

FİNANSAL LİBARELLEŞME VE FİNANSAL SINIRLAMA POLİTİKALARI ÜZERİNE TARTIŞMALARIN TEMELLERİ

Dr. Murad Kayacan (S.M.M.M.)*

ABSTRACT

Nowadays discussions regarding financial liberalization and contractionary policies has been speeded up towards whether the capital movements should be limited or not. No doubt that those elaborations has been realized intensely throughout the crises which erupted at the end of year 2000 especially in our country which has preferred financial liberalization since 1989. The scope of the article is to define and introduce main theoretical approaches regarding those discussions.

Key Words: Financial Liberalization, Financial Contractionary Policies, Keynesian Model,
Ponzi Finance

ÖZET

Finansal sınırlama ve finansal liberalleşme arasındaki tartışmalar günümüzde de özellikle sermaye hareketlerinin sınırlandırılıp sınırlandırılmaması yönünde artarak devam etmektedir. Hiç kuşkusuz 1989 yılından bu yana finansal serbestleşmeyi tercih eden ülkemizde de bu tartışmalar özellikle 2000 yılının sonunda başlayan kriz sürecinde yoğun biçimde yapılmıştır. Makalenin amacı bu tartışmaların kaynaklandığı temel teorik yaklaşımları tanıtmaktır.

Anahtar Kelimeler: Finansal Liberalleşme, Finansal Daralma Politikaları, Keynezyan
Model, Ponzi Finansman

* İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Eğitim ve Yayın Müdürlüğü Müdürü; mkayacan@imkb.gov.tr

“Finansal Liberalleşme” kavramı 1970’li yılların başında mevcut olan Bretton Woods para sisteminin yıkılması ve devletin ekonomiye müdahalesine bir tepki olarak Mc. Kinnon (1973) ve Shaw (1973) önderliğinde ortaya çıktı. Mc. Kinnon ve Shaw finansal kesimdeki liberalleşmenin ekonomik büyümeyi artırıcı bir yaklaşım olduğu üzerinde durdular.

Oysa daha önceki döneme gerek kuramsal gerekse uygulamada etkisini koymuş olan Keynesci yaklaşım, bunun tam tersi politikaları savunuyordu. Bu politikalar genel olarak “Finansal Daralma Politikaları” olarak adlandırmak mümkündür. Finansal Daralma Politikaları, özellikle kamu kesiminin finansal kesim içindeki payının çok yüksek olduğu ülkelerde uygulandı. Bu politikanın enstrümanları şu şekilde sıralanabilir;

- a. Faiz oranlarının kontrol edilmesi,
- b. Döviz kurlarının kontrol edilmesi,
- c. Bankaların yüksek karşılık oranları,
- d. Devletin mali kesimde yasal olarak aracılık üstlenmesi ve yakın kontrolü,
- e. Selektif kredi uygulamaları.

Hiç kuşkusuz Finansal Daralma Politikasının enstrümanları ve uygulanması finansal liberalleşme ile arasındaki kesin ayrımları da belirler olmuştur. Dolayısıyla her iki politikanın anlaşılabilmesi için başta faiz oranlarının kontrolü olma üzere, enstrümanların ayrıntılı biçimde analiz edilmesi gerekmektedir.

A. Faiz Oranlarının Kontrol Edilmesi

Gelecekte daha fazla tüketmek için bugünkü tüketimden vazgeçmenin bir bedeli ve/veya sermayenin ödünç alma ve verme fiyatı olarak bilinen faizin kontrol edilmesi; Keynes’in (1936: 671-684) likidite tercihi kuramına ve Tobin’in (1965) parasal büyüme modellerine

dayanır. Keynes toplumsal avantajlar için uygun olan faiz oranının otomatik olarak ayarlanmadığını ve yükselme eğiliminde olduğunu ifade ederek, yüksek faiz oranlarının kontrol edilmesi gerektiğini savunmuştur. Çünkü; yüksek faiz oranları, özellikle küçük işletmeler ve tarım kesimi için iflasların en önemli nedenlerinden biridir. Bu nedenle faiz oranlarını düşürecek genişletici para politikasının, aynı zamanda uyarılmış yatırımları da artırıcı bir işlevi olacaktır.¹

Keynes faiz oranlarını yükseltmeden para üzerine konulacak Gesellian Damga Vergisi (Gesell, S., 1929) ile paranın elde tutma maliyetinin artırılmasını da desteklemiştir. Bu durum hiç kuşkusuz, paranın elde tutma maliyetini artırarak finansal aktiflerin mala kaymasına neden olabilecektir.

Tobin (1965) modelinde, yüksek bir sermaye/emek oranı ve dolayısıyla kişi başına daha fazla gelir için bireylerin servetlerini daha çok verimli sermaye malları ve daha az likit biçiminde tutmaları gerektiğini ortaya koymuştur.

Keynes ve Tobin çalışmalarında, Gesellian Damga Vergisi (Gesell, S., 1929) veya para arzının artırılması ile yaratılacak enflasyon vergisi veya mevduat faiz oranlarının düşürülmesi yoluyla paranın (M2) geriye dönüşünün sınırlandırılmasını istemişlerdir. Keynes ve Tobin'in yaklaşımları, pek çok ülkede ekonomi yönetimlerini etkilemiş ve faiz oranlarının düşük tutulması yoluyla yüksek büyüme hızının yakalanabileceği inancını da yaygınlaştırmıştır. Bunun karşısında olan görüşler ise bu yaygın kanının inandırıcı olmadığı yönündedir.

¹ Monetaristler ise böyle bir politikanın enflasyonist olduğuna dikkat çekmektedir.

Galbis (1977: 58-72) günümüzde birçok gelişen ülkede görülen durağan ve düşük faiz oranı yapısının gelişmiş ülkelerin gelişmelerinin ilk aşamalarındaki deneyimlerine katkıda bulunmadığını öne sürmüştür.

Keynes'in likidite tercihi kuramı ile Tobin'in parasal büyüme modelinde faiz oranlarının düşük tutulmasının nedeni, yatırımcıların ucuz maliyetleri kaynak temin etmeleri ve dolayısıyla yatırımların ve reel büyümenin bu yolla teşvik edilmesidir. Oysa gelişmekte olan ülkelerde düşük faiz oranlarının, kamu kesiminin finansman açığının korunmasına yönelik olduğu savunulmuştur. (Nicholas, D. A., 1977: 423-430)

Düşük faiz oranı veya faiz oranlarının kontrol edilmesini savunan bir diğer görüş ise, "yeni yapısalcı görüş" olarak bilinir. Bu yaklaşıma göre; yüksek faiz oranı, maliyet itişiyile yüksek enflasyona neden olurken, aynı zamanda yatırımların finansmanını da pahalı hale getirmektedir. Planlanmış sektörel yatırım planlarında, selektif kredi politikalarının serbest piyasa ortamında karlı olmayacak projelerin gerçekleştirilebilmesi için özel kesimin teşvik edilmesi anlamına geleceği savunulmaktadır. (Fry, M., 1988)

B. Diğer Daraltıcı Enstrümanlar

Finansal Daralma Politikaları genelde birlikte uygulanır. Faiz oranları kontrol edilirken, döviz fiyatları da kontrol edilir. Devlet döviz hareketlerini kısıtlayıcı yasal engeller getirirken, döviz ile ilgili işlemlere de kendisi aracılık eder. Döviz fiyatlarının bilinçli olarak düşük tutulmasının en önemli nedeni, ithal girdilerin ucuza elde edilmesine yönelik ithal ikameci politikadır.

Diğer taraftan, finansal kesimi daraltan en önemli faktörlerden biri de bankaların yüksek karşılık oranlarıdır. Bankaların kaydi para yaratma süreci, yüksek karşılık oranları ve sürekli likit olma nedeniyle kısıtlanmaktadır. Bununla birlikte, karşılıkların bütçe açıklarının finansmanında ucuz kaynak olduğu da tartışmanın odağını oluşturmaktadır.

Devletin finansal kesimi yakından kontrolü ve finansal kurumların aracılık işlemlerinde üstlendiği aracılık fonksiyonunun, bu kesimin uluslararası finansal piyasalarla bütünleşmesini engellediği savunulmaktadır. Uluslararası piyasalara açılmayan finansal kesimin rekabet koşullarından uzaklaşacağını belirten Terrell (1986: 279-304) finansal kesimin kontrol altında tutulduğu gelişmekte olan ülkelerdeki bankacılık sisteminin diğer finansal araçlara kıyasla daha iyi geliştiği halde, rekabet eksikliği nedeniyle yüksek maliyet ve yüksek kar ile çalıştıklarını ifade etmiştir.

Sellektif kredi politikası ise kalkınma planlarının bir parçası olup, özel kesimin sektörün yapısına bakmadan yatırım yapmasını teşvik eden bir enstrümandır. Ancak bu enstrüman kanalıyla belirli sektörlere yatırım yapan girişimcilerin piyasa ekonomisi uygulamalarında çok zorlandıkları bilinmektedir. Zira bu firmalar, ucuz kaynaklarla borçlandıkları için öz sermayenin yabancı kaynağa oranının çok düşük olduğu ve dolayısıyla faiz oranlarındaki bir yükselme veya korumacılığın ortadan kalkması durumunda faaliyetlerini durdurmaya aday firmalar olarak karşımızda durmaktadır.

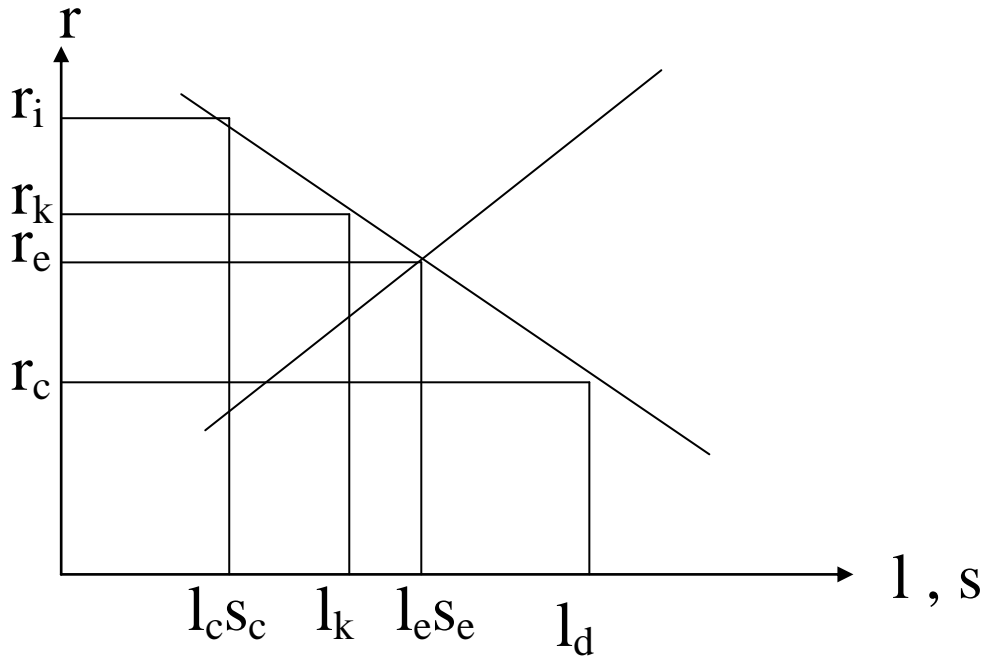
Mc Kinnon ve Shaw'a göre finansal liberalleşme bilinenin aksine ekonomik büyümeyi hızlandırıcı bir role sahiptir. Shaw (1973: 3-4), kişi başına servetin çok düşük olduğu ülkelerde uygulanan ve yüzeysel finansa yol açan finansal stratejilerin; faiz oranları, parite ve diğer araçlarla finansal kesimin diğer kesimlere göre reel büyümesini azalttığını, bu durumun da

finansal kesimin reel büyüklüğünü olumsuz yönde etkilediğini savunmuştur. Bu nedenle Mc Kinnon (1973) ve Shaw (1973) gelişen ekonomilerdeki finansal sınırlamaları finansal daraltıcı faktörler olarak öne sürmüşlerdir.

Finansal sınırlamaların çok sayıda gelişen ekonomide, ekonomik istikrar ve büyümeyi sağlarken birçok çarpıklığı da beraberinde getirdiğini savunan Lee (1980), enflasyon oranının yükseldiği dönemlerde nominal faiz oranları tavanlarının, finansal fiyatlarda çarpıklığa yol açarak portföyde finansal aktiflerden bir kaçış olduğunu iddia etmiştir.

Mc Kinnon ve Shaw da ekonomide nominal ve reel faiz oranlarına dikkat çekerek, Keynesci modelin nominal ve reel faiz oranlarını eşit olarak kabul etmenin sakıncaları üzerinde durmuşlardır. Shaw (1973: 93) özellikle enflasyonun görüldüğü ekonomilerde bu ayrımın son derece önemli olduğunu kaydetmektedir.

Keynesci modeli savunan iktisatçılar ise faiz oranları tavanlarının başa baş veya negatif olması durumunda reel tasarrufların azalacağına dikkat çekerken, yine de yatırımcıların talebini karşılayacak kadar fonun tasarruf sahipleri tarafından yatırımcılara aktaracağını belirtmektedir. Mc Kinnon ve Shaw ise tasarruf arzının reel faiz oranlarının pozitif, fon talebinin ise reel faiz oranlarının negatif fonksiyonu olduğunu belirterek, denge düzeyinin üzerindeki fonların talebine ilişkin ödünç oranı yükselirken, mevduat faizi tavanlarının tasarrufları azaltıcı etki yaptığını savunmuşlardır. Oysa finansal kesimde sınırlamaların olmaması durumunda tasarruf sahibi daha yüksek bir faiz ile fonlarını ödünç verirken, yatırımcıların fon talebi karşılanacak ve ekonomik büyüme hızlanacaktır. Bu görüşü Kitchen (1986) aşağıdaki şekil yardımı ile açıklamaktadır:



Şekilde yatırım ve tasarruflar faiz oranlarının bir fonksiyonu olarak gösterilmiştir. Faiz kontrolünün olmadığı durumda tasarruf arzı ile yatırım talebi ($I_e S_e$), r_e faiz oranında dengeye gelmektedir.

Mevduat faizlerinde bir kontrol olduğunu ve bunun da r_c faiz oranları ile elde edildiğini varsayalım. Bu durumda finansal araçlara gelecek tasarruf miktarı S_e 'den S_c 'ye düşecek, bu nedenle yatırımlar da I_e 'den I_c 'ye gerileyecektir. Bu arada kredi faiz oranları da r_i 'ye kadar yükselmektedir. Sonuçta, mevduat (tasarruf) faiz oranlarının kontrolü tasarrufları ve dolayısıyla yatırımları ($I_e - S_e$) kadar azaltmıştır.

Eğer devlet kredi faiz oranlarını da sınırlayıp r_k 'yı tavan faiz oranı olarak belirler ise yatırım talebi I_k olacak ancak I_k kadar fon talebi karşılanamayacaktır.

Hem mevduat hem de kredi faiz oranlarının r_c düzeyinde tavan olarak belirlenmesi durumunda ise tasarruf arzı S_c kadar olurken, yatırım talebi I_d 'ye kadar yükselecektir. Düşük

faiz nedeniyle, (Id-Ic) kadar yatırım talebi ise karşılanamayacaktır. Eğer düşük faiz nedeniyle artan kredi talebini karşılamaya yönelik olarak krediler bir kota ve/veya vesika karşılığında dağıtılır ise finansal aracilar riski ve getirisi yüksek projeler yerine düşük riskli ve düşük getirili projeleri seçebileceklerdir.

Mc Kinnon ve Shaw'a göre; sınırlandırıcı politikalar öncelikle tasarrufları engelleyerek yatırımları azaltmaktadır. Kredilerin faiz dışı kriterlere göre dağıtılması da ödünç verilebilir fonların etkinliğini ve verimliliğini ortadan kaldırmaktadır.

Sonuç

Finansal sınırlama ve finansal liberalleşme arasındaki tartışmalar günümüzde de özellikle sermaye hareketlerinin sınırlandırılıp sınırlandırılmaması yönünde artarak devam etmektedir. Bu tartışmalar Latin Amerika ve en son Asya krizinden itibaren gittikçe artan hızda yapılmaktadır. Hiç kuşkusuz 1989 yılından bu yana finansal serbestleşmeyi tercih eden ülkemizde de bu tartışmalar özellikle 2000 yılının sonunda başlayan kriz sürecinde yoğun biçimde yapılmıştır. Amacımız bu tartışmaların kaynaklandığı temel teorik yaklaşımları tanıtmak olduğu için bu tartışmaya burada girilmemiştir.

Ama özellikle ulusal finans piyasamızın gelişimine ilişkin tarihsel sürece göz gezdirildiğinde sermaye akımlarının sınırlandırılmasına ve finansal serbestliğe ilişkin olarak ciddi bazı gelişmelerin yaşandığı görülmektedir. Çalışmada bahsi geçen teorik altyapı ile ilişkilendirmek amacıyla, bir ponzi finansman uygulamasına dönen '*Bankerlik Faciası*' incelendiğinde finansal serbestleşmenin öncesinde ulusal ekonomide oluşan yapısal hasar tüm açıklığı ile gözlemlenebilecektir.

1938 senesinde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın Kambiyo Esham ve Tahvilat Borsası olarak Ankara'ya taşınması ile yurt içinde sermaye piyasalarına emir aktarımının fiziken zorlaşması işlem hacminin düşmesine neden olmuş ve yurt dışında da özellikle 1929 Lokorno dönemi ile kendini göstermeye başlayan ülkeler arası finansal akıflarda yaşanan yavaşlama ve uluslararası sermaye ve para piyasalarındaki azalan ticaret hacmi, tüm sermaye ihtiyacı olan gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi ulusal finans piyasalarımızda da yatırımcı ile tasarrufçunun karşılaşılabileceği tek çalışır mecra olarak para sistemini yani bankacılık örgüsünü bırakmıştır. Gerçi görülen lüzum üzerine 1941 senesinde Borsamız tekrar İstanbul'a taşınmıştır ama İkinci Dünya Savaşı ile beraber sermaye piyasalarımızda hareketsizlik hakim olmuştur. (Sermaye Piyasası ve Temel Bilgiler Kılavuzu, 2003:8)

Tasarrufların ulusal kalkınmaya aktarılabilmesi için en önemli damarlardan biri olan sermaye piyasalarındaki bu sessizlik özellikle Maliye Bakanlığının bankaların verebileceği reel faize ilişkin tavan sınırlamaları ile yatırımcıların artan fon talebi karşısında bankaların çaresiz kalmasını ve kayıtdışı para alışverişi ticaretinin artmasına neden olmuş yani 'tefecilik' ortaya çıkan boşluğu doldurmaya çalışmıştır. Bu noktada artan fon talebi ve buna karşılık mevcut tasarrufların arzu ettiği reel faiz oranlarında mevduat faizi öneremedikleri için bankaların işlevlerini yerine getiremedikleri ulusal finans piyasalarımızda şartlar yeni bir aracı yapının sahneye çıkmasına şahit olmuştur: *Bankerler*. Maliye Bakanlığından para ticareti yapma izni olarak faaliyete başlayan bu kişiler gerçek ya da tüzel kişilikler olarak bankaların tabi olduğu herhangi bir tavan faiz sınırlamasına taraf olmaksızın para ve sermaye piyasalarında aracılığa başlamışlardır. Bankalarla kurdukları mevduat sertifikası ya da benzeri ilişkilerle topladıkları fonları yatırımcılara kredi olarak satılmak üzere bankalara aktararak serbest piyasada ortaya çıkan geçici dengesizliği bir süre için de olsa gidermişlerdir.

Fakat bir süre sonra gerek bankerlik piyasasında yeni oyuncuların piyasaya girmesi ile oluşan rekabet gereği tasarruf sahiplerine daha yüksek faizlerin sunulması ve gerekse de artan bu faiz yükü nedeniyle bankaların tasarrufçudan toplanan parayı kredi olarak yatırımcılara satmada zorlanması ile söz konusu fon akış dengesi yine bozulmaya yüz tutmuştur.

Bu noktada yeni oyuncularla rekabetin çok arttığı bankerlik piyasasında ise bankaların önerilen faizlerden toplanan fonları satmak üzere alamaz olması nedeniyle bazı bankerler yeni bir tasarrufçunun sisteme katılımı olmaksızın bir önceki tasarrufçuya söz verilen ana para ve nema ödemesini yapamaz hale gelmiştir. İşte bu noktadan sonra para ve sermaye piyasalarımız açısından bir halkasından kırılan ‘saadet zinciri’ nedeniyle yeni bir topyekün krizin oluştuğunu gözlemliyoruz. Çünkü gerek toplanan tasarrufların bankacılık sistemi ile yatırımcılara kredi olarak aktarılamaması gerek inşaat gibi çeşitli sektörlere bizzat bankerler tarafından yatırım olarak aktarılan paraların verimi ve geri dönüşünde yaşanan sorunlar ponzi finansman sürecini başlatmıştır.

Bazı bankerlerin iflası ile ortaya çıkan panik hemen tüm piyasalara sirayet ederek diğer tasarrufçularında emanet ettikleri paraları bankerlerden geri istemelerine sebebiyet vermiş ve para çekme paniği daha fazla tırmanarak finansal durumu iyi olan bankerlerin bile girdaba kapılarak hızlı bir şekilde tasfiyesine sebep olmuştur. *Bankerlik Faciası* olarak ulusal para ve sermaye piyasası tarihimize geçen bu olaylar nedeniyle öncelikle polis, asker ve diğer devlet memurları ile diğer sabit orta gelirli kişiler doğrudan mağduriyete uğramış ve yeterli koruyucu mevzuat o tarihlerde yapılandırılmamış olduğunda çoğu tasarruf sahibi tazmin edilememiştir.

Son tahlilde ise başta bahsi geçen kesimler olmak üzere tasarruf fazlası olan tüm kesimlerin bundan sonraki yıllarda ciddi bir finansal aktiflerden kaçış eğilimi gözlemlenmiş ve böylece

zaten ulusal kalkınma sürecinde kişisel tasarruf birikiminin zayıf olduğu finans sistemimizde hem mevcut tasarruflar çarçur edilmiş ve hem de yatırımcıların artan ihtiyacını karşılamak için para ve sermaye piyasalarının tekrar kullanılmasına yönelik mevcut güven tahrip olmuştur.

Olayların hemen akabinde finans piyasalarının etkinliğinin artırılmasında ABD ve İngiltere’de kendini ispatlamış olan anglo sakson hukuku ve halihazırda mevcut kıta avrupası hukukun üstünlükleri incelenerek, 1981’de bir Sermaye Piyasası Kanunu ihdas edilmiş ve tasarrufların güvenini tazeleyecek somut adımlar atılmaya başlanmıştır. Bu adımlar 1986 senesinde tekrar İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nın faaliyete geçişi ile önemli bir hız kazanmıştır.

Sonuç olarak ulusal sermaye piyasamızın gelişimine ilişkin tarihteki yerini alan ‘Bankerlik faciası’ göstermiştir ki finansal sınırlamalar; çok sayıda gelişen ekonomide ekonomik istikrar ve büyümeyi sağlarken birçok çarpıklığı da beraberinde getirmektedir. Enflasyon oranının yükseldiği dönemlerde de nominal faiz oranları tavanlarının, finansal fiyatlarda çarpıklığa yol açarak tasarruf portföylerinde de finansal aktiflerden bir kaçışa sebebiyet vermektedir. (Lee (1980))

Öte yandan yukarıda atıfta bulunulan ulusal finans tarihimize ilişkin gelişmelerin akabindeki yıllarda yine ulusal finans piyasalarımızda etkinliğini sürdüren bankacılık sisteminde, ardı ardına yaşanan krizler ve çok çeşitli düzenlemelere rağmen yüksek kar marjı ile çalışan birçok banka batışları ve ancak bu günlerde %20’ler civarına oturan faizler sonrasında ayakta kalabilecek bankaların yüksek karlara veda etmesi gerektiğinin daha yeni bankalarımızca anlaşılabilir dillendiriliyor olması Terrell (1986: 279-304)’in de belirttiği gibi finansal kesimin

kontrol altında tutulduğu gelişmekte olan ülkelerdeki bankacılık sisteminin diğer finansal araçlara kıyasla daha iyi geliştiği halde, rekabet eksikliği nedeniyle yüksek maliyet ve yüksek kar ile çalıştıklarını iddiasını doğrulamıştır.

KAYNAKÇA

- (1) Mc Kinnon (1973), Money and Capital in Economic Development, Brooking Institution, Washington
- (2) Shaw, E.S. (1973), Financial Deeping in Economic Development”, Oxford University Press, Newyork
- (3) Keynes, J.M. (1936), The General Theory of Employment, Interest and Money, Mc Millon, London
- (4) Tobin, J. (1965), “Money and Economic Growth” Econometrica, vol:33, s.671-684
- (5) Gesell, S. (1929), “ The Natural Economic Order” Editör Philip Pye, Noe-Verlag, Berlin
- (6) Galbis, V. (1977), “ Financial Intermediation and Economic Growth in LCD: A Theorical Approach”, The Journal of Development Studies, vol:13, No:2, s. 58-72
- (7) Nicholas, D.A. (1977), “Some Principles of Monetary Finance”, Journal of Political Economy, vol: 82, s.423-430
- (8) Fry, M. (1988); Money, Interest and Banking in Economic Development, The John Hopkins University Press, Baltimore
- (9) Terrell, H.S. (1986), “The Role of Foreign Banks in Domestic Banking Markets”, Financial Policy and Reform in Pasific Basin Countries, editör: Hang-She, Cheng, Boulder, Colo, Westview Press, s.279-304
- (10) Lee, Y.P. (1980), Inflation Hedges and Economic Growth in Monetary Economy, Stanford University Press, Stanford
- (11) Kitchen, R. (1986), Finance for The Developing Countries, John Willey and Sons, Chichester

(12) Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu (2003), s. 8, 18. Basım,
İMKB Yayınları, İstanbul