir. Daha geniş bir tanımlamayla çok uluslu şirketlerin bir ülkenin üretim kapasitesinde artırma; yeni teknoloji ve yönetim bilgisini geliştirme; döviz girişi sağlama; ülkenin toplam ihracatını artırma; ülke içi rekabeti ve dinamizmi artırma; yeni istihdam alanları yaratma ve vergi geliri sağlama gibi olumlu etkileri vardır. Çok uluslu şirketlerin ulusal devletle şirketin merkezinin bulunduğu ülke arasında karşılıklı bir etkileşim sürecinin gelişmesine yardımcı olduğu da ileri sürülmektedir. Çokuluslu şirketlerin iki ülke toplumu arasında kültürel, ticari, turistik ve finans alanlarında karşılıklı bir etkileşim sürecine yol açtığı ifade edilmektedir (Seyyidoğlu, 1999, s.676-677).

Gelişmekte olan ülkelerde ise, finansal liberalizasyon politikaları finansal yetersizliğin baskısından kurtulma ve ekonomik büyümenin sağlanması için kaynak yaratılmasına yönelik çabalar şeklinde görülmüştür. Finansal liberalizasyon politikaları çerçevesinde selektif kredi kontrollerinin kaldırılması, Merkez Bankası para politikası araçları ve bankacılık kesimine yönelik çeşitli uygulamalar konunun para politikaları ile ilgili bir boyutudur. Döviz kuru kontrollerinin kaldırılarak dalgalı döviz kuruna geçilmesi, sermaye piyasalarının yabancılara açılması, özelleştirmeler, özellikle bireysel tüketime dönük yeni bankacılık ve kredi ürünleri geliştirilmesi gibi uygulamalar için gerekli politik, legal ve teknik altyapının hazırlanması da bir diğer boyuttur. Son olarak ihracata dayalı büyüme modelleri ile dış ticaretin serbestleştirilmesi ve ülkenin dışarıya duyarlı hale gelmesi de aynı politikanın diğer bir boyutudur (Erdağ, 2009, s.55).

Realist Yaklaşımın eleştirisine göre liberaller, karşılıklı bağımlılık süreci içerisinde yer alan devletlerin, sorunları çatışma yerine işbirliği ile çözmeye çalıştıklarını ileri sürmektedir. Bu yaklaşımı gerçekçi bulmayan realistlere göre, liberal ekonomi politikçiler ekonominin ve ekonomik aktörlerin rolünü abartmaktadırlar. Liberal ekonomi politikçilerin uluslararası sistemde anarşi olgusuna yeterince yer vermediklerini ileri süren realistlere göre, üst bir otoritenin olmadığı uluslararası ilişkilerde devletlerin temel çıkarı güvenliklerini sağlayacak politikaları uygulamak olmaktadır. Öte yandan realistler, liberallerin savunduğu gibi çok uluslu şirketlerin ve uluslararası ekonomik aktörlerin uluslararası politikayı etkileyebilme yeteneğine sahip olmadığını belirtmektedir. R. Gilpin, R. Vernon'un öne sürdüğü karşılıklı ekonomik bağımlılığın genişlemesi, ayrıca iletişim ve ulaşım alanındaki ilerlemelerin ulus devletlerin etkilerini sileceği varsayımını gerçekçi bulmayan realistler, H. Johnson'un uzun dönemde ekonomik aktörlerin devletlerin politikası üzerinde dominant bir güç olacağı tezini de eleştirmektedir (Gilpin, 1975, s.39).

Yapısalcı Yaklaşımın eleştirisine göre, toplumların ve devletlerin politikalarını yönlendiren birikim ve zenginleşme olgusunun, uluslararası sistemde sömüren ve sömürülen ilişkisinin oluşmasına yol açtığını, Liberal yaklaşımın ise bu sömürü ilişkisine dikkat çekmediğini ileri sürmektedir (Viotti ve Kauppi, 1993, s.456-459). Yapısalcı yaklaşım Liberal yaklaşımdan farklı olarak çok uluslu şirketleri, uluslararası politikayı, uluslararası ticareti ve ulusal burjuvazileri insanlar, toplumlar ve devletlerarasında bağımlılık ilişkilerinin kurulmasında ve sürdürülmesinde merkezi bir rol oynadığını ileri sürmektedir.

2.3.3. Marksist Yaklaşım

Marksizm ve Marksizm'in güncel yorumları olan Neo-Marksizm ve Neo-Gramscici yaklaşımlar devletlerarası ilişkileri ekonomik etkenlerin belirleyici olduğu bir etkileşim alanı olarak görmektedir. Uluslararası güçlerin diyalektik etkileşimi ve kapitalizmin yayılması ve bunun sonucunda sermayenin küreselleşmesi temel sorunsallardan biridir. Marksist UPE analizini dört farklı yaklaşım altında toplamak mümkündür. Birincisi, klasik Marksizm'in devlet ve ekonomiye ilişkin yaklaşımıdır. Buna göre devlet üretim araçlarına sahip olan sınıfın çıkarlarını korumak üzere oluşturulmuş bir yapıdır (Crane ve Amawi, 1997, s.83-84). İkincisi, Lenin'nin emperyalizm yaklaşımıdır. Buna göre, sanayileşmiş ülkeler hammadde temini ve işlenmiş ürünlerin pazarlanması amacıyla dünyanın azgelişmiş ülkelerini sömürgeleştirmişlerdir. Üçüncüsü, yeni Marksistler tarafından geliştirilen dünya sistemi yaklaşımıdır. Buna göre çağdaş dünya sistemi merkez, çevre ve yarı çevre olmak üzere üç ayrı kategoriden oluşmaktadır (Wallerstein, 2004, s.11-2). Dördüncüsü ise eleştirel Marksistler tarafından geliştirilen hegemonya yaklaşımıdır. Buna göre, uluslararası düzen sadece baskın durumda olan devletlerin zorlayıcı gücüne değil, rızanın kaynağını oluşturan bağımsız küresel sivil topluma dayanmaktadır.

Marksist Yaklaşımın zayıf ve güçlü yanları vardır. Marksist UPE kuramsal yaklaşımın güçlü yanlarından biri, Marksizmin ekonomik sorunları politik yaşamın merkezine yerleştirmesidir. Marksizmin bir diğer katkısı da gerek ulusal gerekse de uluslararası ölçekte işbölümünün doğasına ve yapısına vurgu yapmasıdır. Marksist UPE kuramı, küresel politik değişimlere odaklanması açısından da önemlidir. Marksist yaklaşım, kapsamlı bir sosyal değişim kuramı geliştirmiştir. Bu yaklaşımın zayıf yanı ise, küresel ilişkilerde politik ve stratejik faktörlerin rolünü inkar etmesinden kaynaklanmaktadır. Marksist yaklaşım, küresel ilişkilerin dinamiğinin kapitalist ekonomilerin mal ihracatı ve artı sermaye ihtiyaçlarından kaynaklandığını belirtmektedir. Bir noktaya kadar ulusal ekonomilerin eşitsiz gelişimi savaşılar neden olurken, bu yerel ekonominin doğasına bakmaksızın ortaya çıkabilecek ulusal rekabet yüzündendir. Marksist referanslara göre şekillenen Çin ve Rusya devletleri arasındaki çatışmaları bu çerçevede değerlendirmek önemlidir. Bir de piyasa rekabeti ve sermaye akımları gerilimi artırsa ve emperyalizm ile savaşların sebeplerinden biri olsa da bu durum, kapitalist devletlerin dış politika davranışları için yeterli bir açıklama sağlamamaktadır (Gilpin, 2012, s.69-72).

Marksist Yaklaşımına yapılan önemli bir katkı Lenin'in geliştirdiği emperyalizm kuramıdır. Lenin emperyalizmi, kapitalizmin tekelci aşaması olarak ifade etmektedir. Lenin'e göre bu durumun beş temel özelliği vardır. Birincisi, üretimin ve oluşturulan sermayenin yoğunluğunun ekonomik hayatta belirleyici rol oynayan tekeller oluşturacak aşamaya ulaşmasıdır. İkincisi, banka sermayesinin endüstriyel sermaye ile birleşmesi ve *finansal sermaye* temelinde finansal oligarşi oluşmasıdır. Üçüncüsü, gittikçe çok daha önemli hale gelen ve mal ihracatından farklı olarak sermaye ihracıdır. Dördüncüsü, dünyayı kendi aralarında paylaşan uluslararası kapitalist tekellerin belirmesidir. Beşincisi, tüm dünyanın büyük kapitalist güçler arasında kesimlere ayrılmasıdır. Lenin, emperyalizme giden yolun ilk aşamasının serbest rekabet olduğunu ileri sürmektedir. Daha sonra iktisadi gücün sanayicilerden büyük bankalara ve finansal örgütlere transfer eden aşamadan sonra, kapitalizmin son aşaması olarak emperyalizm gelmektedir. Lenin, sanayi ürünü ihracından çok finansal sermaye ihracının görüldüğü aşamada istikrarın kalmayacağını belirtmektedir. Lenin'e göre emperyalist kapitalizm UPE'nin üretim ve finans olmak üzere iki yapısı ile yayılmaktadır. Bu yapılar bağımlılık üretmekte ve sömürüyü kolaylaştırmaktadır (Erdağ, 2009, s.41-42).

Marksist perspektife göre sermayenin küreselleşmesi süreci; uluslararası ticaretin azalmasına, piyasaların küçülmesine, kitlelerin satın alma gücünün ve kapitalist birikimin oransal olarak daralmasına, ekonomik durgunluklara, uluslararası alanda gelir düzeyine bağlı ve ulusal düzeyde emek – sermaye ayrışmalarının radikalleşmesine neden olmaktadır. Böylece kar oranlarının düşmesi, kapitalistlerin üretken yatırımlar yerine spekülasyon faaliyetlere veya finans oyunlarına yönelmesine neden olmaktadır. Söz konusu spekülasyon finansal işlemlerin yol açtığı kaos, yani kağıt üzerinde gözükse ama karşılığı olmayan sanal değerler küresel ekonominin geleceği hakkında oluşan belirsizlik ortamında finansal krizlerin füyücelerini oluşturmaktadır. Hükümetlerin egemenlik haklarını kullanmak suretiyle sabit değeri olmayan paranın büyüklüğüyle oynayarak önünü açtıkları spekülasyon karları aynı zamanda kaynak dağılımını ve gelir dağılımının da bozulmasına neden sebep olmaktadır. Finansal sektörün bu kapsamda küreselleşmesi sektörün balon gibi şişerek büyümesini ve üretken olmayan yatırımların asalak özelliklerinin güçlenmesini destekleyici nitelikte olmaktadır. Bu tür aşırı spekülasyon faaliyetten kaynaklanan finans oyunlarına olan ilginin artması, üretken reel sermaye yatırımlarını azaltmaktadır ve depresyonların salınım aralıklarını sıklaştırmaktadır (Demirer, 1993, s.84).

Marksist Yaklaşımına göre finansal liberalizasyon süreci, küreselleşme adı verilen olgunun son dönemde aldığı özel biçimlerden biridir. Söz konusu olan finansal sermayenin dünya ölçeğinde yeni ve özgün bir değerlendirme tarzıdır. Küreselleşme olarak da sunulan sürecin önemli bir parçasını oluşturan finansal liberalizasyon politikaları, küresel finans sermayesini ön plana çıkarmıştır ve finans sermayesinin önünü açmayı amaçlayan bu politikalar, küresel ekonomiyi bir durgunluk sarmalına sokmuştur (Başkaya, 2004, s.154-159).

Finansal liberalizasyon sonucunda meydana gelen sermaye akımları, likiditeyi artırmakta ve oynanabilecek fonlara ulaşma olanağı sağlamakta ve liberalizasyonun sunduğu fırsatlarla birlikte daha uzmanlaşmış piyasa oyuncularını da beraberinde getirmektedir. Finansal başarısızlık potansiyeli ortaya çıktığında ya da gerçekleşme tehdidi görüldüğünde sermaye çıkışları başlamaktadır. Sonuçta bu da krizin şiddetini arttırmaktadır. Serbestleştirilmiş bir finansal sistemde sermaye çıkışlarının büyüklük ve oynaklığını kontrol edebilecek bir önlem olarak görülen *sermaye kontrolleri* politikaları başarılı olsa bile sistemin temel kırılganlığını düzeltmemektedir. Sermaye kontrolleri sadece krizlerin yoğunluğunu azaltmaktadır (Chandrasekhar, 2005, s.298).

Finansal liberalizasyon ile birlikte doğrudan yatırımlar ya da portföy yatırımları gibi yeni sermaye akım türleri, borç krizinin ardından, borcu ikame etmektedir. Bunun sebebi finansal liberalizasyonun sadece çevre ekonomilerini krize eğilimli hale getirmekle kalmayıp bir de deflasyon ortamına girmeye zorlamasıdır. Bu ortamda büyüme ve insani gelişme olumsuz yönde etkilenmekte ve yurtiçi varlıkların yabancı yatırımcılar tarafından kelepir fiyatlarla ele geçirilmesine olanak vermektedir (Chandrasekhar, 2005, s.319).

Finansal liberalizasyon sürecinde sermaye akımlarının serbestleştirilmesi, az gelişmiş ülkeleri gelişme hedeflerinden uzaklaştırmaktadır. Böylece emperyalist merkez ülkelere yönelik değer transferi derinleşmekte ve bu ülkeler emperyalist merkezler lehine yoksullaşmaktadır (Başkaya, 2005, s.161). Bununla birlikte finansal sermayenin küresel akışkanlık kazanması gelirler üzerindeki baskıyı arttırmakta, karlarını arttırıp rekabetçi konumlarını arttırmak isteyen küresel firmalar, yatırımlarını işçi başına maliyetin daha düşük olduğu yabancı ülkelere kaydırmaktadır. Böylece ücretlerle ilgili kısıtlayıcı politikaları dayatmak kolaylaşmakta ve bunun sonucunda da kapitalistlerin kar ve birikim olanakları artmaktadır (Gouverneur, 1997, s.258-259).

BÖLÜM III

SERMAYE AKIMLARININ YAPISI VE BÜYÜKLÜĞÜ

Bu bölümde önce sermaye akımlarının liberalizasyonunun temelini oluşturan finansal liberalizasyon kavramı, aşamaları, kuramsal temelleri ve etkileri incelenmektedir. Daha sonra sermaye akımlarının yapısı bağlamında sermaye akımlarının tanımı, bileşimi, kuramsal temelleri ve nedenleri açıklanmaktadır. Son olarak yükselen piyasa ekonomilerine yönelen küresel sermaye akımlarının kategorik büyüklükleri analiz edilmektedir.

3.1. Sermaye Akımlarının Liberalizasyonu

Birinci küreselleşme dönemi olarak bilinen 1870-1914 döneminde ülkeler arasında sermaye ve emek serbestçe hareket edebilmektedir. Ancak 1914-1944 iki dünya savaşı arasındaki dönemde ülkeler arası sermaye giriş ve çıkışları çoğu defa spekülatif amaçlı olmuştur ve çeşitli finansal krizlerin çıkmasına neden olmuştur. Bu durum 1944 Bretton Woods Konferansı'nda sermaye akımlarının kontrol altında tutulması görüşünün benimsenmesine neden olmuş ve bu amaçla yalnız ödemeler dengesinin cari işlemler hesabı ile ilgili sermaye giriş ve çıkışlarına izin verilmiş, sermaye hesabı ile ilgili işlemler, özel durumlar dışında yasaklanmıştır. Ancak 1970'lerden itibaren dalgalı döviz kuru sistemine geçilmiş ve sermaye hesabı ile ilgili döviz işlemleri serbest bırakılmıştır (Savaş, 2012, s.14).

1970'li yılların ortalarına kadar tüm dünyada, özellikle de yükselen piyasa ekonomilerinde, Keynesyen iktisadi düşüncenin de etkisiyle uygulanan finansal politikalar korumacı ve müdahaleci bir seyir izlemiştir. Ancak 1970'li yılların sonlarında birçok ülkede yaşanan ekonomik krizlerin kaynağı olarak korumacı ve müdahaleci politikaların görülmesi, bu politikaların ciddi bir şekilde eleştirilmesine neden olmuştur ve serbest piyasa ekonomik sistemine ağırlık verme, deregülasyon ve liberalizasyon gibi kavramlar önem kazanmaya başlamıştır (Kara ve Kar, 2005, s.96). Finansal ilerleme ile ilgili bu teorik ve pratik gelişmeler, finansal liberalizasyon politikaları uygulamalarına ortam hazırlamıştır.

1970’li yılların sonunda gelişmiş ülkelerde uygulanmaya başlanan finansal liberalizasyon politikaları, 1980’li yıllarla birlikte birçok gelişmekte olan ülkede uygulanan yapısal uyum ve istikrar politikalarının bir parçası haline gelerek, gelişmekte olan ekonomileri de kapsayacak biçimde yaygınlaşmıştır. Genellikle dış ticaret ve ulusal finans piyasalarının serbestleştirilmesi ile başlayan finansal liberalizasyon süreci, sermaye akımları üzerindeki tüm kontrollerin kaldırılması ile son şeklini almaktadır. Yükselen piyasa ekonomilerini finansal liberalizasyon politikalarını benimsemeye yönelten en önemli neden; bu ülkelerin potansiyel büyümelerinin önünde en büyük engel olarak görülen sermaye yetersizliğinin üstesinden gelme düşüncesi olmuştur (Keskin, 2008, s.6).

1990’lı yıllardan bu yana yükselen piyasa ekonomilerinin gündeminde iki temel konu bulunmaktadır. Bunlar, finansal küreselleşmenin bir sonucu olarak ortaya çıkan ve önceki yıllarla karşılaştırıldığında büyük ölçüde artış kaydeden değişken sermaye akımları ve ödemeler dengesi krizleridir. Küresel finansal bütünleşmenin ardından sermaye akımlarında meydana gelen artış, pek çok yükselen piyasa ve geçiş ekonomilerinde büyümenin desteklenmesinde büyük bir rol oynamıştır. Ancak sermaye akımlarındaki dalgalanma, merkez bankalarının para politikalarında hedefledikleri parasal büyüme, döviz kuru ve enflasyon gibi değişkenlerde oynaklığa yol açmıştır (Calvo, 1998). Bu durum küresel ekonomik sistemde finansal liberalizasyon politikalarının sorgulanmasına yol açmıştır. Bu bağlamda finansal liberalizasyon için yapısal reform ve zamanlamanın önemine vurgu yapılmıştır.

Reform sıralamasının iyi kurulmuş ve neredeyse evrensel olarak kabul görmüş az sayıdaki özelliklerinden birisi; yurtiçi sermaye piyasalarının ve ödemeler dengesinin temel bir unsurunu oluşturan sermaye hesabının liberalleştirilmesi ile ilgilidir. Sermaye akımlarına (sermaye giriş ve çıkışları anlamında) uygulanan kısıtlama ve kontrollerin, yurtiçi finansal sektörün liberalizasyon süreci kapsamına alınmadan önce serbestleştirilmemesi gerekmektedir. Yurtiçi faiz oranlarının yasal veya yönetsel düzenlemeler sonucunda rassal olarak düşük ya da negatif düzeylerde sabit tutulduğu durumlarda, eğer sermaye akımları serbestleştirilirse bunun sonucunda yurtdışına sermaye çıkışı olmaktadır. Eğer yurtiçi faiz oranları dünya faiz oranlarının altında kalmakta ise, finansal sermaye kaçınılmaz olarak ülkeyi terketme eğilimine girmektedir (Edwards, 1997, s.55-56).

3.1.1. Finansal Liberalizasyonun Tanımı

Finansal liberalizasyonun temelleri McKinnon (1973) ve Shaw (1973)'ın öncülüğünde atılan ve daha sonra Kapur, Galbis, Mathieson, Roubini ve Martin gibi ekonomistler tarafından geliştirilen neoklasik finansal liberalizasyon teorisine dayanmaktadır. McKinnon ve Shaw 1973 yılında yaptıkları çalışmalarda finansal serbestleşme teorisini finansal baskı ve finansal derinlik kavramlarıyla açıklamışlardır. Bu bağlamda bu başlık altında finansal serbestleşme ile birlikte, finansal baskı ve finansal derinlik kavramları açıklanmaktadır.

Finansal liberalizasyon; hükümetlerin, gelişmiş ülkelerin sermayesini kendi ülkelerine çekmek için, ulusal finans sistemi üzerindeki kontrolleri kaldırdığı veya önemli ölçüde azalttığı ve sermaye akımlarının serbest bırakıldığı süreç olarak ifade edilmektedir (Durusoy, 2000, s.15). Bu süreç; faiz kontrollerinin kaldırılması, zorunlu rezervlerin azaltılması, piyasaya girişin yerli ve yabancı bankalar için kolaylaştırılması ve yerli paranın konvertibilitesinin sağlanması gibi ekonomik politika uygulamalarını kapsamaktadır (Karabulut, 2002, s.41). Bu bağlamda finansal liberalizasyon politikalarının amacı; tasarrufların arttırılması, yabancı sermaye girişinin özendirilmesi ve finansal kaynakların kullanımında etkinliğin arttırılmasıdır.

McKinnon ve Shaw'a göre finansal baskı; ulusal finansal sisteme yönelik her türlü kısıtlama ve baskıyı kapsayan ekonomi politikalarıdır. Finansal baskının en önemli unsurunun ise negatif reel faizler olduğunu savunan iktisatçılar, reel faizlerin yüksek olduğu yerlerde finansal sistemin derinlik kazanacağını ve bu durumun ekonomik büyümeye olumlu katkı sağladığını savunmuşlardır. Bu iktisatçılara göre, finansal liberalizasyon politikalarının temel amacı; ekonomik büyümeyi hızlandırmaktır (Tokmak, 2010, s.12).

Finansal derinlik, para arzının GSMH (Gayri Safi Milli Hasıla) veya GSYİH (Gayri Safi Yurtiçi Hasıla) içindeki payını ifade etmektedir. Finansal derinlik, $(M2 + \text{toplam finansal varlıklar}) / \text{GSMH}$ şeklinde gösterilmektedir. Finansal derinlik, finansal sistemin hangi ölçüde genişlediğini ve finansal araçların ne kadar çeşitlendiğini göstermektedir. Bu bağlamda finansal sistem, belirli bir derinlik kazandığında mevduat ve kredilerin vadelerini birbirine eşitleyerek piyasalara yönelik bilgi toplama sürecinde ölçek ekonomilerinden faydalanarak ve riski dağıtarak işlem maliyetlerini en aza indirebilmektedir (Öçal ve Çolak, 1999, s.272).

Ekonomilerde piyasalar arasındaki yoğun etkileşim, finansal liberalizasyon süreçlerinde sıra ve süre sorunlarını ön plana çıkarmaktadır. Finansal gelişme için serbestleştirilecek piyasaların öncelik sıralamasının doğru bir şekilde yapılmasının, serbestleşme politikalarının başarısı için oldukça önemli olduğuna ilişkin birçok görüş bulunmaktadır. Süre sorunu ise, serbestleşmenin hemen mi yoksa aşamalı bir şekilde mi gerçekleştirilmesi gerektiği üzerinde durmaktadır. Literatürde, finansal liberalizasyonun aşamalı olarak gerçekleştirilmesine ilişkin görüş birliği vardır (Uygur, 1993, s.2).

1980’li yıllarda Arjantin ve Şili gibi birçok ülkede finansal liberalizasyon deneyimlerinin krizle sonuçlanması üzerine, sorunun çeşitli liberalizasyon ve reform önlemlerinin yanlış sıralama ve zamanlamasından kaynaklandığı öne sürülmüştür. Böylece, finansal liberalizasyon programları için sıralama ve zamanlama konusu tartışılmaya başlanmıştır (Somel, 1993, s.99)

McKinnon, dış ticaret, iç finansal piyasalar ve mal piyasası üzerindeki kısıtlamalar kaldırıldıktan sonra sermaye akımları kontrollerinin gevşetilmesi gerektiğini ileri sürmektedir. Krueger’e göre (1984) de, denetimlerin kaldırılmasına dış ticaret ile başlanmalı, tarımsal fiyatlar, emek piyasası ve yurtiçi finans piyasası ile sürdürülerek sermaye akımları ile sonuçlandırılmalıdır. Krueger’in bu sıralama önerisini Edwards’da (1984) onaylamaktadır (Uygur, 1993, s.2).

Geleneksel görüş, yurtiçi finansal sistem serbestleştirilmeden önce, reel sektör reformlarını tamamlama, ölçülü denetimin olduğu sağlam bir sistem geliştirme ve makroekonomik ortama istikrar kazandırmanın gerekli olduğunu öne sürmektedir. Bu temel oluşturulduktan sonra, piyasaya dayalı faiz oranlarının yürürlüğe konması ve krediler üzerindeki denetimlerin kaldırılması önerilmektedir. Birçok yazar, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin sürecin sonuna konulmasını önermektedir (Williamson ve Mahar, 2002, s.47).

Eğer uluslararası sermaye akımları, henüz yurtiçi finans piyasası baskı altında iken ve faiz oranları yapay olarak düşük bir düzeyde tutulmakta iken finansal liberalizasyona gidildiğinde, yurt dışına büyük miktarda sermaye çıkışı olmaktadır. Bu nedenle sermaye akımlarının, ancak yurtiçi finans piyasası serbestleştirildikten ve yurtiçi faiz oranları yükseltildikten sonra serbestleştirilmesi gerektiği savunulmaktadır (Çağlar, 2003, s.144).

3.1.2. Finansal Liberalizasyonun Aşamaları

Finansal liberalizasyon dar anlamda; yalnızca iç finansal liberalizasyonu belirtmekle birlikte geniş anlamda; dış finansal liberalizasyonu da kapsayan bir kavramdır. İç finansal liberalizasyon ile yurtiçi tasarruflar finansal sisteme yönelirken, dış finansal liberalizasyon ile sermaye, gelişmiş ekonomilerden yükselen piyasa ekonomilerine yönelmektedir. Böylece küresel eşit kaynak dağılımının sağlanacağı varsayılmaktadır. Bu düşüncenin baskın hale gelmesi ile pek çok yükselen piyasa ekonomisinde finansal liberalizasyon politikaları uygulanmıştır (Keşen, 2011, s.5).

3.1.2.1. İç Finansal Liberalizasyon

İç finansal liberalizasyon, bir ekonomide ulusal para cinsinden borç ve alacak ilişkileri ile varlık tutma kararlarına ilişkin kurumsal yapıda fiyat ve miktar kısıtlamalarının kaldırılması veya yumuşatılması sürecidir. (Williamson ve Mahar, 2002, s.15-16). İç finansal liberalizasyon, genelde mevduat faiz oranlarına yapılan baskının ortadan kaldırılması ve sonuç olarak faizlerin yüksetilmesi şeklinde tasarlanmaktadır (Yılmaz, 2011, s.34). Buna göre sermaye kontrollerinin kaldırıldığı bir ulusal finansal sistem, fonları en karlı oldukları endüstrilere yönlendirmekte ve fiyat sistemi yoğun korumanın beraberinde getirdiği yanlış yönlendirilmiş teşviklerden ziyade, kıtlık hakkındaki doğru bilgiyi açığa çıkardığı zaman bunlar sosyal olarak en çok talep edilen endüstriler olmaktadır (Kazgan, 1994, s.89).

İç finansal liberalizasyon, yurtiçi finansal piyasaların kamu denetimi ve baskısından arındırma girişimlerini içermektedir. Bu çerçevede, bir ülkede devletin elinde bulunan finansal kontrol mekanizmalarının kaldırılması amaçlanmaktadır. Bu anlamda atılacak ilk adım, nominal faiz oranlarının devletin kontrolünden çıkartılıp piyasa koşullarınca belirlenmesi olmaktadır. Faiz oranlarının piyasa mekanizması aracılığı ile belirlenmesi ile finansal piyasalara girişlerin ve çıkışların kolaylaştırılması ve finansal araçlarda çeşitliğin sağlanması hedeflenmektedir. Çünkü faiz oranlarının baskı altında tutulması tasarrufların finansal sisteme yönelerek verimli yatırımları finanse etmesini engellemektedir. İç finansal liberalizasyon ile faiz oranları üzerindeki baskı kalkmaktadır. Bu da toplam iç tasarruflar ve yatırımları artırarak ekonomik büyümeye katkıda bulunmaktadır. Ancak bu hedefin gerçekleşmesi için düşük enflasyon oranı ile bütçe açıklarının kontrol edilebilir düzeyde olması gerekmektedir (Akgün, 1993, s.78).

3.1.2.2. Dış Finansal Liberalizasyon

Dış finansal liberalizasyon, bir ülke yerleşiklerinin yabancı para cinsinden varlık edinmelerini ve borç yükümlülüğüne girmelerini; yerleşik olmayanların ise ulusal finansal sistemde faaliyette bulunmalarını kolaylaştıran politikaları kapsamaktadır. Başka bir ifadeyle dış finansal liberalizasyon; yerleşiklere yurtdışı piyasalara sermaye transferi yapma, yabancı para cinsinden finansal işlem yapma ve yurtdışında finansal varlık edinme, firmalara uluslararası finansal piyasalardan borçlanma ve yerleşik olmayanlara da ulusal piyasalarda yatırım yapma olanağını veren uygulamaları içermektedir (Bilir, 2006, s.15). Dış finansal liberalizasyon sürecinde sermaye kontrollerinin kaldırılmasıyla birlikte gelişmekte olan ülkelerin, yurtiçi ve yurtdışı faiz oranlarının yakınsamasıyla birlikte yatırımların daha da artacağı öngörülmektedir.

Dış finansal liberalizasyon politikaları kapsamında uluslararası finansal piyasalar ile bütünleşmenin sağlanması ve döviz kurlarının müdahalelerden arındırılarak piyasa koşullarına göre belirlenmesi gibi unsurlar da yer almaktadır. Uluslararası sermaye akımlarının liberalizasyonundan önce kamu finansman ve para piyasası dengesinin sağlanmış olması gerektiği konusunda ortak bir kabul vardır. Dış finansal liberalizasyon sürecinde sermaye akımlarının önemli bir kısmı finansal sistem aracılığıyla ülkeye giriş yapmaktadır. Yani finansal sistem ve kısmen bankalar sermaye hareketleri için aracılık rolü üstlenmektedir. Finansal sistemin ve bankaların bu rolü etkin bir biçimde oynaması, banka kredilerinin sektörler arasında dağılımının etkin olduğunun bir göstergesidir (Çetin, 2010, s.7-8).

Dış finansal liberalizasyon aşamasında sadece üretken sermaye olarak ifade edilen doğrudan sermayenin değil, uluslararası sermayenin tüm çeşitlerine ülke piyasalarının açılması amaçlanmaktadır. 1980’li yıllarda öne çıkan dış finansal liberalizasyon olgusunda yer alan bu amaçla, hem sermaye girişleri hem de sermaye çıkışları üzerindeki kontroller kaldırılmıştır. Bu gelişmede sermaye sıkıntısı yaşayan ülkelere tasarrufların bu şekilde yönelebileceği görüşü etkili olmuştur. Buna bağlı olarak tüm dünyada dışa yönelik finansal liberalizasyon politikaları uygulanmış ve sermaye akımları üzerindeki kontroller kaldırılmıştır. Bu politikalar uygulanırken bilgi ve iletişim teknolojilerinde yaşanan gelişmelerle ortaya çıkan yeni finansal araçlarla piyasa derinleşmiş ve gelişmiş ülkelerdeki sermayenin dünya ölçeğinde serbest bir şekilde dolaşmasına olanak sağlanmıştır (İnandım, 2005, s.5).

3.1.3. Finansal Liberalizasyonun Kuramsal Temelleri

Finansal liberalizasyonu açıklayan kuramsal yaklaşımlar temel olarak üçe ayrılmaktadır. Bunlar; McKinnon-Shaw yaklaşımı, Yeni Yapısalcı yaklaşım ve Yeni Keynesyen yaklaşımdır. Klasik yaklaşım, yükselen piyasa ekonomilerinde uygulanan finansal liberalizasyon politikalarının tasarrufları arttırarak yatırımları ve ekonomik büyümeyi hızlandıracakını savunmaktadır. Yeni Yapısalcı ve Yeni Keynesyen yaklaşımlar ise finansal liberalizasyon politikalarının tasarrufları ve yatırımları azaltarak ekonomik büyümeyi yavaşlatacağını öne sürmektedir (Keskin, 2008, s.16).

3.1.3.1. McKinnon-Shaw Yaklaşımı

Finansal liberalizasyon politikalarının makro ekonomik yapı üzerindeki etkileri ilk olarak McKinnon ve Shaw tarafından *finansal liberalizasyon kuramı* adı altında incelenmiştir (Hepsağ, 2009, s.64). Bu kuramda finansal baskı kavramı öne çıkmaktadır. Finansal baskı, hükümetler tarafından finans sektöründe faiz oranları ve döviz kuru oranları gibi finansal fiyatları bozmak ve finansal aracılarn tam kapasitedeki faaliyetlerini engellemek için dayatılan politikalar, yasalar, düzenlemeler ve kontroller seti olarak tanımlanabilmektedir. Finansal baskının en önemli araçları olarak, faiz tavanı ve yüksek rezerv gereksinimi karşımıza çıkmaktadır (İçke, 2009, s.108).

McKinnon-Shaw yaklaşımının temel önermelerine göre; otoritenin belirlediği maksimum faiz oranları, yüksek rezerv gerekliliği, doğrudan kredi programları gibi bankacılık sistemine getirdiği kısıtlamalar; finansal sektörün gelişimini olumsuz yönde etkilemektedir (Aslan ve Küçükkaya, 2006, s.27).

Yeni Klasik yaklaşım, yerli tasarrufların yetersiz kaldığı durumlarda yabancı tasarrufların yerli yatırımlar ve buna bağlı olarak ekonomik büyüme için önemli bir kaynak oluşturduğunu kabul etmektedir. Sermaye akımlarının liberalizasyonu tasarrufların, sermaye darboğazı çeken ülkelere yönelmesine neden olmaktadır. İstenilen ekonomik büyüme hızına ulaşmak için yurt içi tasarruf düzeyleri iyi olmayan yükselen piyasa ekonomilerinde faiz oranlarının yükselmesine bağlı olarak, tasarruf fazlası olan ülkelerin tasarrufları, bu ülkelere çekilebilmektedir. Bu süreç, yükselen piyasa ekonomileri faiz oranının, uluslararası faiz oranları düzeyine inene kadar devam etmektedir. Küresel tasarruf oranlarının faiz oranlarına duyarlılığı, sürecin işleyiş hızını etkilemektedir (Yentürk, 1997, s.136).

Finansal baskı altındaki bir ekonomide ortaya çıkan kredi tayinlaması, üretken yatırımların hem miktarını azaltmakta hem de niteliğini düşürmektedir. Ayrıcalıklı firmalar negatif reel faiz oranlarında kredi bulurlarken, diğer firmalar zorunlu olarak sadece örgütlenmemiş piyasadaki kredilere bel bağlamaktadırlar. Bu ikili yapı, kapasite kullanımında, istihdamda ve teknoloji seçiminde bozulmalara yol açmakta ve buna bağlı olarak büyüme hızı olması gerekenin altına düşmektedir (Uygur, 1993, s.16). Finansal liberalizasyon olgusu, nominal faiz oranına piyasada oluşan denge faiz oranının altında bir tavan belirlemesi şeklinde ortaya çıkan finansal baskıya ve kredi sınırlamalarına son vererek faiz oranlarının serbest piyasa koşullarına göre oluştuğu bir süreci ifade etmektedir (Keskin, 2008, s.17).

McKinnon-Shaw yaklaşımına göre finansal liberalizasyon sürecinde, serbest bırakılan faiz oranları yükselerek tasarruf ve yatırım dengesini sağlayan önemli bir değişken haline gelmektedir ve böylece finansal piyasalara ilişkin tüm bilgileri taşıyan bir gösterge niteliği kazanmaktadır. Faiz oranlarının yükselmesine bağlı olarak tasarrufların banka mevduatlarına kayması çekici duruma gelmekte; bu da yatırıma dönüştürülebilecek kaynakları artırarak ekonomik büyümeyi hızlandırmaktadır. Serbest bırakılan faiz oranlarının yükselmesi sonucunda tasarrufların artması tüketimi azaltıcı bir etki yapmakta ve böylece enflasyonist baskılar da ortadan kalkmaktadır. Ayrıca, faiz oranlarının yükselmesi ile daha önce üretken olmayan yatırımlar artık karlı olmaktan çıkacağı için, tasarruflar daha üretken alanlara yönelmekte ve böylece kaynak dağılımında da etkinlik sağlanabilmektedir (Eser, 1996, s.23).

McKinnon-Shaw yaklaşımı, 1970'lerden itibaren birçok yükselen piyasa ekonomisinde uygulama alanı bulmuştur. Ancak birkaç örnek dışında istenen sonuçlara ulaşamamıştır. Finansal liberalizasyon programları, yatırım ve tasarruf düzeylerini kuramsal beklentilerin tersi yönünde yapısal olarak değiştirmiştir. Finansal liberalizasyon politikaları sonucu artan faiz oranları, tasarruf ve yatırımları uyarma konusunda etkin olamamıştır. Bunun yanında iç ve dış borçların beklenmedik miktarda artmasına sebep olmuştur. Büyük bankalar ve uluslararası piyasalarla bağlantısı olan büyük holdingler ve bunların bankaları, ucuz döviz kredilerine ulaşabilirken; yüksek maliyetlerle yurt içi piyasalardan kredi alan küçük işletmelerin borçları sürekli olarak artmıştır. 1915'ten itibaren, finansal liberalizasyon politikalarını yeni uygulamaya başlayan finansal piyasalar çökmüştür. Bunun sonucunda hükümetler kaçınılmaz olarak finansal piyasalara müdahale etmeye başlamıştır.

3.1.3.2. Yeni Yapısalcı Yaklaşım

Yeni Yapısalcı yaklaşımın kökeni, 1950’lerde ortaya çıkan yapısalcı yaklaşıma dayanmaktadır. Yapısalcı yaklaşımı savunan iktisatçılar, gelişmekte olan ülkelerin kendilerine özgü özellikleri ile gelişmiş ülkelere ayrıldığını ve uygulanacak politikaların da bu ayrıma uygun olması gerektiğini savunmuştur. Bu açıdan, gelişmiş ülkelerde uygulanan neoklasik politikaların yerine, devlet müdahalesi ve korumaya dayalı politikaların gelişmekte olan ülkeler için daha uygun olacağını belirtmişlerdir (Barbaros ve Erol, 2006, s.7). McKinnon-Shaw yaklaşımına en sistemli eleştiriler, öncülüğünü Van Wijnbergen (1982) ve L. Taylor’un (1983) yaptığı Yeni Yapısalcı yaklaşım tarafından geliştirildiğini savunmak mümkündür (Keskin, 2008, s.19-20).

Yükselen piyasa ekonomilerinde piyasa biçimleri mark-up fiyatlamaya temeline dayanmaktadır. Bu durum, faiz maliyetlerinin işletme sermayesi maliyetine eklenmesini gerektirmektedir. Finansal liberalizasyon sonucunda serbest bırakılan faiz oranlarının yükselmesi ile üretim maliyetleri artmakta ve bu artış mark-up fiyatlamaya yöntemiyle fiyatlara yansıtıldığı için enflasyonist bir etki söz konusu olmaktadır (Eser, 1993, s.90). Talep yönünde ise azalan reel ücretler ve artan borçlanma maliyeti, toplam talebi düşürerek üretimin azalmasına yol açmaktadır. Yükselen piyasa ekonomilerinde arz esnekliğinin düşük olduğu ve var olan darboğazlar dikkate alındığında, yüksek borçlanma maliyetinin arz yönlü enflasyonist etkileri, talep yönlü deflasyonist etkilerden daha baskın olmakta ve bu da stagflasyonist bir sürecin başlamasına neden olmaktadır (Özer, 2006, s.26).

Finansal liberalizasyon politikaları sonucunda faiz oranlarının yükselmesi enflasyonu hızlandırıcı bir etki yapmaktadır. Yükselen piyasa ekonomilerinde örgütlenmiş (resmi) finansal piyasaların yanı sıra örgütlenmemiş (resmi olmayan) finansal piyasalar da rol oynamaktadır. Dolayısıyla tasarruf sahipleri ve yatırımcılar, fon arz ve talebinde bulunurken hem resmi bankacılık sistemini hem de resmi olmayan piyasaları kullanmaktadır. Finansal liberalizasyon sonucunda serbest bırakılan faiz oranlarının yükselmesi ile resmi bankacılık sektöründe toplanan mevduat artarken, resmi olmayan finansal sektörde toplanan fonlar azalmaktadır. Yani resmi olmayan piyasadan bankacılık sektörüne bir fon akımı olmaktadır. Böylece her iki sektörde toplanan yatırıma dönüştürülebilir kaynaklar azalmaktadır. Bunun sonucunda ekonomik büyüme hızı düşmektedir (Eser, 1993, s.83-90).

3.2.3.3. Yeni Keynesyen Yaklaşım

Yeni Keynezyen yaklaşıma göre, finansal liberalizasyon sonucu faizlerin yükselmesi durumunda *asimetrik bilgi* sorunu ortaya çıkmaktadır. Borçlular kredinin beklenen getirisi ve riski konusunda tam bilgiye sahipken; kreditorler böyle bir bilgiye sahip değildir. Bu durumda faizlerin yükselmesi ile kredi başvurularının ortalama kalitesi düşebilmektedir. Beklenen getirileri ve risk düzeyleri düşük olan projelerin yüksek borçlanma maliyetinde gerçekleşme olanakları azalmaktadır. Asimetrik bilgidan dolayı kreditorler, düşük ve yüksek riskli projeleri ayıramayınca negatif borçlu havuzundan rassal bir seçim yapmak zorunda kalmaktadır. Bu duruma *yanlış seçim* sorunu denmektedir. Asimetrik bilgi sorunu, finansal piyasaların ve kurumların yeterince gelişmediği yükselen piyasa ekonomilerinde daha fazladır. Ayrıca finansal liberalizasyon, kısa ve uzun vadeli kredi faiz spreadının artmasına yol açmaktadır. Bu durumda finansal sektör giderek spekülative faaliyetlerin bir alanı haline gelmektedir. Bunun sonucunda finansal aktif fiyatlarında aşırı dalgalanmalar olmaktadır. Bu koşullarda uzun vadeli kredilerin risk primi artmaktadır (Gabel, 1995, s.130-132).

Yükselen piyasa ekonomilerinin finans piyasalarında ortaya çıkan finansal kırılganlık, bu ekonomilerde bulunan iki farklı finans sistemi üzerinde farklı etkilere yol açmaktadır. Sermaye piyasasına dayanan bir finans sisteminde, firmalar kendi finansman gereksinimleri için menkul kıymet ihraç ettiklerinden, yatırımların finansmanı büyük ölçüde ikincil piyasadaki dalgalanmalara karşı duyarlı olmaktadır. Krediye dayanan bir finans sisteminde ise, firmalar yatırımlardaki artış nedeniyle borçluluk düzeylerini yükseltmek istemektedir. Bu nedenle finansal istikrarın sağlanabilmesi için istikrarlı bir faiz oranı büyük önem taşımaktadır.

Gelişmekte olan ekonomilerde krediye dayanan finans sistemi daha fazla gelişme gösterdiğinden, parasal yetki kurumları finansal istikrarsızlıklardan kaçınmak için göreceli olarak istikrarlı faiz oranlarını tercih etmektedirler. Hatta enflasyon oranındaki artışa bağlı olarak negatif reel faiz oranları ile de karşılaşabilmektedir. Bu nedenle Yeni Keynesyen yaklaşıma göre, finansal baskı, gelişmekte olan ülkelerin finans piyasalarının kurumsal özellikleri dikkate alındığında akılcı olabilmektedir. Ayrıca Yeni Keynesyenler finansal piyasalarda istikrarı sağlayabilmek için, devletin yasal ve kurumsal düzenlemeler yapmasının ve gerekli olduğunda bu piyasalara müdahale etmesinin zorunlu olduğunu öne sürmektedir (Eser, 1996, s.25-26).

3.2.4. Finansal Liberalizasyonun Etkileri

Finansal liberalizasyonun etkilerine ilişkin olarak genelde şu üç saptamayı yapmak mümkündür. İlk olarak, finansal liberalizasyon sonrasında kar arayışı içinde olan büyük bir para kütlesi önündeki engellerin kaldırılmasıdır. Böylece önemli bir bölümü sıcak para olma özelliğine sahip kısa vadeli sermaye akımlarında kayda değer bir artış meydana gelmektedir. İkinci olarak, 1980’li yıllarla birlikte finansal sermayenin üretim, istihdam ve ticaret gibi reel sektör alanlarından kopma sürecinin hızlanmasıdır. Dolayısıyla finansal sermaye plasmanları üretimi artırıcı, istihdamı genişletici ve ihracatı özendirici olmamıştır. Üçüncü olarak, özellikle kısa vadeli sermaye akımlarının finansal krizlere yol açarak yıkıcı etkiler yaratmasıdır. Yüksek miktarda sermaye girişi, döviz kurlarında istikrarsızlık ve ulusal finansal piyasalarda kırılganlık yaratmaktadır. Bu durumda finansal krizler kaçınılmaz olmaktadır. Finansal liberalizasyon sürecinin kaçınılmaz bir sonucu olarak 1990’lı yıllarda ve 2000’li yılların başında birçok ülkede önemli finansal krizler patlak vermiştir. Bu krizler reel sektörü derinden etkilemiştir (Sönmez, 2003, s.214).

Yükselen piyasa ekonomilerinde, finansal liberalizasyonun en olumsuz sonuçlarından biri dış ticaret alanında gerçekleşmektedir. Aşırı sermaye girişleri sonucunda ulusal para, yabancı paralar karşısında değer kazanmaktadır. Bu durum ihracatı pahalı hale getirerek ihracatçı sektörlerin rekabet gücünü azaltmaktadır ve ucuzlayan ithalat nedeniyle ekonominin ithalata bağımlılığı artmaktadır. Hızlı büyüyen dış ticaret açıkları, ülkelerin cari işlemler dengesi açıklarının da artmasına yol açmaktadır; ancak sermaye girişleri sürdükçe bir ödeme sorunu ortaya çıkmamaktadır. Temel olarak faiz ve döviz kuru arasındaki dengesizlikten kaynaklanan arbitraj olanağına dayanan sermaye girişi; faiz oranlarının devamlı olarak yüksek, döviz kurunun ise değerli olmasını gerektirmektedir. Bu durum ekonomilerin iç ve dış dengelerinin bozulmasına neden olmaktadır. Bu süreçteki ekonomik büyüme dışa bağımlı hale gelmekte, faiz ve döviz kuru arasındaki hassas dengelerin bozulmasıyla ekonomi çöküntüye uğramaktadır (İnsel ve Sungur, 2003, s.7).

Küresel finansal liberalizasyon politikalarının iç ve dış finansal liberalizasyon ayrımı çerçevesinde, temel ekonomik değişkenlere etkileri Tablo 3 ve Tablo 4’te analiz edilmektedir. Etkiler değişkenlerde yükselme/artma ve düşme/azalma biçiminde kendini göstermektedir.

Tablo 3:

İç Finansal Serbestleşmenin Temel Ekonomik Büyüklüklere Etkisi

Büyüklükler	Sonuçlar
GSMH	Gelişmiş ülkelerin genelinde ve Latin Amerika ülkelerinde azalmış, Asya ve Orta Doğu ülkelerinde belirgin bir değişim olmamıştır.
Gayri Safi Yurtiçi Tasarruf	Gelişmiş ülkelerde ve Latin Amerika ülkelerinde azalmış, Asya ve Orta Doğu ülkelerinde belirgin olarak artmış, Afrika ülkelerinde ise belirgin bir değişim yaşanmamıştır.
Gayri Safi Yurtiçi Yatırım	Gelişmiş ülkelere, Afrika, Latin Amerika ve Orta Doğu ülkelerinde belirgin azalışlar olmuştur. Özellikle yüksek gelir grupları olmak üzere tüm gelir gruplarında azalmış, Asya'da bazı bölgelerde artmıştır.
Cari İşlemler Dengesi	Latin Amerika ve üst-orta gelir grubundaki ülkeler haricinde yakın ülke gruplarında artış yaşanmıştır.
GSYH Büyümesi	Asya, Orta Doğu, Afrika ve Gelişmiş ülkelere belirgin olarak daha düşük, Latin Amerika ülkelerinde belirgin olarak daha yüksek büyüme gerçekleşmiştir. Belirgin düşüşlerin çoğunluğu düşük-orta gelir grubundaki ülkelere gerçekleşmektedir.
Tüketim/GSYH	Tasarruflarla tutarlı bir şekilde tüketim, gelişmiş ülkeler ile Afrika ve Latin Amerika ülkelerinde artmakta, Asya ve Orta Doğu ülkelerinde azalmaktadır.
Reel Faiz Oranları	Gelişmiş ülkeler, Afrika ve Latin Amerika ülkelerinde belirgin oranda yükselmeler yaşanmıştır. Asya ve Orta Doğu ülkelerinde belirgin olmayan azalmalar olmuştur.
M2/GSYH	Gelişmiş ülkeler ve Afrika dışındaki tüm ekonomilerde belirgin ve anlamlı bir artış yaşanmıştır.

Kaynak: Reinhart ve Tokatlidis, 2005, s.19.

Tablo 4:

Dış Finansal Serbestleşmenin Temel Ekonomik Büyüklüklere Etkisi

Büyüklükler	Sonuçlar
GSMH	Asya, Afrika ve Orta Doğu ülkelerinde belirgin olarak artmıştır. Gelişmiş ülkelerde azalmıştır.
Gayri Safi Yurtiçi Yatırım	Gelişmiş ülkelerde, Latin Amerika, Afrika ve Orta Doğu ülkelerinde azalmıştır. Asya ülkelerinde bölgesel ölçekte artmıştır. Özellikle yüksek gelir grupları olmak üzere tüm gelir gruplarında azalmıştır.
Özel Sermaye Akımları Toplamı	Gelişmiş ülkeler, Asya ve oransal olarak az olmakla birlikte Latin Amerika ülkelerinde artmıştır. Orta Doğu ülkelerinde küçük değişiklikler ve Afrika ülkelerinde azalmıştır. Düşük gelir grubundaki ülkelerde belirgin olarak azalmış, orta-üst ve orta-alt gelir gruplarında belirgin olarak artmıştır.
Cari İşlemler Dengesi	Afrika ve Orta Doğu ülkelerinde artmıştır. Latin Amerika ülkeleri ve üst-orta gelir grubundaki ülkelerde kötüleşmeler yaşanmıştır.
GSYH Büyümesi	Gelişmiş ülkelerde belirgin olarak daha düşük büyüme gerçekleşmiştir. Tüm gruplarda belirgin olmayan değişimler yaşanmıştır.
Tüketim/GSYH	Tasarruflarla tutarlı bir şekilde tüketim olmuştur. Gelişmiş ülkelerde ve Latin Amerika ülkelerinde artmış, Afrika ve Orta Doğu ülkelerinde değişmemiş, Asya ülkelerinde ise azalmıştır.
Reel Faiz Oranları	Gelişmiş ülkeler ve Afrika ülkelerinde artmış, Asya ve Orta Doğu ülkelerinde belirgin olmayan azalmalar olmuştur. Tüm gelir gruplarında önemli derece artışlar meydana gelmiştir.
M2/GSYH	Afrika hariç tüm bölgelerde ve gelişmiş ülkelerde belirgin olarak artmıştır.

Kaynak: Kaynak: Reinhart ve Tokatlidis, 2005, s.19.

3.2. Sermaye Akımlarının Yapısı

Sermaye akımları 19. yüzyılın ikinci yarısında başlamıştır. 1870’li yıllardan Birinci Dünya Savaşı’na kadar süren klasik altın standardı döneminde sermaye akımları büyükleri önemli boyutlara ulaşmıştır. Altın standardının temel özelliği, ülkelerin para birimleri arasındaki değişim oranlarının standart birim olan altına bağlandığı sabit döviz kuru sistemidir. Ulusal paraların değerinin altın standardına göre belirlenmesi, döviz kuru istikrarını da beraberinde getirdiği için, bu dönemde sermaye akımları hız kazanmıştır (Eroğlu, 2002, s.14). Birinci ve İkinci Dünya Savaşı arasındaki dönemde, küresel finansal sistemde tam bir belirsizlik yaşanmıştır. 1930’ların ekonomik krizinin temel nedeni olarak görülen küresel sermaye akımlarının büyüklüğü minimum düzeye düşmüştür (Yay, 2003, s.17).

1944 yılında kurulan Bretton Woods sistemi, ABD dolarına ve onun aracılığıyla altına bağlı bir para sistemidir. Bu sistem, ayarlanabilir bir sabit kur sistemidir. Bu sistemin kurumsal yapısını IMF ve Dünya Bankası oluşturmaktadır (Seyyidoğlu, 2001, s.11-12). 1940’ların sonunda başlayan hızlı büyüme döneminin 1970’lerin başında duraklaması, sermayeyi riskli de olsa portföy yatırımlarına yöneltmiştir. 1944’den 1970’li yılların başına kadar süren sabit kur rejimi sermaye kontrollerini de içermekte iken, sistemin çöküşünden sonra ülkelerin kendilerinin belirlediği farklı kur rejimlerinin uygulandığı, sermaye kontrollerinin minimum uygulandığı bir dönem yaşanmıştır. Bu dönemde ülkelerin ekonomilerini küresel sermaye akımlarına açtıkları finansal küreselleşme süreci başlamıştır (Eroğlu, 2002, s.15).

Finansal liberalizasyon politikaları sonucu sermaye akımlarının genişlemesi; 1950’lerde europa piyasalarıyla birlikte, asıl olarak Bretton Woods sisteminin çöküşüyle yaygınlık kazanmıştır. 1973’deki petrol krizi de sermaye akımlarının dünya ölçeğinde büyük boyutlara ulaşmasında önemli bir rol oynamıştır. 1973’te petrol fiyatlarının dört kat artmasıyla, europa piyasalarını geliştiren yeni bir finansal akım dalgası ortaya çıkmıştır. Bu dalga, 1982 yılında uluslararası borç krizine neden olmuştur (Keskin, 2008, s.37). 1990’larda küresel finansal piyasalarda yaşanan bütünleşme süreci, sermaye akımlarının kaynağını resmi kanallardan özel kanallara kaydırmıştır (Berksoy ve Saltoğlu, 1998, s.58). Sermaye akımlarındaki yapısal değişimlerin etkisiyle yükselen piyasa ekonomilerine yönelen sermaye akımları içindeki kısa vadeli akımların ve özellikle portföy yatırımlarının oranı hızla büyümüştür.

3.2.1. Sermaye Akımlarının Tanımı

Sermaye akımlarını; yabancı sermaye, yabancı sermaye yatırımları, dış yatırımlar ve uluslararası sermaye hareketleri gibi birçok şekilde ifade etmek mümkündür. Sermaye akımları, bir ülkede gerçek ve tüzel kişilerin yabancı bir ülkede yaptıkları fiziki yatırımlar ve sınır ötesine aktarılan fonlardan oluşmaktadır. Ödemeler dengesi açısından, yurt dışından ülkeye sermaye girişi bir alacak işlemi iken, ülkeden sermaye çıkışı da bir borç işlemidir. Yabancı sermaye girişi, ülkeye döviz kazandırmakta ya da dış dünya üzerinde bir alacak hakkı doğurmaktadır. Tam tersine sermaye çıkışı ise ülkeden döviz çıkışına ya da yabancılara karşı borçlanılmasına yol açmaktadır. Bu nedenle sermaye girişi sermaye hesabında (+) işaretle gösterilirken, sermaye çıkışı ise (-) işaretle gösterilmektedir (Keskin, 2008, s.23-24).

Ödemeler dengesinde sermaye hesabını oluşturan sermaye girişi ile sermaye çıkışının toplamına, sermaye hesabı dengesi denilmektedir. Sermaye hesabı dengesinin pozitif olması, sermaye girişinin sermaye çıkışından daha fazla olduğu anlamına gelmektedir. Ülkenin dışarıya gönderdiğinden daha fazla yabancı sermayeyi ülkeye çekebildiğini ifade eden bu durum *sermaye hesabı fazlası* veya *net sermaye girişi* olarak nitelendirilmektedir. Tam tersine sermaye hesabı dengesinin negatif olması ise, sermaye çıkışının sermaye girişinden daha fazla olduğu anlamına gelmektedir. Ekonominin bilanço dönemi içerisinde net olarak dış dünya üzerindeki finansal veya fiziki yatırımlarında artış olduğunu belirten bu durum, *sermaye hesabı açığı* veya *net sermaye çıkışı* olarak adlandırılmaktadır (Seyidoğlu, 2001, s.391-393).

Sermaye akımları bir ülkedeki yerleşiklerin, bir başka ülkedeki yerleşiklere fon aktarması veya onlardan bir aktif satın almak üzere fon göndermesi ile ortaya çıkmaktadır. Ödemeler dengesinin genel eşitlik ilkesi içinde Cari işlemler dengesi fazlası = Sermaye çıkışı + Rezervlerde artış olarak tanımlanmaktadır. Net sermaye ihracatçısı ülke, rezervleri azalmaya başlayana kadar sermaye ithal eden ülkeye mal ve hizmet ihracatında bulunmak zorundadır. Bu finansal sermaye akımını doğuran reel sermaye hareketidir. Bu reel sermaye hareketi ulusal gelir hesabına ticaret fazlası olarak girmektedir. Ülke tasarrufları ve yatırımları arasındaki dengesizlik bir ülkeden diğer ülkeye reel kaynakların aktarımı ile finanse edilmektedir. Net uluslararası sermaye akımı da ülkelerin tasarruf ve yatırım dengesizliğinin yol açtığı ödemeler dengesi açıklarını finanse etmektedir (Elbir, 2010, s.3).

3.2.2. Sermaye Akımlarının Bileşimi

Ödemeler dengesi istatistikleri, IMF tarafından önerilen sınıflandırma çerçevesinde sermaye akımlarının bileşimi; doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar olmak üzere üç temel kategoriden oluşmaktadır. Bu kategoriler aynı zamanda ödemeler dengesinin finans hesabını oluşturmaktadır. Bu sınıflandırma çerçevesinde, çalışmanın bu kısmında sermaye akımlarının bileşimi kavramsal açıdan açıklanmaktadır.

3.2.2.1. Doğrudan Yatırımlar

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve doğrudan yabancı yatırımlar terimleri genellikle birbirleri yerine kullanılmaktadır. Aralarında çok fazla anlam farkı olmamasına rağmen, doğrudan yatırım, direkt yabancı sermaye yatırımı, özel yabancı sermaye yatırımı ve uluslararası sermaye yatırımları gibi çeşitli kavramlar da doğrudan yabancı sermaye yatırımları yerine kullanılmaktadır.

Doğrudan yabancı sermaye, yatırılabilir kaynakların kişi ve kuruluşlar tarafından başka bir ülkeye taşınmasıdır. Bir ülke borsasında işlem gören şirketlerin hisselerinin bir diğer ülke veya ülkelerin kuruluşları tarafından satın alınmasını ifade eden portföy yatırımları dışında kalan ve bir veya birden fazla uluslararası yatırımcının tamamına sahip olarak veya yerli bir veya birkaç firma ile ortaklık halinde gerçekleştirdiği yatırımlar, doğrudan yabancı yatırımlar olarak tanımlanmaktadır (DPT, 2000, s.1).

Başka bir tanıma göre doğrudan yatırımlar; bir ülkede bir firmayı satın almak, kuruluş sermayesini sağlamak veya mevcut bir firmanın sermayesini arttırmak yoluyla kişi veya firmalar tarafından diğer ülkelerdeki firmalara yapılan ve kendisi ile birlikte teknoloji, işletmecilik bilgisi ve yatırımcının kontrol yetkisini de beraberinde getiren yatırımcılardır. Doğrudan yatırımlarda, ülkeler arasındaki sermaye transferleri, bir piyasa işlemi olmadan diğer ülkeye aktarılmaktadır. Yatırım yapılan ülkeye döviz girişi olmadan da doğrudan yatırımlar gerçekleşebilmektedir. Yabancı sermaye sahiplerinin yatırımdan elde edilen karlarını yeniden yatırılmak üzere sermayeye eklemesi, doğrudan yatırımlar kapsamında değerlendirilmektedir. Doğrudan yatırım, ülkeye üretimde kullanılacak makine, araçlar, yedek parça ve diğer ilgili malzeme şeklinde teknolojik altyapıyı oluşturmak üzere girmektedir (Çınar, 2013, s.7).

Doğrudan yatırımların en önemli özelliği, yurt dışında yeni kurulan veya satın alınan şirketlerin yönetim ve denetiminin yabancıların elinde bulunması ve bunların doğrudan üretime dönük faaliyet göstermesidir. Doğrudan yatırımları, genellikle çok uluslu şirketler yapmaktadır. Çok uluslu şirketlerin amaçları dünya ölçeğinde karlarını maksimuma ulaştırmaktır. Bu nedenle şirket çıkarları, her zaman faaliyet gösterilen ülkenin çıkarlarıyla bağdaşmayabilmektedir. Bu şirketlerin yıllık üretim veya yıllık satış hacimleri birçok durumda faaliyet gösterdikleri ülkelerin ulusal gelirlerinden bile daha büyüktür. Bu da onlara ekonomik gücün yanında büyük bir siyasal güç sağlamaktadır. Buna karşılık içinde faaliyette bulundukları topluma karşı sosyal sorumluluklarını yerine getirerek bu gücü dengeleme olanakları vardır (Seyidoğlu, 2013, s.662).

Doğrudan yatırımların uzun vadeli olması nedeniyle üretime yönelik faaliyetlere yönelerek, milli gelir ve istihdam seviyesini de yükseltebildiğine inanılmaktadır. Dünya ekonomilerinin doğrudan yatırımlara olan bu ilgisini son veriler de gözler önüne sermektedir. UNCTAD (Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı) tarafından hazırlanan Dünya Yatırım Raporu verilerine bakıldığında, 2008 yılı itibariyle dünya çapında uluslararası yatırım stokunun 149 trilyon dolara ulaştığı görülmektedir (UNCTAD, 2009, s.18-23).

En fazla doğrudan yatırım çeken ilk beş ülke ise, ABD, Fransa, Çin, İngiltere ve Rusya olmuştur. En fazla yatırım stokuna sahip gelişmekte olan ülkeler ise; Hong Kong, Çin, Singapur, Meksika, Brezilya ve Rusya'dır. Türkiye ise doğrudan yabancı sermaye alımında yükselen piyasa ekonomileri içinde %2,9 pay almakta ve ekonomiler arasında 20. sırada yer almaktadır. Yükselen piyasa ekonomilerinin aldığı pay 2007 yılında %31 iken 2008 yılında %43'e yükselmiştir (Keşen, 2011, s.26).

Doğrudan yatırımların genel dağılımına bakıldığında, bu yatırımların beşte üçünden fazlasının ABD, Avrupa ve Japonya arasındaki çapraz yatırımlar olduğu görülmektedir. Yine, dörtte üçünden fazlası da sanayileşmiş ülkeler arasındaki çapraz yatırımlar şeklinde gerçekleşmektedir (Adda, 2003, s.89). Bu bulgulardan hareketle, doğrudan yabancı yatırımların yükselen piyasa ekonomilerine yönelik önemli bir eğilim göstermediği açıktır. Bu bağlamda, doğrudan yabancı yatırımların yükselen piyasa ekonomilerine sağlayacağı varsayılan faydaların çok azının gerçekleşmekte olduğunu da savunmak mümkündür. Bu durum, küresel ekonomi politikalarının sorgulanmasına yol açmaktadır.

Ülkeler yabancı sermaye politikalarını düzenlerken doğal olarak bu yatırımlardan bazı yararlar beklemektedirler. Doğrudan yabancı sermaye yatırımı teknolojik yatırıma zemin hazırlamakta, insan sermayesi oluşumuna yardımcı olmakta, uluslararası ticari bütünleşmeye katkıda bulunmakta, daha rekabetçi iş çevrelerinin yaratılmasına yardımcı olmakta ve girişimlerin gelişmesini sağlamaktadır. Bunların tamamı yükselen piyasa ekonomilerindeki yoksulluğun hafiflemesi için güçlü bir araç olan ekonomik büyüme oranının artmasına katkı sağlamaktadır. Ayrıca doğrudan yabancı yatırım ev sahibi ülkenin daha temiz teknolojiler getirerek ve sosyal açıdan makul olan şirket politikalarına önderlik ederek çevresel ve sosyal koşullarını iyileştirmesine yardımcı olabilmektedir (Peet, 2011, s.82).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ev sahibi ülke bakımından belli başlı olumlu ve olumsuz etkileri bulunmaktadır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının bazı olumlu ve olumsuz etkileri Tablo 5’te belirtilmektedir (Seyidoğlu, 2013, s.645-646).

Tablo 5.

Doğrudan Yabancı Yatırımların Olumlu ve Olumsuz Etkileri

Olumlu Etkiler	Olumsuz Etkiler
Ekonominin üretim kapasitesine katkı	Yabancı denetimin artması
Üretim artışı ve istihdam yaratma	Yerel ekonomide tekel yaratma
Yeni teknoloji ve yönetim bilgisi getirme	Teknolojik bağımlılık
Döviz girişi sağlama	Aşırı kar transferleri
İhracatı artırma	İhracatı kısıtlama
Rekabet ve dinamizm yaratma	Kur dalgalanmalarına neden olma
Ölçek ekonomisi yaratma	Döviz giderlerini artırma
Devlet hazinesine vergi geliri sağlama	İşsizlik artışı
Üretim artışı ve istihdam yaratma	Yerli yatırımları azaltıcı etki

Kaynak: Seyidoğlu, 2013.

3.2.2.2. Portföy Yatırımları

Portföy yatırımları; yatırımcının yerleşik olmadığı bir ülkede özel sektörün piyasaya sürdüğü hisse senetlerini, tahvilleri ve diğer finansal türev araçlarını satın almasıdır. Tahvilleri devlet de piyasaya sürmüş olabilmekte ve bunları özel yatırımcılar da satın almış olabilmektedir (Chang ve Gabel, 2005, s.142).

Portföy yatırımları; tasarruf sahiplerinin küresel sermaye piyasalarında uluslararası politik risk, kambiyo kuru riski ve bilgi edinebilme riski gibi ek riskler üstlenerek gelir elde etmek amacıyla hisse senedi, tahvil ve diğer sermaye piyasası araçlarına yaptıkları yatırımlardır. Portföy yatırımları, uluslararası portföy yatırımları ve piyasalar arası portföy yatırımları olarak ikiye ayrılabilir. Uluslararası portföy yatırımları, bir ülkenin ihraç ettiği tahvillerin ve hisse senetlerinin yabancı yatırımcılar tarafından o ülkenin sermaye piyasasında alınıp satılması; aynı işlemin işlemin ülke dışında gerçekleşmesi ise, piyasalar arası portföy yatırımdır (Doğukanlı, 2001, s.219).

Portföy yatırımları belirli bir sektöre veya şirkete bağlı değildir; hem ulusal hem de yabancı şirketlere yatırım yapmak mümkündür. Portföy yatırımları, dinamik ve hızlı değişebilen yatırımlar oldukları için iyi düzenlenmiş finansal piyasalara gereksinim duymaktadırlar. Bu türdeki yatırımlar tümüyle finansal yatırımlar oldukları için finansal faktörlerdeki değişimlere oldukça duyarlıdırlar. Örneğin, ev sahibi ülke ekonomisindeki bir devalüasyon beklentisi, yatırımcıların portföylerini boşaltarak ülkeden çıkış yapmalarına neden olabilmektedir. Portföy yatırımcılarının temel amacı, çeşitlendirme yoluyla getiri ve risk dengelerini optimal düzeye taşımaktır. Yani belirli bir risk düzeyinde maksimum getiri hedeflenmektedir (Keskin, 2008, s.28).

Portföy yatırımları, bazı önemli farklılıklar bakımından doğrudan yatırımlardan ayrılmaktadır. Portföy yatırımları ve doğrudan yatırımlar arasındaki birinci önemli fark, yabancı ülkede yapılan yatırımın yönetimi ve denetimi konusudur. Doğrudan yatırımlarda, yatırımcılar şirket yönetimi ve denetiminde etkili olmaktadır. Portföy yatırımlarında ise, yerleşik şirket üzerinde yönetim hakkı veya denetimi söz konusu değildir; bu yolla yerleşik şirket uluslararası piyasalardan kaynak sağlamış olmaktadır. İkinci önemli fark ise, doğrudan yatırımlarda yatırımcının yatırım sermayesinin yanı sıra üretim teknolojisi ve işletmecilik bilgisini de beraberinde getirmesi; portföy yatırımlarında ise yabancı yatırımcının sermayeden başka bir katkıda bulunmamasıdır (TCMB, 2006, s.8).

3.2.2.3. Diğer Yatırımlar

Ödemeler dengesinin *diğer yatırımlar* olarak ifade edilen sermaye kalemi; doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve rezervler dışında kalan diğer tüm finansal işlemleri içeren artık bir değerdir. Diğer yatırımlar; vadelerine göre uzun vadeli ve kısa vadeli sermaye akımları olarak sınıflandırılabilir. Diğer yatırımların, vadesi bir yıldan fazla olanlara uzun vadeli sermaye akımları; vadesi bir yıla kadar olanlara ise kısa vadeli sermaye akımları denmektedir.

Diğer uzun vadeli sermaye akımları, portföy yatırımları içinde yer almayan, vadesi bir yıldan daha fazla olan yurtiçi borçlanmaları, borç geri ödemelerini ve borç vermeleri içermektedir. Kamu ve özel sektöre ilişkin krediler, banka mevduatları ve diğer alacak ve borçlar bu kapsamda değerlendirilmektedir (Eğilmez ve Kumcu, 2002, s.224). Bankaların, kamu sektörünün ve özel şirketlerin uluslararası finans kuruluşlarından ve yabancı hükümetlerden aldıkları uzun vadeli krediler, genelde proje finansmanında kullanılmak, makroekonomik dengeleri ayarlamak amacıyla verilmektedir. Ayrıca bu tür sermaye akımları, uzun vadeli olmalarından dolayı yetkililerin politika yürütmedeki etkinliklerini bozmamakta ve istikrarlı bir yapı içermektedirler. Sonuçta bu akımların uzun vadeli olmaları, proje finansmanı ve ekonomik dengeleri düzeltmek amacıyla kullanılmaları yanında, genelde özel sektöre akımları nedeniyle bu tür akımların faydalı olduğu ve makro dengeleri bozucu nitelikte olmadıkları savunulmaktadır. Ancak bu tür sermaye yatırımları uygun alanlarda kullanılmadığı zaman maliyetleri yüksek olabilmektedir. Ayrıca aşırı borçlanmada makroekonomik dengeleri olumsuz yönde etkileyebilmektedir (Kont,1998, s.694-695).

Kısa vadeli sermaye akımları, vadesi bir yıla kadar olan özel ve resmi nitelikteki sermaye akımlarıdır. Uygulamada kısa vadeli sermaye akımlarının süresi genellikle 30, 60, veya 90 gündür (Keskin, 2008, s.31). Yerleşiklerin yabancılara veya yabancıların yerleşiklere olan kısa borçlanmalarındaki değişimleri yansıtan bu tür sermaye akımları, dış ticaretin finansmanına yönelik olabileceği gibi, uluslararası faiz ve döviz kuru farklılıklarından yararlanmak amacıyla da ortaya çıkabilmektedir (Güran, 1999, s.291-292). Sıcak veya spekülatif para da denilen kısa vadeli sermaye akımları, özellikle bir ülkeye fazla miktarda girmeye başladığı ve olası bir belirsizlik durumunda da çok kısa bir süre içinde ülke dışına çıkmaya başlaması ekonomide önemli sorunlara yol açmaktadır (Alagöz ve Yapar, 2006, s.83).

3.2.3. Sermaye Akımlarının Kuramsal Temelleri

Sermaye akımlarına yönelik kuramsal yaklaşımlar henüz gelişme aşamasındadır. Bu yöndeki kuramlaştırma çabaları, İkinci Dünya Savaşı'ndan sonraki dönemde, doğrudan yatırımlar ve özellikle portföy yatırımları şeklinde uluslararası finansal piyasalarda dolaşan fonların, küresel ekonomiyi etkileyebilecek düzeyde artmasıyla birlikte anlam kazanmıştır. Ancak ayrıntılı ve genel kabul gören bir sermaye akımları kuramının bulunduğunu söylemek zordur (Delice, 2000, s.53). Bu kısımda sermaye akımlarının kuramsal temelleri çerçevesinde Mundell-Fleming Yaklaşımı, Portföy Dengesi Yaklaşımı ve Faiz Paritesi Yaklaşımı analizlerinden yararlanılmaktadır.

3.2.3.1. Mundell-Fleming Yaklaşımı

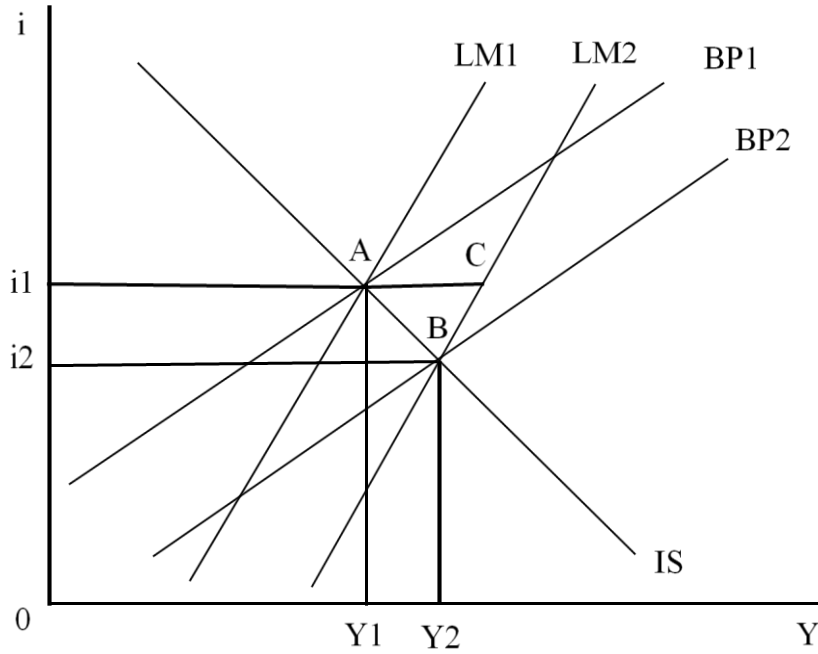
Mundell-Fleming yaklaşımı (MFY), sermaye akımlarının sınırsız olduğu varsayımına dayanarak, döviz kuru sisteminin sabit veya esnek nitelikte olması sonucu iç ve dış makroekonomik denge koşullarını incelemektedir. MFY, sermaye akımlarının temel ekonomi politikalarını incelemesi ve yarattığı etkileri belirlemeye çalışması bakımından önemlidir (Levich, 1978, s.51).

Mundell-Fleming modellerinin oluşturulmaya başlandığı dönemlerde mevcut kur sistemi, sabit kur rejimine dayanmaktadır. Dolayısıyla bu model sabit kur rejimi kökenli olmakla birlikte; aynı zamanda esnek kur rejimine de uyarlanabilir nitelikte olduğunu savunmak mümkündür (Lindbeck, 1979, s.32).

Keynezyen yaklaşımın geliştirilmiş bir versiyonu olan MFY, kapalı bir ekonominin IS-LM modelinden, açık bir ekonominin IS-LM-BP modelini üretmek suretiyle sermaye akımlarının kuramsal analizini geliştirmektedir.

IS-LM-BP yaklaşımı Türkiye örneğinde incelendiğinde; sabit kur sisteminde sermaye girişleri olması durumunda döviz şeklindeki yabancı fonlar, döviz kurunun sabitliğinin korunması için merkez bankası tarafından satın alınarak piyasaya TL arz edilmektedir. Piyasaya arz edilen bu fonların sterilize edilmemesi durumunda artan para arzı (fon arzı) nedeniyle faiz oranları düşmektedir. Artan para arzının enflasyonist olabilecek etkilerini önlemek amacıyla merkez bankasının piyasaya çıkan fazla likiditeyi çekmek için sterilizasyona gitmesi (tahvil ve bono satması) durumunda ise sermaye girişlerinin faiz oranlarını düşürücü etkisi azalabilmekte veya hiç gerçekleşmeyebilmektedir (Keskin, 2008, s.47).

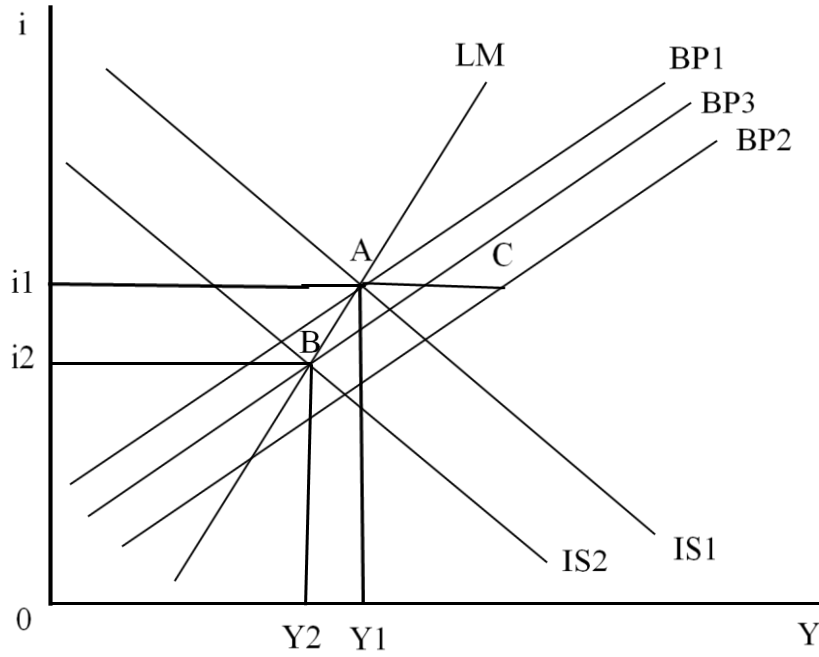
Sabit kur rejimi ve esnek kur rejimi varsayımı altında sermaye girişlerinin faiz oranları üzerindeki etkisini Şekil 1 ve Şekil 2 yardımıyla incelemek mümkündür.



Şekil 1. Sabit kur sisteminde sermaye girişlerinin etkisi

Kaynak: Ünsal, 2005.

Şekil 1' e göre, ekonomi başlangıçta IS-LM₁-BP₁ eğrilerinin kesiştiği A(i_1 , Y_1) noktasında dengededir. Sermaye girişi gerçekleştiğinde BP eğrisi aşağı doğru kayarak BP₁ konumundan BP₂ konumuna gelmektedir. Bu durumda, A noktasına göre ödemeler dengesinde (AC kadar) bir fazla söz konusudur. Sermaye girişi nedeniyle döviz arzının döviz talebinden büyük olması, nominal döviz kurunun düşmesine yol açmaktadır. Bu durumda merkez bankası sabit kuru korumak için döviz piyasasına döviz alarak müdahale etmektedir. Böylece döviz rezervleri ve para arzı artmaktadır. Para arzının artmasına bağlı olarak LM eğrisi aşağı doğru kayarak LM₁ konumundan LM₂ konuma gelmektedir. Yeni denge, IS-LM₂-BP₂ eğrilerinin kesiştiği B(i_2 , Y_2) noktasıdır. Yeni denge noktası (B noktası) daha düşük bir faiz oranına (i_2) karşılık gelmektedir. Özet olarak, sabit kur sisteminde sermaye girişi faiz oranlarını düşürücü bir etki yapmaktadır. Ancak merkez bankası sermaye girişi sonucu para arzında meydana gelecek artışı, uygulayacağı sterilizasyon politikasıyla kısmen ya da tümüyle engellemesi durumunda, LM₁ eğrisinin LM₂'ye göre daha az aşağı kayması veya hiç kaymaması sonucunda faiz oranları daha az düşebilir veya hiç düşmeyebilmektedir.



Şekil 2. Esnek kur sisteminde sermaye girişlerinin etkisi

Kaynak: Ünsal, 2005.

Şekil 2 incelendiğinde, ilgili ekonominin başlangıçta IS_1 -LM- BP_1 eğrilerinin kesiştiği A (i_1 , Y_1) noktasında dengede olduğu görülmektedir. Sermaye girişleri, BP (ödemeler dengesi) eğrisinin aşağı doğru kayarak BP_1 konumundan BP_2 konumuna gelmesine yol açmıştır. Bu yeni durumda, A noktası BP_2 eğrisinin üstünde ve solundadır ve dolayısıyla A noktasında bir ödemeler dengesi (AC kadar) fazlası söz konusu olmaktadır. Yani, bu durumda döviz arzı döviz talebinden büyük olmaktadır. Söz konusu döviz arzı fazlası döviz kurunun düşmesine, yurtiçinde üretilen malların göreceli olarak pahalılaşmasına ve dolayısıyla ihracatın azalmasına, ithalatın artmasına, kısaca net ihracatın azalmasına neden olarak cari işlemler hesabının kötüleşmesine yol açmaktadır. Cari işlemler hesabındaki bu kötüleşme, bir yandan toplam planlanan harcamaların azalması sonucunda IS eğrisinin içe doğru kayarak IS_1 konumundan IS_2 konumuna gelmesine, öte yandan BP eğrisinin de sola doğru kayarak BP_2 konumundan BP_3 konumuna gelmesine neden olmakta ve ödemeler dengesinin yeniden sağlanmasına yol açmaktadır. Böylece mal-para-döviz piyasalarında eşanlı denge IS_2 -LM- BP_3 eğrilerinin kesiştiği B (i_2 , Y_2) noktasında meydana gelmektedir. Bu gelişmeler sonucunda faiz oranının i_2 düzeyine, ulusal gelirin de Y_2 düzeyine düştüğü görülmektedir.

Mundell-Fleming modelinde sermaye akımlarının da ele alınması ile IS-LM modelinin dış ticaret dengesine dayalı eksikliğin giderilmesinde önemli katkılar oluşturmaktadır. Modelin temel varsayımları şunlardır (Ertürk, 1994, 107-108):

- Sermaye tam serbesttir, döviz kurları esnektir.
- Ekonomi eksik istihdam düzeyinde dengededir.
- Para politikası milli geliri etkiler; döviz kurunu ise etkilemektedir.
- Maliye politikası etkin değildir.
- Piyasadaki aktifler; ulusal para ve tahvil ile yabancı para ve tahvilden oluşmaktadır.
- Arbitraj koşulları iç ve dış faiz oranlarını birbirine eşitlemektedir.
- Fiyatlar ve parasal ücretler sabit tutulmaktadır.

MFY'ye göre döviz kuru, döviz piyasasında anında bir akım etkisi yaratabilmektedir. MFY'ye göre yabancı para talebi; dış ticaret dengesi (T) ve sermaye hesabına ilişkin değişimlerden (ΔK) oluşmaktadır. Bu durumun formülasyonu aşağıdaki gibidir (Reinhart ve Vegh, 1995, s.377-378):

$$T_t + \Delta K_t = 0 \quad (1)$$

T_t : t dönemindeki dış ticaret bilançosu

ΔK_t : t dönemindeki sermaye hesabı değişimleri

Bu denkleme göre, dış dengenin sağlanabilmesi için t dönemdeki dış ticaret bilançosu ile t dönemdeki sermaye hesabı değişimi toplamının sıfır olması gerekmektedir. Ayrıca bu denklemden, dış ticaret dengesinde meydana gelebilecek bir açığın sermaye hesabı tarafından kapatılabileceğini çıkarmak mümkündür.

MFY'de rezerv değişimleri ise şöyledir (Gylfason ve Helliwel, 1983, s.821):

$$\Delta R = P [Y, \dot{Y}, E, (\dot{P}/P)] - \dot{B}E\Delta = 0 \quad (2)$$

ΔR : Ulusal para ile ölçülen rezerv değişimi

P: Yurt içi fiyat düzeyi

$\dot{P}$: Yabancı ülke fiyat düzeyi

Y: Yurt içi gelir düzeyi

$\dot{Y}$: Yabancı ülke gelir düzeyi

E: Nominal döviz kuru

$\dot{B}$: Yabancı varlıkların yurtiçi değeri

Bu denkleme göre, döviz kuru tahminlerinin hangi değişkenlere bağlı olarak yapılabileceği görülebilmektedir. Ancak bu değişkenlere, yurtiçi ve yurtdışı para stoku değişkenlerinin de eklendiğini unutmamak gerekmektedir. Bu durumda model şu hale gelmektedir:

$$E = f (Y, \dot{Y}, P, \dot{P}, M, \dot{M}) \quad (3)$$

Bu modelde ücret-fiyat ilişkilerine ağırlık verilmektedir; ancak cari değişimlerin etkisine değinilmemektedir. Cari değişimlerin etkisi çerçevesinde yeniden düzenlenen modeli şöyle formüle etmek mümkündür (Devereux ve Connolly, 1998, s.84):

$$M-P = h_i \quad (4)$$

$$\dot{I} = \dot{I}^* - E \quad (5)$$

$$P = \eta [\xi(E-P) + g + \sigma (\dot{I}-P)] \quad (6)$$

M: Nominal para stoku

M*: Yurtdışı nominal para stoku

P: Fiyatlar genel düzeyi

$\dot{I}$: Nominal faiz oranı

$\dot{I}^*$: Yurtdışı nominal faiz oranı

E: Döviz kuru

G: Maliye politikası

Burada (5) nolu denklem parasal dengeyi göstermektedir. (5) nolu denklem LM eğrisini ifade ederken; (6) nolu denklem ise reel döviz kuru, maliye politikası ve reel faiz oranı değişkeninden oluşan fiyat ayarlamalarının, aşırı mal talebine bağlı olduğunu göstermektedir.

MFY'nin temel zayıflıkları şunlardır (Kearney, 1990, s.104):

- Sermaye hesabında stok ve akım değişkenlerinin etkileri yeterince ele alınmamaktadır.
- Model refah etkilerini içermemektedir.
- Ücret ve fiyatların sabit tutulması karşısında, sadece talep yanlı bir makroekonomi yaklaşımı vardır.
- Beklentilerin oluşumu, gelişme göstermeyen bir biçimde ele alınmaktadır.
- Sermaye akımları, sermaye stoklarındaki değişimlerden çok faiz oranlarındaki değişimlere bağlı olarak hareket etmektedir.

3.2.3.2. Portföy Dengesi Yaklaşımı

Portföy dengesi yaklaşımının (PDY) temelini Markowitz (1952) ve Tobin (1958)'in para talebi ve portföy teorisi üzerine yaptıkları çalışmalar oluşturmaktadır (Pentecost, 1991, s.82). PDY, döviz kurlarında meydana gelen günlük dalgalanmaları yabancı menkul değerlerin arz ve talebindeki değişmelerle açıklamaya çalışan bir yaklaşım sunmaktadır (Seyyidoğlu, 2001, s.387).

Uluslararası sermaye akımlarını stok değişkeni olarak değil; akım değişkeni olarak ele alan PDY, finansal akımlar üzerine odaklanarak kurlardaki anlık değişimleri açıklamaya çalışmaktadır. Sermaye akımları, gelişmiş ve gelişen ülkelerdeki yatırımcılara, portföy farklılaştırması yoluyla, risklerin dağıtılması suretiyle getiri sağlama olanağı vermektedir (Fisher, 1998, s.3)

PDY'ye göre bireyler döviz kuru riskini minimize etmek amacıyla çeşitli para birimleri üzerinden portföylerini oluşturmaktadır. Yatırımcılar da risk ve getiriye bağlı olarak para dışı varlıkları portföylerinde tutmak istemektedir. PDY'de, bireylerin belirli bir zaman diliminde sabit olan servetlerini, yerli ve yabancı paralar ile yurtiçi ve yurtdışı menkul değerler arasında dağıtarak portföylerini oluşturmaktadır. Parasal yaklaşım riske karşı nötr iken; portföy yaklaşımında riskten kaçınan bireylere, varlıkları arasında riski paylaşmak için bir risk primi eklenmektedir. Burada önemli olan nokta, bireylerin yurtiçi ve yurtdışı varlıkları arasında yapacağı dağılımda, yurtdışı varlıkların beklenen getiri oranlarının yurtiçi varlıkların beklenen getiri oranlarından daha yüksek olması gerektiğidir (Classen, 1996, s.60).

PDY'ye göre, belirli bir fona sahip olan yatırımcı, bu fonları çeşitli menkul değerler arasında dağıtmak istemektedir. Bu dağıtımın amacı, kabul edilebilecek bir risk düzeyinde maksimum getiri elde etmektir. Bu nedenle birey, her menkul değer risk ve beklenen getiri oranlarının karşılaştırılması sonucu karar vermektedir. Öte yandan finansal araçların getiri oranları artma eğilimi gösterdikçe, taşıdıkları risk düzeyi de artmaktadır. Burada verilecek olan karar, fon sahibinin kişisel seçimlerine göre değişmektedir. Riskten kaçınan yatırımcı, beklenen getiri oranı düşük olmasına rağmen, en az riskli menkul değerlere yatırım yapmaktadır. Risk almayı seven yatırımcı ise, beklenen getiri oranı en yüksek menkul değer yatırım yapmaktan çekinmemektedir (Seyyidoğlu, 2001, s.388).

PDY ile ilgili ilk denge modelleri McKinnon (1960) ve Kouri (1976) tarafından yapılmıştır. Risk unsurunu içeren faiz paritesi şu şekilde yazılmaktadır:

$$i - i^* = \Delta S_e = \lambda \quad (7)$$

λ : Risk primi

ΔS_e : Döviz kurunun beklenen değişim değeri

i : Yurtiçi faiz oranı Yurt içi faiz oranı

i^* : Yurtdışı faiz oranı

Buna göre bir para riskli duruma gelirse, küresel yatırımcılar tahvil portföylerini daha az riskli konumda bulunan finansal varlıkları seçmektedir. Portföy dengesi modelini ifade eden şu şekilde formüle etmek mümkündür (Taylor, 1995, s.31):

$$W = M + B + (SxB^*) \quad (8)$$

$$M = M (i, i^* + S_e) \times W \quad (9)$$

$$B = B (i, i^* + S_e) \times W \quad (10)$$

$$SxB^* = B^* (i, i^* + S_e) \times W \quad (11)$$

$$B^* = [T \times (S / P)] + [(i \times B^*)] \quad (12)$$

$$W = M + B + (SxB^*) \quad (13)$$

W : Özel sektör net finansal varlık

M : Ulusal para arzı

B : Yurtiçi finansal varlık arzı

B^* : Net yurtdışı finansal varlıklar

S : Döviz kuru

S_e : Ulusal para arzının beklenen değer kaybı

i : Yurtiçi faiz oranı

i^* : Yurtdışı faiz oranı

Bu denklemler, piyasa denge koşullarının yanısıra, ulusal paranın, ulusal finansal varlıkların ve yabancı finansal varlıkların yapılarını da tanımlamaktadır. Bu modele göre; yurtiçi faiz oranları ile yurtdışı faiz oranları arasındaki fark artarsa ulusal para talebi azalmaktadır. Ayrıca; yurtdışı faiz oranları, yurtiçi faiz oranlarına göre yüksek ise yurtdışı tahvil talebi artmaktadır. Döviz kurunda meydana gelebilecek bir değişme, toplam servette de bir değişimin gerçekleşmesine neden olmaktadır. Bu durumda döviz kurunun, yurtiçi finansal varlıkları ve para arzını dengeleyici bir rol üstlenebileceği söylenebilmektedir (Taylor, 1995, s.25-31).

3.2.3.3. Faiz Paritesi Yaklaşımı

Faiz paritesi yaklaşımı (FPY), arbitraj mekanizmasının kısa vadeli finansal piyasalara uygulanması ile ilgilidir. Kısa vadeli finansal fonlar; banka mevduat hesapları, hazine bonosu, banka ve firmaların çıkarttıkları finansman bonosu gibi finansal araçlardan oluşmaktadır. Ülkelerin nominal faiz oranları arasındaki farklılıklar, kısa vadeli büyük fonların farklı ülkelerin para piyasaları arasında hareketine neden olmaktadır. Belli bir risk düzeyinde en yüksek faiz oranını sağlayan finansal araçlar, yatırım için en uygun olanlardır. Aynı risk düzeyindeki kısa vadeli bir finansal aracın faiz oranlarının değişik ülkelerde farklı olması, ülkeler arasında faiz arbitrajı yapma olanağı ortaya çıkarmakta ve fonların faiz oranının düşük olduğu ülkeden yüksek olduğu ülkelere doğru hareket etmesine yol açmaktadır (Keskin, 2008, s.3).

FPY'ye göre, döviz piyasasında spekülâtörler ve arbitrajcılar rol oynamaktadır. Spekülâtörler, döviz kurlarındaki beklenen değişimler ile kar elde etmekte; beklenmeyen yüksek bir döviz kuru değişimi durumunda da döviz riskine girmektedirler. Arbitrajcılar ise, döviz kuru ve faiz oranları arasındaki farklardan kar elde etmek için piyasalar arasında fonlarını hareket ettirmektedir. Spekülâtörlerin talep ettiği vadeli sözleşmeleri, arbitrajcılar arz etmektedir. Vadeli döviz sözleşmeleri, yatırımcılara portföylerini döviz riskine karşı koruma olanağı sunmaktadır. Faiz farklılıklarının oluşumu, politik risklerle etkileşimde bulunan döviz riskleri, diğer olası risk ve maliyet türleri tarafından açıklanamamaktadır. Vergileme ve döviz kontrolleri farklı politikaları etkileyen unsurların içinde bulunmaktadır (Aliber, 1973, s.1456).

FPY, para piyasasındaki faiz farklılıkları ile vadeli döviz kuru arasında bağlantı kurmaktadır. Bu bağlantıyı şu şekilde formüle etmek mümkündür:

$$(F-S) / S = r_d - r_f \quad (14)$$

F: Vadeli döviz kuru

S: Cari döviz kuru

r_d : Yurtiçi döviz kuru

r_f : Yurtdışı döviz kuru

FPY iki şekilde ele alınmaktadır. İlki, güvenceli faiz paritesidir; diğeri ise güvencesiz faiz paritesidir. Güvenceli faiz paritesi şu şekilde formüle edilmektedir (Visser ve Smith, 1993, s.120).

$$(1+i_d) = F_t + S_t(1+i_f) \quad (15)$$

F_t : t dönemdeki forward kur

S_t : t dönemdeki spot kur

i_d : Yurtiçi faiz oranı

i_f : Yurtdışı faiz oranı

Bu eşitliğin sağlanması durumunda iki ülke arasındaki fonların birinden diğerine gitmesi söz konusu olmamaktadır. Güvenceli faiz paritesi, faiz oranları farkı ve döviz kurundaki değişme riskine karşı korunarak getiri elde etmeyi amaçlamaktadır.

Güvencesiz faiz paritesi, vadeli kurları içermeyerek, gelecekteki spot kuru yansıtamamaktadır. Güvencesiz Faiz Paritesi teoremini aşağıdaki gibi formüle etmek mümkündür (Isard, 1987, s.15) :

$$1 + i_d = [(1 + i_f) \times E_t(S_t + 1)] + S_t \quad (16)$$

Formül yeniden düzenlendiğinde;

$$(1 + i_d) + (1 + i_f) = [E_t(S_t + 1)] + S_t \quad (17)$$

S_t : t dönemdeki spot kur

E_t : t dönemdeki beklenen döviz kuru

i_d : Yurtiçi faiz oranı

i_f : Yurtdışı faiz oranı

Bu formülasyona göre, herhangi bir risk unsurunun olmadığı bir durum karşısında yurtiçi faiz oranlarının, yurtdışı faiz oranlarından yüksek olması ($i_d > i_f$) durumunda arbitrajcılar döviz kurunun faiz farkından daha fazla değer kaybetmesi beklenmemesine karşılık olarak fonların dış ülkeleri tercih etmeyeceğini ifade etmektedir.

Risk alıcı spekülâtörlerin sayısındaki belirgin fazlalık ve döviz riskinin tam olarak çeşitlendirilebilir olması durumunda spekülasyon olgusu, yabancı paranın beklenen değerine oranının, döviz kurundaki vadeli prime eşit olmasını gerektirmektedir (Eaton ve Turnovsky, 1982, s.555)

$$F = (\hat{E} / E) \quad (18)$$

E : Yabancı paranın beklenen değeri

$\hat{E}$: Yerli paranın beklenen

3.2.4. Sermaye Akımlarının Nedenleri

Finansal liberalizasyon ile birlikte yükselen piyasa ekonomilerine yönelen sermaye akımları önemli ölçüde artmıştır. Sermaye akımlarını etkileyen faktörler, içsel ve dışsal faktörler olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Sermaye akımlarına neden olan içsel ve dışsal faktörlerin göreceli önemi, yükselen piyasa ekonomilerinin uyguladıkları politikalara göre değişmektedir. Eğer sermaye akımları ağırlıklı olarak içsel faktörlerden kaynaklanıyorsa, yükselen piyasalar istikrarlı makroekonomik ve finansal politikalar uygulayarak sermaye akımlarının olumsuz etkilerini minimize edebilmektedir. Ancak sermaye akımları ağırlıklı olarak dışsal faktörlerden kaynaklanıyorsa, yükselen piyasalar, ihtiyatlı politika uygulamalarına rağmen beklenmeyen dışsal şoklara karşı korunmasız kalabilmektedir (Moreno, 2000, s.2).

3.2.4.1. İçsel Faktörler

İçsel faktörler, sermaye girişlerinin olduğu ülke şartlarınca belirlenen faktörlerdir. Bu çerçevede, yükselen piyasaların kendi ekonomilerinde gerçekleştirdikleri yapısal reformlar ve değişimler içsel faktörler olarak değerlendirilmektedir. Yükselen piyasa ülkelerine yapılan yatırımların yüksek getiriler sunması, bu ülkelerde gerçekleştirilen ekonomik reformlar, büyüme oranlarının artması ve enflasyon oranlarının düşmesi gibi makroekonomik göstergelerdeki iyileşmeler, uluslararası sermayeyi çeken önemli faktörlerdir. Ancak tüm bu faktörlerin yanı sıra, yükselen piyasa ekonomilerinin finansal liberalizasyon doğrultusunda, sermaye akımları üzerindeki kontrolleri kaldırmaları, küresel sermayenin bu ülkelere girişini belirleyen en önemli faktörlerden birisidir (İnandım, 2005, s.16-17).

Çekici faktörler, gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını etkileyen içsel faktörlerdir. Bir ülkede sermayenin getirisinin artmasına etki eden ve ülke koşullarınca belirlenen faktörler çekici faktörler olarak nitelendirilmektedir. Yükselen piyasa ekonomilerinde, faiz oranları, hisse senedi fiyatları, makroekonomik ve politik istikrar, enflasyon, döviz kuru rejimi, ulusal kredi düzeyi, vergi oranları, özelleştirme politikaları ve ulaşım ve haberleşme teknolojisindeki gelişmeler gibi pek çok unsur uluslararası sermaye hareketlerinin ekonomiye yönelmesinde etkili olmaktadır. Bunlarla birlikte, yükselen piyasa ekonomilerinde sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi bu ülkelere yönelik sermaye hareketleri açısından bir ön koşul niteliğindedir (Tokmak, 2010, s.15).

1970’li yıllardaki dünya ekonomik krizinin ardından, küreselleşme baskılarının da etkisiyle yükselen piyasa ekonomileri kapsamlı bir yapısal uyum sürecinden geçmiştir. Yapısal uyum programları, bu ülkeleri piyasa temelli bir yeniden yapılanmaya, ekonomilerini dışa açmaya ve makroekonomik dengelerini *açık ekonomi* şartlarına göre yeniden oluşturmaya zorlamıştır. Yapısal uyum programlarına uyum ve kurumsal düzenlemelerle geçen 1980’lerden sonra, yükselen piyasalar önceki dönemlere göre yeni özellikler kazanmıştır. Sermaye hareketleri açısından ülkelerin kazandıkları bu yeni özellikler, önemli sonuçları da beraberinde getirmiştir. Bu ekonomilerde piyasanın ağırlığının artması, dünya ekonomileri ile bütünleşme sürecini hızlandırmıştır. Ekonomilerin dışa açılması mal ve hizmet düzeyinde ticaret hacmini büyütürken, ülkelerin kaynak gereksinimini de arttırmıştır. Bir yandan finansal piyasaların kurulup geliştirilmesi, diğer yandan kambiyo kısıtlamalarının kaldırılarak sermaye rejiminin bütünüyle serbestleştirilmesi, bu ülkelere akan sermayeyi nitelik ve nicelik yönünden etkilemiştir. Yeni gelişen piyasalar, sermaye girişi için çekici olanaklar sunarken, kambiyo rejimlerinin liberalizasyonu sermaye giriş ve çıkışını kolaylaştırmıştır. Böylece daha hızlı ve daha büyük hacimli sermaye akımları için uygun ortam yaratılmıştır (Berksoy ve Saltoğlu, 1998, s.25-26).

Yurtiçi reel faiz oranı ile döviz kuru arasındaki ilişki (arbitraj), portföy yatırımları ve özellikle kısa vadeli sermaye akımlarını uyaran ve yükselen piyasa ekonomilerine yönelmesini sağlayan içsel faktörlerin başında gelmektedir. Yüksek reel faiz oranı ve düşük döviz kuruna dayalı spekülasyon arbitraj olanakları yaratabilen ekonomiler, küresel finansal sermaye için çekici bir hedef haline gelmektedir. Buradaki arbitraj geliri, yükselen piyasa ekonomilerinin finans piyasalarına giriş yapan 1 birim yabancı paranın, dönem başındaki kurdan ulusal paraya çevrilmesi ve ulusal para bazında faiz geliri elde ettikten sonra tekrar döviz cinsinden yurtdışına çıkması sonucunda elde edilen net geliri göstermektedir. Ulusal para cinsinden faiz oranı R , döviz kurundaki (ulusal para/yabancı para) artış oranı da E ile gösterildiğinde, finansal arbitraj oranını; $[(1+R)/(1+E)] - 1$ şeklinde formüle etmek mümkündür. Bu işlem boyunca arbitraj geliri faiz oranı arttıkça artmaktadır; ulusal paranın yabancı para karşısında değer kaybetmesi durumunda ise azalmaktadır. Arbitraj gelirindeki gerileme, diğer bir ifadeyle yüksek faiz ve düşük kur dengesindeki bozulma, oynak yapıdaki spekülasyon nitelikli kısa vadeli sermaye akımlarının ülkeyi terk etmesine neden olmaktadır (İnandım, 2005, s.17-18).

3.2.4.2. Dışsal Faktörler

Küresel sermaye akımlarının yükselen piyasa ekonomilerine yönelmesinde piyasaların içsel ve dışsal faktörleri etkili olabilmektedir. Dışsal faktörler, yatırım yapılmak istenen ülkenin koşullarında herhangi bir değişiklik yok iken, diğer ülkelerin koşullarında ortaya çıkan değişiklikleri kapsamaktadır. Bu durumda, koşullarında değişme olmayan ülkelerin küresel sermaye akımlarının açısından daha avantajlı hale gelebildiğini söylemek mümkündür (Bedestenci ve Kara, 2004, s.270). Finansal sermayenin çıktığı ülkeler açısından yaklaşan dışsal faktörler, daha çok gelişmiş piyasa ekonomilerinde meydana gelen gelişmeleri ve küresel konjonktürdeki değişmeyi ifade etmektedir (Keskin, 2008, s.53).

Gelişmiş ekonomilerden sermaye çıkışları genellikle, bu ekonomilerde dönemsel olarak yaşanan birtakım değişikliklerin varlık getirileri üzerinde geçici bir baskıya yol açmasına bir tepki olarak gerçekleşebilmektedir. Örneğin; Japonya’da yaşanan durgunlukta varlık fiyatlarının çökmesi, İngiltere’de sterlinin Eylül 1992’de Döviz Kuru Mekanizması’ndan çıkması ve faiz oranlarının düşmesi, ABD’de 1990-1991’deki durgunluğa tepki olarak uygulanan canlandırıcı para politikası sonucunda faiz oranlarının düşmesi gibi durumlarda, daha yüksek kısa vadeli getiri arayan küresel sermaye bu ülkeleri terk etmiştir (İnandım, 2005, s.20).

Dışsal faktörler, değiştiği zaman sermaye akımlarının geri dönme olasılığı yüksek olan koşulları ifade etmektedir. Benzer bir durum yurt içi ekonomi politikalarının değişmesiyle de ortaya çıkmaktadır. Sıkı para politikası izlenmek suretiyle çekilen sermaye akımları, resmi rezervlerin artmasına neden olmaktadır; ancak bunların yatırım, büyüme, cari işlemler dengesi üzerindeki etkisi pek az olmaktadır. Sıkı para-gevşek maliye politikası ve sabit döviz kuru politikası izlendiğinde ekonomide ortaya çıkacak istikrarsızlık sermaye akımlarının geri dönme riskini arttırmaktadır. Sermaye akımları, tutarsız ekonomi politikalarından doğacak geçici kar fırsatından istifade etmek için kısa vadede yüksek kazancın olduğu ülkelere yönelmektedir. Uygun ekonomi politikalarını uygulamayan ve finansal alt yapısını tamamlayamamış olan ülkelerde söz konusu yatırımlar istikrarsız olmaktadır (Aslan, 1995, s.47-48).

İçsel ve dışsal nedenler yükselen piyasa ekonomilerine yönelen sermaye akımlarının yönünü ve büyüklüğünü etkilemektedir.

3.3. Sermaye Akımlarının Büyüklüğü

Yükselen piyasa ekonomilerinde, Keynezyen yaklaşımlar çerçevesinde 1980'lere kadar yaygın olarak düşük faiz uygulamak suretiyle yüksek yatırım düzeylerine ulaşma ve finansal piyasalara müdahale ederek baskı altına alma politikaları uygulanmıştır. Bu politikaları eleştiren Neoklasik yaklaşım, finansal piyasalar üzerindeki baskının yurtiçindeki finans sektörünü dışladığını, finansal kurumların temel fonksiyonlarını yerine getiremediklerini, negatif reel faiz politikası nedeniyle de kredi tahsisinde rasyonel ilkelerin göz önüne alınmadığını vurgulamakta ve ekonomik büyümede öncü sektörün finans piyasalarının olması gerektiğini öne sürmektedir. Bu bağlamda, yükselen piyasa ekonomilerinde böyle bir oluşum için başlatılan finansal liberalizasyon sürecinin başarılı olması için, öncelikle para piyasası ve kamu dengesinin sağlanmış olması gerekmektedir (Çınar, 2013, s.53-54).

Neoklasik finansal liberalizasyon teorisi temelinde birleşen Washington Konsensüsü yaklaşımı; faiz oranlarını serbestleştirmek ve finansal araçları artırmak suretiyle finansal sistemde derinlik yaratılacağını savunmaktadır. Washington Konsensüsü, 10 maddelik politika önerisinde bulunmuştur. Bunlar; finansal disiplin, vergi reformu, kamu harcamalarının yeniden yapılandırılması, finansal liberalizasyon, tek ve rekabetçi döviz kuru, ticaretin serbestleşmesi, doğrudan yatırımlara getirilen kısıtlamaların kaldırılması, özelleştirme, piyasaya girişin ve rekabetin yeniden düzenlenmesi ve mülkiyet haklarının güvence altına alınmasını içermektedir. Bu 10 maddelik politika önerileri, küresel kredi kuruluşlarının politikalarını da etkilemiştir ve özellikle, 1980 sonrasında IMF istikrar paketlerinin finansal liberalizasyon içeren yapısının 1990'lı yıllarda da devam etmesini sağlamıştır (Eroğlu, 2002, s.24).

Bu gelişmeler sonrasında özellikle 1990'lı yıllarla birlikte, yükselen piyasa ekonomilerine yönelik sermaye akımları büyüklüğünde önemli artışlar olmuştur. Bu ülkelerde, dış borçların büyük boyutlara ulaştığı bu dönemde reel faizin yüksek, yerli paranın aşırı değerlenmiş olduğu bir yapıyla doğrudan yatırımlara dayalı büyüme beklentisi olmuştur. Fakat beklentiler gerçekleşmemiş ve gelişen piyasalar birbirini tetikleyen finansal krizlerle karşılaşmıştır. Kendi piyasalarını denetleyebilen ve otoriter siyasal rejimlerin etkisiyle doğrudan yatırımları çekebilen birkaç Uzakdoğu ülkesi dışında, yükselen piyasalar bu süreçten istenilen yararı sağlayamamıştır. Kaldı ki Uzakdoğu ülkeleri de 1997 Asya kriziyle karşılaşmıştır (Adda, 2002, s.93).

Yükselen piyasa ekonomilerine; IMF kredileri hariç, tahviller dahil; uzun vadeli banka kredilerinin net akımı 1970’de 7 milyar dolardan, 1980’de 65,3 milyar dolara, 1990’da 43,1 milyar dolara yükselmiş ve 2000’de 5,1 milyar dolar, 2002’de -9 milyar dolara düşmüştür. Yükselen piyasa ekonomilerine net doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımı akımları 1990’lara kadar çok düşük düzeylerde kalmıştır; ancak bu dönemden sonra da dikkat çekici bir biçimde artmıştır. Yükselen piyasa ekonomilerine net doğrudan yabancı yatırım girişleri büyüklükleri; 1970’te 2,2 milyar dolar, 1980’de 4,4 milyar dolar, 1990’da 24,1 milyar dolar, 2000’de 160,6 milyar dolar ve 2002’de 143 milyar dolar olmuştur. Net portföy yatırımları 1970 ve 1980’de sıfır olarak gerçekleşmiş iken, 1990’da 3,7 milyar dolar, 2000’de 26 milyar dolar ve 2002’de 9,4 milyar dolardır. Yukarıdaki verilerden de anlaşılacağı üzere yükselen piyasa ekonomilerinde portföy yatırımlarında doğrudan yatırımlara göre çok daha büyük dalgalanmalar olmuştur (UNCTAD, 2007, s.4).

Yükselen piyasa ekonomileri, 1991’de küresel toplam portföy yatırımlarının ancak %9,7’si, 1994’te %9’u, 1998’de %6,2’si ve 2000’de yüzde 5,5’ini çekmiştir. Küresel sermaye akımları genel olarak orta gelir grubundaki birkaç büyük ülkede yoğunlaşmaktadır. Net portföy yatırımlarının %84’ü yükselen 8 piyasa ekonomisine gitmiştir. Doğrudan yatırımları en fazla çeken ülke olan Çin, aynı zamanda 1989’dan bu güne yükselen piyasalara giren portföy yatırımları toplamının %22’sini almıştır. Buna karşılık portföy yatırımlarının çok küçük bir kısmı düşük gelir grubundaki ülkelere gitmiştir. Güney Asya ülkeleri (Hindistan hariç) ve Sahra güneyi Afrika ülkeleri (Güney Afrika hariç) hiç net portföy yatırımlarını alamamıştır. Yükselen piyasa ekonomileri, 1991’de küresel toplam doğrudan yatırımların %22,3’ünü, 1994’te %35,2’sini, 1998’de %25,9’unu ve 2000’de %15,9’unu çekmiştir. Doğrudan yabancı yatırımlar, 1992-2001 yıllarında genel olarak orta gelir grubundaki 10 ülkede toplanmıştır. Bu ülkeler; Çin, Brezilya, Meksika, Arjantin, Polonya, Şili, Malezya, Tayland, Çek Cumhuriyeti ve Venezuela’dır. Düşük gelir grubundaki yükselen piyasalara giren net doğrudan yatırımlar, 1970’te 0,3 milyar dolar, 1980’de 0,2 milyar dolar, 1990’da 0,2 milyar dolar, 2000’de 9,7 milyar dolar ve 2002’de 7 milyar dolardır. Bu gelir grubunu kapsayan ülkelere yapılan portföy yatırımları da şu şekildedir: 1970 ve 1980’de hiç portföy yatırımı gerçekleşmemişken, 1990’da 0,4 milyar dolar, 2000’de 9,7 milyar dolar ve 2001’de 2,5 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir (Chang ve Grabel, 2005, s.145).

2000'lerden beri yükselen piyasa ekonomilerine yönelen sermaye akımları hızlı artış göstermiştir. Bu sermaye akımlarının toplamı, 2007'de bu ülkelerin GSYİH'lerinin %8.1'ine ulaşarak zirve yapmıştır. Bu oran Asya Krizi öncesinde 1995'te ulaşılan düzeye eşittir. 2008 Küresel finansal krizin etkisiyle 2008 ve 2009 yıllarında yükselen piyasa ekonomilerine giren net sermaye akımlarının artış hızı yavaşlamıştır. Örneğin; 2010 yılında; net sermaye akımlarının büyüklüğü ülkelerin GSYİH'lerinin %5.8'i düzeyindedir (Global Development Finance [GDF], 2012, s.7).

Tablo 6'da 2000–2013 arası dönemde 153 yükselen piyasa ekonomisine yönelen net sermaye akımlarının bileşenlerine ait büyüklükler gösterilmektedir.

Tablo 6

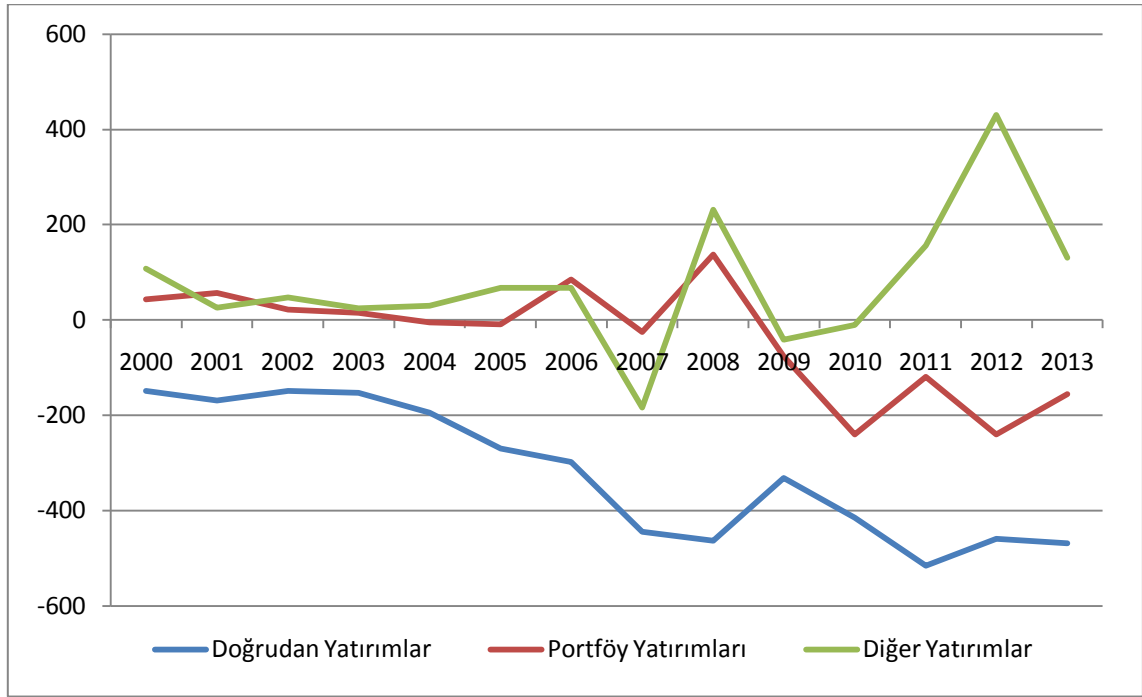
Yükselen Piyasa Ekonomileri Sermaye Akımları Net Büyüklükleri (Milyar Dolar)

Yıllar	Doğrudan Yatırımlar	Portföy Yatırımları	Diğer Yatırımlar
2000	-148,376	42,921	107,463
2001	-168,722	56,391	26,352
2002	-148,785	21,636	47,649
2003	-153,066	14,422	23,925
2004	-194,198	-5,259	29,868
2005	-270,366	-9,181	67,425
2006	-297,86	84,368	67,861
2007	-444,761	-24,732	-183,39
2008	-463,652	136,853	231,963
2009	-331,172	-76,868	-40,824
2010	-415,205	-240,41	-10,49
2011	-515,713	-119,297	156,143
2012	-459,924	-239,888	430,225
2013	-468,97	-155,404	130,604

Kaynak: IMF, 2014.

Tablo 6 incelendiğinde 2000-2013 döneminde son yıllarda yükselen piyasa ekonomilerine giren net doğrudan yatırımlarda hızlı bir büyüme trendi gözlenmektedir. Yükselen piyasa ekonomilerine net doğrudan yatırım girişleri, 2008 ve 2011 yıllarında önemli büyüklüklere ulaşmıştır. Portföy yatırımları net büyüklükleri 2006'da 84,368 milyar dolar ve 2008'de ise 136,853 milyar dolar olmuştur. Diğer yatırımlar ise 2012'de 430, 225 milyar dolar düzeyine ulaşmıştır.

Şekil 3'te 2000–2013 arası dönemde 153 yükselen piyasa ekonomisine yönelik net sermaye akımları büyüklüklerinin gelişimi gösterilmektedir.



Şekil 3: 2000-2013 dönemi yükselen piyasa ekonomilerine yönelik net sermaye akımlarının gelişimi

Kaynak: IMF, 2014.

Sermaye akımlarının bileşenlerini, ödemeler dengesinin diğer unsurlarıyla birlikte değerlendirmek gerekmektedir. Ödemeler dengesi, bir ekonomide yerleşik kişilerin, başka ekonomilerde yerleşik kişilerle belirli bir dönem içinde yapmış oldukları ekonomik işlemlerin sistematik kayıtlarını elde etmek üzere hazırlanan istatistiksel bir rapordur (Eğilmez, 2014). Ödemeler dengesini şu şekilde formüle etmek mümkündür:

$$\text{Ödemeler dengesi} = \text{Cari İşlemler Hesabı} + \text{Sermaye Hesabı} + \text{Finans Hesabı} + \text{Rezerv varlıklar} + \text{Net Hata ve Noksan} = 0.$$

Cari işlemler hesabı; mal dengesi, hizmet dengesi ve gelir dengesinden oluşmaktadır. Sermaye hesabı; sermaye transferleri (borcun bağışlanması), üretilmeyen, finansal olmayan varlıklardaki (ticari marka) değişimlerin izlendiği hesaptır. Finans hesabı; doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, finansal türev yatırımları, diğer yatırımlar ve rezerv varlıklardan oluşmaktadır. Net Hata ve Noksan ise, hesaplar arasında farkların izlendiği hesaptır. Tablo 7'de 153 ülkeden oluşan yükselen piyasa ekonomilerine ait ödemeler dengesi büyüklükleri gösterilmektedir.

Tablo 7

Yükselen Piyasa Ekonomileri Ödemeler Dengesi Net Büyüklükleri (Milyar Dolar)

Yıllar	Cari İşlemler Dengesi	Sermaye Hesabı Dengesi	Rezervlerdeki Değişim
2000	74,762	97,678	73,112
2001	17,317	54,445	102,669
2002	84,211	90,838	162,095
2003	127,304	157,324	241,023
2004	255,033	218,157	424,317
2005	387,955	434,994	597,367
2006	618,73	633,721	765,631
2007	571,741	603,635	1218,179
2008	611,991	670,808	703,812
2009	79,163	246,738	523,643
2010	176,304	323,048	835,232
2011	270,462	416,894	744,953
2012	169,476	387,881	441,38
2013	63,738	231,205	557,302

Kaynak: IMF, 2014.

BÖLÜM IV

SERMAYE KONTROLLERİNİN YÖNTEMLERİ VE UYGULAMALARI

Bu bölümde önce sermaye kontrollerinin temelleri bağlamında sermaye kontrollerinin tanımı, nedenleri, kuramsal temelleri ve etkileri incelenmektedir. Daha sonra sermaye kontrollerinin yöntemleri kapsamında doğrudan ve dolaylı kontrol yöntemleri açıklanmaktadır. Son olarak sermaye kontrolleri uygulamaları bağlamında sermaye kontrol politikalarını uygulamış yükselen piyasa ekonomileri kategorisindeki bazı ülkeler üzerine değerlendirmeler yapılmaktadır.

4.1. Sermaye Kontrollerinin Temelleri

Sermaye kontrolleri politikaları, modern anlamda ilk olarak savaş harcamalarını finanse etmek ve vergi tabanını arttırmak amacıyla Birinci Dünya Savaşı sırasında uygulanmıştır. Sermaye kontrolleri uygulamaları, savaş sırasında veya öncesinde ulusal paralara yapılan atakların askeri harcamaların azaltılmasına yol açması üzerine oldukça önem kazanmıştır (Eichengreen, 2003, s.280). Sermaye kontrolleri uygulamaları savaştan sonra ortadan kalkmaya başlamıştır; ancak 1929'daki Büyük Bunalım ile birlikte tekrar geri gelmiştir (Neely, 1999, s.13). Birinci Dünya Savaşı, Büyük Bunalım ve İkinci Dünya Savaşı gibi olağanüstü durumlarda uygulanan sermaye kontrolleri, son savaşın ardından birçok ülkede ekonomi politikasının temel araçlarından birisi olmuştur (Yay, 2003, s.18).

İlk IMF antlaşmasında, gerektiğinde üye ülkelerin sermaye akımlarını düzenlemek amacıyla sermaye kontrollerini uygulayabilecekleri belirtilmekle birlikte, hiçbir ülkenin bu kontrolleri cari işlemlerdeki ödemeleri kısıtlamak ya da taahhüt edilen fon ödemelerinin transferini erteleyecek şekilde kullanamayacakları vurgulanmaktadır. Bretton Woods sistemi dönemindeki sabit kur sisteminde pek çok ülke ödemeler dengesi sorunlarını çözebilmek amacıyla sermaye kontrollerini uygulamışlardır. Ancak 1970'lerin ilk yıllarında Bretton Woods sisteminin çökmesiyle birlikte, sermaye kontrollerinin yol açtığı maliyetler, gelişmiş ülkelerde kontrollerin aşamalı olarak kaldırılmasına yol açmıştır (Neely, 1999, s.13).

1980–1990 döneminden bu yana gelişmiş ülkelerin hükümetleri, sermayenin dolaşımının tam ve mutlak bir serbestliğe kavuşmasından yana tavır almışlardır. Bu tavır, en ileri ekonomi bilimi adına başta OECD, Dünya Bankası ve IMF olmak üzere küresel örgütler tarafından da benimsenmiştir. Ancak 2008'deki finansal krizden beri tüm dünya yıllar önce verilmiş bu kararın doğruluğunu sorgular hale gelmiştir ve zengin ülkelerin gelecek yıllarda sermaye kontrollerini giderek artırması da beklenmektedir. Gelişmekte olan dünya bir anlamda çıkış yolu göstermiş, 1998'de Asya'da patlak veren finansal kriz Endonezya, Brezilya ve Rusya'yı da kapsayan birçok ülkeyi bu konuda ikna etmiştir. Bu deneyim küresel toplum tarafından dayatılan politikalar ve şok terapilerin her zaman işe yaramadığını ve her ülkenin kendi düzenlemelerini yapmasının zamanının artık geldiğini göstermiştir (Piketty, 2014, s.582).

Yükselen piyasa ekonomilerinde uygulanan finansal liberalizasyon politikalarının başarısızlığa uğraması, finansal liberalizasyon literatüründe sermaye akımlarına karşı daha dikkatli bir yaklaşımı gerekli kılmıştır. Finansal liberalizasyon kuramının kurucularından McKinnon (1995), başarısız deneyimlerden sonra, etkin bir finansal liberalizasyon uygulaması için geçici bazı düzenleme ve kontrollere gereksinim olduğunu belirtmiştir. Bu bağlamda, sermaye akımlarının zararlı etkilerinin azaltılması, dış borçlanmalara uzun vadeli bir nitelik kazandırılması, ticari bankalarla ilgili düzenlemelerin yeniden ele alınması ve uluslararası yatırımcıların kitlesel hareketlerine karşı daha dikkatli olunması gerektiği tartışılmaya başlanmıştır (Delice, 2000, s.333).

IMF (2010), “Sermaye Girişleri: Kontrollerin Rolü” adlı makalesiyle, sermaye kontrollerine ilişkin önemli bir politika değişikliğinin işaretini vermiştir. Bu makalede, IMF uzun zamandır savunduğu her türlü sermaye kontrollerinin finansal piyasaların etkin çalışabilmesi için kaldırılması gerektiği politikasından uzaklaşmıştır. Makalede, kontrollerin sermaye akımlarını yönetmek amacıyla belirli durumlarda kullanılabileceği belirtilmiştir. Ayrıca, sermaye kontrollerinin makroekonomik bağımsızlığı sağlama, finansal kırılganlığı azaltma gibi faydaları olabileceği vurgulanmıştır. Bununla beraber, sermaye kontrollerinin uzun vadede kaynak dağılımını bozacağı ve kontrolleri uygulamanın maliyetli olduğu da belirtilmiştir. Ülkelerin sermaye kontrolleri uygulama kararı verirken bu zarar ve yararları dikkate almaları gerektiği vurgulanmıştır. Sonuç olarak, özellikle son dönemde birçok yükselen piyasa ekonomisi tarafından uygulanmaya başlanan sermaye kontrollerinin belirli durumlarda kullanılabileceği IMF tarafından da benimsenmiştir.

4.1.1. Sermaye Kontrollerinin Tanımı

Sermaye kontrolleri, küresel finansal sermaye akımlarının ortaya çıkardığı olumsuz ekonomik ve politik etkilere karşı ülkenin sermaye akımlarının etkilerini sınırlamak veya bu akımları yönlendirmek amacıyla uyguladığı politikalarlardır. Buradaki ortak amaç yerli ekonomiyi küresel sermaye akımlarının yaratabileceği olumsuzluklardan korumak ve sermaye akımlarının ani bir şekilde ülkeye girip çıkması ile ülkede yarattığı ekonomik tahribatı engellemektir.

Sermaye kontrolleri, küresel sermaye akımlarının hacmini, yönünü, niteliğini ve zamanlamasını değiştirmeye yönelik politika uygulamalarının tümünü kapsamaktadır (Bloomfield, 1946, s.688). Sermaye kontrolleri, sermaye girişlerinin vergilendirilmesi, sermaye girişleri büyüklüğüne üst sınır konulması ve vade yapısına göre sermaye akımlarına farklı kısıtlamalar getirilmesi gibi birçok düzenlemeyi kapsamaktadır. Hükümetler tarafından sermaye kontrolleri kararlarının alınmasında sermaye girişleri, cari işlemler dengesi ve kurumsal kalite gibi değişkenler etkili olabilmektedir. Örneğin Brezilya'ya 2009 yılında yoğun sermaye girişleri olmuştur. Bunun sonucunda ulusal para birimi %30 değerlenmiştir. Brezilya hükümeti bu durum karşısında yabancı yatırımcılara %2 oranında finansal işlem vergisi ödeme zorunluluğu getirmiştir.

Sermaye kontrollerini savunan iktisatçılar, sermaye akımlarını sınırlandırmanın potansiyel iki temel olumlu etkisi olduğunu iddia etmektedir. Birincisi, sermaye kontrolleri dış şoklara ve finansal krizlere karşı ekonomide oluşan kırılganlıkların azaltılmasında etkili olabilmektedir. İkincisi, döviz krizleri yaşayan ülkelerde, daha düşük faiz oranlarının belirlenmesinde, büyümeye yönelik politikaların uygulanmasında ve görece sermaye kontrollerini uygulayan ülkelerin krizlerden sonra daha hızlı bir iyileşme süreci gösterebilmektedir. Ayrıca, sermaye çıkışları üzerinde uygulanan kontrollerin, finansal sektörün yeniden yapılandırılması için de süre kazandırabilmektedir (Çınar, 2013, s.147-148).

Sermaye kontrolleri uluslararası sermaye akımlarını etkileyen resmi düzenlemelerdir. Hükümetler sermaye kontrollerini ekonomik veya politik nedenlerden dolayı uygulayabilmektedirler. Başka bir ifadeyle sermaye kontrolleri, sermaye hesabının sınırlanması veya düzenlenmesi için yapılan tüm uygulamaları kapsamaktadır. Buna göre sermaye kontrolleri Tablo 8'de gösterildiği gibi farklı biçim ve amaçlarla uygulanabilmektedir (Neely, 1999, s.15).

Tablo 8

Sermaye Kontrollerinin Amaçları

Amaç	Yöntem	Yön	Örnek
Gelir Sağlamak Savaş Finansmanı	Çıkışlar üzerindeki kontroller, sabit döviz kuru nedeniyle enflasyonu artırırken, yurtiçi faiz oranlarını kontrol altında tutmaktadır.	Çıkış	I. ve II. Dünya Savaşı ülkeleri
Finansal Baskılama Kredi dağılımı	Hükümetler desteklenmek istenen sektörleri cazip kılmak ve gelirini artırmakta, ayrıca sermayenin kar amacıyla yurtdışına çıkışını engellemektedir.	Çıkış	Yükselen Piyasalar
Ödemeler Dengesi Açıklarını Kapatmak	Çıkışlar üzerindeki kontroller para politikası veya devalüasyona gerek kalmaksızın yabancı varlık talebini azaltmaktadır. Daha yüksek faiz oranlarına olanak vermektedir.	Çıkış	ABD faiz denkleştirme Vergisi 1963-1974
Ödemeler Dengesi Fazlası Azaltmak	Girişler üzerindeki kontroller para politikası veya revalüasyona gerek kalmaksızın yabancı varlık talebini azaltmaktadır. Daha düşük faiz oranlarına olanak vermektedir.	Giriş	Alman Bardepot Bütçesi 1972-1974
Aşırı Sermaye Girişini Engellemek	Sermaye girişinin kısıtlanması kriz sırasında ülkeyi terk eden sermayeyi azaltarak makroekonomik kırılganlıkların oluşumunu engellemektedir.	Giriş	Şili 1991-1998
Finansal İstikrarsızlığı Engellemek	Sermaye kontrolleri uluslararası sermaye akımlarını sınırlandırarak veya bileşimini değiştirerek yurtiçi finansal sistem kırılganlıklarını engelleyebilmektedir.	Giriş	Şili 1991-1998
Kurun Aşırı Değerlenmesini Engellemek	Sermaye girişlerini kısıtlamak resmi kurun aşırı değerlenmesine neden olabilecek yüksek yurtiçi enflasyonu ve parasal taban genişlemesini engellemektedir.	Giriş	Şili 1991-1998
Yurtiçi Varlıkların Yabancı Mülkiyetini Engellemek	Yurtiçi varlıkların (özellikle doğal kaynaklar) yabancı mülkiyetine geçmesini engellemektedir.	Giriş	Meksika Anayasası 27. Maddesi
Tasarrufların Yurtiçi Kullanımını Sağlamak	Sermaye çıkışları kısıtlanarak, tasarruflarını yurtiçi yatırımlarda değerlendirmeyenlerin fonlarının yurtdışına çıkışı engellenmektedir.	Çıkış	
Finansal Sektörü Korumak	Kontroller, özellikle bebek endüstrilerin ve rekabetçi durumda olmayan sektörlerin yurtdışında rekabet edebilir düzeye ulaşana kadar korunması sağlanmaktadır.	Giriş ve Çıkış	

Kaynak: Neely, 1999, s.16.

Magud ve Reinhart (2006) literatürde sermaye kontrolleri için dört korku tanımlamaktadır. Bunlar; döviz kurunun değerlenmesi korkusu, sıcak para korkusu, yüksek hacimli sermaye girişleri korkusu ve para politikasının bağımsızlığının kaybedileceği korkusudur. Sermaye kontrolleri temel olarak bu dört korkunun üstesinden gelme amacına yönelik piyasa temelli veya yönetsel kontroller olarak ekonomik politika uygulamalarını kapsamaktadır.

Döviz kurunun değerlenmesi korkusu: Yoğun sermaye girişleri ulusal paranın değerlenmesine neden olmaktadır. Bu da ekonominin küresel piyasalarda rekabet gücünü azaltmaktadır. Bunu engellemek için döviz piyasasına yapılan müdahaleler uzun dönemde rezervlerde birikmeye neden olmaktadır. Enflasyon açısından bu süreçte döviz karşılığında piyasaya sürülen ulusal para cinsinden likiditenin çekilmesi gerekmektedir. Sterilizasyon olarak bilinen bu süreç ülke ekonomisi için maliyetli olabilmektedir. Likiditenin çekilmesi sürecinde arttırılan rezervler genellikle gelişmiş ülkelerin hazinelerinin daha az riskli, kısa vadeli ve düşük getirili varlıklarına yatırılmaktadır. Bu varlıklara yatırılan her doların alternatif maliyeti ülkenin dış borçlanma maliyetine eşittir. Likit rezerv varlıkların getirisi ile ülkede yapılan yatırımların getirisi arasındaki fark, ülkenin kendini sigortalamasının sosyal maliyetine eşit olmaktadır.

Rodrik (2006), maliyetler bağlamında faiz oranları farkı ve bunun sonucu oluşan maliyetlerin üç farklı yöntemle hesaplandığını göstermiştir. Hesaplamalar sonucunda %3, %5, %7 olarak üç faiz farkını bulmuştur. Bu faiz oranlarının orta noktası olan %5 alındığında fazla yabancı para rezervleri sonucu oluşan maliyet gelişen ülkelerin GSYİH'lerinin %1 oranına yakın olmaktadır. Basit bir karşılaştırma yapılırsa; bu oransal maliyetin gelişen ülkelere uygulanan en iddialı yoksulluğu engelleyici programlardan daha maliyetli olduğunu görmek mümkündür. Bu yüksek maliyetin yanında bir politika aracı olarak sterilizasyon yönteminin uygulanması, döviz kurunun değerlenmesini daha da arttırabilmektedir.

Montiel ve Reinhart (1999), sterilize edilen müdahalelerin sermaye girişlerinin büyüklüğünü arttırdığını belirtmişlerdir. Ayrıca sterilizasyon yöntemiyle yapılan müdahalenin sermaye akımlarının yapısını değiştirdiğini savunmak mümkündür. Bu tip bir müdahalenin doğrudan yatırımlar türü sermayenin payını arttırmak suretiyle sermaye akımlarının yapısını değiştirdiği belirtilmektedir.

Sıcak para korkusu: Sıcak paranın ekonomiye giriş ve çıkış yaparken piyasaları bozması, gelişen ülkelerdeki politika yapıcılar tarafından ulusal ekonomiler için istikrarsızlık yaratan bir unsur olarak görülmektedir. Özellikle finans piyasaları az gelişmiş olan küçük ekonomilerde bu durum daha belirgindir. Sıcak paraya olan bu güvensizlik James Tobin'in uluslararası finansal sistemin tekerine kum atılması şeklinde ifade edilen vergi önerisinin temelini oluşturmuştur. Tobin'e göre yeterince yüksek bir vergi oranının etkili bir şekilde uygulanması ile sermaye girişlerini azaltmak mümkündür. Bu vergi, Tobin'in 1970'li yıllarda ortaya attığı ve yabancı para spekülasyonun önlenmesi, ülkelerin kısa vadeli ve spekülatif sermayeden korunabilmesi amacıyla uluslararası döviz ve efektif işlemlerinden alınmasını önerdiği vergidir. Bu verginin küresel ölçekte uygulanması durumunda yoğun sermaye girişleri ve çıkışları döngüsünü bozarak ekonomide meydana gelebilecek zararları azaltabilmektedir (Ergül, 2012, s.10).

Yüksek Hacimli Sermaye Girişi Korkusu: Ülke ve sektör farkı gözetmeksizin sadece yüksek getiri arayan küresel sermaye, finansal sistemde sorunlar yaratabilmektedir. Uzun vadeli olarak ülkeye gelen yabancı fonlar, süreç içinde varlık fiyatlarında balon oluşumuna neden olarak fiyatlar dengesini bozmaktadır (Magud ve Reinhart, 2006, s.648). 2008 yılında ABD'deki konut piyasasındaki krizin gösterdiği gibi, varlık fiyatlarının yukarı doğru sapması ve sonrasındaki düzeltme hareketi tüm finansal sistemi etkileyerek finansal krize neden olabilmektedir. Yine benzer bir şekilde, yüksek sermaye girişleri sonucunda yüklü sermayesi bulunan yerli finansal kuruluşlar risk mekanizmalarını gevşeterek aşırı risk almaya başlayabilmektedir. Bu durum ise finansal sistemin kırılganlığını arttırmaktadır.

Parasal Otoritenin Kaybedilmesi Korkusu: İmkansız Üçleme Hipotezi'ne göre, makroekonomik bir düzlemde bir ekonomide sabit kur, bağımsız para politikası ve serbest sermaye akımları üçlüsü şeklinde bir ekonomi politikasını aynı anda uygulamak mümkün değildir. Para politikasının esnekliğinin bazı unsurlarını sürdürebilmek için bazı uygulamalardan vazgeçmek gerekmektedir. Dalgalı kur korkusunun yanında, vazgeçilen serbest sermaye hareketliliği, vazgeçilen para politikası bağımsızlığından daha etkin olduğunu savunmak mümkündür. Sermaye kontrollerinin bazı uygulamaları; sermaye akımlarını yönetmek, döviz kuru baskılarını kontrol etmek ve para politikası bağımsızlığını korumak noktalarında yoğunlaşmaktadır. Sermaye kontrol politikalarının asıl amacı sermaye savaşlarını yönetmektir (Crotty ve Epstein, 1996, s.23).

4.1.2. Sermaye Kontrollerinin Nedenleri

Johnston ve Tamisira'nın (1998) çalışmalarına dayanarak sermaye kontrollerinin teorik nedenlerini Ödemeler Dengesi ve Makroekonomik Yönetim, Piyasa ve Kurumsal Evrim, İhtiyat Politikaları ve Diğer Nedenler olmak üzere dört başlık altında incelemek mümkündür.

4.1.2.1. Ödemeler Dengesi ve Makroekonomik Yönetim

Sermaye akımları kontrollerinin temel gerekçesi, zayıf ödemeler dengesine sahip ülkelerde sermaye çıkışlarını önlemektir. Kanıtlar göstermektedir ki, yükselen piyasa ekonomilerinde sermaye kontrollerinin, sermaye çıkışlarına karşı ödemeler dengesini koruma rolü zayıftır (Blommfield, 1946, s.703). Ödemeler dengesi gerekçesi, yurtiçi kıt tasarrufları ülke içinde kullanılmasını sağlamak veya bütçe açıklarını enflasyon vergisi ile finanse etmek şeklinde de karşımıza çıkmaktadır (Tanören, 2009, s.57).

Sermaye kontrolleri, ödemeler dengesi ve makroekonomik yönetim için politika araçlarından biri olarak kabul edilmektedir. Ülkeler sermaye kontrolleri ve kambiyo kısıtlamalarını genel olarak ödemeler dengesi zayıf olan ülkelere sermaye kaçışını engelleme aracı olarak kullanmıştır. Sermaye kontrolleri, para ve döviz kuru politikası konusunda belirli oranda politika bağımsızlığını elde etmek amacıyla da uygulanmıştır. Sermaye kontrolleri, özellikle faiz ve kur politikalarının aynı anda uygulanması sonucunda ekonomide birbiriyle uyumsuz iç ve dış denge amaçlarına ulaşmak için kullanılmıştır (Johnston ve Tamisira, 1998, s.13-14).

Sermaye giriş kontrollerinin temel amacı, yüksek miktardaki sermaye girişleri karşısında ulusal parayı kontrol ederek döviz kuru üzerindeki değerlendirme baskısını azaltmaktır. Sermaye çıkış kontrollerinin temel amacı ise, parasal koşulları sıkılaştırmadan ve daha maliyetli politikalar uygulamadan nominal döviz kurunun değer kaybetmesini engellemektir. Sermaye kontrollerinin diğer nedenleri arasında sermaye piyasalarındaki asimetrik bilgi, sürü davranışı ve oynaklık gösterilebilmektedir. Sermaye kontrolleri, sabit döviz kuru sistemini savunmak için de uygulanmıştır. Eğer döviz kuru herhangi bir çığaya endeklenmişse, serbest sermaye akımları rezervlerde ve faiz oranlarında yüksek dalgalanmalara neden olabilmektedir. Ayrıca sabit döviz kurunun çökmesine de neden olabilmektedir. Kısaca sermaye kontrolleri, kısa süreliğine de olsa sistemin savunulmasını sağlayabilmektedir (Ergül, 2012, s.12).

4.1.2.2. Piyasa ve Kurumsal Evrim

Sermaye kontrollerinin ikinci temel nedeni, iç finansal piyasaların ve kurumların geliştirilmesi için uygun bir zaman aralığı yaratabilmesi ve katkı sağlayabilmesidir. Kontrollerin uygulanması, dış piyasalarla rekabet edebilecek düzeyde olmayan yerli piyasaların ve reel sektörün (bebek endüstriler) korunmasında olumlu etkiler yarattığı görülebilmektedir. Reel sektörün yurtdışındaki ölçek ekonomilerinin daha üst düzeylerinde yer alan firmalara karşı korunmasında temel olarak tarifeler kullanılmaktadır. Bu tarifelerin iki versiyonu vardır. Birincisi, rekabetçi olmayan endüstrilerin tarifeler yardımıyla ölçek ekonomilerini artırarak daha yüksek çıktı düzeylerine ulaşılmasının sağlanmasıdır. İkincisi ise, tarifelerin yaparak öğrenme yoluyla üretim maliyetini daha aşağı düzeylere çekilmesi amaçlanmaktadır. Her iki versiyonda istenilen politik amaçlara ulaşmak için sermaye kontrolleri ve tarifelerin tutarlı bir şekilde uygulanması gerekmektedir (Dooley, 1996).

Son yıllarda türev piyasa araçlarının gelişmesi sermayenin çok hızlı yer değiştirebilmesine neden olmaktadır. Bunun sonucunda ise, *küçük bir limana, büyük bir geminin girmesiyle küçük gemilerin batması* örneğinde olduğu gibi yükselmekte olan finansal piyasalarda oluşan kırılganlıklar da artmıştır. Sermaye kontrolleri, finansal piyasaların gelişmesinde ve yapısal reformlar için uygun zaman aralığının yaratılmasında etkin olarak kullanılabilmektedir. Aynı zamanda sermaye kontrolleri, sermaye hareketliliğinin azaltılması ve ülkeye giren sermaye hareketlerinin vadesinin uzatılması sayesinde kredi piyasası, döviz kurları ve faiz oranları etkin bir politika aracı olarak kullanılmaya başlanabilmektedir (Neely, 1999, s.20).

4.1.2.3. İhtiyat Politikaları

Sermaye kontrollerinin üçüncü nedeni, ihtiyat amacıyla uygulanmalarıdır. Küresel finansal işlemler, yurtiçi finansal işlemlere göre; transfer riski, ülke riski gibi farklı riskler taşımaktadır. Ülkelere göre değişebilen muhasebe ve denetim standartları nedeniyle, yabancı menkul kıymetlerin ticaretinde farklı koşullar savunulmaktadır (Tanören, 2009, s.59). Sermaye kontrolleri, finansal piyasaların sistemik istikrarını korumak amacıyla da önerilebilmektedir. Sermaye kontrolleri, ulusal kuruluşların aşırı yabancı para cinsinden hesaplarına kısıtlama getirerek veya finansal kuruluşların yükümlülüklerinin vadesini uzatarak finansal sistemin istikrarını koruyabilecekleri ifade edilmektedir (Alp, 2000, s.48).

Ancak ihtiyat amaçlı sermaye kontrolleri sınırlayıcı da olabilmektedir. Sermaye kontrolleri, portföy çeşitlenmesini engelleyerek yatırım riskini arttırabileceği; finansal piyasaların gelişimini yavaşlatarak likiditeyi ve finansal aktiflerin kalitesini azaltabileceği beklenmektedir. Sermaye kontrolleri, belirli finansal riskler için iyi düzenlenmemiş olabilmekte; bu kontrollerin atlatılması sonucunda sistemik kriz ortaya çıkabilmektedir. Sermaye kontrollerinin, finansal risklerden korunmak için uygulanmasının yanı sıra; finansal kuruluşlarda mikro ihtiyati politikalarla daha etkin bir şekilde denetlenmesi gerekmektedir (Epstein ve Schor, 1992, s.132).

4.1.2.4. Diğer Nedenler

Sermaye kontrolleri politikalarının uygulanmasını gerektiren diğer nedenleri üç gruba ayırmak mümkündür. Bunlar; ekonominin büyüklüğü ve dışa açıklığı, düzenleyici ve denetleyici sistemin yapısı ve sosyal, stratejik ve sektörel diğer kaygılar ile ilgili nedenlerden oluşmaktadır.

Bu bağlamda özellikle yurtiçine yönelik sermaye hareketlerinin en önemli türü olan doğrudan yabancı yatırımlar konusundaki endişeler yer almaktadır. Gelişmiş bir ekonomiye sahip ülkelerin yatırımların çeşitliliği açısından daha fazla olanağa sahip olduğu, bu yüzden bu ülkelerin sermaye piyasalarını dışa açma konusunda daha az istekli oldukları belirtilmektedir. Ekonominin açıklık derecesi de sermaye kontrollerinin yoğunluğunu etkileyebilmektedir. Finansal kriz şoklarına karşı döviz ve sermaye kontrolleri savunulsa bile ticari liberalizasyonun devamı olarak görülen finansal liberalizasyon nedeniyle kontrollerin kaldırılmasının kolaylaşacağı beklentisi oluşmaktadır (Park ve Park, 1995, s.38).

Görece daha açık ekonomiler, dış şoklara daha fazla maruz kalabilmekte ve bunun sonucunda sermaye kontrollerine daha fazla başvurabilmektedir. Diğer taraftan, daha açık ekonomilerde sermaye kontrollerinin aşılması konusunda daha fazla olanak vardır. Genel olarak sermaye kontrollerinin uygulanması, hükümetin optimal müdahale politikasının yansıması da olabilmektedir. Bu durum, kamu ve özel kesim yönetimlerini zayıflatma ve şeffaflıklarını azaltmaktadır. Sermaye akımlarının kompozisyonu içerisinde en önemli unsuru oluşturan doğrudan yatırımların görece önemli ve stratejik alanlara yönelmesi; güvenlik, ulusal egemenlik ve kültürel nedenlerle de kontrol edilebilmektedir (Johnston ve Tamisira, 1998, s.16).

4.1.3. Sermaye Kontrollerinin Kuramsal Temelleri

Sermaye kontrolleri ile ilgili kuramsal yaklaşımları; Neoklasik yaklaşım, İkinci en iyi teori yaklaşımı ve Keynesyen yaklaşım şeklinde gruplandırmak mümkündür. Bu kısımda sermaye kontrollerinin kuramsal temelleri incelenmektedir.

4.1.3.1. Neoklasik Yaklaşım

Neoklasik yaklaşım; tam işleyen piyasalar, reel ve finansal piyasalar arasında farkın olmaması ve sermaye piyasalarında belirsizlik ve istikrarsızlığın olmaması gibi varsayımları benimsediğinden, her türlü müdahalenin ulusal refahı azaltacağı sonucuna varmaktadır. Bu doğrultudaki çalışmalardan; sermaye kontrollerinin yurtiçi yatırımları ve refahı azaltacağı sonucu çıkarılmaktadır (Bacchetta, 1992, s.465).

4.1.3.2. İkinci En İyi Teori Yaklaşımı

İkinci en iyi teoriye göre, serbest piyasada var olan aksaklıklar başka bir şekilde düzeltilemiyorsa, bu aksaklıkları düzeltmek için konulan vergiler veya miktarsal kısıtlamalar refah düzeyini arttırıcı yönde etki yapmaktadır. Vergilerin veya miktarsal kısıtlamaların ekonomik refahı ve bu şekilde arttırmasına *ikinci en iyi teori* denmektedir. Tornell'e (1990) göre piyasada karamsar beklentilerin olduğu durumlarda sermaye akımlarına Tobin tarzı vergilerin uygulanması reel sektördeki yatırımları arttırıcı yönde etkilemektedir (s.420). Razin ve Sadka (1991)'ya göre hükümet yurtdışı kaynaklı sermayeyi etkin bir şekilde vergilendirmediği durumlarda sermaye akımlarına kontroller uygulanırsa yurtiçi sermaye stoku daha fazla büyümektedir (s.178).

4.1.3.3. Keynesyen Yaklaşım

Keynesyen yaklaşım, temel olarak kısa vadeli ekonomik istikrar için sermaye kontrolleri politikalarını yararlı bulmaktadır. Epstein ve Schor (1992), Keynesyen makroekonomik modeller kurarak sermaye kontrollerinin yatırımları arttıracağını ve finansal açıklıktan kaynaklanan sorunları engelleyeceği sonucuna varmıştır. Epstein ve Schor, kapasite kullanımını arttıran ve yüksek büyüme hızını kolaylaştıran genişlemeci parasal ve finansal politikalar, sermaye kontrolleri ile birlikte uygulandığında yatırımlar ya düşük yurtiçi faiz oranları ile ya da yüksek yurtiçi talep ile teşvik edildiğini savunmaktadır. Ayrıca, sermaye kontrolleri uygulamaları yurtiçi ve yurtdışı bağları azalttığı için yurtdışı politikaların yatırımlar üzerine olası olumsuz etkisi daha az olmaktadır (Epstein ve Schor, 1992, s.152).

4.1.4. Sermaye Kontrollerinin Etkileri

Sermaye kontrollerini savunan görüşe göre teorik olarak sermaye kontrolleri portföy çeşitliliğinde risk dağılımını engellemektedir. Sermaye kontrolleri uzun dönemde sermaye akımlarının etkilerini sınırlandırmaktadır. Sermaye çıkışları üzerine geçici kontroller önemli uzun dönem maliyetlerini de beraberinde getirmektedir. Sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamalardan dolayı bir şekilde bu sermaye hareketlerinin yasal olarak kontrol edilebileceği varsayılmaktadır. Ancak kontrolleri uygulamanın kolay olmadığını gösteren kanıtlar vardır. Özel sektör bu tür kısıtlamaları atlatmak için çeşitli yöntemler geliştirmektedir. Ticarete fatura düzenlememe, kısıtlamadan muaf hareket gibi göstermek, rüşveti de içeren yasal olmayan yollar bunlardan bazılarıdır. Sermaye kontrollerini atlatma çabaları aynı zamanda finansal türev araçlarının da artmasına yol açmaktadır (Açıkgöz, 2008, s.94).

Sermaye kontrolleri, ekonomide kur aşırı değerlenmişse kurun değerinin azalmasına yardımcı olabilmektedir. Tutarlı politika araçlarıyla desteklenen sermaye kontrolleri, kurun değer kaybetmesinin yanında istikrarlı bir seyir izlemesinde de etkili olmaktadır. Sermaye kontrolleri, dış borçlanma yüksek düzeylerdeyse, borç akımlarını kısıtlayarak dış borç stokunun ve yurtdışı kredi talebinin azalmasında etkilidir. Balon oluşan varlık fiyatlarının, arz ve talep eşitliğine bağlı olarak dengeye gelmesinde de etkin bir rol oynamaktadır. Bunun yanında, borç akımlarında kısıtlamaya gidilerek uygulanan kontroller, yurtdışı finansman olanaklarının maliyetini artırabilmekte ve sermaye ve borç akımlarının azalmasına neden olmak suretiyle yurtiçi faiz oranları arttırabilmektedir. Sermaye kontrollerine yönelik uygulamaların yarattığı olumsuz etkileri şu başlıklar altında toplamak mümkündür (Aslan, 1997, s.56):

- Sermaye kontrolleri ile ulusal para otoritelerinin yetkileri artacağından istedikleri anda piyasaya müdahale yeteneği kazanmaktadırlar.
- Sermaye kontrollerin etkisi ile işlem maliyetleri artışına bağlı olarak portföy çeşitlendirme faaliyetinin azalması ve sermaye piyasalarının etkinliğini kaybetmektedir.
- Sermaye kontrolleri, sermayenin dönüş hızında sapmalar oluşturmakta ve sermaye kaçışına yol açacağı için ülke parasının dış değerini düşürebilmektedir.

Tablo 9’da sermaye kontrollerinin etkileri bağlamında sermaye işlemlerinin sınıflandırılması gösterilmektedir.

Tablo 9

Sermaye Kontrollerinin Kapsamına Giren Sermaye İşlemleri

Sermaye Girişleri	Sermaye Çıkışları
Sermaye ve Para Piyasaları	
Hisse senedi veya katılım esaslı varlıklar Yerleşik olmayanların yerli alımları Yerleşiklerin yurtdışında satışları/ihraçları Bono veya diğer borçlanma araçları Yerleşik olmayanların yerli alımları Yerleşiklerin yurtdışında satışları/ihraçları Para piyasası yatırım araçları Yerleşik olmayanların yerli alımları Yerleşiklerin yurtdışında satışları/ihraçları Kollektif yatırım araçları Yerleşik olmayanların yerli alımları Yerleşiklerin yurtdışında satışları/ihraçları	Hisse senedi veya katılım esaslı varlıklar Yerleşik olmayanların yerli satışları/ihraçları Yerleşiklerce yerli alımları Bono veya diğer borçlanma araçları Yerleşik olmayanların yerli satışları/ihraçları Yerleşiklerce yerli alımları Para piyasası yatırım araçları Yerleşik olmayanların yerli satışları/ihraçları Yerleşiklerce yerli alımları Kollektif yatırım araçları Yerleşik olmayanların yerli satışları/ihraçları Yerleşiklerce yerli alımları
Türev Ürünler ve Diğer Entsrümanlar	
Yerleşik olmayanların yerli alımları Yerleşiklerin yurtdışında satışları/ihraçları	Yerleşik olmayanların yerli alımları Yerleşiklerin yurtdışında satışları/ihraçları
Kredi Operasyonları	
Ticari Krediler Yerleşik olmayanlardan yerleşiklere Finansal Krediler Yerleşik olmayanlardan yerleşiklere Garantiler, Kefiller, Finansal Yedekleme Yerleşik olmayanlardan yerleşiklere	Ticari Krediler Yerleşiklerden yerleşik olmayanlara Finansal Krediler Yerleşiklerden yerleşik olmayanlara Garantiler, Kefiller, Finansal Yedekleme Yerleşiklerden yerleşik olmayanlara
Doğrudan Yatırımlar	
Ülke içine doğrudan yatırım	Ülke dışına doğrudan yatırım Direkt kontrollerin tasfiyesi üzerine kontroller
Gayrimenkul İşlemleri	
Yerleşik olmayanların yurtiçi alımları	Yerleşiklerin yurtdışı alımları Yabancı borçlar
Ticari Bankalara Özgü Provizyonlar	
Yerleşik olmayanların mevduatları Yurtdışı borçlanmaları	Yerleşiklerin yurtdışındaki mevduatları Yurtdışına borçlar
Kişisel Sermaye Hareketleri: Mevduat, Borçlar, Hediyeler, Temerruler, Miras	
Yerleşik olmayanlardan yerleşiklere	Yerleşiklerden yerleşik olmayanlara
Kurumsal Yatırımcılara Özgü Provizyonlar	
	Yabancıların ihraç edebileceği menkul değer miktarı ve yurtdışına yapılacak portföy yatırımlar üzerine üst sınır konulması Yurtiçine yapılacak portföy yatırımları üzerine üst sınır konulması

Kaynak: Johnston ve Tamirisa, 1998, s.6.

4.2. Sermaye Kontrollerinin Yöntemleri

Sermaye kontrolleri yöntemlerini temel olarak iki ana grup şeklinde ele almak mümkündür (Epstein ve Schor, 1992, s.118). Birinci grup, doğrudan veya yönetsel kontrol yöntemlerini; ikinci grup ise dolaylı veya piyasa temelli kontrol yöntemlerini kapsamaktadır. Doğrudan veya yönetsel kontrol yöntemleri; sermayenin doğrudan yasaklanması, finansal sermaye akımları üzerine belirli limitler koyma ve sermaye akımları için belirli izin alma gerekliliği gibi uygulamalarla gerçekleştirilmektedir. Dolaylı veya piyasa temelli kontrol yöntemleri ise; sermaye işlemlerinin maliyetlerini yükseltmek suretiyle dolaylı yoldan finansal sermaye akımlarını azaltmaya yönelik uygulamalardır. İkili veya çoklu döviz kuru sistemleri, finansal işlemler vergisi, faizsiz zorunlu rezerv gereksinimi ve yerel finansal düzenlemeler gibi yöntemlerle dolaylı sermaye kontrolleri uygulamaları gerçekleştirilmektedir.

Sermaye kontrol yöntemlerini; fiyat temelli, miktar temelli, doğrudan kontroller şeklinde olabileceği gibi içeriye ve dışarıya yönelik sermaye kontrolleri şeklinde de sınıflandırmak mümkündür (Kaya, 1998, s.81). Fiyat temelli kontrol yöntemleri sermaye giriş vergileri şeklinde uygulanmaktadır. Miktar temelli kontrol yöntemleri, yabancı fonların girişine veya finansal kurumların ve bankaların dış yükümlülük pozisyonlarına kısıtlama getiren uygulamalardır. Doğrudan kontrol yöntemleri ise kantitatif kontroller ve vergi tabanlı kontroller olmak üzere iki şekilde sınıflandırılmaktadır (Cihan, 2005, s.59).

Kantitatif kontrol yöntemleri, sermaye giriş ve çıkışlarına yasaklama getiren uygulamaları kapsamaktadır. Bu tip kontrol yöntemlerine, genellikle ani sermaye çıkışlarından dolayı döviz kuru dalgalanmalarının önüne geçmek amacıyla başvurulmaktadır. Vergi tabanlı kontrol yöntemi ise, küresel sermaye akımlarını daha maliyetli yapan uygulamaları kapsamaktadır. Bu tip kontrollerin amacı, ülkelerin makro politika yapımında bağımsız olmalarını sağlamak ve aşırı şekilde olumsuzluklara yol açtığı varsayılan sermaye akımlarına karşı ülke ekonomilerini korumaktır. En geniş çerçevede sermaye kontrol yöntemlerini, içeriye yönelik ve dışarıya yönelik olarak sınıflandırmak mümkündür. Bu çerçeveye göre sermaye kontrolleri uygulamalarını; döviz kuru ve döviz kuru rejimi üzerine olan kontroller, yatırımlar ve krediler üzerine olan kontroller, vergiler şeklindeki kontroller ve ticari alışverişler üzerine olan kontroller şeklinde de sınıflandırmak mümkündür (Rodrik, 1998, s.148).

Sermaye kontrolleri uygulamaları içerisinde dile getirilen sorunlardan biri, ülkelerin sermaye hesapları konusunda güvenilir bir ölçümün eksikliğinin olduğudur. Temelde sermaye kontrol uygulamaları birçok biçim alabilmekte ve bir ülke içinde uygulanan kısıtlamaların izlenmesi ve oğru bir şekilde ortaya çıkarılması çok uzun bir süre alabilmektedir. Bunun yanı sıra ülkelerdeki sermaye kontrolleri uygulamalarının bir tek değişkenle gösterilmesinde yapılan birleştirme işlemlerinde de problemler ortaya çıkabilmektedir. Ayrıca bazı ülkelerin ekonomilerinde uygulanan sermaye kontrolleri politikalarının etkinliği, hükümetlerin bu kısıtlamaları uygulamaya yönelik isteklerine ve yeteneklerine de bağlıdır (Türsoy, 2008, s.226). Bu bağlamda ekonomik otoritelerin sermaye kontrolleri politikalarını iyi tasarlamaları ve uygulamalar ile ilgili politika araçlarını iyi seçmeleri gerekmektedir.

Sermaye kontrollerini ile ilgili fayda ve maliyet analizi temelinde politika geliştirmek gerekmektedir. Farklı sermaye kontrolleri yöntemlerinin farklı maliyetleri ve uygulama zorlukları bulunmaktadır. Ancak, bütün sermaye kontrol yöntemleri için bazı genellemeler yapmak mümkündür (Ergül, 2012, s.18-19):

- Eğer ülkeye giriş yapan sermaye, kontrol yöntemlerinin uygulanmadığı sermaye bileşeni olarak raporlanırsa, ilgili kontrol yönteminin etrafından dolaşmış olunmaktadır. Örneğin, yurtdışı borçlanma yoluyla sağlanan sermaye girişleri üzerine kontrol uygulandığı varsayımı altında, eğer yurtdışı borçlanma biçiminde sağlanan finansal sermaye doğrudan yatırım olarak raporlanırsa, sermaye kontrol uygulaması kapsamına girmemektedir.
- Sermaye kontrolleri politikaları uygulanırken, vergi oranları, finansal sermayenin yurtiçinde tutulma süreleri ve istisna uygulama sayıları arttıkça, sistemin karmaşıklığı artmaktadır.
- Sermaye kontrolleri politika uygulamalarının içeriğinin, sermaye kontrolleri uygulamalarının etrafından dolaşılmasını engellemek amacıyla sürekli olarak güncellenmesi gerekmektedir. Ancak bu durum sermaye kontrol uygulamalarının maliyetini arttırmaktadır.
- Finansal sermaye kontrolleri politika uygulamaları, finansal sistemi önemli ölçüde etkilemektedir. Sermaye kontrolleri uygulamaları finansal sistem mekanizmasının yavaş çalışmasına neden olabilmektedir. Bu nedenle amaç, yöntem ve sonuçlar açısından çok iyi tasarlanmamış sermaye kontrolleri uygulamaları maliyetli olabilmektedir.

Sermaye kontrollerini uygularken karşılaşılan bu genel zorlukların yanında her yöntemin kendine özgü zorlukları da vardır. Örneğin, sermaye kontrolleri yöntemlerinden çoklu kur sisteminin gücü, farklı piyasaları ayırmadaki başarısında yatmaktadır. Ancak piyasaları tamamen ayırmak olanaksızdır. Çoklu kur sisteminde, hemenher zaman cari işlemler için aşırı değerli ulusal para kullanılmaktadır. Farklı işlemler için kullanılan farklı döviz kurları, arbitraj için teşvik yaratmaktadır. İthalat işlemleri olduğundan daha yüksek faturalandırılırken, ihracat işlemleri olduğundan daha az faturalandırılmaktadır. Böylelikle elde edilen ucuz döviz, diğer bir piyasada karla satılmaktadır. Böylelikle farklı piyasalar arasındaki bu sızmalar sistemin etkinliğini azaltmakta ve makroekonomik istikrarsızlık için ortam yaratmaktadır (Fan, 2004, s.7). Bu uygulamada arbitraj, ancak finansal işlemlerin doğru bir şekilde raporlanmasının sağlanmasıyla önlenebilmektedir.

Sermaye girişleri üzerine uygulanan Tobin vergisi ve URR yöntemleri için ülkenin bankacılık sisteminin desteğine gereksinim duyulmakta ve her iki yöntem de bankacılık sistemi üzerinde önemli maliyetler meydana getirmektedir. Ancak, URR yöntemi Tobin vergisi yönteminden daha zordur. URR yöntemi, hedeflenen finansal işlemin uygun bir şekilde kaydedilmesini, rezervlerin sürekli izlenerek zorunlu karşılık tutma döneminin sonunda yatırımcıya iade edilmesini sağlamak zorundadır. Tobin vergisi ve URR yöntemi çok çeşitli sermaye işlemlerini kapsadığı için, bu yöntemler finansal işlemlerin gerçekleşmesinin gereksiz bir şekilde uzamasına neden olabilmektedir. Eğer ülkeye giriş yapan sermaye türü, daha düşük vergi oranına veya URR oranına oranına sahip sermaye türü olarak raporlanırsa, bu iki uygulamanın etrafından dolaşmış olmaktadır. Sermaye kontrollerinin yönetilmesi; oranların, rezervlerin tutulma dönemleri ve muafiyetlerin sayısının artmasıyla beraber karmaşıklaşmaktadır. Ayrıca, vergi ve URR uygulamalarının kapsamının sürekli olarak güncellenmesi gerekmektedir. Bu da maliyetleri arttırmaktadır (Ergül, 2012, s.19-20).

Doğrudan (yönetimsel) sermaye kontrol yöntemleri, dolaylı (piyasa temelli) sermaye kontrol yöntemlerine göre daha az şeffaftır. Çünkü doğrudan kontroller; öznel ve duruma bağlı onay mekanizmasını gerektirmektedir. Doğrudan kontroller, finansal sermaye işlemlerini, ilgili ödemeleri ve fon transferlerini doğrudan yasaklamalar veya açık limit kısıtlamalarıyla engellemektedir. Bu yöntem bankacılık sistemine de yönetimsel zorunluluklar getirmektedir. Bu bağlamda finansal işlemler için önemli oranda belgeleme yükümlülüğü getirilmektedir.

4.1.1. Doğrudan Kontrol Yöntemleri

Doğrudan kontrol yöntemleri; açıkça belirlenen miktar kısıtlamaları veya onay koşulu koymak yoluyla sermaye işlemlerinin kısıtlanmasına yönelik uygulamaları kapsamaktadır. İdari denetimler, ülkelere yönelen finansal akımların hacmini etkilemeyi amaçlamaktadır. Doğrudan kontrol yöntemlerinin temel özelliği, sermaye akımlarının denetimi için bankacılık kesimine yönetsel yükümlülükler getirmesidir (Ariyoshi, Habermeier, Laurens, Ötcher-Robe, Kanales-Kriljenko ve Krilenko, 2000, s.7). Bu tür kontroller, genellikle ani sermaye çıkışlarından dolayı, döviz kurunda meydana gelen dalgalanmaların önlenmesi amacıyla kullanılmaktadır. Doğrudan kontrol yöntemlerinin yaptırım gücü, dolaylı kontrol yöntemlerine göre çok daha fazladır.

Yoğun finansal sermaye girişlerine karşı geliştirilen öneri, sermaye çıkışları üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması yönündedir. Bu finansal liberalizasyon uygulaması ile finansal sermaye akımlarının yurtiçi varlıklardan, yurtdışı varlıklara doğru hareket etmesi teşvik edilmektedir. Bu şekilde net finansal sermaye sermaye girişinde azalma meydana gelebilmektedir. Bu politika uygulamasının iki belirsiz varsayım içerdiğini görmek mümkündür. Birinci olarak, sermaye çıkışlarının serbestleştirilmesi, sermaye girişleri üzerinde negatif bir etki yaratabilmektedir. İkinci olarak, pratik sonuçlara göre, 1990'ların başında Yugoslavya ve Şili örneklerinde görüldüğü gibi, sermaye çıkışlarının serbestleştirilmesi, sermaye girişlerini teşvik edici bir unsur olmuştur (Reinhart ve Reinhart, 1998, s.24).

Uluslararası finansal sermaye girişleri üzerine uygulanan sermaye kontrol yöntemleri, sermaye çıkışları üzerine uygulanan sermaye kontrol yöntemlerine göre daha az etkiye sahip olmakla birlikte; olası krizlerin önüne geçmek amacıyla uluslararası sermaye hareketlerindeki dalgalanmaları önlemek için bir ekonomik politika aracı olarak kullanmak mümkündür. Bu finansal sermaye kontrol yöntemlerini genellikle iki şekilde uygulanmaktadır. Birincisi, miktarlar üzerine uygulanan sermaye kontrolleri yöntemidir. Bu yöntemin uygulanmasında, Malezya örneğinde (1994) olduğu gibi sermaye giriş ve çıkışlarına ait fonlara yasaklama getirilmiştir. İkincisi ise, vergi matrahları üzerine uygulanan sermaye kontrolleri yöntemidir. Bu yöntemin uygulanmasında, Şili örneğinde (1991) olduğu gibi finansal sermaye transferlerinin maliyetlerini oldukça yükseltmek suretiyle sermaye akımları yönetilmeye çalışılmıştır (Blöndal ve Wincoop, 1998, s.23).

Sermaye kontrolleri uygulamaları finansal sermayenin bileşiminin kısa dönemden uzun döneme doğru hareket etmesinde etkili olduğu görünmektedir. Uluslararası sermaye akımlarının toplam hacminde değişiklik yaratmak yerine, Şili örneğinde olduğu gibi, ekonomi otoriteleri % 20 oranında zorunlu rezerv karşılığı koymak suretiyle, yabancıların kısa vadeli parasal borçlarının karşılığında Şili'nin merkez bankasında bir yıl boyunca birikmesini sağlamıştır. Böylece vadesi 12 aydan az olan yatırımların bu yolla cezalandırması amaçlanmıştır. Bu vergi oranı daha sonra % 30'a yükseltilmiştir. Bu düzenleme 1992'de sermaye girişlerinin caydırılmasında oldukça etkili olmuştur (Tanören, 2009, s.70).

Küresel ölçekte hareket hızı yüksek olan finansal sermaye akımları üzerine doğrudan kontroller uygulamak mümkündür. Doğrudan kontrol uygulamaları, açık yasaklamaları, miktar kısıtlamaları; yani finansal sermaye giriş veya çıkışları üzerine limit koyma veya onay süreci ile sermaye işlemlerinin veya ilgili ödemelerin ve fon transferleri kısıtlamalarını kapsamaktadır. Yönetimsel kısıtlamalar, ilgili uluslararası finansal işlemlerin büyüklüğünü etkilemeyi amaçlamaktadır. Doğrudan kontrol uygulamalarının yaptırım gücü çok daha keskin ve güçlü görünmektedir. Bu kontrollerin genel özelliği sermaye akımlarının denetimi için bankacılık sistemine idari yükümlülükler getirmesidir. Doğrudan kontrol uygulamalarını genel olarak aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür (Alp, 2002, s.149):

- Sermaye akımlarına belirli sınırlamalar getirilmesi ve işlemlerin izne bağlı olması
- Döviz kurları ve faiz oranları üzerine sınırlamalar getirilmesi
- Yabancıların, özellikle kısa vadeli menkul kıymetler başta olmak üzere, yatırım yapabilecekleri aktiflere sınırlamalar getirilmesi
- Yabancı yatırımcıların finansal kurumlara sahip olmalarının yasaklanması ve zorlaştırıcı koşullar getirilmesi
- Bankaların yurtdışı işlemlerine ve yabancılar ile yaptıkları yurtiçi işlemlerine yüksek zorunlu karşılıklar getirilmesi
- Bankaların ve diğer finansal kurumların açık döviz pozisyonu tutmasına sınırlamalar getirilmesi
- Kısa vadeli yurtdışı borçlanmalara sınırlamalar getirilmesi ve bu sınırlamalar üzerine vergiler konulması

Kambiyo kontrollerini uygulayan ekonomilerde finansal sermaye işlemlerine genellikle izin verilmemektedir. Serbest ulusal döviz piyasasına sahip ekonomilerde modern iletişim teknikleri, hızlı ulaşım yolları ile finansal sermaye ihracatı kolaylaşmaktadır. Dolayısıyla bu ekonomilerde sermaye ihracatını engellemeye yönelik kısıtlamalar uygulanmaktadır. Bu sermaye kontrol uygulamalarına; finansal sermaye ihracında bulunmak için yetkili makamların izninin gerekmesini, bu konuda kota konması veya tümünden yasaklanmasını örnek vermek mümkündür. Bu tür kısıtlamalar dolaysız, içeriye yönelik ve sermaye hesabı transferine olan kontrol gruplarında sayılabilmektedir. Ayrıca bunların yanında dış sermaye yatırımı kazançlarının ağır biçimde vergilendirilmesi biçiminde dolaylı kısıtlamalara da başvurulabilmektedir. Aşırı sermaye girişlerinin olduğu dönemlerde korunma sağlamak için kısa vadeli sermaye akımları üzerindeki dış borçlanma üzerindeki değişken karşılık alanları gibi bazı kontrollerin tutulması gerekmektedir (Açıkgöz, 2008, s.62).

Kısıtlama uygulayan ülkelerin tam dolarizasyon yaşamaması için yabancı parayı kullanmasını kısıtlayıcı yönde düzenlemeler yapmak gerekmektedir. Geçici olarak konvertibilitenin kaldırılması ve kambiyo mevzuatındaki değişimler, sermaye kontrolleri uygulayan ülkelerin borçlarını ödemesinde güçlük çekmesine neden olabilmektedir (Kindleberger, 1970, s.125).

Bankacılık düzenlemeleri aracılığıyla da sermaye kontrollerini uygulamak mümkündür. Bankacılık sisteminin kaynak yapısını sağlıklı ve uzun vadeli hale getirmek, sermaye akışkanlığını yavaşlatmak ve spekülative amaçla döviz alımlarını azaltmak amacı ile kısa vadeli mevduat ve kısa vadeli tevdiat hesaplarında tutulan TL ve dövizler ile günlük vadelerde bulunan paralar karşılığı ödenen faizler üzerindeki vergi yükü arttırılmalı, vade uzadıkça faiz üzerinden alınan vergiler azaltılmalıdır. Kısa vadeli hesaplara ödenen faizler üzerinden alınacak vergi, tasarruf sahiplerini paralarını uzun vadeli yatırıma teşvik edeceğinden önemli bir sermaye kontrol yöntemidir. Ayrıca kısa vadeli mevduat ve döviz tevdiat hesapları ile elde edilen kazançların yüksek oranda vergilendirilmesi yöntemi bir başka politikası önerisidir. Bu politikanın amacı spekülasyonları azaltmak ve uzun vadeli yatırımları özendirmeektir. Kısa vadeli sermaye akımlarını azaltmak için yerel bankaların kısa dönem yükümlülüklerine limit koymak, sermaye akımlarına mevduat sistemine giriş engelleri getirmek, yabancı kısa vadeli bonoların satılmasını kısıtlamak gibi sermaye kontrollerini uygulamak mümkündür (Açıkgöz, 2008, s.64).

4.1.2. Dolaylı Kontrol Yöntemleri

Dolaylı kontrol yöntemleri, sermaye hareketlerini daha maliyetli duruma getirerek sermaye giriş veya çıkışını caydırmayı amaçlayan ekonomik politika uygulamalarını kapsamaktadır. Bu tür sermaye kontrol yöntemleri; sterilizasyon yöntemi, ikili veya çoklu döviz kuru sistemi yöntemi, uluslararası finansal sermaye akımlarının açık veya örtük vergilendirilmesi (Tobin vergisi uygulaması) yöntemleri ve diğer piyasa temelli önlemlerden oluşmaktadır. Dolaylı kontrol yöntemleri, yalnızca fiyatı veya hem fiyatı hem de finansal işlemlerin büyüklüğünü etkileyebilmektedir.

4.1.2.1. Sterilizasyon Yöntemi

Yoğun sermaye girişlerinin, reel ve finansal koşullar üzerindeki etkisini nötralize etmenin bir yolu sermaye akımlarının sterilizasyonudur. Bu yöntem, yoğun sermaye girişleri karşısında, döviz piyasasına müdahale ederek nominal döviz kurunun değerlenmesini önlemeyi amaçlamaktadır. MB, ülkeye giriş yapan sermayenin döviz kurunda yol açtığı aşırı değerlenmeyi önlemek amacıyla, döviz alım müdahaleleri yoluyla rezervlerini arttırırken, para arzında artışa neden olmaktadır. Bununla birlikte pek çok yükselen piyasa ekonomisinde merkez bankaları, müdahalelerin yaratacağı parasal genişlemenin, dolayısıyla da enflasyonist etkinin kontrolü amacıyla sterilizasyon politikaları izlemektedir (C. Reinhart ve V. Reinhart, 1998, s.101).

Calvo (1996) ve Montiel (1999)'e göre, sterilizasyon yöntemi yaygın bir sermaye kontrol aracıdır. Parasal otoriteler, çoğunlukla kısa vadeli bono ihraçları ile sermaye girişlerinin yarattığı likiditenin iç piyasa tarafından emilmesini ve diğer etkileri önlemeyi tercih etmiştir. Pek çok merkez bankası sterilizasyonu farklı aşamalarda kullanmıştır. 1990 başlarında Şili, Kolombiya, Endonezya, Malezya ve Sri Lanka biriken rezevlerin yol açtığı parasal genişlemeyi tamamen sterilize ederken, Kore, Meksika, Filipinler ve Tayland bir bölümünü sterilize etmeyi seçmiştir. Çalışmalara göre, faiz oranı farklılıklarının yükselmesi ile toplam sermaye akımları içindeki kısa vadeli sermayenin büyüklüğünde artış görülmektedir. 1993'te Malezya'da, kısa dönem banka mevduat faizleri yukarı fırlamıştır. Bunun sonucunda yabancıların kısa dönem banka mevduatlarındaki sayısı belirgin miktarlarda artmıştır (Montiel ve Arias, 1996, s.42). Çalışmalara göre, yükselen piyasa ekonomilerinde uygulanan sterilizasyon politikalarının yalnızca kısa dönemde etkili olduğu saptanmıştır (C.Reinhart ve V.Reinhart, 1998, s.101-104).

4.1.2.2. Çoklu Kur Yöntemi

Çeşitli mal ithalatı ve ihracatı ya da sermaye akımlarında uygulanan döviz kurunun bir dış ticaret politikası aracı olarak farklılaştırılmasına çoklu kur sistemi denir. Çoklu kur sistemi yönteminde, birbirinden farklı küresel finansal işlemlere farklı döviz kurları uygulanmaktadır. Çoklu kur sistemlerinde, ihracat ve ithalat gibi cari hesap işlemleri için farklı; sermaye akımları sonucu oluşan sermaye hesabı işlemleri için farklı döviz kurları uygulanmaktadır. İlk tür döviz kurları genellikle sabit olup ticari kurlar olarak adlandırılırken, ikinci tür döviz kurları genellikle dalgalı kurlar olup finansal kurlar olarak adlandırılmaktadır. Bunun yanında, cari hesap işlemleri için de zorunlu ithalat ürünleri için uygulanan kurlar ile zorunlu kabul edilmeyen ürünlerin ithalatı için kullanılan kurların farklılığına dayanan çoklu kur sistemi de uygulanabilmektedir. Bu durumda zorunlu ürünlerin ithalatı için kullanılan döviz kuru avantajlı olurken, zorunlu olmayan ürünler için dezavantajlı bir kur olmaktadır (Fan, 2004, s.1-2).

Çoklu döviz kuru sistemi, kısa dönemli faiz oranlarının yurtiçi yerleşikler üzerinde üzerinde kabul edilemez büyüklükte bir yük oluşturduğu durumlarda uygulanmaktadır. Ayrıca, spekülative sermaye akımlarını engellerken daha az riskli sermaye akımlarını desteklemek, yurtiçi finansal kurumların oluşturulması için de kullanılabilir. Ticaret akımlarına ilişkin döviz işlemleri, doğrudan yabancı yatırımlar ve genellikle hisse senedi yatırımları üzerinde uygulanan kontrollerde göz ardı edilmektedir.

Çoklu döviz kuru piyasalarında, oluşan piyasa faiz oranlarında spekülative olmayan yurtiçi kredi taleplerine izin verilirken; resmi kurda bir artışa neden olabilecek spekülative yurtiçi kredi talep maliyetlerinde de bir artışa yol açabilmektedir. Bu nedenle, yerli para cinsinden açık pozisyonda kalmak için yerli kredi spekülative maliyetini yükseltirken, spekülative olmayan kredi talebinin normal piyasa fiyatından karşılanmasını sağlamaktadır. Çoklu kur sistemi aşırı sermaye girişlerine de neden olabilmektedir. Bu yüzden, resmi kurun aşırı değerlenmesini engellemek gerekmektedir. Bu tip sistemler, sermaye akımlarının hem miktarını hem de fiyatlarını etkilemektedir. Bu tür kontrollerin, doğrudan kontrollerde olduğu gibi, zorunlu kurallar getirmek suretiyle uygulanması gerekmektedir; bu nedenle, sermaye işlemlerinde yurtiçi yerleşiklere ayrı, yurtdışındakilere ayrı uygulamalar getirilmesi gerekmektedir. Ayrıca sistemde, ticaret ve sermaye işlemleri için ayrı döviz kurları öngörülmektedir (Çınar, 2013, s.89).

4.1.2.3. Tobin Vergisi Yöntemi

Uluslararası finansal sistem küresel olduğundan, sermaye akımlarına karşı geliştirilebilecek en iyi çözüm de küresel nitelikte olmaktadır. Uluslararası finansal sistem içinde tek ülke tarafından uygulanan sermaye kontrollerini uzun süre uygulamak zor olabilmekte ve yönetsel açıdan maliyetli olabilmektedir. Bu durum ülkelerin bağımsız olarak sermaye kontrollerini uygulayamayacakları anlamına gelmemekle birlikte, küresel düzeyde uygulanacak sermaye kontrolleri politikalarının istenen amaca ulaşmak bakımından daha iyi olacağını söylemek mümkündür. Küresel düzeyde işbirliğine dayanan sermaye kontrolleri yöntemlerinin en önemlisi, Tobin vergisi olarak bilinen finansal işlemler vergisidir. Büyüklüğü gittikçe artan sermaye akımlarının finansal krizlerin belirleyicisi haline gelmesi, James Tobin'in 1972 yılında gündeme getirdiği açık vergileme önerisinin, çekici bir alternatif olarak daha fazla tartışılmasına neden olmaktadır.

1970'lerde sermaye akımlarının sınırlandırılması ve sabit kur rejimine dayanan Bretton Woods sisteminin çökmesinin ardından baş gösteren döviz kurlarındaki aşırı dalgalanmalar, bu sorunun çözümüne yönelik arayışları gündeme getirmiştir. Bu bağlamda James Tobin, ilk olarak 1978 yılında uluslararası döviz işlemlerine küçük oranlı bir vergi (finansal işlemler vergisi) uygulanması önerisinde bulunmuştur. Tobin'e göre, sorunun temel kaynağı kur rejimi değil, sermaye akımlarıdır. Sermaye akımları, ülkelerin faiz oranları arasındaki farkları aşındırmak suretiyle hükümetlerin ekonomik gereksinimlerine uygun para ve maliye politikaları izleme olanağını sınırlandırmaktadır. Benzer bir şekilde, döviz kurlarındaki spekülasyon hareketlerin ülke ekonomileri üzerinde yarattığı olumsuz etkilerin giderilmesi noktasında ulusal politikalar yetersiz kalmaktadır (McCulloch, 2011, s.13).

Tobin Vergisi yönteminde, uluslararası sermaye işlemleri vergilendirilmektedir. Bu vergileme işlemindeki amaç, yerli yatırımcıların yabancı varlıklara yaptıkları yatırım veya yabancı yatırımcıların yerli varlıklara yaptıkları yatırımlardan elde ettikleri getiriyi azaltmak ve maliyetleri artırmak suretiyle bu tür finansal işlemleri daha az çekici kılmaktır. Vergi oranları belirli bir sermaye türünü veya vade yapısını değiştirmek amacıyla farklılaştırabilmektedir. Eğer bu vergileme yönteminde, yerli ve yabancı varlıklar ayrımı yapılarak uygulanırsa, bu uygulama yabancı sermaye açısından bir kısıtlama örneği olmaktadır (Ergül, 2012, s.17).

Fiyat mekanizmasının düzgün çalışarak ekonomileri karşılaştırmalı olarak üstün oldukları alanlara, sermayeyi etkin bir uluslararası dağılıma ve hükümetleri ise makroekonomik politikalar uygulamaya yönelteceği şeklindeki dönemin egemen ekonomik yaklaşımlarına kuşkuyla yaklaşan Tobin, uluslararası spekülâtif sermaye akımları ve döviz kurlarındaki volatidite nedeniyle finansal piyasaların istikrarsız olduğunu savunmuştur. Bu düşünceden hareketle Tobin, spot piyasalarda gerçekleşen döviz işlemlerine sabit; fakat düşük oranlı advalorem bir vergi uygulamasını önermiştir. Tobin ilk çalışmalarında vergi oranının % 0,1 ile % 0,5 arasında olmasını önermiştir. Daha sonra ise bu vergi oranının % 1'e kadar çıkartılabileceğini belirtmiştir (UNDP, 2010, s.9).

Finans piyasalarının “iyi yağlanmış dişlileri arasına bir miktar kum serpecek” olan bu verginin kısa vadeli spekülâtif finansal işlemler üzerinde önemli ölçüde etki yaratacağı; buna rağmen doğrudan yabancı yatırımları ve uzun vadeli portföy yatırımları ile mal ticaretine ilişkin işlemler üzerindeki etkisinin ise sınırlı olacağı savunulmuştur. Tobin, önerdiği vergi için küresel düzeyde bir uygulamaya gidilmesini ve buradan elde edilecek gelirlerin doğrudan IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşlara aktarılmasını öngörmektedir. Sermaye akımlarıyla ilgili olarak ortaya çıkan yeni yaklaşımların pek çoğu vergiden elde edilecek gelir üzerinde odaklanmaktayken, Tobin'in vergi önerisinde böyle bir bakış açısı bulunmamaktadır. Tobin vergisinin temel amacı, döviz kurlarında ve finansal piyasalarda istikrarı sağlamaktır. Bunun birlikte Tobin, elde edilecek gelirin küresel sosyal amaçlar için kullanılabileceğini öngörmektedir (Güler, Keleş ve Uçar, 2012, s.11).

Spahn (2002), Tobin vergisinin ekonomik istikrarı sınırlı ölçüde katkısından ve finansal krizlerin döviz kurundaki dalgalanmaları önlemede yetersiz kaldığı gerekçesiyle döviz piyasasındaki bütün işlemlere % 0.001 oranında spekülâtif ortamlarda otomatik olarak devreye girebilecek ve artırımlı bir özellik taşıyacak türde bir vergi uygulamasını önermiştir. Bu vergi türünün iki temel özelliği vardır. Birincisi, düşük düzeyde uygulanması; ikincisi ise artırımlı oranlı olmasıdır. Bu vergi istikrarlı bir ortamın yaşandığı dönem ile dalgalanmaların arttığı dönemlerde farklı vergi oranlarına gidilmesini veya ek bir vergi alınmasını amaçlamaktadır. Sermaye giriş ve çıkışlarının hızla yaşandığı ortamlara bakılarak vergi oranlarının arttırılması, sermaye çıkışlarının ekonomisine olumsuz etkilerini azaltabilmektedir.

Günlük bazda çok az bir miktarda döviz işlemlerinden % 0,1 gibi düşük oranlı bir vergi uygulamasında bile her değişim işleminden bu vergi alınacağından finansal yatırımcılar sık değişim yapmaktan kaçınmaktadırlar. Bu vergi uzun vadeli yatırımlara herhangi bir yük getirmemektedir. Kısa vadeli yatırımlara ise önemli bir yük getirmek suretiyle döviz kaybı riskini ortaya çıkarmaktadır. Tobin vergisi finansal işlemler üzerinden alındığı için verginin olası etkileri işlem sayısına bağlı olarak vergi yükünün artmasına yol açmaktadır. Böylece parasal işlem vergisi kısa vadeli faiz arbitrajlarını engelleyebilmektedir. Ayrıca döviz kurundaki küçük çaplı oynaklığın çekiciliğini azaltabilmekte ve bunun yanı sıra da önemli bir vergi geliri elde edilmesini sağlayabilmektedir (Tekin ve Vural, 2004, s.331-332).

Tobin vergisi uygulamasının kısa ve uzun dönem finansal yatırımların getirileri ve finansal gelişme literatüründe Tobin vergisi gelir tahminleri üzerine yapılan çalışmalar aşağıda tablolandırılmaktadır. Kısa ve uzun dönem yatırım getirileri üzerinde Tobin vergisi uygulamasının etkileri Tablo 10'da gösterilmektedir.

Tablo 10

Tobin Vergisinin Kısa ve Uzun Dönem Yatırım Getirileri Üzerindeki Etkisi

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

Not: (i*), yurtiçi faiz oranı (i) %10 olduğunda yurtdışında bir yatırımın çekici olabilmesi için gerekli olma yabancı ülke getiri oranını göstermektedir.

Kaynak: Balseven ve Erdoğan, 2005, s.308.

Tablo 11'de, finansal sermayenin ülkede kaldığı süre ne kadar fazla olursa vergi oranlarından kaynaklanan kesintinin o kadar küçük olduğu görülmektedir. Uzun vadeli yatırımlardan oldukça düşük bir vergi geliri elde edilmektedir. Bu durumda Tobin vergisinin kısa vadeli sermaye akımlarını engellemesi ve böylece ülkenin finansal istikrarını sağlaması açısından önemlidir. Tobin vergisi ile elde edilen gelirin miktarı; verginin oranı, kısa vadeli sermaye akımlarının büyüklüğünü hangi miktarda azaltacağı, hangi tür ve büyüklükteki finansal işlemlerin vergi dışı bırakılacağı ve ne kadar vergi kaçığının ortaya çıkabileceği gibi unsurlara bağlıdır (Yar, 2008, s.30).

Tablo 11’de, Tobin vergisinden elde edilen gelirlere yönelik tahminlerin yapıldığı çeşitli çalışmalar özetlenmektedir.

Tablo 11

Tobin Vergisi Gelir Tahminleri

Çalışmalar	Varsayılan Vergi Oranı (%)	Yıllık Tahmini Gelir (Milyar ABD Doları)
D’Orville ve Najiman (1995)	0.25	140
Felix ve Sau (1996)	0.25	300
	0.10	140-180
Frankel (1996)	0.10	166
Kaul ve diğerleri (1996)	0.1	90
	0.2	270
	0.25	302-393
Michalos (1997)	0.10	148-180
	0.05	90-97
Stecher (1999)	0.20	284
Paul ve Wahlberg (2001)	0.20	30
	0.1	17
Nissanke (2004)	0.2	31
	0.005	24
Spratt (2006)	0.01	47
Schmidt (2007)	0.005	34
Raviol (2007)	0.02	70

Kaynak: Kargı ve Karayılmazlar, 2009, s.32.

Tobin vergisi uygulamasının avantajları ve dezavantajları vardır. Tobin vergisi uygulamasının temel avantajlarını; döviz kuru dalgalanmalarını önlemesi, faiz oranlarının istikrara kavuşmasını sağlaması, doğrudan yabancı yatırımları teşvik etmesi, küresel kamu harcamalarını finanse etmesi, çokuluslu şirketler tarafından gerçekleştirilen finansal işlemlerinin kayıt altına alınmasını sağlaması ve hükümetlerin ekonomik politikalarının uygulanmasını kolaylaştırması olarak saymak mümkündür. Tobin vergisi uygulamasının temel dezavantajlarını ise; ekonomik istikrarı sağlayamaması, küresel finansal piyasaların gelişimini olumsuz yönde etkilemesi, bütçe açıklarının artmasına neden olabilmesi, doğrudan yabancı yatırımları olumsuz yönde etkileyebilmesi ve küresel finansal vergilendirmenin teknik olarak mümkün olmaması şeklinde özetlemek mümkündür.

4.1.2.4. Faizsiz Zorunlu Rezerv Yöntemi

Faizsiz zorunlu rezerv (URR) uygulaması çok sık kullanılan piyasa temelli sermaye kontrolleri yöntemlerinden biridir. Bu yöntemde, banka veya banka dışı finansal kuruluşlar, ülkenin merkez bankasında faizsiz olarak, net döviz pozisyonunun belirlenen oranı kadar yabancı para veya bu tutarın ulusal para karşılığı kadar sermaye tutmak zorundadır. Bu kontrol yöntemini sermaye girişlerine ve çıkışlarına uygulamak mümkündür. Bu yöntem genellikle sermayenin minimum kalmasüresi zorunluluğu ile birlikte uygulanmaktadır (Ergül, 2012, s.17).

Yerli ve yabancı yatırımcılar, ülkeye giriş yapan sermaye akımlarının belirli bir oranını minimum kalma süresi boyunca sıfır faiz oranı ile merkez bankasında tutmak zorunda kalmaktadır. Sonuçta bu yöntemle finansal sermaye için yatırımın getirisi daha az çekici duruma getirilmektedir. Bu uygulama sonucu oluşan efektif vergi, sermayenin ülkede kaldığı süreye ve fonun fırsat maliyetine bağlıdır. Bu sistem, giren sermayenin faizsiz zorunlu rezerv olarak ayrılan miktarını tutmakla görevlendirilen merkez bankası ve bankacılık sistemi açısından maliyetler yaratmaktadır (Kokenyine vd., 2010, s.6). Bu tür maliyetler; sermaye kontrollerine hedef olan sermaye akımlarını izleme, ilgili tutarı merkez bankasındaki hesaplara aktarma ve rezerv tutma süresinin sonunda tekrar geri ödeme gibi işlemleri kapsamaktadır.

Faizsiz zorunlu rezerv yöntemi, uygulamada yurtiçindeki ve yurtdışındaki yerleşiklerin yaptıkları sermaye işlemlerinin belli bir tutarı zorunlu karşılıklar para politikası aracında olduğu gibi, merkez bankası hesabında kazanç getirmeyecek biçimde (faizsiz) tutulması şart koşulmaktadır. Kazançsız rezerv gereksinimi, sermaye çıkışlarının yurtiçindeki ekonomik gelişmelere olan aşırı duyarlılığını azaltmak için kullanılmaktadır. Ayrıca bu uygulama, sermaye girişlerinin karlılığında azalmaya neden olacağı için girişlerin sınırlandırılmasında da kullanılabilir. Rezerv gereksinimi, sermaye girişlerinde farklı sermaye çıkışlarında farklı politikalar uygulanmasını gerektirmektedir. Bu nedenle, sermayenin türüne, miktarına ve süresine göre değişiklik gösterebilmektedir. Rezerv gereksiniminin esneklik özelliği, sabit oranda vergilemeye oranla önemli bir tercih sebebi olmasıdır. Asimetrik açık pozisyonları kullanarak kısa vadeli sermaye girişlerini uzun vadeye yayarak uygulanan bu tür sermaye kontrolleri, ticari bankaların net dış pozisyonları için de önemli bir fon kaynağı olmaktadır (Ariyoshi vd.,2000, s.7).

4.1.2.5. Diğer Düzenleyici Yöntemler

Diğer düzenleyici yöntemler, spekülâtif sermaye akımlarına kısıtlamalar getiren diğer dolaylı ekonomik politika araçlarını kapsamaktadır. Asya krizi sonrasında ortaya atılan ahlaki risk ve ters seçim olguları çerçevesinde yerel finansal düzenlemelerin yükselen piyasa ekonomilerinin finansal bütünleşmelerini daha sağlamlaştıracağı düşünülmüştür. Küresel finansal sistemi istikrar kavuşturmak için öncelikle ülkelerin kendilerini disipline etme ve denetleme yöntemlerinin, banka ve müşterilerinin etkileşim biçimlerinin değişmesi gerekmektedir. Bu bağlamda finansal sektörün yükselen piyasa ekonomilerindeki lokomotifini sayılan bankaların sermaye yeterliliklerini yükseltmeleri, yapılan işlemleri raporlamaları ve risk yönetimine önem vermeleri ekonomik istikrar için gereklidir.

Finansal liberalizasyonun ekonomide yaratacağı olumsuz etkileri minimuma indirebilmek için, finansal liberalizasyona gitmeden önce güçlü bir denetleyici ve düzenleyici kurumsal çerçevenin yaratılması gerekmektedir. Eğer böyle bir çerçeve yoksa, finansal liberalizasyon gerçekleştiği zaman risk alma davranışları üzerine kısıtlamalar getirmek daha da zorlaşmaktadır. Batık krediler artmakta ve buna bağlı olarak bankaların bilançoları ileride kötüleşmektedir. Bu bağlamda bankaların istikrarsızlık kaynağı olma özelliğini azaltacak politikalar geliştirmek gerekmektedir. Bunun için devletin bankalara yönelik bazı güvenlik standartları uygulaması gerekmektedir. Bu standartlar sadece mevduatları garanti altına almakla kalmamalı; panik anlarında da olumsuzlukları önleyici yeterlilikte olmalıdır (Açıkgöz, 2008, s.88).

Sermaye kontrollerinin, çok sayıda ülkeyi kapsayacak şekilde belirlenmesi, kontrollerin etkinliğinin sayısal olarak ifade edilmesi ve değerlendirilmesi oldukça zordur. Bu konuda kullanılan ölçütler daha çok nicel olmayan ve kurala dayalı niteliktedir. Sermaye kontrollerinin etkinliği analizinde başvuru en eki ölçüt, sermaye akımlarının uluslararası akışkanlığını yasaklayan veya işlem yapanları yerleşik olmayan şeklinde farklılaştıran kural veya kısıtların olup olmaması üzerine kurulmuş yasal kısıtlama ölçüdür. IMF'nin AREAER (Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions) adlı çalışmasına dayanan kısıtlama ölçütü, 1967 yılından itibaren çeşitli ülkelerde uygulanan sermaye kontrollerini göstermektedir (Tanören, 2009, s.72). Tablo 12'de AREAER'a göre, sermaye kontrolleri çeşitlerinin sayısal özetinin analizi yer almaktadır.

Tablo 12

Sermaye Kontrollerinin Sayısal Özeti

Sermaye Kontrol Türü	Ortalama	Standart Sapma	Maksimum Kontrol Sayısının % Ortalama
Toplam sermaye kontrolleri	18,0	11,7	42,9
Sermaye çıkış kontrolleri	7,2	5,1	51,4
Sermaye giriş kontrolleri	5,4	4,2	41,5
Sermaye ve Para Piyasaları, Tahvil ve Türev Piyasalarına İlişkin Kontroller			
Sermaye çıkış kontrolleri	4,2	3,3	52,5
Sermaye giriş kontrolleri	3,0	3,0	37,5
Ticari ve Finansal Krediler ve Garantilerle İlişkin Kontroller			
Sermaye çıkış kontrolleri	2,0	1,6	50,0
Sermaye giriş kontrolleri	1,3	1,2	43,3
Doğrudan Yatırım ve Taşınmaz Alımına İlişkin Kontroller			
Sermaye çıkış kontrolleri	1,0	1,0	50,0
Sermaye giriş kontrolleri	1,1	0,8	55,0
Ticari Banka ve Diğer Kuruluşlar İle İlgili İzinler			
Farklı rezerv ve aktif koşulları, Faiz oranı ve kredi kontrolleri, Yatırım düzenlemeleri, Açık döviz pozisyon sınırları	1,9	1,6	31,7

Kaynak: Johnston ve Tamisira, 1998, s.8.

4.2. Sermaye Kontrollerinin Uygulamaları

Sermaye kontrolleri politikaları, sermaye girişleri veya çıkışları üzerine uygulanmaktadır. Sermaye girişleri üzerine uygulanan sermaye kontrolleri, aşırı sermaye girişlerinin reel döviz kurunu değerlendirmesi sonucunda ülkenin rekabet gücünü azaltması ve makroekonomik dengesizliğe neden olmasından dolayı uygulanmaktadır. Sermaye kontrol uygulamaları, döviz kurunun oynaklığını sınırlandırmayı ve bağımsız para politikasını sağlamayı amaçlamaktadır.

Sermaye çıkışları üzerindeki kontrol uygulamaları önleyici ve tedavi edici olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Önleyici kontroller, ülkenin önemli ödemeler dengesi açığına sahip olduğu; ancak devalüasyon krizinin yaşanmadığı durumda uygulanmaktadır. Bu kontroller, giren sermayenin üzerine konan vergiler, çoklu kur uygulaması ve sermayenin ülke dışına transferinin yasaklanması şeklinde uygulanmaktadır. Tedavi edici kontroller ise, ekonomik krizle karşı karşıya kalan ülkenin kısa vadeli sermaye çıkışları üzerine kontrol uygulamaları veya var olan kontrolleri arttırmak suretiyle uygulanan kontrollerdir (Keskin, 2009, s.157-160).

Sermaye akımları üzerindeki kontrolleri kaldıran ülkelerin yanında, bazı yükselen piyasa ekonomilerinde bu kontrollerin her şeye rağmen çeşitli derecelerde uygulandığını görmek mümkündür. Sermaye akımları üzerindeki kontroller ile ilgili en çok dile getirilen görüş, bu kontrollerin ödemeler dengesi ve makroekonomik politikaların yürütülmesi için önemli bir araç olduğu şeklindedir. Sermaye kontrolleri, bağımsız bir para ve kur politikası amaçlanması durumunda da gündeme gelebilmektedir. Buna göre ülkeler sermaye kontrollerini, faiz oranı ve kurun izlenmesi ile uygulanmaktadır.

Sermaye kontrolleri uygulama politikaları ile ilgili vurgulanması gereken diğer önemli bir nokta, sermaye piyasalarındaki asimetrik bilgi ve sürü psikolojisi sorunudur. Buna göre, kısa vadeli sermaye akımları ve buna bağlı olarak döviz kurundaki dalgalanmanın önlenmesi gerekmektedir. Sermaye akımları üzerindeki kontrolleri savunan diğer bir görüş ise, sabit kur rejimi ile ilgilidir. Bun göre, eğer döviz kuru sabitlenmişse, özellikle kısa vadeli sermaye akımları; rezervlerde ve faiz oranlarında hızlı dalgalanmalara yol açacağından sabit döviz kuru uygulamasını anlamsız hale getirmektedir (Johnston ve Yan, 1997, s.124).

4.3.1. Brezilya Uygulaması

Brezilya’da 1990’lar boyunca sermaye hesabının liberalizasyonu, sermaye giriş ve çıkışları üzerinde yeni düzenlemelerin yapılmasını gerektirmiştir. 1990’ların başlarında, Brezilya’daki makroekonomik durumun en önemli belirleyicisi olarak enflasyon gösterilmektedir. Ülkede fiyat ve ücret kontrolleri, daraltıcı para politikaları, vergi artışı, banka mevduatlarının dondurulması ve finansal varlık hacizlerini içeren politikalar uygulanmıştır. Ancak, bu politikalar genel olarak başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Hükümet politikalarıyla finanse edilen enflasyon beklentilerindeki artış faiz oranlarındaki büyük çaplı dalgalanmalara neden olmuştur. Bu dalgalanma sıkı bir şekilde kontrol edilen döviz kuru rejimiyle birlikte sermaye girişlerinde artışa neden olmuştur (Ariyoshi vd., 2000, s.45).

Brezilya’da 1993–1997 yılları arasında, yüksek reel faiz getirisinden kaynaklanan, büyük miktarda spekülative sermaye girişinin zararlarından korunmak için, sermaye girişlerine çeşitli kontroller uygulanmıştır. Bukontroller hem vergi hem de zorunlu karşılıklar koymak şeklinde olmuştur. Ancak bu uygulamalar Brezilya’da fazla etkili olmamıştır ve ülkeye sermaye girişi büyük bir hızla devam etmiştir. 1988–1991 yılları arasında, ülkeye giren aylıkortalama sermaye 39 milyon dolar iken, 1992–1995 yılları arasında bu büyüklük 170 milyon dolar düzeyinde olmuştur. Sermaye kontrol uygulamalarına rağmen, sermaye girişinin artması, yüksel reel faizlerden dolayı yabancı yatırımcıların büyük ölçüde çeşitli finansal türev araçlar ve finansal oyunlarla kontrolleri aşarak piyasaya girmeleri sonucunda gerçekleşmiştir. MB birçok kez nominal kur rejimini yeniden ayarlamak zorunda kalmıştır (Açıkgöz, 2008, s.111).

Brezilya 2000’li yıllarda başladığı döviz kuru sistemini serbestleştirme sürecini 2006 yılında önemli ölçüde tamamlamıştır. Yüksek büyüme oranlarına ulaşıldığı bu dönemde, Brezilya için en büyük sermaye akımı kaynağı doğrudan yatırımlar olmuştur. Öte yandan bono ve hisse senedi piyasalarına sermaye girişleri artarak devam etmiştir. 2008 Küresel Finansal Kriz sırasında sermaye girişlerinde yaşanan ani düşüş dışında, Brezilya özellikle 2006 sonrası dönemde büyük miktarda sermaye girişi olmuştur. Brezilya’daki görece yüksek faiz oranları, istikrarlı ekonomi ve ulusal para birimi Real’in değerlendirileceği beklentileri sermaye akımlarının artmasında etkili olmuştur. Sermaye girişleriyle beraber, döviz kuru değerlendirilmeye devam etmiştir (Kokenyine vd., 2010, s.20). Tablo 13’te Brezilya sermaye kontrolleri uygulamaları özetlenmektedir.

Tablo 13

Brezilya Sermaye Kontrolleri Uygulamaları

Uygulama Tarihi	Uygulama Yöntemi
Ekim 1994	Borsaya giren yabancı sermayeye %1 oranında vergi getirildi. Yerli şirketlerin yabancılara yönelik çıkardığı değerli kağıtlar üzerindeki vergi, % 3'ten % 7'ye çıkarıldı.
Mart 1995	İki uygulama da kaldırıldı. Yabancıların sabit faizli yatırımları üzerindeki vergi, % 5'ten % 9'a çıkarıldı. MB, döviz piyasasından alınabilecek dolar miktarının üst sınırını artırdı.
Mart 1999	Hükümet, kamu tahvillerini elde tutanların sayısını artırmak için, yerel yatırım fonları oluşturdu. MB, ülkenin yabancı yatırım fonlarında tutabileceği minimum kamu borcu miktarını, %60'dan %80'e artırdı.
Şubat 2006	Hisse senedi piyasası dışındaki yerel piyasalarda, yabancı yatırımcılara uygulanan %15 düzeyindeki vergi kaldırıldı.
Mart 2008	Yabancıların sabit gelir elde ettikleri yatırımları üzerinde %1.5 oranında IOF vergisi (Girişlerde uygulanan Tobin benzeri bir vergi) uygulandı.
Ekim 2008	IOF vergisi kaldırıldı
Ekim 2009	Hisse senedi ve menkul kıymet piyasalarında %2 oranında IOF vergisi uygulandı.
Kasım 2009	Küresel piyasalarda ihraç edilen tevdi makbuzları üzerinde vergi uygulandı.
Ekim 2010	IOF vergisi, sabit getirili yatırımlar üzerinde, önce %4'e sonra %6'ya çıkarıldı. Türev işlemlerindeki zorunlu karşılık oranı %0.38'den %6'ya çıkarıldı.

Kaynak: Magud, Reinhart ve Rogoff, 2011.

Sıcak para girişleri sonucunda döviz kurunun değerlenmesi ve bu durumun ülkenin dış ticareti üzerinde neden olabileceği olumsuz etkiler nedeniyle önce döviz kuruna müdahaleler yapılmıştır. Daha sonra 2008 yılının Mart ayında vergileme yöntemiyle sermaye kontrolleri uygulanmaya başlanmıştır. Sermaye işlemleri üzerine % 1,5 oranında vergi uygulanmıştır. Bu vergi, küresel finansal krizin zirvede olduğu ve Real'in değer kaybı baskısı yaşadığı 2008 yılının Ekim ayında kaldırılmıştır. Sonrasında tekrar artan sermaye girişleriyle beraber, sabit getirili ve hisse senedi türü sermaye akımları üzerine % 2 oranında vergi uygulanmıştır. Üzerine vergi uygulanmayan diğer sermaye çeşitleri kullanılarak, sermaye kontrollerinin etrafından dolaşılmasını engellemek amacıyla Kasım ayında Brezilya şirketleri tarafından çıkarılan ADR (Amerikan Depo Sertifikaları) ile ilgili işlemler üzerine % 1,5 oranında vergi uygulanmıştır. 1 ADR belirli bir miktar yabancı hisse senedi miktarına denk gelmekte ve fiyatı hisse senedinin orijinal ülkesindeki fiyatları takip etmektedir. ADR'ler hisse senedinin ihraç edildiği ülkenin dışındaki yabancı bir ülkede tutulmaktadır. Böylece yabancı yatırımcıların yerli şirketlerin hisse senetlerini satın alması sonucu ülkeye giren sermaye vergilendirilmektedir (Kokenyne vd., 2010, s.26).

4.3.2. Kolombiya Uygulaması

Kolombiya’da 1990’ların başlarında, özellikle borç ve doğrudan yabancı akımları içeren özel yabancı sermaye akımlarında artışlar olmuştur. Bu dönemde, 1990 yılında GSYİH’nın %0,2 düzeyinde olan sermaye girişleri, 1997 yılında GSYİH’nın %7’si düzeylerine çıkmıştır. Sermaye girişlerindeki artış sonucunda, kapsamlı bir yapısal reform programı uygulanmaya başlandı. Bu reform programı, döviz ve ticaret sisteminin serbestleştirilmesini, faiz oranlarının kontrol edilmesini ve finansal sektör düzenlemelerini içermektedir. Bu bağlamda bankacılık sistemi düzenlenmiştir. Sermaye girişleri, dış ticaret açıklarına, döviz kuru değerlenmesine ve rekabet düzeyinin düşmesine yol açmıştır. Politika yapıcılar, sermaye girişlerinin neden olduğu zararları azaltmak için sermaye kontrollerini uygulamıştır (Ariyoshi vd., 2000, s.48).

Tablo 14’te Kolombiya sermaye kontrolleri uygulamaları incelenmektedir.

Tablo 14

Kolombiya Sermaye Kontrolleri Uygulamaları

Uygulama Tarihi	Uygulama Yöntemi
Haziran 1991	Döviz ile yapılan yurtdışı bireysel hizmet ödemeleri ve diğer transferler üzerindeki stopaj vergisi, %3 olarak belirlendi.
Şubat 1992	MB, döviz alımında uyguladığı komisyonları, %1.5’ten %5’e yükseltti.
Haziran 1992	Hizmet ödemelerinin döviz girişleri üzerinde düzenlemeler yapıldı.
Eylül 1993	Firmaların yabancı borçlanmalarında Merkez Bankası’nda tutacakları karsız zorunlu karşılıklar, %47 olarak belirlendi. Zorunlu karşılıklar, ticari krediler hariç, vadesi 18 ay ve daha az olan tüm kredi işlemlerinde uygulandı.
Ağustos 1994	Firmaların yabancı borçlanmalarında, MB’de tutacakları karsız zorunlu karşılıklar politikası uygulandı. Zorunlu karşılıklar, vadesi 4 yıl veya daha az olan ticari krediler hariç, vadesi 5 yıl ve daha az olan tüm kredi işlemlerinde uygulandı. Zorunlu karşılık oranları uzun vadeli fonlar için azaltıldı.
Mayıs 2007	Döviz türev pozisyonlarının üst sınırı altındaki dış borçlanmalarda, karsız zorunlu karşılıklar %40 olarak uygulandı. Daha sonra portföy akımı girişlerine de uygulandı.
Haziran 2007	Yurtdışında çıkarılan hisse senetlerine muafiyet uygulandı.
Aralık 2007	Hisse senedinin ilk arzında karsız zorunlu karşılık politikası uygulanmadı.
Mayıs 2008	Doğrudan yabancı sermaye yatırımı girişleri için en az iki yıl kalma zorunluluğu getirildi ve bu akımlar üzerindeki karsız zorunlu karşılıklar %50’ye çıkarıldı. Net türev pozisyonlarının sınırı, sermayenin %550’si oranına yükseltildi.
Haziran 2008	Zorunlu karşılıklar için uygulanan para cezaları artırıldı.
Eylül 2008	Doğrudan yatırımları için minimum ülkede kalma süresi kaldırıldı. Hisse senedi satın alımlarında, karsız zorunlu karşılık muafiyeti uygulandı.
Ekim 2008	Sermaye kontrolleri kaldırıldı.

Kaynak: Magud, Reinhart ve Rogoff, 2011.

Kolombiya, yüksek büyüme oranları ve görece yüksek faiz oranları nedeniyle 2006 yılı sonrasında başta doğrudan yatırımlar olmak üzere büyük miktarda finansal sermaye çekmiştir. Bunun sonucunda ulusal para birimi Peso değerlenmeye başlamıştır. Kolombiya hükümeti, sermaye akım girişleri sonucunda oluşan bu değerlenmeye karşı çeşitli politikaları eşzamanlı olarak uygulamıştır. Bu bağlamda döviz piyasasına sterilizasyon yöntemiyle müdahalelerde bulunmuştur. Daha sonra ise sermaye kontrolleri ve ihtiyatlı makroekonomik politikalarını yoğun bir şekilde uygulamıştır.

Sermaye kontrolleri uygulamaları kapsamında Kolombiya hükümeti, yabancı borçlanma ve portföy yatırımı türünden gelen sermaye akımlarının % 40'nın MB'de URR olarak tutulmasına karar vermiştir. Bu uygulama ile ülkede tutulma zamanına göre değişmekle birlikte, finansal sermayenin 6 aydan önce çekilmesi durumunda uluslararası yatırımcı % 1,6 ile % 9,4 arasındaki oranlarda değişen bir ceza verilmektedir. Sermaye kontrollerinin etrafından dolaşılmasını engellemek ve ulusal paraya karşı alınan pozisyonu azaltmak amacıyla bankaların brüt türev pozisyonları üzerine sermayelerinin % 500'ünü geçmeme kuralı konulmuştur. Ancak Peso'nun yerel ve küresel piyasaların büyük oyuncularını olan Kolombiya'nın büyük kurumsal yatırımcıları bu uygulamanın dışında bırakılmıştır. Bu uygulamalar kaldırılmadan önce birkaç defa değiştirilmiştir. Öncelikle, yurtdışında çıkarılan hisse senetleri üzerindeki düzenleme kaldırılmıştır. Bu uygulama, yatırımcılar tarafından, ADR'lerin URR kısıtlaması olmadan ihraç edilebilmesini sağlamıştır. Daha sonra halka arzlar üzerindeki URR kısıtlaması kaldırılıp sermayenin erken çekilmesi sırasında uygulanacak ceza azaltılmıştır. Dış borçlanma düzeyinin düşmesine karşın, kur üzerindeki değerlenme baskısı sürdüğü için URR oranı, 2008 Mayıs ayında % 50'ye çıkarılmıştır. Sermaye kontrollerinin aşılmasını engellemek amacıyla gelen doğrudan yatırımlara 2 yıl kalma zorunluluğu getirilmiştir. 2008 yılı Haziran ayında bankaların türev pozisyonları üzerindeki üst sınır az miktarda artırılırken, finansal sermayenin erken çekimine uygulanacak ceza artırılmıştır. Sonrasında, döviz piyasasına yapılan müdahaleler sonucu ortaya çıkan likiditenin sterilize edilmesi süreci yüksek mevduat munzam karşılıkları uygulanarak desteklenmiştir. Küresel finansal krizin etkilerinin belirmesiyle birlikte sermaye kontrolleri kaldırılma sürecine girmiştir. 2008 yılı Eylül ayında, minimum kalma süresi uygulaması ve hisse senetleri URR uygulamasından muaf tutulmuştur. Aynı yılın Ekim ayında ise brüt döviz pozisyonları üzerindeki kontroller hariç, bütün sermaye kontrolleri kaldırılmıştır (Kokenyine vd., 2010, s.26-27).

4.3.3. Tayland Uygulaması

Tayland'ta 1990'lıların başlarında sermaye girişleri büyük oranda serbestleştirilmiştir. Uluslararası faiz oranları ile yurtiçi faiz oranları arasındaki büyük fark nedeniyle, net sermaye girişlerinde dalgalanmalar görülmüştür. Kısa vadeli sermaye girişleri 1993 yılında, toplam girişlerin %60'ı düzeyindedir ve bu kısa vadeli akımlar genellikle, bankacılık sektörü borçlanmalarından oluşmaktadır. Tayland yerleşiklerinin dış borçlanma olanaklarını artırmak için çeşitli vergi teşvikleri getirilmiştir. 1995 yılının başlarında, yüksek enflasyon, sabit döviz kuru sistemi ve parasal politikadaki yetersizlikler nedeniyle, sermaye girişlerinin büyüklüğü ve hareketliliğinde önemli artışlar olmuştur. Buna karşı sıkı finansal politikalar ve sabit döviz kuruyla, kredibilite ve istikrar sağlanmaya çalışılırken; sermaye çıkışları da kısıtlanmıştır (Ariyoshi vd., 2000, s.51).

Sermaye kontrollerinin uygulanması sonucunda, Tayland'a giren kısa vadeli sermaye akımlarında azalmalar görülmüştür. Bununla birlikte, orta ve uzun vadelisermaye girişlerindeki artış trendi devam etmiştir. 1995 yılında net sermaye girişleri içindeki kısa vadeli sermaye girişlerinin oranı %62'den 1996 yılında %32'ye düşmüştür. BIBF (Bangkok International Banking Facilities) kredilerinin vadesi 1995 yılında %14 iken 1996'da %32.4'e yükselmiştir. Toplam borç içinde kısa vadeliborçların oranı %50'den %43'e düşmüştür. Yabancıların açtığı baht hesaplarında azalmalar görülmüştür. Tayland'da uygulanan sermaye kontrolleri, bazı amaçları açısından yararlı gözükse de; Tayland ekonomisinin, cari işlemler geridönüşleri ve krizlerle karşılaşmasını engelleyememiştir (Reinhart ve Edison, 2001).

Tayland, büyük sermaye girişleri sonucu ulusal para biriminin önemli oranda değerlenmesi üzerine 2006'da sermaye kontrollerini uygulamıştır. Değerlenen Thai bahtınının Tayland'ın uluslararası rekabet gücünü olumsuz etkileyeceği kaygısı sermaye kontrollerinin uygulanmasında etkili olmuştur. Bu kontrollerin ana unsuru, finansal kuruluşların 20,000 ABD doları geçen ve Baht karşılığında döviz satın almasını veya değiştirilmesini gerektiren işlemlerde, dövizin % 30'unun bloke edilmesi zorunluluğudur. Buna göre 1 yılın sonunda fonun 1 yıldır Tayland'ta tutulduğu ispatlanırsa tüm tutar iade edilmektedir. Eğer tutar bir yıldan önce transfer edilmişse, bloke edilen tutarın sadece 2/3'ü iade edilmektedir (Kokenyine vd., 2010, s.27-28). Tablo 15'te Tayland sermaye kontrolleri uygulamaları incelenmektedir.

Tablo 15

Tayland Sermaye Kontrolleri Uygulamaları

Uygulama Tarihi	Uygulama Yöntemi
1989	Bankaların ve finans kurumlarının net döviz cinsinden pozisyonları ve yükümlülükler sermayelerinin %20'sini aşmayacak şekilde sınırlandırıldı. Yurtiçi yerleşiklerin, ticaret dışı amaçlarla, ellerinde döviz bulundurmalarına izin verilmemiştir
Nisan 1990	Bankalar ve finans kurumlarının net döviz cinsinden pozisyonları sermayelerinin %25'i oranına artırıldı. Yabancıların kısa vadeli Baht hesapları %2'den %7'ye çıkarıldı. Rezerv gereksinimleri %7'ye artırılırken; kamu senetlerinin faiz oranı %5 olarak sınırlandırıldı.
Aralık 1995	Yabancıların finans kurumlarında tuttuğu kısa vadeli taahhütlerin rezerv gerekliliği %7 oranına getirildi. Döviz cinsinden borçlanmayı azaltmak için çeşitli önlemler alındı.
19 Nisan 1996	Ticari bankaların kısa vadeli offshore borçlanmaları için, Bank of Tayland'da tutması gereken zorunlu karşılık oranının alt sınırı %7 olarak belirlendi. Ticari borçlanmalar, bu uygulamadan muaf tutuldu.
Mayıs 1997	Bank of Thailand tarafından, sermaye hesabına kısıtlamalar uygulandı. Eylül ayında, cari işlemler bilançosunun görünmeyen kalemlerinde ve işlemlerinde ek kontroller uygulanmaya başlandı.
Haziran 1997	Sermaye akımlarını sınırlandırmak için ek önlemler yürürlüğe kondu. Ek kontroller getirildi ve ikili döviz kuru sistemi uygulanmaya başlandı.
Ocak 1998	İhracat, görünmeyen işlemler ve cari işlemler transferlerinden, taahhüdün 15 yerine 7 gün içerisinde verilmesi zorunluluğu getirildi. Aynı ay içerisinde ikili döviz kuru sistemine son verildi.
Haziran 2010	Taylandlıların, yabancı varlık değer artışları üzerindeki sınır artırıldı.
Eylül 2010	Doğrudan yatırımlar üzerindeki kısıtlama kaldırıldı. Taylandlı firmaların yabancı borçlanmaları üzerindeki kısıtlamalar gevşetildi. Offshore mülkiyet satın alımları artırıldı.
Ekim 2010	Kamu bonolarını teşvik etmek için yabancılardan alınan %15'lik stopaj vergisi kaldırıldı.

Kaynak: Magud, Reinhart ve Rogoff, 2011.

Sonuç olarak; bir yıldan daha az süre kalan sermayeye % 10 oranında vergi uygulanarak, sermaye karlılık açısından dejavantajlı duruma getirilmiştir. Ayrıca sermaye çıkış kısıtlamaları da gevşetilmiştir. Otoriteler, yerleşiklerin yurtdışına yatırım yapmalarının önündeki engelleri kaldırmak suretiyle net sermaye girişlerini etkilemeye çalışmıştır. Bu uygulama kaldırılmadan önce birkaç defa güncellenmiştir. Uygulamanın konulduğu gün, borsanın % 15'lik bir düşüş göstermesi nedeniyle hisse senedi piyasasına giren sermaye akımları uygulamadan muaf tutulmuştur. Sonrasında ise, politikanın ilgi konusu; sermaye girişleri kontrollerinden sermaye çıkışları kontrollerinin gevşetilmesine doğru kaymıştır. Sermaye kontrol uygulamaları 2008 yılının Mart ayında tamamen kaldırılmıştır (Kokenyne, 2010).

4.3.4. Malezya Uygulaması

Malezya, sermaye akımlarının serbest olduğu, açık bir ekonomiye sahiptir. 1997'deki Asya Krizi sonucunda, diğer bölge ekonomilerindeki gelişmelerle birlikte, Malezya para birimi Ringgit'in değeri baskı altına girmiştir. Bölgesel finansal kriz, bankacılık sistemini yapısal olarak zayıflatmış ve bölgesel borçlanma olanaklarını azaltmıştır. Offshore döviz tacirleri, Ringgit'in kısa vadede değer kaybedeceği beklentisi içine girmişlerdir. Bu nedenle, fonlardan sermaye çıkışları yaşanmış ve offshore ringgit faiz oranları-yurtiçi faiz oranları arasındaki makas açılmıştır. Malezyalı yetkililer ise, faiz oranı farkları arasındaki bu ilişkiyi kırmaya çalışmışlardır. Fakat sermaye çıkışı devam etmiştir. Bu çıkışlar, ekonomideki kırılganlıkların artmasına neden olmuştur (Çınar, 2013, s.137).

Malezya ekonomisine 1990'ların başlarından itibaren, hem uzun vadeli hem de kısa vadeli olmak üzere büyük miktarlarda sermaye girişleri olmuştur. 1990 – 1993 yılları arasında uzun vadeli sermaye girişleri, GSYİH'nın %5.7'sinden %8.2'sine; kısa vadeli sermaye girişleri ise GSYİH'nın %1.2'sinden %8.9'u düzeyine yükselmiştir. Bu aşırı sermaye girişleri sonucunda, Malezya otoriteleri enflasyonu kontrol altına almak amacıyla daha yüksek faiz oranı politikası ile kısa vadeli sermaye girişlerini azaltmak için uygulanması gereken politikalar arasında bir seçim yapmak zorunda kalmışlardır (Ariyoshi vd., 2000, s.49).

Malezya'da, 1994 yılının başlarında sermaye girişlerine kontroller uygulanmaya başlanmıştır. Bu kontroller ile birlikte, bankaların yurtdışından kısa vadeli borçlanmalarını sınırlandırmak amacıyla; Malezya yerleşiklerinin 1 yıldan kısa vadeli para piyasası senetlerini yabancılara satışını yasaklanmıştır. Ayrıca, ticari bankaların yabancılarla olan ticari olmayan swap ve forward işlemleri de yasaklanmıştır. Bankaların asimetrik açık pozisyonlarına bir üst sınır getirilmiştir. Son olarak ise, ticari banka fonlarının belirli bir kısmını MB'de faizsiz olarak Malezya para birimi Ringgit hesaplarına tutması zorunluluğu getirilmiştir. Bu kontrollerin sonucunda, faiz politikasında bir rahatlama ve sterilizasyon maliyetlerinde bir azalma sağlamıştır. 1994 yılında uygulanan sermaye kontrollerinin, aşırı değerli ringgit değerinin düşürülmesinde ve hisse senedi piyasalarının düzenlenmesinde negat etkisinin olduğu söylenebilmektedir. Tablo 16'da Malezya sermaye kontrolleri uygulamaları incelenmektedir.

Tablo 16

Malezya Sermaye Kontrolleri Uygulamaları

Uygulama Tarihi	Uygulama Yöntemi
1 Haziran 1992	Ticari bankaların, ticaret dışı swap işlemleri üzerine limit getirildi.
17 Ocak 1994 – Ağustos 1994	Bankalara ticaret-dışı ve yatırım-dışı dış borçlarına tavan sınırı getirildi.
24 Ocak 1994 – Ağustos 1994	Yurtiçi yerleşiklerin, kısa vadeli parasal enstrümanları yurtdışına satışı yasaklandı.
2 Şubat 1994 – Ağustos 1994	Ticari bankaların yabancı bankalarda fonladığı faiz-dışı zorunlu karşılıkların, Bank Negara’da tutulmasına karar verildi.
23 Şubat 1994 – Ağustos 1994	Ticari bankaların ticaret-dışı swap ve doğrudan vadeli teslim işlemlerine verilen izin kaldırıldı.
Eylül 1998	Bankalarda ve döviz piyasasında, kontroller uygulandı. Offshore swap işlemleri sınırlandırıldı ve kısa vadeli satışlar yasaklandı.
Aralık 1998	Malezyalıların yabancılara menkul kıymet satışı yapmasına izin verildi
Ocak 1999	Yabancıların bazı türev piyasa işlemlerine izin verildi
Şubat 1999	12 ay ülkede kalacak uluslararası fonlara aşamalı kolaylıklar getirildi ve çıkışları üzerinde düzenlemeler yapıldı.
Mart 1999	Tayland ile olan ihracat ve ithalat işlemlerinin üst sınırı artırıldı.
Eylül 1999	Eylül ayında ticari bankaların, yabancı brokerlarla kısa vadeli swap işlemleri yapabilmesine izin verildi.
Aralık 1999	Yabancı mülkiyetli bankaların yurtiçi kredi hacmini artırmasına izin verildi.
Şubat 2001	Çıkışlar üzerindeki vergilendirmeler bazı işlemler için kaldırıldı.
Mayıs 2001	Yürürlükte olan tüm çıkış vergileri kaldırıldı.
Haziran 2001	Yabancılar yönelik uygulanan tüm kontroller yürürlükten kaldırıldı
Kasım 2002	Malezya’daki yabancı projeleri finanse etmek için, yerli bankaların verebileceği kredi hacmi artırıldı.
Aralık 2002	Malezyalıların yurtdışı yatırımları için konulan döviz limiti kaldırıldı.

Kaynak: Magud, Reinhart ve Rogoff, 2011.

Malezya 1998-1999 arası dönemde, sermaye çıkışlarına kontroller uygulamıştır. Malezya dünyanın en büyük hisse senedi piyasası kapitalizasyon oranına sahip ülkedir ve bu oran GSYİH’sının %310’u büyüklüğündedir. Bir karşılaştırma yapılırsa bu oran ABD’de %116, Kore’de %29’dur. Hisse senedi fiyatlarında artışa neden olan bu oran, 1997’nin ortalarında Asya Krizi’yle birlikte bir yurtiçi borçlanma krizinin oluşmasına neden olmuştur. Bu dönemde Malezya’nın yurtiçi borçlanmasının GSYİH’ya oranı %170 düzeyindedir. Tayland Krizi sonrasında ise, sermaye akımları üzerinde ilk olarak ortodoks dengeleme politikaları uygulanmıştır. Bu politikalar, IMF paket programlarının bir benzeri olarak görülmüştür ve sonucunda, hükümet harcamalarında azalmalara ve ringgit değerinin düşmesinde yavaşlamalara neden olmuştur. Bu Ortodoks politikalar sonucunda ciddi kırılmalıklar oluşmuştur. Bu süreçte, tüketim-yatırım azalmaları, daha yüksek faiz oranları ve geleceğe yönelik karamsar beklentiler ortaya çıkmıştır (Kaplan ve Rodrik, 2002, s.398-399).

4.3.5. Türkiye Uygulaması

Türkiye ekonomisi, sermaye akımları üzerindeki tüm kısıtlamaları kaldıran ve sermaye kontrollerini uygulamayan; sermaye hesabı ve ticareti dışa açık bir ekonomidir. Türkiye, 1989 yılında IMF anlaşmasının 8. maddesini kabul ederek, küresel piyasalarla birleşmesini hızlı bir şekilde tamamlamıştır. Ancak, Türkiye yüksek kamu borcunun ve yüksek reel faizlerin görüldüğü bir ekonomidir (Altınkemer, 2005, s.24).

Türkiye’de sistematik bir sermaye kontrolleri uygulaması bulunmamaktadır. Bununla birlikte, yurtdışından sağlanan krediler, efektif ya da döviz satış işlemleri ve hisse senedi alım-satım kazançları üzerinden vergiler alınmaktadır. Kaynak Kullanımını Destekleme Fonu (KKDF) ve Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi (BSMV) uygulamaları bu tür vergilere bir örnek teşkil etmektedir. KKDF uyarınca, TL kredilerinde faiz, yabancı para cinsinden kredilerde anapara, ithalatta ithalat tutarı, tüketici kredilerinde ise kredi faizi üzerinden % 15 oranında kesinti yapılmaktadır (Seyhan, 2008, s.69). KKDF gereği, bankalar ve finansman şirketlerince kullandırılan tüketici kredilerinden % 15, bankalar ve finansman şirketleri dışında Türkiye’de yerleşik kişilerin yurtdışından sağladıkları kredilerde % 3, kabul kredili, vadeli akreditif ve mal karşılığı ödeme şekillerine göre yapılan ithalatta % 6 oranında fon kesintisi yapılmaktadır. Bu kategorilerin dışındaki kredilerde kesinti oranı % 0 olarak belirlenmiştir (GİB, 2012).

Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi (BSMV) ise bankaların, bankerlerin ve sigorta kurumlarının müşterilere sundukları hizmetler karşılığında aldıkları ücretler üzerinden ödedikleri vergidir. Genel BSMV oranı % 5 olarak, efektif ya da döviz satış işlemlerindeki TL tutarı üzerinden alınan BSMV vergisi ise % 0,1 olarak belirlenmiştir. Kambiyo işlemlerinde satış tutarı üzerinden alınan vergi 01.05.2008 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere sıfırlanmıştır. Bununla birlikte, Türkiye’de kurulu borsalarda gerçekleştirilen vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerine ilişkin işlemler ve bu işlemler sonucu lehe alınan paralardan (01.09.2010 tarihinden geçerli olmak üzere) BSMV alınmamıştır. Bunların dışında, hisse senedi alım-satım kazançları, hisse senedi kar paylarından, devlet tahvili ve hazine bonosu faiz gelirlerinden, devlet tahvili, hazine bonosu alım-satım kazançlarından, Eurobond faiz gelirleri ile alım-satım kazançlarından, Türkiye’de ihraç edilen özel sektör tahvili faiz gelirleri ile alım-satım kazançlarından stopaj alınmaktadır (GİB, 2012).

Tablo 17’de Türkiye’de uygulanan bazı sermaye kontrolleri gösterilmektedir.

Tablo 17

Türkiye Sermaye Kontrolleri Uygulamaları

Uygulama Tarihi	Uygulama Yöntemi
Aralık 1999	20 yıldır devam eden kronikleşmiş enflasyon sorununu ortadan kaldırmak için, IMF’nin desteklediği “dezenflasyon programı” uygulanmaya başlanmıştır.
Mayıs 2001	IMF destekli “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” yürürlüğe konulmuştur.
2006	Yurtiçi yerleşiklerin faiz kazancı elde etmek için yatırdığı paranın gelirinden %10 stopaj vergisi alınmış; aynı amaçla yatırım yapan yabancı kaynaklı yatırımcıların gelirleri üzerindeki vergi kaldırılmıştır.
2007	Borsada yatırım yapan yerli yatırımcılar hisse senetlerini 1 yıldan önce elden çıkarırlarsa, alım satım arasındaki fark için %10 vergi alınmaya başlanmış; yabancı yatırımcılardan alınan vergi ise, kaldırılmıştır.
2010	Stopaj vergileri, kurumsal yatırımcılar için % 0’a ve yerleşik olup olunmamasına bakılmaksızın tüm bireysel yatırımcılar için ise, % 10’a indirildi.

Kaynak: Magud, Reinhart ve Rogoff, 2011.

2000-2001 krizi sonrasında bankacılık sistemini yeniden yapılandırmak için yapısal reformlar daha istikrarlı bir şekilde sürdürülmüştür. Bu bağlamda Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF)’na devredilen bankaların sermaye yapıları güçlendirilmiştir. Devlet bankalarının görev zararları piyasa faizini taşıyan devlet tahvilleriyle ödenmiştir. Özel bankaların da sermaye yeterlilik oranları yeniden sağlayıncaya kadar temettü ödemeleri ertelenmiştir. Bankaların sermaye artırımına gitmeleri zorunluluğu getirilmiştir. Bankalar Kanunu’nda AB standartlarına uyum sağlamak için değişiklikler yapılmıştır. Kamu sektöründe ise kamu borçlarının dönüşümünün sağlanmasına ağırlık verilmiştir. Bankacılık sektörünün daha güçlü olarak yeniden düzenlenmesi, Irak Savaşı’nın ve 2008 Küresel Finansal Kriz’in ekonomiye olumsuz etkilerinin sınırlı kalmasını sağlamıştır. 2007’de yerli yatırımcının faiz kazancı elde etmek için yatırdığı paranın gelirinden kesilen %10 stopaj vergisi, aynı amaçla yatırım yapan yabancı kaynaklı yatırımcıların gelirlerine uygulanmamıştır. Aynı şekilde, borsada yatırım yapan yerli yatırımcılar hisse senetlerini 1 yıldan önce elden çıkarırlarsa, alım-satım arasındaki fark için %10 vergi ödemektedirler. Ancak, yabancı yatırımcılar hiç vergi ödememektedir. Son olarak da finansal türev işlemlerinden vergi alınmamaktadır. Küresel likiditedeki istikrarsızlık ve cari işlemler açığından kaynaklanan dış kaynak gereksinimi karşılamak nedeniyle de, 2010’da stopaj vergilerini kurumsal yatırımcılar için % 0’a ve tüm bireysel yatırımcılar için ise % 10’a indirilmesi yönünde bir düzenleme yapılmıştır (Çınar, 2013, s.136).

BÖLÜM V

SERMAYE KONTROLLERİNİN ETKİNLİĞİ: YÜKSELEN PİYASALAR DENEYİMİ

Bu bölümde önce sermaye kontrollerinin etkinliği teorik ve pratik açıdan incelenmektedir. Daha sonra ampirik literatür incelemesi kapsamında yükselen piyasalar kategorisindeki bazı ülkeler üzerine yapılan kalitatif ve kantitatif çalışmalar amaç, metodoloji ve ampirik bulgular açısından değerlendirilmektedir. Son olarak altı ülkeyi kapsayan uygulama çerçevesinde sermaye kontrollerinin etkinliği olay inceleme yaklaşımı ile test edilmektedir.

5.1. Sermaye Kontrollerinin Etkinliği

Magud ve Reinhart (2006) çalışmalarında, sermaye kontrollerinin etkinliğini ölçmek için iki indeks oluşturmuştur. Bunlar, Sermaye Kontrolleri Etkinlik İndeksi (Capital Control Effectiveness Index, CCE Index) ve Ağırlıklandırılmış Sermaye Kontrolleri Etkinlik İndeksi (Weighted Capital Controls Effectiveness Index, WCCE Index) olarak adlandırılmaktadır. WCCE ve CCE indeksleri arasındaki temel fark, literatürde yapılan çalışmaların metodolojik açıdan düşük, orta ve yüksek şeklinde ağırlıklandırılmış olmalarından kaynaklanmaktadır.

- Düşük: Zaman serileri ya da durumların analizini içeren çalışmalardır.
- Orta: Sermaye kontrollerinin öncesini ve sonrasını içeren çalışmalardır.
- Yüksek: Oldukça yüksek ekonometrik yöntemlerin kullanılarak hipotezlerin test edildiği çalışmalardır.

Sermaye kontrollerinin etkinlik ölçütleri bağlamında literatürdeki çalışmalarda, sermaye kontrolleri uygulandığında etkinliğin sağlanıp sağlanmadığını araştırmak için aşağıdaki sorulara yanıt aranmaktadır.

- Kontroller, sermaye akımlarının büyüklüğünü düşürebilmiş midir?
- Kontroller, sermaye akımlarının bileşimini değiştirebilmiş midir?
- Kontroller, reel döviz kuru üzerindeki baskıyı azaltabilmiş midir?
- Kontroller, daha bağımsız bir para politikasını sağlayabilmiş midir?

Yukarıdaki dört temel sorunun cevaplarına bağlı olarak WCCE ve CCE indekslerine aşağıdaki değerler verilmektedir.

- Eğer etkinlik kanıtlanmışsa, 1 değeri verilmektedir.
- Eğer etkinlik kanıtlanmamışsa, -1 değeri verilmektedir.
- Anlamlı bir sonuca ulaşılmamışsa, 0 değeri verilmektedir.

Bu bağlamda Tablo 18 sermaye giriş kontrolleri, Tablo 19 ise sermaye çıkış kontrolleri ve Tablo 20 çoklu ülke çalışmaları için yanıtları içermektedir.

Tablo 18

Sermaye Giriş Kontrolleri Etkinlik İndeksleri

Ülkeler	İndeks	Sermaye Akımlarının Büyüklüğünde Düşme	Sermaye Akımlarının Bileşiminde Değişme	Reel Döviz Kuru Baskısında Düşme	Para Politikası Daha Bağımsız Yapma	Ortalama
Brezilya	CCE	0.00	0.00	-0.67	0.00	0.00
	WCCE	0.35	0.35	-0.275	0.225	0.05
Şili	CCE	-0.09	0.64	-0.27	0.45	0.18
	WCCE	0.03	0.67	-0.27	0.29	0.18
Kolombiya	CCE	-0.33	-0.33	0.00	0.67	0.00
	WCCE	-0.17	-0.17	0.00	0.07	-0.07
Çek Cumhuriyeti	CCE	-1.00	1.00	0.00	0.00	0.00
	WCCE	-0.50	0.10	0.00	0.00	-0.10
Malezya	CCE	1.00	1.00	0.50	0.50	0.75
	WCCE	0.30	0.30	0.05	0.05	0.18
Tayland	CCE	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
	WCCE	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10

Kaynak: Magud ve Reinhart, 2007, s.23.

Tablo 18’de sermaye giriş kontrolleri çerçevesinde literatürdeki çalışmaların metodolojik katılık derecelerine; düşük (0,1), orta (0,5) ve yüksek (1) değerleri verilmektedir. Bu sayısal değerler; Ağırlıklı Sermaye Kontrolleri Etkinliği İndeksi (WCCE Index) ve Sermaye Kontrolleri Etkinlik İndeksi (CCE Index) olarak hesaplanmaktadır. Bu hesaplamanın amacı, 4 temel sorunun hangi ülke açısından daha etkin olduğunu bulmaktır. Bunun için WCCE indeks değeri ayrıca hesaplanmaktadır. Buradaki temel amaç ise, hangi ülkenin uyguladığı sermaye kontrol yöntemi daha kullanışlıdır sorusunun yanıtını bulmaktır.

Tablo 19

Sermaye Çıkış Kontrolleri Etkinlik İndeksleri

Ülkeler	İndeks	Sermaye Akımlarının Büyüklüğünde Düşme	Sermaye Akımlarının Bileşiminde Değişme	Reel Döviz Kuru Baskısında Düşme	Para Politikası Daha Bağımsız Yapma	Ortalama
Brezilya	CCE	0.00	0.00	-0.67	0.00	0.00
	WCCE	0.35	0.35	-0.275	0.225	0.05
Şili	CCE	-0.09	0.64	-0.27	0.45	0.18
	WCCE	0.03	0.67	-0.27	0.29	0.18
Kolombiya	CCE	-0.33	-0.33	0.00	0.67	0.00
	WCCE	-0.17	-0.17	0.00	0.07	-0.07
Çek	CCE	-1.00	1.00	0.00	0.00	0.00
Cumhuriyeti	WCCE	-0.50	0,10	0.00	0.00	-0.10
Malezya	CCE	1.00	1.00	0.50	0.50	0.75
	WCCE	0.30	0.30	0.05	0.05	0.18
Tayland	CCE	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
	WCCE	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10

Kaynak: Magud ve Reinhart, 2007, s.24.

Tablo 19’da, sermaye çıkış kontrolleri uygulamalarının her biri arasındaki farklılıkları ayırt etmek için yapılan çalışmaların metodolojik katılık derecelerine bağlı olarak sınıflandırma yapılmaktadır. Bu sınıflandırmanın amacı; düşük, orta ve yüksek gibi ölçütler koymak suretiyle çalışmalardan daha anlaşılır sonuçlar elde etmeye çalışmaktır.

Tablo 20

Çoklu Ülke Çalışmaları Kontrol Etkinlik İndeksleri

Ülkeler	İndeks	Sermaye Akımlarının Büyüklüğünde Düşme	Sermaye Akımlarının Bileşiminde Değişme	Reel Döviz Kuru Baskısında Düşme	Para Politikası Daha Bağımsız Yapma
Çoklu Ülke	CCE	0.00	0.40	0.00	0.00
	WCCE	-0.00	0.30	0.00	0.225

Kaynak: Magud ve Reinhart, 2007, s.24.

Tablo 20’de çoklu ülke çalışmaları çerçevesinde sermaye kontrollerinin etkinliğine yönelik sorular temelinde indeks değerleri gösterilmektedir.

Tablo 21

Sermaye Kontrollerinin Etkinlik Ölçütleri: Ülke Uygulamaları

Çalışma	Dönem	Sermaye Akımlarının Büyüklüğünde Düşme	Sermaye Akımlarının Bileşiminde Değişme	Reel Kuru Baskısında Düşme	Döviz	Para Politikası Daha Bağımsız Yapma
BREZİLYA						
Cordoso & Goldfajn (1998)	1994	EVET (KD)	EVET (KD)			
Edison & Reinhart (2001)				HAYIR		HAYIR
Reinhart & Smith (1998)		EVET (KD)	EVET (KD)			
Ariyoshi vd. (2000)	1993-1997	HAYIR	HAYIR	HAYIR		EVET (KD)
Calvalho & Garcio (2008)		EVET (KD)				
Ostry vd. (2010)	2008	HAYIR	HAYIR	HAYIR		
ŞİLİ						
De Gregorio, Edwards & Valdes (2000)	1988:I 1998:II	EVET	EVET (KD)	EVET (KD)		EVET (KD)
Edwards (1999) I						
Edwards (1999) II	1991-1998	HAYIR	HAYIR	HAYIR		EVET (KD)
Edwards & Rigobon (2004)	1991-1999			EVET		
Hernandes & Schmidt-Hebbel (1999)		EVET (KD)	EVET (KD)	EVET		HAYIR
Laban, Larrain & Chumacero (1997)	1985-1994	HAYIR	EVET			
Laban ve Larrain (1998)						
Laurens & Cardoso (1998)		EVET (KD)	EVET	HAYIR		
Le Fort & Budnevich (1997)	1990-1994	HAYIR		EVET		EVET
Reinhart & Smith (1998)		EVET (KD)	EVET (KD)			
Valdes-Prieto & Soto (1995)	1987-1995	HAYIR	EVET	HAYIR		HAYIR
Ariyoshi vd. (2000)	1991-1998	HAYIR	HAYIR	HAYIR		EVET
Edwards & Rigobon (2009)						

Kaynak: Magud ve Reinhart, 2007, s.20; IMF, 2010, s.24-26.

Tablo 21 (devamı)

Çalışma	Dönem	Sermaye Akımlarının Büyüklüğünde Düşme	Sermaye Akımlarının Bileşiminde Değişme	Reel Kuru Baskısında Düşme	Döviz	Para Politikası Daha Bağımsız Yapma
KOLOMBİYA						
Le Fort & Budnevch (1997)	1990-1995	EVET (KD)	EVET	EVET		EVET
Reinhart & Smith (1998)	1993-1995	HAYIR	HAYIR			
Ariyoshi vd. (2000)	1993-1998	HAYIR	HAYIR	HAYIR		HAYIR
Cardenas (2007)	2007-2008	HAYIR	EVET (KD)			
Concha & Galindo (2008)	2007-2008	HAYIR	EVET			
Clements ve Kamil (2009)	2007-2008	HAYIR	EVET	HAYIR		
MALEZYA						
Tamisira (2004)	1991-2002			HAYIR		EVET
Dornbusch (2001)				HAYIR		
Edison & Reinhart (2000)				EVET		EVET
Kaplan & Rodrik (2002)	1992-1996					EVET
Ariyoshi vd. (2000)		EVET		EVET		EVET
İSPANYA						
Jose Vinalis (1992)	1992	HAYIR				
Edison & Reinhart (2000)	1995-1999					
Ariyoshi vd. (2000)	1992	EVET		EVET (KD)		EVET
TAYLAND						
Edison & Reinhart (2000)				HAYIR		HAYIR
Ariyoshi vd. (2000)	1997-1998	EVET		EVET		EVET (KD)
HIRVATİSTAN						
Jankov (2009)	2004-2008		EVET			
KORE						
Ostry vd. (2010)	2000-2008	HAYIR		HAYIR		

Kaynak: Magud ve Reinhart, 2007, s.20; IMF, 2010, s.24-26.

Tablo 21 ve Tablo 22 incelendiğinde, çalışmalar ve yanıtları araştırılan 4 temel sorudan herbirinin ayrı ayrı kesişme noktası alanında; EVET ifadesi varsa sermaye kontrolleri uygulamaları ile istenen amacın gerçekleştirildiğini görmek mümkündür. Eğer HAYIR ifadesi varsa, bunun anlamı sermaye kontrolleri uygulamaları ile belirgin bir etki olmadığını söylemek mümkündür. Eğer alan boş ise, sermaye kontrolleri uygulamaları ile hiçbir etkinin olmadığını ifade etmektedir. Bazı alanlardaki KD kısaltma ifadesi ise sermaye kontrolleri uygulamaları ile amaçlanan etkinin ısa vadede gerçekleştiğini ifade etmektedir.

Tablo 21’de sermaye giriş kontrolleri için verilen sonuçlara bakıldığında; sermaye kontrolleri uygulamalarının para politikasını daha bağımsız bir hale getirdiği ifade etmek mümkündür. Ayrıca bu uygulamaların sermaye akımlarının bileşimini kısa vadeden uzun vadeye doğru değiştirdiği ve reel döviz kuru üzerindeki baskıları düşürdüğü görülebilmektedir.

Tablo 21’de, Laurens ve Cardoso (1998) çalışmasında, 1990’lı yıllarda Şili deneyimine ait bulgular incelendiğinde, sermaye girişlerine uygulanan kontrollerin etkileri kapsamında net sermaye girişlerinin büyüklüğünde kısa vadeli bir düşme eğilimi gerçekleşmektedir. Sermaye akımlarının bileşimindeki değişim vadesi istenen amaçlar doğrultusunda olmuştur. Öte yandan kontrolleri uygulamak suretiyle reel döviz kuru üzerindeki baskının azaltılması amacı gerçekleştirilememiştir. Sermaye kontrolleri etkinliğinin para politikasını daha bağımsız hale getirmesi açısından herhangi bir sonuç bulunmadığı görülmektedir.

Tablo 21’de Ariyoshi vd. (2000), Edison ve Reinhart (2000), Kaplan ve Rodrik (2002) ve Tamisira (2004) çalışmalarında; sermaye kontrollerinin etkinliği, belirlenen 4 temel soru grubu açısından değerlendirildiğinde Malezya örneğinde, 1994 yılında uygulanan sermaye kontrolleri politikaları sonucunda sermaye akımlarının büyüklüğünde düşme sağlanabildiği görmek mümkündür. Sadece Tamisira (2004) çalışmasında, sermaye akımlarının büyüklüğünde düşme sağlandığı bulunmuştur. Ancak durum 4 çalışma bağlamında değerlendirildiğinde sonuç olarak; sermaye girişlerine uygulanan kontroller, net sermaye akımlarının büyüklüğünde bir düşme yaratmıyor gözükmemektedir. Sermaye çıkışlarına uygulanan kontrollerin ise, özellikle Malezya örneğinde görülebildiği gibi, daha bağımsız bir para politikası uygulaması sağlayabildiğini gözlemlemek mümkündür. Her 4 çalışma bunu desteklemektedir.

Tablo 22

Sermaye Kontrollerinin Etkinlik Ölçütleri: Çoklu Ülke Uygulamaları

Çalışmalar	Ülkeler	Sermaye Akımlarının Büyüklüğünde Düşme	Sermaye Akımlarının Bileşiminde Değişme	Reel Döviz Kuru Baskısında Düşme	Para Politikası Daha Bağımsız Yapma
Montiel & Reinhart (1999)	Endonezya, Malezya ve Filipinler, Sri Lanka, Tayland, Arjantin, Şili, Brezilya, Kolombiya, Meksika, Uganda, Kenya, Mısır, Çek Cumhuriyeti, Kosta Rica (1990-1996)	HAYIR	EVET (KD)		HAYIR
Reinhart & Smith (1998)	Brezilya, Kolombiya, Meksika, Şili, Çek Cumhuriyeti, Malezya, Tayland, Endonezya ve Filipinler	EVET (KD)	EVET (KD)		
Kaplan & Rodrik (2002)	Kore, Tayland, Endonezya, Malezya				EVET
Edison & Reinhart (1999)	İspanya (1991-1993), Brezilya (1995-1999), Tayland ve Malezya, Tayland ve Kuzey Kore			HAYIR	HAYIR
Miniane & Roger (2004)	Avustralya, Avusturya, Belçika, Şili, Kanada, Kolombiya, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Almanya, İtalya, Meksika, Norveç, Türkiye, Yunanistan, Kore, Malezya, Portekiz, Kuzey Afrika, İsveç, İngiltere (1971:1 – 1998:12)			EVET (KD)	HAYIR

Kaynak: Magud ve Reinhart, 2007, s.22.

Tablo 22 (devamı)

Çalışmalar	Ülkeler	Sermaye Akımlarının Büyüklüğünde Düşme	Sermaye Akımlarının Bileşiminde Değişme	Reel Döviz Kuru Baskılarında Düşme	Para Politikasını Daha Bağımsız Yapma
Tamamlanmış Çalışma Örnekleri		BELİRSİZ	EVET	BELİRSİZ	EVET
	Brezilya	BELİRSİZ	BELİRSİZ	HAYIR	BELİRSİZ
	Şili	BELİRSİZ	EVET	BELİRSİZ	EVET
Sermaye Giriş Kontrolleri İle İlgili Çalışmalar	Kolombiya	BELİRSİZ	BELİRSİZ	BELİRSİZ	
	Çek Cumhuriyeti	HAYIR	EVET		
	Malezya (1989)	EVET	EVET		
	Malezya (1994)	EVET	EVET	EVET	EVET
	Tayland	EVET	EVET	EVET	EVET
Sermaye Çıkış Kontrolleri İle İlgili Çalışmalar	Malezya			BELİRSİZ	EVET
	İspanya	BELİRSİZ		BELİRSİZ	BELİRSİZ
	Tayland	EVET		EVET	EVET

Kaynak: Magut ve Reinhart, 2007, s.22.

Tablo 21 ve 22 incelendiğinde, soruya karşılık cevap EVET ise alacağı değer 1; cevap HAYIR ise alacağı değer -1; bir cevap yoksa alacağı değer 0 olmaktadır. Her bir ülke veya ülke grubu için çalışmada araştırılan 4 soru için ortalamalar hesaplanmıştır. Örneğin, her bir ülke için sermaye akımlarının büyüklüğündeki düşmeye karşılık olarak sermaye kontrolleri etkinliği indeksi; reel döviz kuru üzerindeki etkisini ölçmeye karşılık olarak da sermaye kontrolleri etkinlik indeksi hazırlanmıştır. Çalışmalardan elde edilen sonuçlar, karşılaştırma olanağı sağlamak suretiyle hangi ülkenin sermaye kontrolleri uygulamalarında daha başarılı olduğuna ilişkin bilgilere ulaşılmaktadır.

Tablo 18, 19, 20, 21 ve 22 birlikte değerlendirildiğinde görülmektedir ki sermaye kontrolleri; sermaye akımlarının bileşimini uzun vadeye doğru değiştirmekte ve para politikasını daha bağımsız yapmada başarılı olmuştur. Ancak bu çalışmalar, sermaye kontrollerinin etkinliği bağlamında sermaye akımlarının büyüklüğünde düşme ve reel döviz kuru üzerindeki değerlendirme baskılarının düşmesi konusunda yeterince aydınlatıcı değildir. Çalışmalarda sermaye kontrollerinin etkinliği konusunda var olan bir takım boşlukları doldurmak için, sermaye kontrollerini etkinliğini ölçmek için oluşturulan sermaye kontrolleri etkinlik indeksi (CCE) ve ağırlıklı sermaye kontrolleri etkinlik indeksi (WCCE) kullanılmaktadır.

5.2. Ampirik Literatür İncelemesi

Sermaye kontrolleri ile ilgili kalitatif ve kantitatif çalışmalardan oluşan geniş kapsamlı bir literatür bulunmaktadır. Sermaye kontrollerinin etkinliği üzerine olan literatürü incelerken dört önemli sorunla karşılaşmak mümkündür. Bunlar aşağıda sıralanmaktadır (Magut ve Reinhart, 2006, s.4):

- Sermaye kontrollerinin makroekonomik sonuçlarını analiz etmek için üzerinde görüş birliği sağlanmış kuramsal bir çerçeve bulunmamaktadır.
- Farklı ülkeler üzerinde ve farklı zaman dilimleri arasında uygulanan sermaye kontrol ve önlemleri arasında önemli farklılıklar bulunmaktadır.
- Sermaye kontrollerinin uygulanmasında başarının ne olduğu konusunda bir görüş birliği yoktur.
- Sermaye kontrolleri uygulamaları üzerine yapılan akademik çalışmalarda genel geçer bir yöntem yoktur.

Sermaye kontrollerinin etkinliği bağlamında ülke uygulamaları çerçevesinde yapılan çalışmaların çoğu, sermaye kontrolleri uygulamalarının sermaye akımlarının büyüklüğünü değiştiremediğini; ancak sermaye girişlerinin bileşimini etkileyebileceğini göstermektedir. Sermaye kontrolleri sermaye girişlerinin büyüklüğünü etkilese bile, bu etkilerin kısa vadeli olduğu ampirik olarak saptanmıştır. Örneğin, ülkeye giren sermaye akımlarının miktarını azaltarak parasal bağımsızlığı daha da arttırmayı ve reel kurdaki değerlenmeyi azaltmayı amaçlayan faizsiz zorunlu rezerv (URR) gibi bazı sermaye kontrol yöntemlerinin sermaye akımları üzerindeki etkisi çeşitli çalışmalarda incelenmiştir.

Sermaye kontrollerinin etkinliği üzerine yapılan ampirik çalışmalarda görüldüğü üzere aynı tür sermaye kontrol yönteminin farklı ülkelerde ve farklı zaman dilimlerinde net sermaye akımlarının büyüklüğünü ve bileşimini değiştirmek, reel döviz kuru üzerindeki değerlenme baskısını azaltmak ve para politikasını daha bağımsız yapma gibi hedeflere ulaşma konusunda farklı sonuçlar verdiği görülmektedir. Buna göre ampirik çalışmalarda, sermaye kontrolleri uygulamalarının sermaye akımlarının bileşimini değiştirme konusunda genel olarak etkin olduğu; ancak reel döviz kuru üzerindeki değerlenme baskılarını azaltma konusunda büyük oranda etkin olamadığı görülmektedir (Ergül, 2012, s.35-36).

Schadler (1994), Asya'daki gelişmekte olan bir grup ülkenin farklı davranışlarını kapsayan uygulamaları açıklamaya çalışmıştır. Çalışmada, bu piyasaların gelişmiş piyasalarla yeterince bütünleştirilemediği sonucuna varılmıştır. Kontrol uygulamalarının 1980'lerde sermaye hareketliliğini daraltıcı bir etki yaptığı saptanmıştır.

Helleiner (1994), 1990'lar boyunca 15 yükselen piyasa ekonomisinin sermaye hesabı kısıtlamalarına ilişkin bir veri oluşturmuş ve sermaye girişlerinin kısıtlanmasının etkilerini incelemiştir. Bu çalışmanın sonucuna göre, sermaye kontrollerinin sermaye akımlarının bileşimini değiştirmektedir. Kısa vadeli sermaye akımlarının ve portföy yatırımlarının payını düşürmektedir. Ancak, doğrudan yabancı yatırımların payını ise arttırmaktadır.

Miles (2004), çalışmasında sermaye kontrollerinin tümüyle etkisiz olduğunun söylenemeyeceğini, Brezilya örneğinin gösterdiği gibi piyasa ajanlarının tepkileri dikkate alınarak tasarlanan sermaye kontrollerinin etkili olabileceğini belirtmiştir.

Cardenas ve Barrera (1997)'nin Kolombiya'nın, De Gregorio ve diğerleri (2000)'nin, Şili'nin 1991-1998 döneminde uyguladıkları sermaye kontrollerini inceledikleri çalışmalarında, kontrol uygulamalarının iki ülkeye giren sermayenin büyüklüğünü etkilemediği; ancak giren sermayenin vade yapısını uzattığını göstermiştir. Ayrıca Cardenas ve Barrera (1997), sermaye akımları bileşimindeki bu değişimin, Kolombiya'nın sermaye akımlarındaki ani olumsuz değişimlerden daha az etkilenmesini sağladığını belirtmiştir.

Cardoso ve Goldfajn (1998), Brezilya'ya 1988-1995 döneminde giren sermayenin yapısını analiz etmişlerdir. Buna göre Kolombiya ve Şili üzerine yapılan çalışmaların aksine, sermaye kontrollerinin sermaye akım girişleri ve çıkışlarının büyüklüğünü etkilediği bulunmuştur. Ancak, bu sermaye kontrollerinin etkisinin sadece 6 ay sürdüğü belirtilmiştir.

Edwards (1999), sermaye kontrollerinin kriz dönemleri dışında uygulanmaması gerektiğini belirtmiştir. Buna göre, tedavi edici kontroller uygulanmalıdır. Fisher (1999), yapmış olduğu çalışmada daha büyük krizleri önlemek için geçici sermaye çıkışlarına uygulanan kontrollerin faydalı olacağı ileri sürmektedir. Bu tedavi edici nitelikteki kontrollerin, kriz dönemlerinin başlangıç düzeyindeki yüksek faizin düşürülebileceğini ve büyüme politikalarının uygulanabileceğini savunmaktadır.

Ariyoshi vd. (2000) tarafından yapılan çalışmada 14 yükselen piyasa ekonomisinin 1990'lı yıllar boyunca uyguladığı sermaye akımları üzerindeki etkisi incelenmiştir. Çalışmada ekonometrik yöntemlere başvurulmamış; sadece niteliksel analizlerle yetinilmiştir. Çalışmanın sonucuna göre; sermaye kontrolleri uygulamalarının, Malezya ve Tayland örneğinde olduğu gibi sermaye girişlerini engellemekte kısmen etkili olduğu görülmüştür.

Edison vd. (2001) tarafından yükselen piyasa ekonomilerinden; Tayland (1997), Malezya (1998) ve Brezilya (1999) üzerine ampirik çalışmalar yapılmıştır. Yapılan çalışmaların sonucuna göre, sermaye kontrolleri uygulamalarının Brezilya ve Tayland örneklerinde başarılı olmadığı; yani istenen amaçlara hizmet etmediği görülmüştür. Malezya örneğinde ise sermaye kontrollerinin başarılı olduğu; yani kontrol uygulamalarıyla istenen amaçlara ulaşıldığı saptanmıştır. Buna göre Malezya örneğinde, sermaye kontrol uygulamalarıyla daha yüksek faiz oranına, istikrarlı bir reel döviz kuruna ve daha fazla bağımsız bir para politikasına ulaşılmıştır. Yükselen piyasa ekonomileri içinde Hong Kong'dan sonra ikinci en gelişmiş ve en derin finansal piyasalara sahip olan Brezilya'da ve denizaşırı bankacılık merkezine sahip olan Tayland'da bu tür özelliklere sahip olmayan Malezya'ya göre daha fazla arbitraj olanağı olduğu ve böylece sermaye kontrollerinin etkisinin Malezya'ya göre daha sınırlı olduğu sonucuna varılmıştır.

Magud ve Reinhart (2006), çoklu ülke uygulamaları analizi çerçevesinde sermaye kontrolleri politikaları etkinliği üzerine bir çalışma yapmıştır. Bu çalışmanın sonucuna göre; sermaye kontrolleri uygulamalarının para politikasını daha bağımsız yaptığı; sermaye akımlarının bileşimini değiştirdiği ve reel döviz kuru üzerindeki değerlendirme baskılarını azalttığı saptanmıştır. Ancak sermaye kontrolleri uygulamalarının, net finansal sermaye akımları hacmini etkilemediği (değiştirmede) de bulgular arasındadır. Sermaye çıkışları üzerine uygulanan sermaye kontrolleri politikaları konusunda Malezya ve diğer ülkelerin farklı sonuçlar verdiği gözlenmiştir. Malezya örneğinde, sermaye çıkışı üzerine uygulanan sermaye kontrol politikaları, sermaye çıkışlarını azaltırken ve daha bağımsız bir para politikasına olanak sağlarken, diğer ülke örneklerinde bu tür sermaye kontrolleri uygulamalarının sermaye çıkışları büyüklüğünü azaltmada ve daha bağımsız bir para politikası sağlama yönündeki başarısı konusunda çok az kanıt bulunmaktadır.

Balin (2008) çalışmasında, Hindistan'ın 2007'de uyguladığı sermaye kontrollerinin etkilerini incelemiştir. Hindistan hükümeti ulusal para birimi Rupî'nin değerlenmesini engellemek, genel sermaye akımlarının büyüklüğünü değiştirmek, portföy yatırımlarını ve ülkeye ticari kredi yoluyla giren borç akımlarını azaltmak ve vade yapılarını uzatmak, Mumbai borsasındaki spekülasyon ve dalgalanmayı azaltmak gibi amaçlara ulaşmak için sermaye kontrollerini uygulamıştır. Çalışmanın sonucuna göre, sermaye kontrolleri sermaye girişlerinden kaynaklanan sorunları çözmede pek başarılı olmamıştır. Bunun için iki sebep ileri sürülmüştür. Birincisi, sermaye kontrollerinin bir kısmıyla istenilen amaçlara ulaşmak mümkün değildir. Kontroller, ülkeye giren sermaye akımlarının büyüklüğünü değiştirememiştir. Rupî'nin değerindeki artış devam etmiştir. Borsadaki spekülasyon köpüğü engelleyememiştir. İkincisi, başarıları onaylanmış sermaye kontrolleri Hindistan'da etkin olamamıştır. Kontroller, hisse senedi piyasalarındaki hacim ve oynaklığı azaltamamıştır. Portföy ve borçlanmayla sağlanan sermaye akımlarını görünüş itibarıyla yavaşlatmıştır. Ancak, yatırımcılar kontrolleri aşabilmiştir. Böylece kontroller gerçek anlamda net portföy yatırımlarını çok sınırlı bir şekilde azaltmıştır. Hindistan'da uygulanan sermaye kontrollerinin tek başarısının ticari borçlanmanın vade yapısını uzattığını savunmak mümkündür.

Clements ve Kamil (2009), 2007'de Kolombiya'da URR yöntemiyle uygulanan kontrollerinin sermaye akımları ve döviz kuru dinamikleri üzerine olan etkilerini incelemiştir. Buna göre sermaye kontrollerinin dış borçlanmayı düşürmede etkili olduğu saptanmıştır. Ancak bu kontrollerin portföy yatırımları ve diğer sermaye kategorilerine önemli bir etkisi olmamıştır. Sonuçlar, sermaye kontrollerinin döviz kuru düzeyini etkilemediğini, ancak kurun oynaklığını arttırdığını göstermiştir. Ayrıca kontrollerin döviz kurunun dış şoklardan etkilenme katsayısını azaltmadığı görülmüştür. Çalışmaya göre kontroller para politikasının bağımsızlığı açısından etkin değildir.

Binici vd. (2009), çalışmasında sermaye akımları giren ve çıkan şeklinde, hisse senedi, doğrudan yatırım ve borç gruplarına göre incelenmiştir. Böylece belirli bir tür sermaye kategorisine uygulanacak sermaye kontrollerinin etkisi incelenebilmiştir. Araştırmacılar, toplam sermaye rakamlarının kullanılmasının yanıltıcı ve yanlış olabileceğini belirtmiştir. Çalışma 74 ülkeyi ve 1995-2005 yılları arasındaki dönemi kapsamıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre; hisse senedi, doğrudan yatırım ve borç akımları üzerine uygulanacak kısmi kısıtlamaların etkili olabilmektedir.

Jittrapanun ve Prasartset (2009) Tayland uygulamasında, doğrudan kontrollerin portföy girişlerini kısa dönemde azalttığını gözlemlemiştir. Benzer bir şekilde Coelho ve Callagher (2010) URR yönteminin 2007-2008 Tayland ve Kolombiya uygulamasında sermaye girişlerinin hacmini azalttığını bulmuştur.

Baba vd. (2011) çalışmasında sermaye kontrolleri ve ihtiyatlı politikaların toplamı olan sermaye girişleri önlemlerinin etkinliği konusunda kesin bir kanıtın olmadığı, aynı önlemlerin bazı olaylarda etkili olurken diğer olaylarda etkili olmadığı belirtilmiştir. Ayrıca ihtiyatlı önlemler etkili olsa bile bu etkinin kısa vadeli olduğu saptanmıştır. Bu ihtiyatlı önlemlerin etkisinin ekonomide uygulandıkları alanların kapsamı ve sürekliliği ile artırılabilceği vurgulanmıştır. Ancak bu durum geçmişte birçok gelişmiş ülkenin, bugün ise Çin ve Hindistan'ın sahip olduğu döviz kurunun ve finansal sektörün baskı yaşadığı duruma kolaylıkla dönüşebilmektedir. Bu nedenle aşırı kontroller ve finansal baskı uygulamaları, tasarrufların etkin olmayan dağılımına ve uzun vadede düşük büyüme düzeylerine neden olabilmektedir.

Unsal (2011), çalışmasında sermaye girişlerine karşı geleneksel para politikası önlemlerinin yeterli olamayabileceğini ve ihtiyatlı politikaların da uygulanması gerektiğini belirtmiştir. Doğrudan sermaye girişlerini engellemeyi amaçlayan ihtiyatlı önlemler, genel sistemik riski engellemeyi amaçlayan ihtiyatlı önlemlerden daha az etkili olmaktadır. Sistemik riske yönelik genel ihtiyatlı önlem paketi yerine sadece sermaye kontrollerinin uygulandığı durumda, sermaye girişleri yoğun olmasa bile yerli finansal piyasalarda dengesizlikler oluşabilmektedir.

Sermaye kontrollerinin etkinliği; sermaye akımları üzerindeki etkileri, reel kurun istikrarı, para politikasının bağımsızlığı ve yurtiçi makroekonomik finansal istikrar gibi politika amaçlarına etkilerine bağlıdır. Literatürde, yerel ve küresel piyasalarda oluşan faiz oranları ile kontroller sonucunda yaşanan sıkışmaya ağırlık verilmektedir. Bu nedenle, dengeyi sağlayacak politikaların uygulanması gerekmektedir. Kontrollerin etkinliği de bu durum karşısında uygulanacak politikaların maliyet ve etkisine bağlıdır. Kontroller etkinse, sermaye akımları yurtiçi faiz oranlarına karşı daha az duyarlıdır. Bunun sonucunda politika yapıcıların, yurtiçi ekonomik amaçlar doğrultusunda politika belirleme şansları artmaktadır. Sermaye kontrolleri, sermaye akımlarının yapısını ve büyüklüğünü etkileyip etkilemediği durumu, sermaye kontrollerinin etkinliğini belirleyen en önemli unsurların başında gelmektedir (Çınar, 2013, s.101).

Literatürde sermaye kontrolleri üzerine yapılan çalışmalarda sermaye kontrollerinin etkinliğini ölçmek için metodolojik katılıkları farklı olan çeşitli ekonometrik yöntemler kullanılmaktadır. Tablo 24, 25 ve 26’ da literatürde yapılmış sermaye girişleri, sermaye çıkışları ve çoklu ülke çalışmalarında kullanılan bazı ekonometrik yöntemler incelenmektedir.

Tablo 23

Sermaye Giriş Kontrolleri: Metodoloji

Çalışma	Dönem	Yöntem
BREZİLYA		
Cardoso & Goldfajn (1998)	1988:1-1995:12	Serinin değişen varyansını ve serisel korelasyonunu EKK yöntemiyle test edilmiştir. VAR analizi kullanılarak kontrollerin içsellliği sınanmıştır.
Reinhart & Smith (1998)	1994-1996	Kontrollerin uygulandığı periyot t olarak adlandırılmış ve t-1 ve t+2 serileri arasında bir karşılaştırma yapılmıştır. Her ekonomi için farklı ölçümler, kronolojik olarak sıralanmıştır
Ariyoshi vd. (2000)	1993-1996	Zaman serisi analizleriyle, ülke örnekleri geniş çaplı açıklanmış ve karşılaştırılmıştır. Sermaye giriş ve çıkış kontrolleri, geniş çaplı döviz kontrolleri ve hızlı serbestleşme süreci ve kontroller şeklinde çalışmayı bölümlere ayırarak açıklanmıştır.
Edison ve Reinhart (1999)	1995-2001	Sermaye kontrollerinin uygulanıp uygulanmamasının, serilerde bir değişime neden olup olmadığını test edilmiştir. Serilerindeki nedenselliği bulmak için VAR analizi, kontrollerin dalgalanmalar üzerindeki etkilerini bulmak için GARCH testi ve yapısal kırılmalar için Wald testini uygulanmıştır.
KOLOMBİYA		
Le Fort & Budnevich (1997)	1990-1995	Sermaye kontrollerinin içeriklerinin tanımlaması yapılmış ve temel makroekonomik etkileri araştırılmıştır
Reinhart & Smith (1998)	1990-1995	Olay karşılaştırma yaklaşımıyla kontrollerin uygulandığı periyot, t olarak adlandırılmış ve t-1 ve t+2 serileri arasında bir karşılaştırılma yapılmıştır. Her ülke için farklı ölçümler, kronolojik olarak sıralanmıştır.
Ariyoshi vd. (2000)	1993-1998	Zaman serisi analizleriyle, ülke örnekleri geniş çaplı açıklanmış ve karşılaştırılmıştır. Sermaye giriş ve çıkış kontrolleri, geniş çaplı döviz kontrolleri ve hızlı serbestleşme süreci ve kontroller şeklinde çalışmayı bölümlere ayırarak açıklanmıştır

Kaynak: Magud, Reinhart ve Rogoff, 2011, s.39-42.

Tablo 23 (devamı)

Çalışma	Dönem	Yöntem
ŞİLİ		
De Gregorio, Edwards & Valdes (2000)	1988Q1 1998Q2	Araç değişken ve VAR analizi kullanılarak, sermaye girişlerindeki dışsal trendi ve eşzamanlı uzun dönem denklemi test edilmiştir. Devalüasyon iki farklı şekilde ölçülmüştür: 1. Depresyonun etkilenme oranı, 2. ARMA modelinden tahminler. Sermaye hareketlerini ölçmek için ise, iki alternatif öne sürmüşlerdir: 1. Kısa vadeli akımların GSYİH'ya oranı. 2. Toplam akımların GSYİH'ya oranı.
Edwards (1999a)	Haziran 1991 Eylül 1998	Sermaye kontrollerinin uygulandığı dönemde, sermaye akımlarının bileşimi analiz edilmiştir. VAR analiziyle sermaye kontrollerinin reel döviz kuru üzerinde etkileri araştırılmıştır. Kısa vadeli MB nominal faiz oranı ve logaritmik hisse senedi piyasası endeksi verilerindeki değişimler GARCH ile açıklanmıştır.
Edwards (1999b)	1994-1996	Günlük verilerle kısa vadeli MB nominal faiz oranı ve logaritmik hisse senedi piyasası endeksi verilerindeki değişimler GARCH ile açıklanmıştır. Sermaye kontrollerinin, sermaye girişlerinin bileşimi, yurtiçi faiz oranları ve para politikası bağımsızlığı üzerindeki etkileri araştırılmıştır.
Edwards & Rigobon (2005)	Ocak 1991 Eylül 1999	Olasılık hesaplamaları kullanılarak, gölge döviz kuru ve kur bandı hesaplanmıştır. Sermaye kontrollerinin dış şoklara etkisi, GARCH ile incelenmiştir. Ortalama ve varyans eşitlikleri tahmin edilmiştir.
Gallego, Hernandez & Schmidt-Hebbel (2000)	1989Q1- 1998Q2 Haziran 1989 Temmuz 1999	EKK tahmincisiyle sahte regresyon, içsellik, değişen varyanslılık ve otokorelasyon incelenmiştir. Eşbütünleşme, hata düzeltme ve 2SLS modelleriyle tahmin yapılmıştır
Laban ve Larrain (1998)	1985-1996	Sermaye kontrol uygulamalarının içeriği ve makroekonomik etkileri açıklanmıştır.
Larrain, Laban & Chumacero (2000)	1985-1994	Doğrusal olmayan modeller kullanılarak, değişkenlere Markov switching rejim modeli uygulanmıştır. Tüm serilerin eşik değerleri bulunmuştur
Laurens & Cardoso (1998)	1985Q1- 1994Q4	Faiz kurlarındaki farklılaşmayı açıklamak için, doğrusal ve kübik modelleme ile net girişlerin etkileri araştırılmıştır.
Le Fort & Budnevich (1997)	1990-1994	Sermaye kontrolü uygulamalarının kapsamı ve makroekonomik etkileri açıklanmıştır.
Reinhart & Smith (1998)	1990-1994	Kontrollerin uygulandığı periyot t olarak adlandırılmış ve t-1 ve t+2 serileri arasında bir karşılaştırma yapılmıştır. Her ekonomi için farklı ölçümler kronolojik olarak sıralanmıştır.
Valdes-Prieto & Soto (2000)	1987-1995	İki aşamalı hata düzeltme modeli yardımıyla EKK tahmincisiyle reel döviz kuru tahmin edilmiştir. Hata düzeltme modeliyle uzun dönem eşitliği için katsayılar hesaplanmıştır. Ayrıca kontrollerin kısa dönemli kredilere etkilerini araştırmışlardır

Kaynak: Magud, Reinhart ve Rogoff, 2011, s.39-42.

Tablo 24

Sermaye Çıkış Kontrolleri: Metodoloji

Çalışma	Dönem	Yöntem
MALEZYA		
Tamirisa (2004)	Ocak 1991 Aralık 2002	Hata düzeltme modeli kullanılarak, net yabancı portföy değerleri serilerindeki etkileri araştırılmıştır.
Dornbusch (2002)	Ocak 1991 Aralık 2002	Farklı değişkenler kullanılarak analiz genişletilmiştir.
Edison & Reinhart (2001)	Ocak 1991 Aralık 2002	Sermaye kontrollerinin uygulanıp uygulanmamasının, serilerde bir değişime neden olup olmadığını test edilmiştir. Serilerindeki nedenselliği bulmak için VAR analizi, kontrollerin dalgalanmalar üzerindeki etkilerini bulmak için GARCH testi ve yapısal kırılmalar için Wald testi uygulanmıştır.
Kaplan & Rodrik (2002)	1992-1996	IMF kurtarma paketleri yerine, sermaye kontrolleri uygulamasının etkileri araştırılmıştır. Statik ve dinamik modellerde, bireysel ülkeler üzerinde sermaye kontrolleri uygulandığında ve IMF kurtarma programları uygulandığındaki ekonomik etkiler karşılaştırılmıştır.
Ariyoshi vd. (2000)	1998-2000	Zaman serisi analizleriyle, ülke örnekleri açıklanmış ve karşılaştırılmıştır. Sermaye giriş ve çıkışları üzerindeki kontroller, geniş çaplı döviz kontrolleri, hızlı serbestleşme süreci ve kontroller şeklinde çalışma bölümlere ayrılmıştır.
İSPANYA		
Vinals (1992)	1992	Makroekonomik değişkenler üzerindeki kontrollerin politika araçlarının etkileri analiz edilmiştir.
Edison & Reinhart (2001)	1991-1993	Sermaye kontrollerinin uygulanıp uygulanmamasının, serilerde bir değişime neden olup olmadığını test edilmiştir. Serilerindeki nedenselliği bulmak için VAR analizi, kontrollerin dalgalanmalar üzerindeki etkilerini bulmak için GARCH testi ve yapısal kırılmalar için Wald testi uygulanmıştır.
Ariyoshi vd. (2000)	1992	Zaman serisi analizleriyle, ülke örnekleri açıklanmış ve karşılaştırılmıştır. Sermaye giriş ve çıkışları üzerindeki kontroller, geniş çaplı döviz kontrolleri, hızlı serbestleşme süreci ve kontroller şeklinde çalışma bölümlere ayrılmıştır.
TAYLAND		
Edison & Reinhart (2001)	1995-1999	Sermaye kontrollerinin uygulanıp uygulanmamasının, serilerde bir değişime neden olup olmadığını test edilmiştir. Serilerindeki nedenselliği bulmak için VAR analizi, kontrollerin dalgalanmalar üzerindeki etkilerini bulmak için GARCH testi ve yapısal kırılmalar için Wald testi uygulanmıştır.
Ariyoshi vd. (2000)	1997-1998	Zaman serisi analizleriyle, ülke örnekleri açıklanmış ve karşılaştırılmıştır. Sermaye giriş ve çıkışları üzerindeki kontroller, geniş çaplı döviz kontrolleri, hızlı serbestleşme süreci ve kontroller şeklinde çalışma bölümlere ayrılmıştır.

Kaynak: Magud, Reinhart ve Rogoff, 2011, s.43-44.

Tablo 25

Çoklu Ülke Çalışmaları: Metodoloji

Çalışma	Dönem	Yöntem
Montiel & Reinhart (1999)	1990-1996	Sermaye hesabı kısıtlamalarının yoğunluğu ve ölçüm göstergelerini bir indeks olarak yapılandırılmıştır. Sabit etkiler modeliyle kurulan panel regresyonunda, sermaye akımlarının hacmi ve bileşimi tahmin edilmiştir. Sonuçlar araç değişken yöntemiyle tekrar incelenmiştir. Uygulama kapsamı; Endonezya, Malezya, Filipinler, Sri Lanka, Tayland, Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Kosta Rika, Meksika, Çek Cumhuriyeti, Mısır, Kenya ve Uganda.
Reinhart & Smith (1998)	1990-1997	Kontrollerin uygulandığı periyot t olarak adlandırılmış ve t-1 ve t+2 serileri arasında bir karşılaştırma yapılmıştır. Her ekonomi için farklı ölçümler kronolojik olarak sıralanmıştır. Uygulama kapsamı; Brezilya, Şili, Kolombiya, Çek Cumhuriyeti, Malezya, Meksika, Tayland, Endonezya ve Filipinler.
Kaplan & Rodrik (2002)	1992-1996	IMF kurtarma paketleri yerine, sermaye kontrolleri uygulamasının etkileri araştırılmıştır. Statik ve dinamik modellerde, bireysel ülkeler üzerinde sermaye kontrolleri uygulandığında ve IMF kurtarma programları uygulandığındaki ekonomik etkiler karşılaştırılmıştır.
Edison & Reinhart (2001)	1991-1999	Sermaye kontrollerinin uygulanıp uygulanmamasının serilerde bir değişime neden olup olmadığını test edilmiştir. Serilerindeki nedenselliği bulmak için VAR analizi, kontrollerin dalgalanmalar üzerindeki etkilerini bulmak için GARCH testi ve yapısal kırılmalar için Wald testi uygulanmıştır. Uygulama kapsamı: İspanya (1991-1993); Brezilya, Malezya ve Tayland (1995-1999). Kontrol grubu olarak; Filipinler ve Kore alınmıştır.
Miniane & Rogers (2004)	Ocak 1971 Aralık 1998	Panel VAR yöntemi kullanılarak, ABD endüstri üretimi, varlık fiyatları, yabancı endüstriyel üretimi yabancı faiz oranları, FED fonlama oranı, rezerv gereksinimi, nominal döviz kuru verileri çalışmaya dahil edilmiştir. Her ülke için ayrı VAR modeli oluşturulmuştur. Sermaye kontrollerinin, kümülatif döviz kuru, faiz oranları, dolarizasyon, ticari entegrasyon verileri üzerindeki etkileri model yardımıyla araştırılmıştır. Uygulama kapsamı: Avustralya, Avusturya, Belçika, Kanada, Şili, Kolombiya, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Almanya, Yunanistan, Hindistan, İtalya, Japonya, Kore, Malezya, Meksika, Hollanda, Norveç, Filipinler, Portekiz, Güney Afrika, İspanya, İsveç, Türkiye ve İngiltere.

5.3. Olay İnceleme Yaklaşımı

Olay inceleme yaklaşımının ilk kullanımı şirket finansı alanında olmuştur. Olay inceleme yaklaşımı ampirik bir yöntem olarak, şirket birleşmeleri veya hisse senetlerinin halka arzı gibi çok az rastlanan olayların şirketle ilgili değerlendirme işlemlerinde etkisini ölçmek için kullanılmaya başlanmıştır. Bu tür olayların etkisi, çeşitli ekonometrik yöntemler kullanılarak ölçülebilmektedir. Ancak ampirik finans literatürü, şirketle ilgili önemli bir olayda şirket değerinde meydana gelen anormal getirilerin dağılımını olay inceleme yaklaşımıyla ölçmektedir (De Jong, 2007).

Döviz müdahalelerinin döviz kurları üzerindeki etkisini inceleyen çalışmalar genellikle zaman serisi modelleri kullanmakla birlikte, Fatum ve Hutchison (1999) olay inceleme yaklaşımının, standart zaman serisi modelleriyle karşılaştırıldığında müdahalelerin döviz kurları üzerindeki etkisini incelemek için çok daha uygun olduğunu öne sürmektedir. Buna göre, zaman serisi modelleri kullanarak yapılan çalışmalar müdahalelerin döviz kurları üzerindeki etkisine ilişkin oldukça farklı sonuçlar vermektedir. Literatürde olay inceleme yaklaşımı kullanılarak yapılan çalışmalar müdahalelerin döviz kurları üzerinde etkili olduğuna ilişkin tutarlı sonuçlar vermektedir (Ağcaer, 2003, s.52).

Fatum ve Hutchison (1999), olay inceleme yaklaşımını döviz kuruna yapılan müdahalelerin etkinliğini ölçmek amacıyla kullanmıştır. Bu amaçla yapılan çalışmanın sonucuna göre, döviz kuruna yapılan müdahaleler kısa dönemde etkili olmaktadır. Çalışmada döviz kurlarına yapılan müdahalelerin günlük olarak incelenen olayların toplamı olarak kabul edildiğinde bu müdahalelerin etkin olduğu saptanmıştır. Ancak bu etkilerin zaman serisi analizlerinde gözden kaçtığı belirtilmiştir. Olay inceleme yaklaşımı özellikle zaman içinde belirli dönemlerde yoğunlaşan sadece bir veya birkaç kez meydana gelen finansal olaylar için uygun bir yöntemdir.

Fatum ve Hutchison (1999), MB'nin döviz piyasalarına müdahale ettiği günleri, diğer günlerle karşılaştırmaktadır. Örneğin ABD döviz piyasalarında genel olarak müdahale yapılmayan uzun bir sürenin ardından belli dönemlerde yoğun müdahalelere rastlanmaktadır. Buna karşılık döviz kurları aynı gün içinde dahi çok sık aralıklarla değişmektedir. Bu nedenle zaman serisi analizleri çoğu zaman müdahale işlemleri ile döviz kurları arasında sistematik bir ilişkinin varlığını gösterememektedir.

5.3.1. Metodoloji

Olay inceleme metodolojisi üç temel aşamadan oluşmaktadır. Metodolojinin ilk aşaması, olayların tanımlanması aşamasıdır. İkinci aşama, olay penceresinin tanımlanması aşamasıdır. Üçüncü aşama ise başarılı olayın tanımlanması aşamasıdır.

5.1.1.1. Olayların Tanımlanması

Finansal olayların bir bölümü zaman içinde bir veya birden fazla kez tekrarlanmaktadır. Bu olayların her biri bağımsız bir olay olarak tanımlanmaktadır. Bu çalışmada, etkinliği araştırılan sermaye kontrolleri de zaman içinde belirli dönemlerde yoğunlaşan ve sadece bir veya birkaç kez gerçekleşen finansal olaylar kategorisine girmektedir. Çalışmada her ülke için sermaye kontrollerinin uygulama başlangıç tarihleri bağımsız bir olay olarak tanımlanmaktadır.

Tablo 26’da araştırılan ülkeler için 2006Q1-2012Q4 döneminde tanımlanan finansal olaylar gösterilmektedir.

Tablo 26

2006Q1-2012Q4 Döneminde Tanımlanan Finansal Olaylar

Ülkeler	Finansal Olaylar
Brezilya	Yabancıların sabit gelir elde ettikleri yatırımları üzerinde %1.5 oranında IOF (Tobin tipi bir vergi) vergisi uygulandı.
Kolombiya	Doğrudan yatırım girişleri için en az iki yıl kalma zorunluluğu getirildi ve bu akımlar üzerindeki URR oranı %50’ye çıkarıldı. Net türev pozisyonlarının sınırı, sermayenin %550’si oranına yükseltildi.
Rusya	Döviz endeksli borçlanmalarının faiz ödemeleri, MB’nin belirlediği yeniden finansman oranını, 0.8 oranında aştığında şirketlere kar vergisi uygulandı.
Endonezya	Sermaye girişleri üzerinde uygulanan zorunlu karşılık oranı, aylık % 1’e çıkarıldı.
Filipinler	Yurtiçi yerleşiklerin izinsiz ticari olmayan borsa dışı döviz cinsi satın alımlarının üst sınırı 30.000 \$’dan 60.000 \$’a yükseltildi. Yabancıların izinsiz satın alımlarının üst sınırı ise 200 \$’dan 5000 \$’a çıkarıldı. Yurtiçi yerleşiklerin izinsiz ithalat işlemlerinin ödemeleri için alınan döviz cinsi satın alımların üst sınırı 100.000 \$’dan 1 milyon \$’a çıkarıldı. Özel sektörün döviz cinsi borçlanma yapabilmesi için peşin ödeme zorunluluğu getirildi. İşçi dövizleri, bankaların peso fonlarında değerlendirildi. Filipinlerin offshore borç satın alımları 30 milyon \$’dan 60 milyon \$’a yükseltildi.
Tayland	Yabancı varlık değer artışları üzerindeki sınır artırıldı.

Kaynak: Magud, Reinhart ve Rogoff, 2011.

5.1.1.2. Olay Pencerelelerinin Tanımlanması

Olay penceresi; her bir olayın öncesi, kendisi ve sonrasını kapsayan süreç olarak tanımlanmaktadır. Bu çalışmada sermaye kontrolleri uygulamalarının belirlenen değişkenler açısından etkinliğine ilişkin analiz; tanımlanan olayın öncesi ve sonrasındaki iki döneme ait verilerin ortalama bazında karşılaştırılmasına dayanmaktadır. Tablo 26’da çalışmada araştırılan ülkelerin 2006Q1-2012Q4 periyodunda sermaye kontrollerini uygulamaya başladıkları dönemler gösterilmektedir.

Tablo 27

2006Q1-2012Q4 Döneminde Tanımlanan Olay Pencereleeri

Ülkeler	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Brezilya			Q1				
Kolombiya			Q2				
Rusya					Q3		
Endonezya					Q2		
Filipinler					Q4		
Tayland					Q2		

Kaynak: Magud, Reinhart ve Rogoff, 2011, s.27-31.

5.1.1.3. Başarılı Olayların Tanımlanması

Olay inceleme yaklaşımı analizlerinde başarılı olaylar farklı şekillerde tanımlanmaktadır. Döviz kuruna müdahalelerinin etkisi bakımından başarılı olay; kurun müdahale öncesindeki yönünü tersine çeviren ya da hızını azaltan müdahaleler olarak tanımlanmıştır (Fatum ve Hutchison, 2003, s.397-398). Bu çalışmada başarılı olaylar, belirlenen değişkenler için belirtilen dönemler arasında ortalama açısından istatistiksel olarak önemli bir değişimin olduğu olaylar olarak tanımlanmaktadır.

Bu çalışmada başarılı olayın belirlenmesi için çift örnekli ortalama testi (Matched sample test) kullanılmıştır. Ortalama karşılaştırma testi, belirlenen değişken için (döviz kuru değişimi gibi) olay öncesi ve olay sonrasına ait verilerin ortalamaları arasında anlamlı bir kaymanın olup olmadığını kanıtlamaktadır. Bu test, birinci örneklem gözlemleri (olay öncesi) ile ikinci örneklem gözlemlerini (olay sonrası) karşılaştırma açısından oldukça elverişli bir yöntem olduğu için olayGGGG

Çift örnekli ortalama testinde birinci örneklemin her gözlemi için, ikinci örneklem ile eşleşen değeri elde edilmekte ve bu fark, D_i olarak hesaplanmaktadır. Örneklem ortalaması (D) ve standart sapma (SE) hesaplanmaktadır. İki örneklemeye ait değerlerin normal dağıldığı varsayımı altında n örneklemdeki gözlem sayısı olmak üzere $(n-1)$ serbestlik derecesine sahip test istatistiğinin gösterimi şu şekildedir:

$$\frac{D - \mu_D}{S_D} \sim t(n-1) \quad (19)$$

Burada μ_D , H_0 ve H_1 hipotezleri altında iki örneklem ortalaması arasında anlamlı bir değişim olup olmadığının sınanmasına olanak veren ortalama farkı değerini göstermektedir. Bu amaçla kurulan hipotezler şu şekildedir:

$H_0: \mu_D = 0$ (Sermaye kontrolleri uygulamasından önceki ve sonraki dönem veri değişken ortalamaları arasında bir farklılık yoktur).

$H_1: \mu_D \neq 0$ (Sermaye kontrolleri uygulamasından önceki ve sonraki dönem veri değişken ortalamaları arasında bir farklılık vardır).

5.3.2. Veri Seti ve Değişkenlerin Tanımlanması

Bu çalışmada sermaye kontrollerinin etkinliğini ölçmek için yapılan uygulamada net sermaye girişleri (NCI), reel efektif döviz kuru (REER) ve cari işlemler dengesi (CAB) değişkenleri seçilmiştir. Çalışmada veri seti olarak 2006Q1-2012Q4 periyoduna ait çeyrek dönemlik veriler; Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) ve ülkelerin Merkez Banka'larının veri tabanlarından alınmıştır. Sermaye girişleri ve cari işlemler dengesi verileri, ilgili ülkelerin merkez bankalarının veri tabanlarında alınmıştır. Son olarak reel efektif döviz kuru verisi ise BIS'in veri tabanından alınmıştır. Tablo 27'de uygulamada kullanılan değişkenler ve veri seti kaynakları hakkında bilgi verilmektedir.

Tablo 28

Veri Seti ve Kaynakları

Değişkenler	Kısaltmalar	Kaynaklar
Net Sermaye Girişleri	NCI	Merkez Bankaları
Cari İşlemler Dengesi	CAB	Merkez Bankaları
Reel Efektif Döviz Kuru	REER	BIS

Uygulama için veri setinin hazırlanmasında Brezilya, Kolombiya, Rusya, Endonezya, Filipinler ve Tayland ülkelerine ait ödemeler dengesi istatistiklerinden yararlanılmıştır. Net sermaye girişleri çeyrek dönemlik verisinin oluşturulmasında, ülkelerin ödemeler dengesinin finans hesabını oluşturan doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar kategorilerinin net büyüklükleri kullanılmıştır. Cari işlemler dengesi verisi çeyrek dönemlik olarak hazır alınmıştır. Reel efektif döviz kuru verisi aylık olarak alınmış; ancak diğer verilerle uyum sağlamak için çeyrek dönemlik veriye dönüştürülmüştür. Bu çalışmada sermaye kontrolleri belirleyicilerinin panel logit analizi; etkinliğinin ise olay inceleme yaklaşımıyla araştırıldığı Ergül (2012) çalışmasından hareket edilmiştir.

5.3.3. Ampirik Bulgular

Çalışma kapsamında araştırılan ülkelerde 2006Q1-2012Q4 periyodunda uygulanan sermaye kontrollerinin etkinliğini sınamak amacıyla olay inceleme yaklaşımına uygulanan çift örnekli ortalama testinin özet sonuçları Tablo 29'da gösterilmektedir. Bütün kanıtları incelemek için Ek 1, 2 ve 3'e bakmak gerekmektedir.

Tablo 29

Çift Örnekli Ortalama Testi Sonuçları Özeti

Değişkenler	Ülkeler	p* değeri	t istatistiği	Ortalamalar Farkı	%95 Güven Aralığı	
Net Sermaye Girişleri	Brezilya	0.841	0.209	1211.163	-12453.493	14875.821
	Kolombiya	0.796	0.268	203.82	-1594.044	2001.684
	Rusya	0.209	1.382	3365.631	-2391.319	9122.582
	Endonezya	0.236	1.295	176.036	-145.283	497.356
	Filipinler	0.425	0.846	997.170	-1788.041	3782.382
	Tayland	0.707	0.390	-70181.61	-494925.498	354562.278
Reel Efektif Döviz Kuru	Brezilya	0.012	3.361	-7.962	-13.563	-2.36
	Kolombiya	0.701	0.401	2.076	-10.171	14.323
	Rusya	0.018	3.059	-7.185	12.739	-1.631
	Endonezya	0.004	4.13	-9.636	-15.153	-4.119
	Filipinler	0.000	6.885	-5.478	-7.359	-3.596
	Tayland	0.000	6.101	-3.802	-5.276	-2.328
Cari İşlemler Dengesi	Brezilya	0.000	7.066	8668.036	5767.630	11568.443
	Kolombiya	0.478	0.748	220.277	-475.546	916.101
	Rusya	0.000	6.101	-123071.29	-170771.109	-75371.472
	Endonezya	0.374	0.948	-168.536	-588.502	251.428
	Filipinler	0.274	1.185	421.443	-419.545	1262.432
	Tayland	0.429	0.838	57652.591	-104891.315	220196.497

Not: p*, %5 anlamlılık düzeyinde olasılık değerlerini göstermektedir.

Çalışmada sermaye kontrolleri uygulamalarının, net sermaye girişlerinin ortalamasını istatistiksel olarak değiştirmedeği (azaltmadığı) bulunmuştur. Buna göre sermaye kontrolleri uygulamasından önceki ve sonraki 8'er çeyrek dönemleri kapsayan 4 yıllık dönemde 6 olayın 6'sında sonuçların istatistiksel olarak anlamlı olmadığı bulunmuştur. Net sermaye girişleri için elde edilen bu sonuç, literatürde Concha ve Galindo (2008), Clements ve Kamil (2009) ile Ostry vd. (2010)'nin çalışmalarından elde edilen sonuçlarla tutarlıdır.

Çalışmada sermaye kontrolleri uygulamasından sonra, reel efektif döviz kuru ortalamasının çoğu durumda istatistiksel olarak değiştiği (arttığı) bulunmuştur. Çalışmada sermaye kontrolleri uygulamasından önceki ve sonraki 8'er çeyrek dönemleri kapsayan 4 yıllık dönemde 6 olayın 5'inde sonuçların istatistiksel olarak anlamlı olduğu saptanmıştır. Buna göre 6 olaydan 5'inde ulusal para birimlerindeki değerlendirme devam etmektedir. Sadece Kolombiya örneğinde sermaye kontrollerinden sonra ulusal para biriminde değerlendirilmenin devam etmediği anlaşılmaktadır. Bu durum net sermaye girişlerinin azalmadığı bir durumda beklenen bir sonuçtur. Bu sonuç sermaye kontrolleri literatüründe belirtildiği üzere sermaye kontrollerinin çoğu durumda reel döviz kurları üzerindeki baskıyı düşürmediği ve para politikasını daha bağımsız yapmadığı görüşünü desteklemektedir. Elde edilen bu sonuç, Ariyoshi vd. (2000), Ostry vd. (2010) ile Clements ve Kamil (2009)'in çalışmalarından elde ettikleri sonuçlarla tutarlılık göstermektedir.

Çalışmada sermaye kontrollerinin, cari işlemler dengesinin ortalamasını artırma veya azaltma bakımından sınırlı olarak etkin olduğu bulunmuştur. Sermaye kontrolleri uygulamasından önceki ve sonraki 8'er çeyrek dönemleri kapsayan 4 yıllık dönemde 6 olayın 2'inde sonuçların istatistiksel olarak anlamlı olduğu bulunmuştur. Buna göre sermaye kontrollerinin, cari işlemler dengesi açısından sadece Brezilya ve Rusya örneğinde etkin olduğu anlaşılmaktadır. Bu bulgu, literatürde Ergül (2012)'nin çalışmasından elde ettiği sonuçları destekler niteliktedir.

Olay inceleme yaklaşımı ile elde edilen ampirik bulgular toplu olarak değerlendirildiğinde ise, sermaye kontrollerinin; net sermaye girişlerinin ortalamasını bütün durumlarda azaltmadığı, cari işlemler dengesi üzerinde çok sınırlı etkin olduğu ve reel efektif döviz kurlarındaki değerlendirme etkisinin ise çoğu durumda sermaye kontrollerinden sonra da devam ettiği bulunmuştur.

BÖLÜM VI

SONUÇ

Bu bölümde önce sermaye kontrollerinin etkinliğini sınamak amacıyla olay inceleme metodolojisi ile yapılan uygulamada elde edilen ampirik bulgular analiz edilmektedir. Daha sonra ampirik bulgular temelinde sermaye kontrollerinin UPE temel yaklaşımları açısından ele alınmasına ilişkin nitel bir değerlendirme yapılmaktadır. Son olarak sermaye kontrollerine ilişkin politika önerileri sunulmaktadır.

6.1. Sonuçlar

Bu çalışmada sermaye kontrollerinin etkinliği; net sermaye girişleri, reel efektif döviz kuru ve cari işlemler dengesi gibi üç önemli değişken açısından test edilmiştir. Bu değişkenler ilgili alanın teorik ve pratik çerçevesine göre seçilmiştir. Sermaye kontrolleri uygulama kararında birinci önemli değişken, net sermaye girişleri değişkenidir. 2000’li yıllar sonrasında yükselen piyasa ekonomileri, sermaye girişlerini kısıtlamak veya en azından girişlerin hızını azaltmak amacıyla sermaye kontrollerini uygulamışlardır.

Sermaye kontrolleri uygulama kararında ikinci önemli değişken, reel efektif döviz kuru değişkenidir. Ülkeler sermaye kontrollerini, sermaye girişlerinin ulusal para birimlerinde neden olduğu anlık değişimleri engellemek amacıyla uygulamaktadır. Ülke uygulamalarından da görülebildiği gibi özellikle 2000 sonrasında uygulanan sermaye kontrollerinde yerel para birimlerinde meydana gelen değerlenme etkisi büyük olmaktadır. Bu bağlamda sermaye girişleri değişkenini içeren bir modelleme çalışması, döviz kuru değişkenini de içermek zorundadır.

Sermaye kontrolleri uygulama kararında üçüncü önemli değişken, cari işlemler dengesi değişkenidir. Cari işlemler dengesinin ulusal gelire oranı eksiye döndüğü zaman cari işlemler açığı meydana gelmektedir. Yüksek cari işlemler açığı, sermaye akımlarında oluşabilecek daralmanın şiddetini arttırmak suretiyle yerel ekonomide meydana gelebilecek olumsuz etkilerin büyüklüğünü arttırmaktadır. Bu nedenle yüksek cari açık veren ülkeler sermaye girişlerini kısıtlamak için sermaye kontrollerini uygularken zorlanmaları mümkündür.

Bu çalışmada olay inceleme yaklaşımı ile 2006Q1-2012Q4 periyodunda; net sermaye girişleri, reel efektif döviz kuru ve cari işlemler dengesi değişkenleri baz alınarak her bağımsız olay için olay öncesi ve olay sonrasını kapsayan 8'er çeyrek dönemler olmak üzere 4 yıllık çeyrek dönemlik veriler kullanılarak yükselen piyasa ekonomilerinden Brezilya, Kolombiya, Rusya, Tayland, Endonezya ve Filipinler üzerine bir uygulama yapılmıştır. Her ülke bağımsız bir olay olarak kabul edilmiştir.

Çalışmada sermaye kontrolleri uygulamalarının, net sermaye girişlerinin ortalamasını istatistiksel olarak değiştirmedeği (azaltmadığı) bulunmuştur. Buna göre sermaye kontrolleri uygulamasından önceki ve sonraki 8'er çeyrek dönemleri kapsayan 4 yıllık dönemde 6 olayın 6'sında sonuçların istatistiksel olarak anlamlı olmadığı bulunmuştur. Buna göre sermaye kontrolleri; Brezilya, Kolombiya, Rusya, Endonezya, Filipinler ve Tayland ülkelerinde net sermaye girişlerinin ortalamasını değiştirememektedir. Literatürde Concha ve Galindo (2008), Clements ve Kamil (2009) ile Ostry vd. (2010) çalışmalarında, sermaye kontrolleri uygulamalarının sermaye girişlerini azaltmadığı bulunmuştur.

Çalışmada sermaye kontrolleri uygulamalarından sonra, reel efektif döviz kuru ortalamasının çoğu olayda istatistiksel olarak arttığı bulunmuştur. Buna göre sermaye kontrolleri uygulamasından önceki ve sonraki 8'er çeyrek dönemleri kapsayan 4 yıllık dönemde 6 olayın 5'inde sonuçların istatistiksel olarak anlamlı olduğu bulunmuştur. Sadece Kolombiya örneğinde sermaye kontrollerinden sonra ulusal para biriminde değerlenmenin devam etmediği anlaşılmaktadır. Elde edilen bu sonuç, Ariyoshi vd. (2000), Ostry vd. (2010) ile Clements ve Kamil (2009)'in çalışmalarından elde ettikleri sonuçlarla tutarlılık göstermektedir. Reel efektif döviz kurlarının değerlenmeye devam etmesi sermaye girişlerinin azalmadığı bir durumda beklenen bir sonuçtur.

Çalışmada sermaye kontrolleri uygulamalarının cari işlemler dengesinin ortalamasını arttırma veya azaltma açısından sınırlı olarak etkin olduğu bulunmuştur. Sermaye kontrolleri uygulamasından önceki ve sonraki 8'er çeyrek dönemleri kapsayan 4 yıllık dönemde 6 olayın 2'inde sonuçların istatistiksel olarak anlamlı olduğu bulunmuştur. Buna göre sermaye kontrollerinin, cari işlemler dengesi açısından sadece Brezilya ve Rusya örneğinde etkin olduğu anlaşılmaktadır. Bu bulgu, sermaye kontrollerinin etkinliğini olay inceleme yaklaşımıyla inceleyen Ergül (2012)'nin çalışmasından elde ettiği sonuçları destekler niteliktedir.

6.2. Yorumlar

Sermaye kontrolleri, sadece ekonomik değil; politik, ulusal güvenlik ve ulusal egemenlik gibi nedenlerle de uygulanmaktadır. Sermaye kontrollerini, UPE yaklaşımıyla incelemek mümkündür. Çünkü sermaye kontrolleri, çok boyutlu ekonomi-politik bir olgudur. Küresel ekonomik sistemde devlet ve piyasanın paralel varlığı ve etkileşimi uluslararası ekonomi politiğin disipliner alanını oluşturmaktadır. Küresel ölçekte devlet ve piyasa ilişkisi veya çelişkisi daha çok sermaye kontrolleri politikalarında kendini göstermektedir. Devletler ve piyasalar arasındaki etkileşim; etki ve tepki temelinde gerçekleşmektedir. Devletler, sermaye kontrollerini uygulamak suretiyle küresel finansal piyasaları etkilemektedir. Bu etkiye piyasalar tepki vermektedir. Başarısız sermaye kontrollerinin temelinde bu tepki yatmaktadır.

Sermaye kontrollerini, UPE çerçevesinde üç temel yaklaşımla incelemek mümkündür. Bunlar; Realist, Liberal ve Marksist yaklaşımlardır. Realist Yaklaşım, ekonomik istikrar için bir tehdit olarak gördüğü sermaye akımlarını, mücadele edilmesi gereken bir hedef olarak görmektedir. Bu görüşe göre, sermaye girişleri ve çıkışları kontrol edilmelidir. Liberal yaklaşım, finansal liberalizasyon ile sermaye akımlarının serbestleştirilmesini savunmaktadır. Bu görüşe göre, sermaye giriş ve çıkışları serbest olmalıdır. Bu yaklaşım sermaye kontrollerine olumlu bakmamaktadır. Marksist yaklaşıma göre ise, sermaye kontrolleri sistemin temel kırılğanlığını düzeltmemekle birlikte krizlerin yoğunluğunu azaltabilmektedir. Bu görüşe göre sermaye kontrolleri kısmen faydalı olabilmektedir.

Bu çalışmada elde edilen ampirik bulgulara göre sermaye kontrollerinin net sermaye girişlerinin ortalamasını değiştiremediği anlaşılmaktadır. Bunun anlamı sermaye kontrollerine rağmen sermaye girişlerinin büyüklüğü değişmemektedir. Bu bulguyu, UPE çerçevesinde devlet-piyasa etkileşimi bağlamında yorumlamak mümkündür. Buna göre devlet düzenlemesine (sermaye kontrolleri) rağmen piyasa güçlerinin (piyasa ajanları) kontrolleri aşmak için legal ve illegal yollar keşfederek sermaye kontrollerini etkinsiz bırakmış olmaları olasıdır. Bu sonucu devlet-piyasa ilişkisi veya çelişkisi çerçevesinde piyasanın başarısı veya devletin başarısızlığı olarak yorumlamak mümkündür. Çünkü burada piyasanın verdiği (kontrollerin aşılması) tepki, devletin etkisinden (kontrol uygulaması) büyüktür. Sonuç olarak, sermaye kontrolleri bağlamında piyasanın başarılı; devletin ise başarısız olduğunu savunmak mümkündür.

6.3. Öneriler

Ampirik çalışmalara göre sermaye kontrolleri uygulamalarında süre ve kapsam olgusu stratejik bir öneme sahiptir. Buna göre sermaye kontrollerinin süresi kısa olmalı ve kapsamı geniş tutulmalıdır. Aksi takdirde küresel piyasa katılımcıları kontrolleri aşmak için legal ve illegal yollar bularak kontrolleri etkinsiz bırakabilmektedir. Sermaye kontrolleri için beş temel politika önerisi sunmak mümkündür.

Birinci öneri, sterilizasyon politikasıdır. Sermaye girişlerinin çok yoğun ve hızlı olduğu dönemlerde, reel döviz kurunun aşırı değerlenmesini sterilizasyon yöntemiyle engellenmelidir. Böylece reel döviz kurunun ve ulusal para biriminin istikrarı sağlanmalıdır. İkinci öneri, çoklu kur politikasıdır. Cari işlemler için farklı ve sermaye hesabı için farklı döviz kurları uygulanmalıdır. Bunun amacı, spekülative sermaye akımları engellemek ve daha az riskli sermaye akımlarını desteklemektir. Üçüncü öneri, Tobin vergisi politikasıdır. Sermaye akımlarının volatilitelerini azaltmak ve işlem büyüklüğünü daraltmak amaçlanmaktadır. Sermaye kontrollerine ilişkin en kapsamlı öneri olan Tobin vergisi, spekülative amaçlı sermaye akımlarının maliyetini arttırabilmekte ve caydırıcılık etkisi yaratabilmektedir. Dördüncü öneri, faizsiz zorunlu rezerv politikasıdır. Bu politikada, banka veya banka dışı finansal kuruluşlar, ülkenin merkez bankasında faizsiz olarak, net döviz pozisyonunun belirlenen oranı kadar yabancı para veya bu tutarın yerli para karşılığı kadar sermaye tutmak zorundadır. Beşinci öneri, finansal düzenlemeler politikasıdır. Spekülative sermaye akımlarını kısıtlayan diğer politika araçlarını kapsamaktadır. Sermaye kurumları seffaflaştırılarak hızlı bilgi akışının sağlanmasına yönelik yerel finansal düzenlemeler yapılmalıdır.

Sermaye akımlarının olumsuz etkilerinden korunmak için uygulanan sermaye kontrolleri politikaları kısa dönemli olup tek başına yeterli değildir. Sermaye akımlarında uzun dönem dalgalanmalarını azaltmak için sermaye kontrolleri politikalarının yanında makroekonomik ihtiyat politikaları izlemek gerekmektedir. Bunların yanında ülkeler, kurumsal ve yönetim kalitelerini geliştirmeye yönelik ciddi adımlar atmalıdırlar. Son olarak, etkin bir sermaye kontrolleri politikası için, küresel piyasa ajanlarının uygulanacak kontrollere verecekleri tepkilerin doğru tahmin edilebilmesi ve bu temelde sermaye kontrollerinin iyi tasarlanması ve küresel aktörlerle işbirliği içinde dikkatlice uygulanması gerekmektedir.

KAYNAKÇA

- Açıkgöz, Ş. (2008). Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerini Kontrol Etmede Kullanılabilecek Araçlar. Yüksek Lisans Tezi. Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Afyonkarahisar.
- Adda, J. (2002). *Ekonominin Küreselleşmesi*. İstanbul: İletişim Yayınları,
- Ağcaer, A. (2003). Dalgalı Kur Rejimi Altında Merkez Bankası Müdahalelerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Bir Çalışma. TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara.
- Akgün, Y. (1993). *Konvertibl Para Sistemi ve Türkiye*. İstanbul: Esbank Yayınları.
- Alagöz, M. & Yapar, S. (2006). Erken Uyarı Sinyali Olarak Sermaye Göstergeleri: Asya Krizi Örneği. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*. Vol:21, Sayı:247, 79-91.
- Aliber, R. Z. (1973). The Interest Rate Parity Teorem: A Reinterpretation. *Journal of Political Economy*. No.81,1451-1459.
- Alp, A. (2000). *Finansın Uluslararasılaşması, Finansal Krizler, Çözüm Önerileri ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme*. İstanbul: Yapı Kredi Yayınları Cigito Serisi.
- Alp, A. (2002). *Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye*. Ankara: IMKB Yayınları
- Altan, M. (2013). *Uluslararası Ekonomi Politik* (1. Baskı). Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Altinkemer, M. (2005). Recent Experiences With Capital Controls: Is There A Lesson for Turkey? *Central Bank Review* 2, 1-38.
- Amin, S. (1999). *Küreselleşme Çağında Kapitalizm* (Çev. Vasıf Erenus). İstanbul: Sarmal Yayınevi.
- Ariyoshi, A., Habermeier, K., Laurens, B., Ötke-Robe, İ., Canales-Krijenka, J.I & Krilenko, K. (2000). Capital Controls: Country Experiences With Their Use and Liberalization. *IMF Occasional Paper*, No:190, Arrighi, G. (2005). Hegemony Unravelling-1. *New Left Review*, 32, 23-80.
- Aslan, N. & Terzi, N. (2013). *Küresel Finans* (1. Baskı). İstanbul: Türkmen Yayınları.
- Aslan, N. (1995). *Uluslararası Sermaye Akımları: Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri*. İstanbul: Evrim Yayınevi.

- Aslan, Ö. & Küçükaksoy, İ. (2006). Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama. *İstanbul Üniversitesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, Sayı:4, 25-38.
- Ay, A. & Mangır, F. (2007). Uluslararası Finansal Entegrasyon Bağlamında Sermayenin Vergilendirilmesi: Tobin Vergisi. *Maliye Dergisi*, Sayı: 153, 123-141.
- Ayhan, V. (2005). Petrol ve Güvenlik: Ortadoğudaki Krizlerin Ekonomi Politikası. Doktora Tezi. Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Bursa.
- Baba, C., Kokenyine, A. & Habermeier, K. (2011). The Effectiveness of Capital Controls and Prudential Policies in Managing Large Inflows. *IMF Personel Pozisyon Notu*.
- Babaoğlu, D. (2005). Sermaye Akımlarının Yönetimi: Türkiye'ye İlişkin Bir Değerlendirme. Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü. Ankara.
- Bacchetta, P. (1992). Liberalization of capital movements and of the domestic financial system. *Economica London School of Economics and Political Science*, vol. 59, 465-474.
- Balaam, D. & Veseth, M. (1996). *Introduction to International Political Economy*. New Jersey: Prentice Hall.
- Balin, B. J. (2008). India's New Capital Restrictions: What Are They, Why Were They Created, and Have They Been Effective? *John Hopkins Üniversitesi Çalışma Tebliği*.
- Balseven, H. & Erdoğan, M. (2005). Mali Kriz Riski Bağlamında Tobin Vergisi ve Türkiye'de Uygulanabilir Bir Versiyonu. *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, XX (1), 297-319.
- Barbaros, F. & Erol, E. (2006). Türkiye'de Finansal Serbestleştirmenin Makroekonomik Etkileri. *TEK Uluslararası Ekonomi Konferansı*. Ankara.
- Başkaya, F. (2004). *Çığırından Çıkmuş Bir Dünya*. Ankara: Maki Basın Yayın
- Ben-Horim, M. and Levy, H. (1984). *Statistics: Decisions and Applications in Business and Economics*. New York: Random House.
- Berksoy, T. & Saltoğlu, B. (1998). Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri. *İstanbul Ticaret Odası*, Yayın No: 1998-58.
- BIS (2009). Capital Flows to Emerging Market Economies. CGPS Papers, No: 33.
- BIS (2010). *Post-crisis Challenges in Emerging Market Economies*. 80. Yıllık Raporu

- Bilir, B. (2006). Finansal Serbestleşmenin Para Politikaları Üzerine Etkileri. Yüksek Lisans Tezi. Dokuz Eylül Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. İzmir.
- Binici, M., Hutchison, M. M. & Schindler, M. (2009). Controlling Capital? Legal Restrictions and the Asset Composition of International Financial Flows. *Journal of International Money and Finance*.
- Blackburn, R. (2008). The Subprime Crisis. *New Left Review*. 63-106.
- Bloomfield, A. (1946). Postwar control of international capital movements. *The American Economic Review Papers and Preceedings*, vol.36, 687-709.
- Blöndal, P. & Wincoop, E.V. (1998). Capital flows to emerging markets: Liberalisation, overshooting and volatility. *NBER Working Paper*, no. 6530, 11-28.
- Calvo, G. A. (1998). Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stop. *Journal of Applied Economics*, Vol. 1, No. 1, 35-54.
- Cardenas, M. & Barrera, F. (1997). On the Effectiveness of Capital Controls: The Experience of Colombia During the 1990s. *Journal of Development, Economics*. 54(1), 27-57.
- Cardoso, E. & Goldfajn, I. (1998). Capital Flows to Brazil: The Endogeneity of Capital Controls. *IMF Personel Pozisyon Çalışması*, 45(1), 161–202.
- Chacholiades, M. (1990). *International Economics*. McGraw-Hill Education.
- Chandrasekhar, C. P. (2005). *Mali Serbestleşme, Kırılganlık ve Riskin Sosyalizasyonu: Sermaye Kontrolleri İşe Yarayabilir Mi? Yeni Emperyalizm Ekonomisi*. İstanbul: Yeni Hayat Kütüphanesi.
- Chang, H-J. & Grabel, I. (2005). *Kalkınma Yeniden: Alternatif İktisat Politikaları El Kitabı*. (Çev: Emre Özçelik). Ankara: İmge Kitabevi Yayınları.
- Cihan, O. (2005) Gelişmekte Olan Ükelere ve Türkiye'ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri. Banka ve Kambiyo Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Tezi. Ankara.
- Claassen, E. & Wyplosz, C. (1985). Capital controls: Some principles and french experience. *The French Economy: Theory and Policy* (Derl: Melitz J. And C. Wyplosz), 231.
- Clements, B. J. & Kamil, H. (2009). Are Capital Controls Effective in the 21. Century? The Recent Experience of Colombia. *IMF Çalışma Tebliği*. No. 09/30.
- Coelho, B. & Gallagher, K. P. (2010). Capital Controls and 21st Century Financial Crises: Evidence from Colombia and Thailand. *Political Economy Research Institute Working Paper* No. 213. 1-33.

- Cohen, B. J. (1977). *Organizing the World's Money: The Political Economy of International Monetary Relations*. New York: Basic Books.
- Cohen, B. J. (2008). *International Political Economy: An Intellectual History*. New Jersey: Princeton University Press.
- Crane, G. T. & Amawi, A. (1997). *The Theoretical Evolution of International Political Economy: A Reader*. Oxford: Oxford University Press.
- Crotty, J. & Epstein, G. (1996). In Defense of Capital Controls. 1-39.
- Çağlar, Ü. (2003). *Döviz Kurlarının Belirlenmesi: Uluslararası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar*. İstanbul: Alfa Yayınları.
- Çetin, M. (2010). Finansal Serbestleşme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği. Yüksek Lisans Tezi. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. İzmir.
- Çınar, S. (2013). Uluslararası Sermaye Akımları Üzerindeki Kontroller ve Büyüme Dinamikleri Üzerindeki Etkileri: Gelişmekte Olan Ülkeler Örneği. Doktora Tezi. Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Manisa.
- De Gregorio, J., Edwards, S. ve Valdes, R. (2000). Controls on Capital Inflows: Do They Work?. *Journal of Development Economics*. October, 63(1), 59-83.
- De Jong, F. (2007). Event Study Methodology. www.tilburguniversity.edu.
- Deeg, R. ve O'Sullivan, M.A. (2009). The Political Economy of Global Finance Capital. *World Politics*. 61(4), 7
- Delice, G. (2000). Uluslararası Finansal Entegrasyon ve Gelişmekte Olan Ülkeler: Türkiye Üzerine Bir Uygulama. Doktora Tezi. Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Sivas.
- Dell'Araccia, G., Di Giovanni, J., Faria A., Kose A., Mauro, P., Ostry, J. D., Schindler, M. ve Terrones, M. (2008) Reaping the Benefits of Financial Globalization. IMF Özel Durum Çalışması, 264.
- Demirer, Temel (1993). *Gericilik Döneminde Dünya ve Türkiye*. İstanbul: Sorun Yayınları.
- Devereux, J. & Connolly, M. (1998). Commercial policy, the terms of trade and the exchange rate revisited. *Journal of Development Economics*, vol.50, 81-89.
- Doğukanlı, H. (2001). *Uluslararası Finans*. Adana: Nobel Kitabevi.
- Dooley, M. P. (1996). A Survey of Literature on Controls over International Capital Transactions. IMF Pozisyon Notu. vol: 43. no: 4, 639-87.
- DPT (2000). Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Özel İhtisas Komisyonu Raporu, *Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı*, Ankara.

- Durusoy, S. (2000). Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri. *Dış Ticaret Dergisi*. Yıl: 5, Sayı: 18, 15-25.
- Duverger, M. (2001). *Yeni Kapitalizm* (Çev. Hakan Bahçeci). Bursa: Asa Kitapevi.
- Eaton, J. & Turnovsky, S.J. (1982). Covered Interest Parity, Uncovered Interest Parity and Exchange Rate Dynamics. *Economic Journal*, vol.93, no.371, 555-575.
- Edison, H. & Reinhart, C. M. (2001). Stopping Hot Money. *Journal of Development Economics*. Volume 66 Issue 2. pp 533-553.
- Edwards, S. & Savastano, M.A. (1999). Exchange Rates in Emerging Economies: What Do We Know? What Do We Need To Know? NBER Working Paper Series, 7228.
- Edwards, S. (1997). Gelişmekte Olan Ülkelerde Ekonomik Liberalizasyonun Sıralanması (Çev: Harun Bal). *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 12(133), 55-63
- Edwards, S. (2007). Capital controls, capital flow contractions, and macroeconomic vulnerability. *Journal of International Money and Finance*, 26(5), 814-840.
- Eğilmez, M. & Kumcu, E. (2009). Ekonomi Politikası Teori ve Türkiye Uygulaması (13.Basım). İstanbul: Remzi Kitabevi
- Eichengreen, B. (1998). *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*. New Jersey: Princeton University Press.
- Eichengreen, B., Hausmann, R. & Panizza, U. (2003). Currency Mismatches, Debt Intolerance, And Original Sin: Why They Are Not The Same And Why It Matters, *NBER Working Paper* no. 10036.
- Elbir, C. (2010). Yabancı Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyümeye Etkisi: Türkiye Üzerine Bir Uygulama. Yüksek Lisans Tezi. Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Adana.
- Epstein, G. A. & J. B. Schor (1992), Structural determinants of economic effects of capital controls in OECD countries. *Financial Openness and National Autonomy, Opportunities and Constraints*. (Derl: Banuri, T. ve J. B. Schor). Clarendon Press: Oxford, 114-121
- Erdağ, M. E. (2009). Krizlerden Sonra Uygulanan Politikalar (Uluslar arası Politik Ekonomi Yönünden Bir Değerlendirme). Doktora Tezi. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. İstanbul.
- Ergül, Ö. (2012). Sermaye Kontrolleri: Uygulanışı, Etkinliği ve Türkiye Üzerine Yorumlar, Uzmanlık Yeterlilik Tezi TC Merkez Bankası. Ankara.

- Eroğlu, N. (2002). *Finansal Küreselleşme: Devletin Düzenleyici Rolü Üzerine Etkileri, Küreselleşme İktisadi Yönelimler ve Sosyopolitik Karşılıklar* (Derl: Alkan Soyak). İstanbul: Om Yayınevi.
- Ertürk, E. (1994). *Döviz Ekonomisi*. İstanbul: Der Yayınları.
- Esen, O. (1998). Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Serbestleşme Programlarına Eleştirisel Bir Yaklaşım. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl:13, Sayı:14, 25.
- Eser, K. (1993). Mali Baskı Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Liberalizasyon Politikalarının Etkinliği. *Ekonomik Yaklaşım*. Cilt: 4, Sayı: 10, 83-100.
- Eser, K. (1996). Finansal Liberalizasyon Politikalarının Makroekonomik Performans Üzerindeki Etkileri. *Hazine Dergisi*, Sayı:1. s.2.
- Fan, E. X. (2004). A Note on Dual/Multiple Exchange Rates. *ERD Policy Brief* No.26.
- Fatum, R. & Hutchison, M.M. (1999). Is intervention a signal of future monetary policy? Evidence from the federal funds futures market, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 31 (1), pp. 54–69.
- Fatum, R. & Hutchison, M.M. (2003). Is Sterilised Foreign Exchange Intervention Effective After All? An Event Study Approach. *The Economic Journal*, 113, 390-411.
- Ferguson, N. (2008). *The Ascent of Money: A Financial History of The World*. New York: The Penguin Press.
- Fernandez-Arias E.,& Montiel, P. (1996). The Surge in Capital inflows to Developing Countries: An Analytical Overview. *The World Bank Review*, Vol 10, No:1.
- Flynn, J. J. (1967) *Çağdaş İktisatçılar* (Çev. Ergün Tuncalı). İstanbul: Milliyet Yayınları.
- Frieden, J. A. & Lake, D. A. (2009). *International Political Economy: Perspectives on Global Power and Wealth* (5th Edition). London: For Bedford/St Martin's.
- GDF (2012). *External Debt of Developing Countries*, The World Bank: Washington DC.
- Gilpin, R. (1975). Three Models of the Future. *International Organization*. 29(1), 37-60.
- Gilpin, R. (1975). *U.S Power and Multinational Corporation*. New York: Basic Books.
- Gilpin, R. (1987). *The Political Economy of International Relations*. Princeton University Press: New Jersey.

- Gilpin, R. (2001). *Global Political Economy: Understanding the International Economic Order*. Princeton University Press: Princeton-Oxford
- Gilpin, R. (2012). *Uluslararası İlişkilerin Ekonomi Polisiği* (Çev: M. Duran, S. Oktay, M.K.Ceylan, G. Polat). Ankara: Kripto Yayınları.
- Gouverneur, Jacques (1997). *Kapitalist Ekonominin Temelleri* (Çev. Fikret Başkaya). İmge Kitabevi Yayıncılık: Ankara.
- Gök, A. (2006). Alternatif Döviz Kuru Sistemleri. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi, Cilt.7, Sayı.1, 131*.
- Grabel, I. (1995). Assessing The Impact of Financial Liberalisation on Stock Market Volatility in Selected Developing Countries. *The Journal of Development Studies*,31(6), 903-917.
- Güler, B. & Keleş, E. & Uçar, Ö. (2012). Finansal İşlem Vergileri ve Avrupa Birliği Uygulaması. TC Avrupa Birliği Bakanlığı, Ekonomik ve Mali Politikalar Başkanlığı, Ankara.
- Güran, N. (1999). *Makro Ekonomik Analiz* (2. Baskı). İzmir: Anadolu Matbaası
- Gylfason, T. & J. F. Helliwel, (1983), A synthesis of Keynesian, monetary andportfolio approaches to flexible exchange rates, *The Economic Journal*,no:93, 820–831.
- Helleiner, G. K. (1997). Capital Account Regimes and the Developing Countries. *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, vol. VIII, 72-86.
- Hene, G. (1995). Speculation-Led Economic Development: A Post-Keynesian Interpretation Programmes in the Third World. *International Review of Applied Economics*, Vol 9.
- Hutton, W. (2010). A Deluded Wall Street Threatens the World Economy, *The Observer*, 16 Mart 2010, 15.
- Hilferding, R. (1981). *Finance Capital: A Study of the Latest Phase of Capitalist Development* (Ed. Tom Bottomore). London: Routledge & Kegan Paul.
- IMF (2010). The Liberalization And Management of Capital Flows: An Institutional View.
- IMF (2011). Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework.
- Isard, P. (1987). Lessons from empirical models of exchange rates. *IMF Staff Paper*,34 (1), 1–28.
- İçke, M. A. (2009). *Bölgesel Finansal Entegrasyon: Finansal Küreselleşmeye Bir Yanıt*. İstanbul: Derin Yayınları.

- İnandım, Ş. (2005). Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği. Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü. Ankara.
- İnsel, A. & Nesrin, S. (2003). Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği 1989:III – 1999:IV. *TEK Tartışma Metni*
- Johnson, R. B. & S. Yan (1997), Some evidence on exchange rate determination in major industrial countries. *IMF Working Paper*, no.WP 97/98, ss:123-138.
- Johnston, R. B. & Tamirisa, N. T. (1998) Why Do Countries Use Capital Controls? IMF Çalışma Tebliği 98-181.
- Kaplan, E. & Rodrik, D. (2002), Did Malaysian Capital Control Work?, In Preventing Currency Crises in Emerging Markets (Ed. Sebastian Edwards and Jeffrey Frankel). University of Chicago Press, 393-431
- Kara, M. A. & Kar, M. (2005). Yabancı Sermaye Çeşitlerinin Yatırımlar ve Tasarruflar Üzerine Etkilerinin Ekonometrik Analizi. *İktisat İşletme Finans Dergisi*, Yıl:20, Sayı:228, 96.
- Karabulut, G. (2002). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri*. İstanbul: Der Yayınları.
- Kargı, N. & Karayılmazlar, E. (2009). Küreselleşmenin Vergi Politikaları Üzerindeki Etkinsizlik Etkisi. *Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF Dergisi*, 14 (3), 21–37.
- Kaya, Y. T. (1998). Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği. Uzmanlık Tezi DPT Yayın No: 2487
- Kazgan, G. (1994). *Yeni Ekonomik Düzendeki Türkiye'nin Yeri*. İstanbul: Altın Kitaplar Yayınevi.
- Kearney, C. (1990). Stabilization Policy Flexible Exchange Rates. *Current Issues in International Monetary Economics* (Derl: Llewellyn, D. T. ve C. Miller), 101–124.
- Keskin, N. (2008) Finansal Serbestleşme Sürecinde Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Örneği. Doktora Tezi. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. İzmir.
- Keskin, N. (2009). Sermaye Kontrolleri: Nedenleri, Türleri ve Ülke Deneyimleri. *Sosyo Ekonomi*. 9 (9), 1-20.
- Keşen, S. (2011). Finansal Sermaye Hareketleri ve Para Politikası İlişkisi Genelinde Dünya Ekonomileri ve Türkiye Örnekleri. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. İstanbul.

- Kindleberger, C. P. (1970). *Uluslararası İktisat* (Çev: Necdet Serin). İstanbul: Doğan Yayınevi.
- Kindleberger, C. P. (1978). *Economic Response: Comparative Studies in Trade, Finance and Growth*. Cambridge: Harvard University Press.
- Klein, M. W. (2012). Capital Controls: Gates Versus Walls. *NBER Working Papers*, No: 18526.
- Kokenyne, A., Nowak, S., Psalida, E. & Sun, T. (2010). Global Liquidity Expansion: Effects on Receiving Economies And Policy Response Options. *IMF Küresel Finansal İstikrar Raporu*.
- Kont, B. (1998). *Sermaye Girişleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Deneyimi (1990-1996)*. İktisat Politikası (Edt: Vildan Serin) İstanbul: Alfa Yayınları
- Korinek, A. & Sandri, D. (2014). Capital Controls or Macropprudential Regulation? *NBER Working Papers*, No: 20805.
- Korinek, A. (2010). Regulating Capital Flows to Emerging Markets: An Externality View.
- Krugman, P. R. & Obstfeld, M. (2008). *International Economics: Theory & Policy* (8th. Ed). New York: Pearson Education.
- Lane, P. R. & Milesi-Ferretti, G. M. (2003). International Financial Integration. *IMF Personel Çalışmaları*.
- Levich, R. (1978). Tests of forecasting models and market efficiency in the international money market. *The Economics of Exchange Rates* (Derl: J.A. Frenkel, H. G. Johnson), 48-64.
- Lindbeck, A. (1979). *Inflation and Employment in Open Economies*, New York: NorthHolland.
- Magud, N. & Reinhart, C.M. (2006). Capital Controls: An Evaluation. *NBER Working Paper Series*. No. 11973.
- Magud, N., Reinhart, C. & Rogoff, K. (2011). Capital Controls: Myth and Reality, A Portfolio Balance Approach to Capital Controls. Federal Reserve Bank of San Francisco Çalışma Tebliği.
- Mallaby, S. (2004). *The World's Banker: A Story of Failed States, Financial Crises, and the Wealth and Poverty of Nations*. New York: Penguin Books.
- McCulloch, N. (2011). The Tobin Tax – A Review of the Evidence, Institute of Development Studies, University of Sussex.

- Miles, W. (2004). Effectiveness of Capital Controls: the Case of Brazil. *Review of Development Economics*. Vol. 8(1), 68–80.
- Milesi-Ferretti, G. M. & Tille, C.(2010). The Great Retrenchment: International Capital Flows during the Global Financial Crisis. *Economic Policy*
- Mishkin, F.S. (2006). Monetary Policy Strategy: How Did We Get Here? *NBER Working Paper* No. 12515
- Montiel, P. & Reinhart, C. M. (1999). 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(4), 619–635
- Montiel, P. J. & Arias, E. F. (1996). The Surge in Capital Flows to Developing Countries: An Analytical Overview. *The World Bank Economic Review*, vol.10, no.1, 8-51.
- Moreno, R. (2000). What Explains Capital Flows? *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter*.
- Neely, C. J. (1999). An Introduction to Capital Controls. *Review*, Reserve Bank of St. Louis. 1-18.
- O'Brien, R. & Williams, M. (2004). *Global Political Economy: Evolution And Dynamics*. Palgrave Macmillan.
- OECD (1998). The experience of the OECD With the Code of Liberalization Capital Movements.
- Ostry, J., Ghosh, A.R., Habermeier, K., Chamon, M., Qureshi, M.S. & Reinghardt, D.B.S. (2010). Capital Inflows: The Role of Controls. *IMF Staff Position Note*. SPN/10/04.
- Ostry, J. D., Ghosh, A.R, Habermeier, K., Laeven, L., Chamon, M., Qureshi, M.S. & Kekenyne, A. (2011), Managing Capital Inflows: What Tools to Use?, IMF Staff Discussion Note, SDN/11/06, 1-41.
- Öçal, T. & Çolak, Ö. F. (1999). *Finansal Sistem ve Bankalar*. Nobel Yayınları: Ankara.
- Özer, H.G. (2006). Finansal Liberalizasyon Politikaları ve Kriz İlişkisi: 1990 Sonrası Asya ve Türkiye Örneği. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu.
- Parasız, İ. (2012). *Uluslararası Mali ve Ekonomik Kuruluşlar* (2. Baskı). Ankara: Ezgi Kitabevi Yayınları.
- Park, Y. C. & Won-Am, P. (1995). Capital Movements, Real Assets Speculation and Macroeconomic Adjustment in Korea. *Capital Controls, Exchange Rate and*

- Monetary Policy in the World Economy*. (Derl: Sebastiyen Edwards). London: Cambridge University Press, 22-48.
- Peet, R. (2011). *İktidarın Coğrafyası: Küresel Ekonomi Politika Nasıl Yaratıldı*(Çev. Ayşe Demir). Ankara: Maki Basın Yayın.
- Pescatori, A. & Sandri, D. (2013). *Geçişler ve Gerilimler*. World Economic Outlook.
- Pikety, T. (2014). *Yirmi Birinci Yüzyılda Kapital* (Çev: Hande Koçak). İstanbul: İşbankası Kültür Yayınları.
- Rajan, R. S. & Noy, I. (2008). Capital Controls. Princeton Encyclopedia of *Journal of International Money and Finance*, 18, 619-635.
- Rawi, A. (2007). *Capital Rules: The Construction of Global Finance*. Harvard University Pres: Massachusetts.
- Razin, A. & Efraim, S. (1991). Efficient Investment Incentives in the Presence of Capital Flight. *Journal of International Economics*, 31, 171-181.
- Reinhart, C. & Magud, N. (2006) Capital Controls: An Evaluation. *NBER Çalışma Tebliği*, 14097, 1-40.
- Reinhart, C. & Tokatlidiş, L. (2005). Before and After Financial Liberalization. *MPRA Paper* No: 6986
- Reinhart, C. M. & Reinhart, V. R. (1998). Some lessons for policy makers who deal with the mixed blessing of capital inflows (Ed. M. Kahler). *Capital Flows and Financial Crises*. New York: Cornell University Press. 93–127.
- Reinhart, V. & Vegh, C. A. (1995). Nominal interest rates, consumption booms and lack of credibility: A quantitative examination. *Journal of Development Economics*, vol.46, 357-378.
- Riviera-Batiz, F. L., & Riviera-Batiz, L. A. (1994). *International Finance and Open Economy*
- Rodrik, D. (2006). The Social Cost Of Foreign Exchange Reserves. *NBER Çalışma Tebliği*, No.11952.
- Sachs, J. & Larrain, F. (1993). *Macroeconomics in the Global Economy*. New Jersey: Prentice Hall
- Savaş, V. F. (2010). *Uluslararası Para Sistemi* (2. Baskı). Ankara: Siyasal Kitabevi.
- Savaş, V. F. (2012). *Küresel Finans ve Makro İktisat* (1. Baskı). Ankara: Elif Yayınları.
- Schadler, S. (1994). Surges in Capital Inflows: Boon or Curse? *Finance and Development*, vol.21, 20-34.

- Schindler, M. (2009). Measuring Financial Integration: A New Data Set. *IMF Staff Papers*, Vol. 56(1), 222–38.
- Schulze, G. G. (2000). *The Political Economy of Capital Controls*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Seyidoğlu, H. (2001). *Uluslararası İktisat* (14. Baskı). İstanbul: Güzem Yayınları
- Seyidoğlu, H. (2003). *Uluslararası Finans*. İstanbul:Güzem Can Yayınları.
- Seyidoğlu, H. (1999). *Uluslararası İktisat*. İstanbul: Kurtiş Matbaası.
- Seyidoğlu, H. (2013). *Uluslararası İktisat*. İstanbul: Güzem Can Yayınları.
- Shadlen, K. C. (2009). Resources, Rules and International Political Economy: The Politics of Development in the WTO, *GDAE Working Papers* No. 09-01.
- Somçağ, S. (2002). Küreselleşmenin Ekonomik Anlamı. *Doğu-Batı Dergisi*, Yıl:4, Sayı:17, s.154.
- Somel, C. (1993). *Az Gelişmiş Ülkelerde Finans Politikaları. Türkiye’de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar*. (Edt: Korkut Boratav ve Taner Berksoy). İstanbul: Tarih Vakfı Yurt Yayınları, 99.
- Soros, G. (2003). *Küreselleşme Üzerine* (Çev. Mert Keçik). İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları: İstanbul.
- Soros, G. (2009). *Finansal Piyasalar İçin Yeni Paradigma* (1. Baskı). İstanbul: İnkılap Kitabevi.
- Sönmez, S. (2003). Türkiye’de Finansal Serbestlik: İstikrarsızlık Faktörü mü? Kalkınmanın İtici Gücü mü? *Ekonomik Yaklaşım*. Cilt: 14. Sayı: 49, 211-224.
- Söylemez, A. O. & Demirci, S. (2013). Uluslararası Sermaye Akımlarının Kontrolü ve Avrupa Birliğinin Konuya Yaklaşımı Hakkında Bir İnceleme. *Marmara Avrupa Araştırmaları Dergisi*. Cilt: 21, Sayı: 1, 85-109.
- Spahn, P. B. (2002). On the Feasibility of a Tax on Foreign Exchange Transactions. *Report Commissioned by the Federal Ministry for Economic Cooperation and Development*.
- Steil, B. & Litan, R. E. (2006). *Financial Statecraft: The Role of Financial Markets in American Foreign Policy*. New Haven: Yale University Press.
- Şıklar, İ. (2005). *İktisada Giriş*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Tamisira, N. T. (2004). Do Macroeconomic Effects of Capital Controls Vary by Their Type? Evidence from Malaysia. *IMF Working Paper* No. 04/3.
- Tanören, D. (2009). Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri: Türkiye Örneği. Yüksek Lisans Tezi. Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Adana.

- Taylor, L. (1983). *Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World*. New York: Basic books.
- Taylor, M. P. (1995). The Economics of Exchange Rates. *Journal of Economic Literature*, vol.33, 13–47.
- TCMB (2006). Ödemeler Dengesi İstatistikleri Tanım ve İlkeleriyle Türkiye Uygulaması.
- Tekin, A. & Vural, İ. Y. (2004) Global Kamusal Malların Finansman Aracı Olarak Global Vergi Önerileri. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 12, 323–337.
- Tokmak, D. H. (2010). Sermaye Akımları ve Cari İşlemler Dengesi İlişkisi. Yüksek Lisans Tezi. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Ankara.
- Tornell, A. (1990). Real vs. Financial Investment: Can Tobin Taxes Eliminate the Irreversibility Distortion? *Journal of Development Economics*, 32, 419-444.
- Turanlı, S. (2008). Uluslararası Sermaye Akımlarının Analizi ve Sermaye Hareketliliğinin Ölçülmesi: Teori ve Türkiye İçin Bir Uygulama. Yüksek Lisans Tezi. Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Ankara.
- Türsoy, T. (2008). Sermaye Hesabı Liberalizasyonu: Teorik Bir İnceleme. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 9 (2), 217-231.
- UNCTAD (2003). Management of Capital Flows: Comperative Experiences and Implications for Africa.
- UNCTAD (2007). Transnational Corporations, Extractive Industries and Development. *World Investment Report*.
- UNCTAD (2009). World Investment Report, Transnational Corporations, Extractive Industries and Development.
- UNDP (2010). Taming Finance By Empowering Regulators – A Survey of Policies, Politics and Possibilities.
- Unsal, D. F. (2011). Capital Flows and Finansal Stability: Monetary Policy and Macroprudential Responses. *IMF Çalışma Tebliği*.
- Uygur, E. (1993). Financial Liberalization and Economic Performance in Turkey. The Central Bank of the Republic of Turkey.
- Ünsal, E. M. (2005). *Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Açık Ekonomi Makro İktisadı*. Ankara: İmaj Yayınevi.
- Valdes-Prieto, S. & Soto, M. (1998). The Effectiveness of Capital Controls: Theory and Evidence from Chile. *Empirica*, Vol. 25(2), 133–64.

- Viotti, P.R. & Kauppi, Mark V. (1993). *International Relations Theory: Realism, Pluralism, Globalism*. New York: Macmillan Publishing. 456-459.
- Visser, H. & Smits, W. (1993). *A Guide to International Monetary Economics: Exchange Rate Theories, Systems and Policies*. Edward Elgar Publication.
- Wallerstein, I. (2004). *World-Systems Analysis: An Introduction*. London: Duke University Press.
- Walter, A. & Sen, G. (2008). *Analyzing the Global Political Economy*. Princeton University Press: New Jersey.
- Watson, M. (2005). *Foundations of International Political Economy*. New York: Palgrave Macmillan.
- Williamson, J. & Mahar, M. (2002). *Finansal Serbestleşme Üzerine Bir İnceleme*. (Çev. Güven Delice). Ankara: Liberte Yayınları.
- Yar, F. (2008). Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Tobin Vergisi ve Türkiye’de Uygulanabilirliği. Yüksel Lisans Tezi. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. İzmir.
- Yay, Turan (2003). Gelişmekte Olan Ülkelerin Finansal Entegrasyonu Üzerine Bir Değerlendirme. *İktisatDergisi*, Sayı:438, 16
- Yentürk, N. (2005). *Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler*. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Yılmaz, P. (2011). Türkiye’de Finansal Serbestleşme ve Fonksiyonel Gelir Dağılımı. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. İzmir.

- <http://www.banrep.gov.com>. (Erişim Tarihi: 15.10.2014)
- <http://www.bot.or.th/English/Pages/BOTDefault.aspx>. (Erişim Tarihi: 18.11.2014)
- <http://www.bot.or.th/English/Pages/BOTDefault.aspx>. (Erişim Tarihi: 24.09.2014)
- <http://www.bi.go.id/edukasimasyarakat>. (Erişim Tarihi: 25.12.2014)
- <http://www.bsp.gov.ph>. (Erişim Tarihi: 17.10.2014)
- <http://www.bcb.gov.br>. (Erişim Tarihi: 04.09.2014)
- <http://www.imf.org/external/index.htm>. (Erişim Tarihi: 11.10.2014)
- <http://www.worldbank.org/>. (Erişim Tarihi: 18.12.2014)
- <https://www.bis.org>. (Erişim Tarihi: 22.10.2014)
- <http://www.federalreserve.gov/default.htm>. (Erişim Tarihi: 24.10.2014)
- <http://www.gib.gov.tr/>. (Erişim Tarihi: 19.12.2014)

EKLER

OLAY İNCELEME YAKLAŞIMI

(Çift Örnekli Ortalama Testi)

EK 1

Net Sermaye Girişleri İçin Çift Örnekli Ortalama Testi Sonuçları

Pared Sample Mean Test	1. Variable	2. Variable
BREZİLYA		
Mean	13143.90973825	11932.74597750
Standart Deviation	12043.61882084	16983.26242591
Standart Error of Mean	4258.06226912	6004.49001402
N	8	8
Pearson Correlation	0,40658266	
Mean Difference	1211.16376075	
Standart Error of Difference	5778.789	
95% Confidence Interval	-12453.49382123 to 14875.82134273	
Hypothesized Mean Difference	0	
Df	7	
T	0.2096	
Two – tailed p	0.8400	
KOLOMBİYA		
Mean	-1787.5263	-1991.3463
Standart Deviation	1595.8988	848.5780
Standart Error of Mean	564.2354	300.0176
N	8	8
Pearson Correlation	-0,501270187	
Mean Difference	203.8200	
Standart Error of Difference	760.318	
95% Confidence Interval	-1594.0446 to 2001.6846	
Hypothesized Mean Difference	0	
Df	7	
T	0.2681	
Two – tailed p	0.7964	
RUSYA		
Mean	-10387.8500000	-13753.4815600
Standart Deviation	3109.3458205	4254.3046576
Standart Error of Mean	1099.3197574	1504.1238363
N	8	8
Pearson Correlation	-0,7428019	
Mean Difference	3365.6315600	
Standart Error of Difference	2434.617	
95% Confidence Interval	-2391.3193647 to 9122.5824847	
Hypothesized Mean Difference	0	
Df	7	
T	1.3824	
Two – tailed p	0.2093	

EK 1

Net Sermaye Girişleri İçin Çift Örnekli Ortalama Testi Sonuçları (devamı)

Pared Sample Mean Test	1. Variable	2. Variable
TAYLAND		
Mean	17638.0525	87819.6625
Standart Deviation	314483.9336	374672.8697
Standart Error of Mean	111186.8610	132466.8634
N	8	8
Pearson Correlation	-0,07994	
Mean Difference	-70181.6100	
Standart Error of Difference	179624.340	
95% Confidence Interval	-494925.4980 to 354562.2780	
Hypothesized Mean Difference	0	
Df	7	
T	0.3907	
Two – tailed p	0.7076	
ENDONEZYA		
Mean	128.54050	-47.49613
Standart Deviation	329.06008	263.25233
Standart Error of Mean	116.34031	93.07375
N	8	8
Pearson Correlation	0,172360047	
Mean Difference	176.03663	
Standart Error of Difference	135.886	
95% Confidence Interval	-145.28325 to 497.35650	
Hypothesized Mean Difference	0	
Df	7	
T	1.2955	
Two – tailed p	0.2362	
FİLİPİNLER		
Mean	-383.860754587	-1381.031464725
Standart Deviation	1964.915487867	2217.865455633
Standart Error of Mean	694.702532965	784.133851719
N	8	8
Pearson Correlation	-0,26608426	
Mean Difference	997.170710137	
Standart Error of Difference	1177.867	
95% Confidence Interval	-1788.041163367 to 3782.382583642	
Hypothesized Mean Difference	0	
Df	7	
T	0.8466	
Two – tailed p	0.4252	

EK 2

Reel Efektif Döviz Kuru İçin Çift Örnekli Ortalama Testi Sonuçları

Pared Sample Mean Test	1. Variable	2. Variable
BREZİLYA		
Mean	80.5562499975	88.5183333338
Standart Deviation	4.2671080286	8.6679385517
Standart Error of Mean	1.5086505115	3.0645790644
N	8	8
Pearson Correlation	0,6549287	8.6679385517
Mean Difference	-7.9620833363	
Standart Error of Difference	2.369	
95% Confidence Interval	-13.5636478751 to -2.3605187974	
Hypothesized Mean Difference	0	
Df	7	
T	3.3611	
Two – tailed p	0.0121	
KOLOMBİYA		
Mean	102.0295833375	99.9533333425
Standart Deviation	14.8066747575	1.5642565081
Standart Error of Mean	5.2349500639	0.5530481922
N	8	8
Pearson Correlation	0,152651176	
Mean Difference	2.0762499950	
Standart Error of Difference	5.179	
95% Confidence Interval	-10.1711880209 to 14.3236880109	
Hypothesized Mean Difference	0	
Df	7	
T	0.4009	
Two – tailed p	0.7005	
RUSYA		
Mean	96.1758333338	103.3612500000
Standart Deviation	5.5361386333	2.9421878969
Standart Error of Mean	1.9573205846	1.0402205067
N	8	8
Pearson Correlation	-0,1481623	
Mean Difference	-7.1854166662	
Standart Error of Difference	2.349	
95% Confidence Interval	12.7392581820 to -1.6315751505	
Hypothesized Mean Difference	0	
Df	7	
T	3.0593	
Two – tailed p	0.0183	

EK 2

Reel Efektif Döviz Kuru İçin Çift Örnekli Ortalama Testi Sonuçları (devamı)

Pared Sample Mean Test	1. Variable	2. Variable
TAYLAND		
Mean	95.7787500013	99.5812499912
Standart Deviation	1.9115438272	1.3162789379
Standart Error of Mean	0.6758328014	0.4653748815
N	8	8
Pearson Correlation	0,654929	
Mean Difference	-3.8024999900	
Standart Error of Difference	0.623	
95% Confidence Interval	-5.2762224652 to -2.3287775148	
Hypothesized Mean Difference	0	
Df	7	
T	6.1012	
Two – tailed p	0.0005	
ENDONEZYA		
Mean	89.9054166675	99.5420833325
Standart Deviation	5.4411666977	1.6006059681
Standart Error of Mean	1.9237429348	0.5658996670
N	8	8
Pearson Correlation	-0,6532397	
Mean Difference	-9.6366666650	
Standart Error of Difference	2.333	
95% Confidence Interval	-15.1535522250 to -4.1197811050	
Hypothesized Mean Difference	0	
Df	7	
T	4.1304	
Two – tailed p	0.0044	
FİLİPİNLER		
Mean	97.5633333338	103.0416666663
Standart Deviation	2.3782046072	3.3611227387
Standart Error of Mean	0.8408223024	1.1883363405
N	8	8
Pearson Correlation	0,743639376	
Mean Difference	-5.4783333325	
Standart Error of Difference	0.796	
95% Confidence Interval	-7.3597573220 to -3.5969093430	
Hypothesized Mean Difference	0	
Df	7	
T	6.8853	
Two – tailed p	0.0002	

EK 3

Cari İşlemler Dengesi İçin Çift Örnekli Ortalama Testi Sonuçları

Pared Sample Mean Test	1. Variable	2. Variable
BREZİLYA		
Mean	1899.167190613	-6768.869714125
Standart Deviation	2745.984166277	3517.326743757
Standart Error of Mean	970.852012503	1243.562796080
N	8	8
Pearson Correlation	0,40772126	3517.326743757
Mean Difference	8668.036904737	
Standart Error of Difference	1226.583	
95% Confidence Interval	5767.630374693 to 11568.443434782	
Hypothesized Mean Difference	0	
Df	7	
T	7.0668	
Two – tailed p	0.0002	
KOLOMBİYA		
Mean	-1196.6100	-1416.8875
Standart Deviation	463.7316	465.5621
Standart Error of Mean	163.9539	164.6011
N	8	8
Pearson Correlation	-0,604309802	
Mean Difference	220.2775	
Standart Error of Difference	294.264	
95% Confidence Interval	-475.5463 to 916.1013	
Hypothesized Mean Difference	0	
Df	7	
T	0.7486	
Two – tailed p	0.4785	
RUSYA		
Mean	17417.062500	140488.353362
Standart Deviation	9143.304010	52775.375378
Standart Error of Mean	3232.646134	18658.912905
N	8	8
Pearson Correlation	-0,4005083	
Mean Difference	-123071.290863	
Standart Error of Difference	20172.270	
95% Confidence Interval	-170771.109468 to -75371.472257	
Hypothesized Mean Difference	0	
Df	7	
T	6.1010	
Two – tailed p	0.0005	

EK 3

Cari İşlemler Dengesi İçin Çift Örnekli Ortalama Testi Sonuçları (devamı)

Pared Sample Mean Test	1. Variable	2. Variable
TAYLAND		
Mean	104575.0563	46922.4650
Standart Deviation	126529.1170	111912.2937
Standart Error of Mean	44734.7983	39566.9709
N	8	8
Pearson Correlation	-0,32723	
Mean Difference	57652.5913	
Standart Error of Difference	68739.875	
95% Confidence Interval	-104891.3152 to 220196.4977	
Hypothesized Mean Difference	0	
Df	7	
T	0.8387	
Two – tailed p	0.4293	
ENDONEZYA		
Mean	-39.68100	128.85575
Standart Deviation	435.29357	274.78426
Standart Error of Mean	153.89952	97.15091
N	8	8
Pearson Correlation	0,052848359	
Mean Difference	-168.53675	
Standart Error of Difference	177.604	
95% Confidence Interval	-588.50235 to 251.42885	
Hypothesized Mean Difference	0	
Df	7	
T	0.9489	
Two – tailed p	0.3742	
FİLİPİNLER		
Mean	1995.469274000	1574.026043750
Standart Deviation	438.671895843	934.870859136
Standart Error of Mean	155.093936133	330.526762015
N	8	8
Pearson Correlation	0,066440855	
Mean Difference	421.443230250	
Standart Error of Difference	355.655	
95% Confidence Interval	-419.545902134 to 1262.432362634	
Hypothesized Mean Difference	0	
Df	7	
T	1.1850	
Two – tailed p	0.2747	

ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı Soyadı :Ömer DEMİR

E-Posta :odemir001@gmail.com

ÖĞRENİM BİLGİLERİ

Master :Çukurova Üniversitesi, SBE, İktisat Anabilim Dalı

Lisans :Çukurova Üniversitesi, İİBF, İktisat (Economics)

Lisans :University of Flensburg, International Institute for Management (Değişim)

Lisans :University of Southern Denmark, Faculty of Humanities (Değişim)

Lisans :Çukurova Üniversitesi, Mühendislik Mimarlık Fakültesi (Terk)

DİL BİLGİSİ

İngilizce (İleri), Almanca (Orta), Arapça (Orta)

BİLGİSAYAR BİLGİSİ

MS Office (Orta), Visual Basic 6.0 (Orta), EViews 7.0 (Orta), AutoCAD (Orta)