# Uluslararası Sermaye Hareketleri Kapsamında Sıcak Para Akımlarının Ekonomik Etkileri ve Spekülasyon

**Güner KOÇ AYTEKİN**[1]

**Özet**

Küreselleşen dünyamızda, uluslararası sermaye birikiminin oldukça yüksek düzeyde artış göstermesi; uluslararası sermaye hareketlerinin de yüksek kazanç beklentileriyle birlikte gelişmekte olan piyasalara yönelmesi sonucunu doğurmuştur. Finans piyasalarındaki küreselleşme, bilgi ve iletişim teknolojilerindeki gelişmelerin de etkisiyle özellikle 1980'lerden sonra uluslararası sermayedeki hareketliliğin artmasına ve giderek spekülatif bir niteliğe bürünmesine yol açmıştır. Finansal serbestleşmeyle birlikte spekülatif sermaye hareketlerine açık hale gelen, ekonomik ve siyasi yapıları farklı bir çok ülkede yaşanan ekonomik krizler, finansal serbestleşme ve sermaye hareketlerinin ekonomik etkilerini daha çok gündeme taşımıştır. Bu kapsamda, uluslararası sermaye hareketleri, döviz işlemleri, vergisel işlemler vb. konulardaki kontrollere yönelik ekonomik önlemler literatürde ve uygulamada sıkça yer almaya başlamıştır. Spekülatif nitelikli sıcak para giriş ve çıkışları ülkelerin ekonomik yapısına ve koşullarına göre bir istikrarsızlık unsuru olabilmekte ve bu bağlamda, spekülasyonlar, teorik olarak krizlerin temel nedeni olabildiği gibi, yaşanan krizlerde tetikleyici bir rol de üstlenebilmektedirler. Bu çalışmada, uluslararası sermaye hareketleri kapsamında sıcak para akımlarının ekonomik etkileri ile spekülasyon konusu analiz edilerek değerlendirilecektir.

**Anahtar Kelimeler:** Uluslararası sermaye hareketleri, uluslararası ekonomi, küreselleşme, sıcak para, spekülasyon.

# Economic Effects and Speculation of Hot Money Flows in the Scope of International Capital Movements

**Abstract**

In our globalizing world, the fact that the accumulation of international capital has increased at a very high level has caused the international capital movements to move towards the emerging markets with high earnings expectations. With the influence of the developments in information and communication technologies, especially after the 1980s, the globalization of financial markets increased the mobility of international capital which become increasingly speculative. The economic effects of financial liberalization and capital movements are the main subject of the economic crises faced in many countries with different economic and political structures which are open to speculative capital movements along with financial liberalization. In this context, economic measures for international capital movements, foreign exchange transactions, tax transactions and similar controls have started to take place frequently in the literature and practice. Speculative hot money inflows and outflows can be an instability factor according to the economic structure and conditions of the countries. In this context, speculation can be the trigger for crises in the real world, as well as being theoretically the main cause of crises. In this study, the economic effects of hot money flows within the context of international capital movements will be analyzed and evaluated.

**Key Words:** International capital movements, international economy, globalization, hot money, speculation.

[1] Dr. Öğr. Üyesi, Ufuk Üniversitesi, İİBF, Uluslararası Ticaret Bölümü, e-posta: gkocaytekin@gmail.com.

**Giriş**

Küreselleşen dünyamızda küreselleşen ekonomik ilişkilerin artmasıyla birlikte finansal liberalizasyon süreci, sermaye hesabı kısıtlamaları, sermaye kontrolleri gibi kısıtlamaları ortadan kaldırmıştır. Bu süreç, yeni yatırım olanaklarının ortaya çıkmasına, uluslararası yatırımların artmasına, ülkelerin kârlılık oranlarını artırmalarına, dolayısıyla büyüme ve kalkınmaları üzerinde önemli ölçüde etkiler yaratmıştır. Ekonomik büyüme ve kalkınmanın sağlanmasında gerekli olan finansman ihtiyacının karşılanmasında ve sermaye yetersizliğinin aşılmasında dış finansman kaynakları büyük önem taşımaktadır. Ancak, özellikle gelişmekte olan ülkelerde artan kısa vadeli sermaye hareketlilikleri, önemli ölçüde ekonomik olumsuzlukların yaşanmasına ve finansal krizlerin ortaya çıkmasına da yol açabilmektedir.

Genel olarak uluslararası faiz farklılıkları ve döviz kuru beklentilerine göre hareket eden sıcak para akımlarının, gelişmekte olan ülkeler açısından çok farklı ve karmaşık boyutları olduğu açıktır. Bu nedenle kavramsal olarak "sermaye çıkışı"nın (sıcak para) literatürde genel kabul görmüş bir tanımı bulunmamaktadır (Kindleberger, 1987: 7). Bu yaklaşım çerçevesinde, bir ülkeden çıkan para; "normal" ve "sermaye çıkışı" olmak üzere ikili bir ayırıma tabi tutulur. Bu ayırım "yasal" ve "yasadışı" işlemler şeklinde yapılmaktadır (Cumby and Levich, 1987: 30).

Sermaye çıkışının daha sınırlı bir tanımını Cuddington (1986) yapmaktadır ve bu tanım, yalnızca kısa vadeli sermaye akımları ile ilgilidir. Yazar, bu fonların, ekonomik ve finansal krizlere, vergi değişikliklerine, sermaye kontrollerine ve devalüasyon beklentilerine duyarlı olduğunu belirtmekte ve yalnızca sıcak para akımlarını ele almaktadır. Söz konusu çalışmada, bankalar dışındaki özel sektör kuruluşları yoluyla kısa vadeli sermaye akımlarını kapsayan bir sermaye çıkışı tanımı yapılmıştır ve Cuddington'ın burada çok dar bir sermaye çıkışı tanımı yaptığı görülmektedir. Sermaye çıkışı süreci temelinde, gelişmekte olan ülkelerle ilgili olarak; sermaye kıtlığı, finansal ve siyasi zorlamalar ve uluslararası finansal piyasalara sınırlandırılmış girişler gibi temel konular bulunmaktadır.

Uluslararası sermaye hareketlerinin yüksek kazanç beklentileriyle birlikte özellikle gelişmekte olan piyasalara yönelmesi sonucunda, kısa vadeli sermaye hareketleri kapsamındaki sıcak para akımları ile ekonomik krizler arasında ilişki olduğu yapılan bir çok ampirik çalışmada ortaya konulmuştur. Dolayısıyla, spekülatif sermaye hareketleri, ekonomi konuları içinde üzerinde en çok çalışılan ve tartışılan konular arasında yer almaktadır. Bu çalışma ile yukarıda ifade edilen temel konular da gözönünde bulundurularak konu, öncelikle ilgili literatür

ışığında, kavram ve içerik olarak ele alınacak ve kısa vadeli sermaye hareketleri kapsamındaki sıcak para akımlarının temel ekonomik etkileri ortaya konulmaya çalışılacaktır.

**Küreselleşme Sürecinde Sermaye Çıkışına Yol Açan Başlıca Etmenler ve Etkileri**

Küreselleşme olgusu, dünya ekonomisini oluşturan sosyal ve iktisadi parçaların birbirleriyle ve giderek dünya piyasalarıyla eklemlenmesi olarak ifade edilebilir (Yeldan, 2002: 20). Jacques Adda, küreselleşmeyi temelinde yatan nedeni ortaya koyan bir şekilde (2003: 10) dünya çapında sermaye birikimine engel teşkil eden fiziksel ve hukuki sınırları sarma, delme ve sonunda yok etme süreci olarak açıklıyor. Bu doğtultuda ortaya çıkan uluslararası sermaye hareketleri kapsamında sermaye çıkışlarına yol açan başlıca etmen ve etkiler aşağıda değerlendirilmeye çalışılmıştır:

**Devalüasyon Beklentisi**

Yerli paranın aşırı değerlenmiş olması ve devalüasyon beklentisiyle ekonomik birimlerin ellerindeki varlıkları yabancı varlıklara dönüştürmeye yönelmeleri ulusal paranın yabancı paraya geçişi (currency switching) ve sermaye kaçışını ortaya çıkarabilir. Bu doğrultuda bazı gelişmekte olan ülkelerde döviz mevduatları yerli para mevduatlarını aşarak hızla büyüme gösterebilir. 1970'li yılların başından itibaren (Eichengreen, Tobin, Wyplosz, 1995: 164), kur ve faiz oranlarındaki dalgalanmalar, ekonominin genelinde olumsuz etkilerde bulunmuştur. Örneğin, ABD Doları'nın Japon Yeni'ne karşı değer kaybetmesi, 1980'li yılların başında Amerikan otomotiv endüstrisini yıkacak duruma getirmiş ve ABD'deki çok taraflı ticaretin liberalleşmesine olan desteği tehlikeye atmıştır. Bu kapsamda, sermaye kaçışlarının, döviz oranlarının sık sık değer kaybettiği zamanlarda görüldüğü ifade edilebilir.

**Uluslararası Faiz Farklılıkları**

Gelişmekte olan ülkeler için faiz politikasının yatırımlar yönünü ihmal eden liberal yaklaşımlar, müdahaleler yoluyla oluşturulan "finansal baskı"nın ortadan kaldırılması gerektiğini ifade etmektedir. Finansal açıdan baskı altında bulunan bir ekonomide "bireylerin daha yüksek getiri sağlayan yabancı varlıkları arayıp bulması rasyonel bir davranıştır". Bu düşüncede olan Mc Kinnon ve Shaw tarafından formüle edilen hipotez şöyledir: Özellikle gelişmekte olan ülkelerde geçerli tasarruf şekillerinden banka mevduatları ve yerel finansal varlıkların yüksek reel getiri oranları, hem tasarrufları hem de sermaye birikimini teşvik etmektedir (Mc Kinnon 1973, Shaw 1973).

Gelişmekte olan ülkelerde 1980'lerde uygulanan finansal liberalizasyon; ekonomik durgunluk ve istikrarsızlık gibi ciddi ekonomik sıkıntılar altında uygulandığı için nominal ve reel faiz

oranlarında çok yüksek oranlarda artışlara neden olmuştur. Dolayısıyla, ortaya çıkan yüksek yurtiçi faiz oranları da yüksek enflasyon ile birlikte stagflasyonist eğilimlere yol açmıştır. Burada (Eichengreen, Tobin, Wyplosz, 1995: 164-165), vergi işlemleri, *"finansal araçların tekerleklerine kum atma"* için tek yoldur ve % 0.5'lik bir vergi, kur piyasasında, daha çok kısa giriş-çıkışlar için, üçer aylık dönemlerde yıllık % 4'lük bir orana karşılık gelmektedir. Bu etki, iç makroekonomik ihtiyaçlara yanıt veren ulusal para politikalarına uygun iç faiz oranlarında farklılıklar yaratmaktadır.

Uluslararası sermaye hareketlerine (Frankel, 1992) getirilen engeller ve sermaye kontrolleri, İngiltere ve Japonya'da 1979, Fransa ve İtalya gibi ülkelerde ise 1986'lı yıllara kadar devam etmiştir. Ancak, 1980'li yıllarda finansal piyasaların entegrasyonu ve liberalleşme hareketleriyle birlikte 1988 yılında gelişmiş ülkeler arasındaki kısa dönemli faiz farklılıklarının ortadan kalkmasına yol açmıştır. Ülke içindeki fonların dövize yönelmesini veya yurt dışına kaçışını önlemek için faizlerin yüksek tutulması da gelir dağılımını etkilemektedir.

**Enflasyon**

Enflasyon ortamında servetlerinin değerini korumak isteyen kişi ve kurumlar için yurt dışındaki çeşitli alternatifler önem kazanmaktadır. Özellikle hızlı enflasyon dönemlerinde döviz mevduatlarındaki artış ve yerli para yerine yabancı paraların kullanılması, ülkeden çıkan fonlar, gelişmekte olan ülkelerde sıklıkla gözlenen bir eğilim olmaktadır. 1980'lerde dış ticaret oranlarının gelişmekte olan ülkeler aleyhine hareketleri ile yükselen uluslararası faiz oranları, hükümetlerin dış borç ödemelerini de zorlaştırmıştır. Kamu sektörü borçları, uluslararası faiz oranlarındaki artış, dış borçları artırdığı için doğrudan artmıştır. Diğer yandan özel sektörün dış borçlarındaki artışlar da bazı firmaların iflas etmesine neden olmuş, bu gelişmeler sonucunda sermaye kaçışı hızlanırken, vergi tabanı da daralma göstermiştir.

Vergilerin ana amacı, ulusal para politikalarının özerkliğini genişletmektir; vergiler, ulusal makroekonomi otoritelerinin uluslararası politikalardan doğacak tepkileri yok saymalarına izin vermezler. Uluslararası ticarette uygulanan vergiler de evrensel ve bütün yetkili mahkemelerde geçerli olmalı ve oransal olarak uluslararası piyasalarda eşitlenmelidir. Aksi halde, bir ülke tarafından tek taraflı olarak vergi konulduğu takdirde, o ülkenin forex pazarı offshore'a doğru geçişkenlik gösterir. Ulusal mahkemelerin gözetiminin sorumluluğu, Bank of International Settlements (BIS) veya IMF gibi çok taraflı kuruluşların denetiminde olmalıdır. Bu kuruluşlar, vergilerin belirli limitler arasında kalmasının sağlanması için yetkili

kılınabilirler (Eichengreen, Tobin, Wyplosz, 1995: 166).

Vergi tabanının erozyona uğraması, bir borç krizi ile birleştiğinde çok ciddi sorunlar doğabilmektedir. Devletler çeşitli nedenlerle yurt dışında bulunan değerleri vergileyemediği zaman kamu harcamaları ya enflasyonist finansmana ya da ek vergi uygulamalarına yönelmektedirler. Her iki uygulama da düşük gelirli grupların aleyhine ve fonlarını yurt dışında tutanların lehine bir dağılım etkisi yapar ve devletler ülkeden kaçan sermayeyi ve yurt dışına kaçan kazançları vergilendiremedikleri için bir gelir kaybı yaşarlar.

**Risk ve Kârlılık Farkları**

Reel üretken sektörlerdeki risk ve kârlılık farkları da sermaye kaçışı için belirleyici olabilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde gerçekleştirilen yatırımlardan kaynaklanan risk unsuru, gelişmiş ülkelerdeki yatırımlara oranla daha büyüktür. Bu risklerdeki göreli farklılığın, gelişmekte olan ülke ekonomilerini, gelişmiş ülke ekonomilerden ayıran özelliklerden kaynaklandığını ifade edebiliriz. Sermaye kaçışında bu etmenlerin dışında, sanayileşmiş ülkelerin sermaye girişini teşvik edici faktörleri devreye almaları da önemli olmaktadır. Bu konuda, mevduat sigortası, yerleşik olmayanların faiz kazançlarının kaydedilmemesi, bu kazançların vergilendirilmemesi, hemen hemen risksiz getiri sağlama alternatifleri gibi çeşitli araçlar örnek verilebilir.

Ayrıca (Pastor, 1989), bazı ülkeler de banka hesaplarındaki gizlilik, yasa dışı işlemleri ve vergiden kaçmayı kolaylaştırabilmektedir. Uluslararası sermaye hareketleri, 1980'li yıllarda gelişmekte olan ülkelerde yaşanan borç krizleri ve sermaye hareketleri üzerine konan engellerin hafiflemesi ile bazı değişiklikler göstermiştir. Geleneksel analizler, özellikle finansal liberalleşme ile önem kazanan "sıcak para" niteliğindeki finansal akımları açıklamakta yetersiz kalmaktadırlar.

Bu nedenle, 1980'li yıllarda Latin Amerika Ülkeleri başta olmak üzere pek çok gelişmekte olan ülkede önem kazanan "sıcak para" problemi yeni açıklama yöntemlerinin geliştirilmesine ve tartışılmasına yol açmıştır. Sıcak para hareketlerinin, gelişmekte olan ülkeler için başlıca iki önemli yönü olduğunu ifade edebiliriz. Bunlar, sıcak para girişi kanalıyla borç artışları ve sermaye kaçışı ile bunun dış borç stokuna olan etkisidir.

**Sermaye Kaçışının Mekanizmaları**

Sermaye kaçışı çeşitli mekanizmalar yoluyla gerçekleşmektedir. Sermaye kaçışını belirleyen unsurlar arasında ülkedeki yasal çerçeve, ekonomik koşullar ve uluslararası düzeydeki ilişkilerin de etkili olduğu bilinmektedir. Bu nedenle, ülkeden ülkeye değişiklikler

bulunmakla birlikte genellikle kullanılan ve bilinen uygulamalar aşağıda yer almaktadır:

**Uluslararası Ödemeler Yoluyla Transferler**

Sermaye kaçışı, normal uluslararası ödemeler kanalıyla meydana gelebilir. Örneğin, bir yerel kurumdan banka kanalıyla veya yabancı bir kurumun yerel bağlı ortaklıklarından ülke dışında belirlenmiş bir alıcıya doğru transfer şeklinde olabilir. Banka işlemleri (Gulati, 1986), üzerinde çeşitli kontrol mekanizmaları oluşturulmuş ise de sıradan banka transfer kanalları, özellikle yasadışı faaliyetlere ilişkin finansal akımlar için uygun olmayacaktır. Ancak yerli ve yabancı bankaların yerel şubeleri arasında döviz sağlama ve bu yöndeki transferler üzerindeki yasal sınırlamalardan kaçınarak kazanç sağlayabilenler de bulunmaktadır. Normal fonlar içinde bankalar ile yapılan transferler düşük maliyetli ve kolayca gerçekleştirilebilen bir yol olabilmektedir. Böylece yurt dışındaki bankalara gerçek bir karşılığı olmadığı halde aktarılan bu fonlar yerel banka hesaplarına "borç", yabancı banka hesaplarına ise "alacak" olarak kaydedilir. Sonuçta bu transferler ülkenin Ödemeler Bilançosu'na "banka borçlarının artışı" olarak yansımaktadır.

**Nakit Transferleri**

Yukarıda (Gulati, 1986, 1987) anlatılan nedenlerden dolayı banka kanalları, döviz kontrolleri veya yüksek maliyetler nedeniyle kapalı olabilir. Bu durumda, hamiline yazılı çekler ve seyahat çekleri bir alternatif olabilmektedir. Yerli para ülkeden çıkıp daha sonra piyasa oranlarından yurt dışında yasal olarak değiştirilebilir, turizmden doğan döviz veya diğer parasal araçlar yürürlükteki döviz kurundan yerel olarak satın alınabilir veya fiziksel olarak yatırılmak için ülke dışına transfer edilebilir. Döviz kontrollerinin yokluğunda yurtiçi yasadışı faaliyetlerden elde edilen ve vergi kaçırma ile birleşen "Paranın Aklanması" (Money Laundring), belki de paranın fiziksel olarak nakledilmesini içeren en önemli sermaye kaçış şekillerinin başında gelmektedir.

Bu bağlamda, karaborsa üzerinden sağlanan nakitler de fiziksel olarak kiralık kuryeler veya bireysel kaçakçılık yoluyla yurt dışına transfer edilebilmektedir. Bu durum, rezervlerde meydana gelen azalma yoluyla yabancılardan alacakların azalması anlamına geleceği için dış borç stoğunu artıracaktır.

**Uluslararası Ticarete Bağlı Transferlerin Kötüye Kullanımı**

Sıcak para giriş ve çıkışlarının en önemli mekanizmalarından (Gulati, 1986) biri de dış ticaretteki kötüye kullanıma yönelik uygulamalardır. Sermaye kaçışı ölçümlerinin çoğu ya kaydedilmiş kısa dönemli sermaye hareketlerine ya da istatistik kayıtlarında doğrudan

gösterilmeyen ödeme akımlarına dayanmakta ve ödemeler dengesinin dengeleyici kısmı olan "net hata ve noksanlar" yoluyla gösterilmektedir. Sermaye kaçışının esas mekanizmasının sermaye hesabından çok cari işlemler hesabında olduğu ileri sürülmektedir. İhracatı gerçek değerinin altında, ithalatı gerçek değerinin üstünde göstermek yoluyla gerçekleştirilen sermaye transferi, ne sermaye hareketlerine ne de "net hata ve noksan" kalemine yansımamaktadır. İthalat ve ihracat üzerindeki resmi ödemeler dengesi, iki nedenle sermaye kaçışının hatalı tahminine yol açmaktadır. Birincisi, ihracatın düşük, ithalatın yüksek değerlendirilmesi sermaye kaçışı için önemli bir mekanizma olarak görülebilmektedir. Bu durum, cari hesap açığının artırılmasına ve sermaye çıkışının düşük tahminine yol açmaktadır. İkincisi, kaçakçılık ve tarifelerden kaçınmayı sağlamak, dövizin "kaçış dışı" bir kullanım amacıyla ithalatın düşük değerlendirilmesidir. Bu durum ise cari hesap açığının düşük, sermaye kaçışının yüksek tahmin edilmesine yol açmaktadır. Dolayısıyla, sermaye kaçışı üzerindeki ticaretin kötüye kullanımının net etkisi, hataların bu iki kaynağının göreli büyüklüğüne bağlıdır.

İhracatın düşük, ithalatın yüksek gösterilmesi ile cari hesap açığının yapay olarak yükseltilmesi ve sermaye kaçışının düşük gösterilmesi yanında, ithalatın düşük (vergi ve kotalardan sakınmak için) ihracatın yüksek gösterilmesiyle (hayali ihracat) sermaye kaçışının yüksek gözükmesi de söz konusu olabilmektedir. İhracatın düşük, ithalatın yüksek değerlendirilmesi yoluyla sermaye kaçışına ilişkin (Bhagwati, Krueger ve Wilbulswasdi, 1974), ticaret verileri karşılaştırılarak yapılan bir çalışmada sermaye kaçışının bir mekanizması olarak ihracatın düşük değerlendirilmesinin, ithalatın yüksek değerlendirilmesine göre daha yaygın olarak kullanıldığı ifade edilmektedir. Gulati (1987)'ye göre ithalatın yüksek, ihracatın düşük gösterilmesi yoluyla gerçekleştirilen sermaye kaçışı borç artışına neden olabilmektedir. Hayali ihracat yoluyla (Boratav, Yeldan 2002), cari işlemler dengesi yapay olarak bozulur ve bu açık yeni borçlanmayla kapatılmak zorunda kalınır. Sachs (1986), Dornbusch (1980) ve Cuddington (1986) sermaye kaçışını uygulanan iktisat politikalarına bağlamaktadır.

Gelişmiş ülkeler kredi verirlerken ülkelerin kredibilitesine baktıklarından, sermaye kaçışları diğer ülkelerden ve uluslararası kuruluşlardan borç almayı da zorlaştırmaktadır. Sermaye kaçışları ile potansiyel büyüme arasındaki ilişki biraz karmaşıktır ve büyümeyi sınırlayacağı üç ana yol bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, yurtdışına çıkan sermaye, ekonomik gelişme için gerekli olan yerli yatırımlara katkıda bulunmamaktadır. Sermaye kaçışı ile büyüme potansiyeli arasındaki ikinci bağ ise ithalatlardır. Üçüncü yol olarak ise sermaye kaçışları,

yurtiçi tasarrufların (hatta yurt dışından alınan borçların) ve dövizin ihracı demektir. Bu nedenle yurt dışına kaçan sermaye, ekonomik kalkınma için ihtiyaç duyulan yurt içi yatırımlara katkıda bulunamaz (Rodriguez, 1987), öte yandan sermaye kaçışı dış borçlanmayla finanse edildiği zaman olumsuz sonuçları çoğalır ve büyüme için ciddi sıkıntılar doğar.

Gelişmekte olan ülkeler için iktisat politikası araçları, büyüme ve sanayileşme gibi reel amaçlar açısından büyük önem taşırken, ortaya çıkan sıcak para hareketleri politika araçlarını spekülatif akımlara bağlamıştır. Eğer sermaye kaçışını finanse etmek için döviz kullanılırsa, bu durum, ekonomik büyüme için çok önemli olabilecek ithalatın finansmanı bakımından uygun olmayacaktır. Ancak sermaye, yerli yatırımlarda ya da ihraç mallarında kullanılırsa bu ihtalatı finanse edebilir. Üstelik, ithalat hacminin artması büyük ölçüde fiyatları artırır, büyüme oranlarını düşürür ve bazı olumsuz ekonomik etkilerde bulunabilir.

**Spekülasyon**

Spekülasyon kavramı, üzerinde yürütülen çok sayıdaki tartışmaya rağmen, anlaşılması güç bir kavram olmayı bugün de sürdürmektedir. Spekülasyon geleneksel olarak piyasa fiyatlarındaki değişikliklerden kâr sağlama girişimi olarak tanımlanmıştır. Spekülasyon, farklı bakış açılarından farklı anlamlar taşımakla birlikte, spekülasyonda gerçeğe dayalı sağlam bir temel olmaksızın hareket edilmesi söz konusudur.

Spekülasyon, Fransızca'dan dilimize geçmiş olan "spekülasyon" ifadesinin Türkçe karşılığı olarak sözlükte; vurgun, vurgunculuk ve eski bir deyim olarak ihtikâr sözcükleri yer almaktadır (Güncel Türkçe Sözlük, Türk Dil Kurumu). Spekülasyon, vurgunculuk şeklindeki ticari-ekonomik anlamından başka, felsefede kurgu sözcüğünün karşılığı olarak da kullanılmakta ve pratikle ilgilenmeksizin yalnızca bilme ve açıklama amacını taşıyan düşünce olarak ifade edilmekte, objektif (nesnel) gerçekliğe başvurmaksızın kurgularla yapılan felsefeye de spekülatif felsefe denilmektedir (Püsküllüoğlu, 2004: 1571; Cevizci, 2003: 369-370; Yılmaz, 2002: 1117; Hançerlioğlu, 1994: 291). Seyidoğlu'na göre (1998: 325); piyasa ortalama getirisinden daha fazla getiri beklentisi veya zarardan korunma düşüncesi ile daha fazla risk üstlenme ve/veya geleceğe ilişkin belirli bir yönde öngörüde bulunma demektir ve spekülasyonun ayırıcı özelliği ilerdeki fiyat değişimlerinin bugünden tam olarak bilinememesi, yani geleceğe ait belirsizliğin bulunmasıdır. Bu durumda herkes tüm göstergeleri göz önüne alarak tahminler yapar ve bu tahminlerine göre de alım veya satım faaliyetine girişir.

XVII. Yüzyılda yapılan bir tanıma göre spekülatör, kendini esrarengiz gözlem ya da çalışmalara kaptıran kişidir. Latince'de, spekülatör sözcüğü, işi, sorunları "dikkatle izlemek" (speculare) olan nöbetçi şeklinde tanımlanmaktadır. Ancak eski Roma'da, finansal spekülatör, arayışçı anlamına gelen "quaestor" sözcüğüyle ifade edilmiştir (Chancellor, 2007: 16, 24).

Spekülasyon genel anlamda, ileride meydana gelebilecek fiyat dalgalanmalarından yararlanarak kazanç sağlamayı ifade etmektedir (www.tdk.gov.tr). Bugün finans ve ekonomi piyasalarıyla ilgili birçok haberin arkasında - döviz krizleri, borsada yaşanan balon ve çöküntüler, türev fiyaskoları - gizli bir spekülatör bulunduğunu görüyoruz. ABD'de her gün milyonlarca bireysel yatırımcı hisse senedi alıp satmaktadır. Amerikan ekonomisinin 1990'lardaki başarısı büyük ölçüde borsaya akan spekülatif fonlardan kaynaklanmıştır. Bu durum, yeni şirketlerin hayatta kalmasına, eskilerin ise birleşmesine olanak verirken, şirketleri yatırım yapmaya, yatırımcıları da borsadan kazandıklarının bir kısmını harcamaya teşvik etmiştir (Chancellor, 2007: 13).

Piyasanın aktif olması, farklı düşünce ve beklentilerle çok sayıda kişi veya kurumun çok farklı fiyatlar düzeyinde alıcı ve/veya satıcı olması demek olduğundan bu durum, piyasanın likiditesini ve derinliğini artırıcı etki yapar. Belirli bir rasyonel gerekçeye dayanmaksızın yapılan spekülasyon, aşırı boyutlara ulaşınca ve piyasanın genelinde ağırlık kazanınca genel olarak yıkıcı ve piyasaların dengesini bozucu yönde etki yapabilir.

Spekülasyonda geleceğe yönelik tahminler yapılmakta ve fiyatların yükseleceğine ve düşeceğine ilişkin öngörüler çerçevesinde alım ve satım işlemleri gerçekleştirilerek aradaki fiyat farkından kazanç elde edilmektedir. Bir başka ifadeyle spekülasyon, fiyat tahminine dayalı olarak gerçekleştirilen, dolayısıyla risk içeren bir alım-satım işlemi olarak da tarif edilebilir (Mazgir, 2007: 8). Benzer bir tanımlamaya göre spekülasyon, "Genel olarak mal, döviz veya menkul değerin gelecekteki piyasa fiyatları konusunda tahminlerde bulunmak ve bu tahminler doğrultusunda tüm piyasa risklerini yüklenerek söz konusu ekonomik varlığı almak veya satmak" (Seyidoğlu, 1992: 786) anlamını taşımaktadır. Spekülasyon, yatırım kavramından risk derecesine göre ayrılır. Yatırım genel bir kavramdır ancak spekülasyon, yatırım içinde özel bir kavramdır. Spekülasyon, yatırımdan daha fazla kâr beklentisi ile yapılır. Piyasada daha fazla kâr beklentisi, normal şartlar altında, daha fazla risk üstlenmeyi gerektirir. Spekülatör, bu riski üstlenen kişidir. Spekülatörün vade anlayışı konusunda kesin bir çizgi olmamakla birlikte, spekülatörlerin kısa vadeli yatırımlar yaptıkları, haberlere ve verilere bağlı olarak günlük pozisyon değiştirdikleri bilinmektedir. Bir kimse bazı finansal araç işlemleri nedeniyle yatırımcı, bazıları nedeniyle ise spekülatör olabilmektedir.

Spekülasyonda (Karslı, 2004: 270-271) risk unsuru belirleyici bir nokta olup, onu arbitraj kavramından ayırmaktadır, çünkü arbitrajda herhangi bir risk üstlenmeden fiyat farklılıklarından kazanç sağlanması söz konusudur.

Spekülasyon (Chancellor, 2007: 14-15), XVIII. Yüzyılın sonlarında ekonomik bir anlam kazanmış olup o tarihte bile merak uyandıracak ölçüde kesin olmayan bir terimdir. Horace Walpole, 1 Mayıs 1774 tarihli mektubunda, tekstil boyama işlerinde kullanılan bir madde olan şap piyasasını ele geçirmek için yaptığı başarısız girişim sonucunda iflas eden parlamenter ve banker Sir George Colebrook'u, "spekülasyon adı verilen şey uğruna ölen biri" olarak tanımlamıştır. İki yıl sonra Adam Smith, The Wealth of Nations'da (Ulusların Zenginliği) "zaman zaman ... spekülasyon ticareti adı verilen şeyle... elde edilen" beklenmedik servetlere değinmiştir. Ancak Smith'in "spekülatif taciri" finansal bir işlemci değil ticaretin düzenli, yerleşik ya da bilinen tek bir dalında faaliyet göstermeyen bir girişimcidir. Bu yıl mısır alıp satarken, ertesi yıl çay ticaretine girişir. Ortalamadan daha kârlı olacağını öngördüğü her işe girer ve elde edeceği kârın diğer işlerin sağladığı kâr düzeyine geri dönebilme ihtimalini öngördüğünde o işi bırakır. Smith'e göre spekülatör kâr elde etmek için kısa vadeli fırsatların peşinden koşmaya hazır olmasıyla tanımlanır. Geleneksel iş insanlarının yatırımları şu ya da bu ölçüde sabitken, spekülatörün yatırımları akışkandır.

Spekülasyonun kısa vadede kazanç imkânına ve bununla ilişkili kitle (sürü) psikolojisi adı verilen, kendi kendini besleyen toplu yönelişlere (şişkinliklere) ve belirli bir noktadan sonra düşüşlere (çöküşe) yol açarak piyasayı olumsuz etkilediği, dolayısıyla spekülasyonun yasaklanmasından çok, sözü edilen olumsuzluklar temelinde öncelikle kamunun zamanında, doğru ve yeterli bir biçimde aydınlatılmasına ve "kredili alım", "açığa satış", "vadeli piyasa işlemleri" gibi spekülasyonda sıkça kullanılan işlem ve tekniklere yönelik düzenlemeler yapılması, fiyatların izlenmesi ve fiyat istikrarına yönelik müdahale mekanizmalarının işletilmesi şeklinde önleyici bir yaklaşım öne çıkmaktadır (Sayar, 1993: 31-79 ; Özbay, 1997: 423-470).

John Maynard Keynes, "girişimi" "tüm yaşamları boyunca aktiflerinin muhtemel kazancını öngörme faaliyeti olarak tanımlarken, spekülasyonu ise tam tersine, "piyasanın psikolojisini öngörme faaliyeti" şeklinde tarif etmiştir (Chancellor, 2007: 15). J. A. Schumpeter'e göre, spekülatörle yatırımcı arasındaki fark, ticaret yapma niyetinin, yani hisse fiyatlarındaki dalgalanmalardan kâr elde etme amacının olup olmamasına göre belirlenir (Schumpeter, 1939: 679).

Wall Streeet uzmanı Fred Schwed yatırımla spekülasyon arasındaki farkı netleştirmeye çalışmanın, sorunlu bir yetişkine aşk ile tutkunun iki farklı şey olduğunu açıklamaya benzediğini belirterek, bu kişinin farklı iki şey olduğunu anlayacağını fakat kendi sorununu ortadan kaldıracak ölçüde fark görünmediğini düşüneceği sonucuna varmıştır. Buna göre; yatırımın birinci amacının sermayeyi korumak olmasına rağmen spekülasyonun başlıca amacı serveti artırmak olup spekülayon küçük bir parayı büyük paraya çevirmek için yapılan, muhtemelen başarısız olacak bir girişimdir. Yatırım ise, büyük paranın küçülmesini engellemek için başarılı olması gereken bir girişimdir (Schwed, 1995: 172).

Aşırı spekülasyonla ilgili olarak zamanın FED Başkanı olan Alan Greenspan tarafından 5 Aralık 1996 tarihinde bir yemekte ortaya atılan bir deyim olan "Irrational Exuberance" (İrrasyonel Coşkunluk) *(İngilizce olarak esas ifade şöyledir: "But how do we know when irrational exuberance has unduly escalated asset values, which then become subject to unexpected and prolonged contractions as they have in Japan over the past decade?" He added that "We as central bankers need not be concerned if a collapsing financial asset bubble does not threaten to impair the real economy, its production, jobs and price stability)* konuya oldukça farklı bir yaklaşım getirmektedir. Buna göre Greenspan; aşırı bir coşkunluk sonucunda varlık fiyatlarının Japonya'da yaşandığı gibi bir uzun vadeli daralmaya yol açacak şekilde yükseleceğinin nasıl bilinebileceğini sormuş ve reel ekonomiyi, üretimi, istihdamı ve fiyat istikrarını etkilemeyen finansal varlık balonunun patlamasından endişe duyulmaması gerektiğini belirtmiştir.

Spekülasyon ve kumar kavramlarını birbirinden ayırırken ciddi tanım zorluğu söz konusudur. Amerikalı sermayedar Bernard Brauch vaktiyle bir iş teklifiyle bağlantılı olarak "kumar" kelimesini kullandığı için Pierpont Morgan'dan azledilmiştir (Brauch, 1958: 208). Oysa Brauch'a göre; risk içermeyen ve kumara benzemeyen yatırım yoktur. Spekülasyonun içerdiği risk unsurunun belirsizliği bakımından, spekülasyon ile kumar kavramı arasındaki ilişki hep tartışma konusu olmuştur (Vadeli işlemler ve opsiyon sözleşmeleriyle ilgili olarak yapılan değerlendirmeler için bkz. Kırca, 2000: 245-264).

İktisatçılar, kumar ile spekülasyonu şöyle ayırmaktadırlar: Kumar, değişiklik adına bilerek yeni riskler yaratılmasını içerirken, spekülasyon kapitalist sürecin kaçınılmaz riskleri olduğunun varsayılmasını içermektedir. Diğer bir deyişle, kumarbaz bir at üzerine bahis oynadığında bir risk yaratır, buna karşılık spekülatör bir hisse senedi satın aldığında yalnızca mevcut bir riski devralmaktadır (Chancellor, 2007: 17). Kumarda bir tarafın kazandığını diğer taraf kaybetmek zorundadır. Spekülasyonda ise her zaman böyle olmaz. Kumar raslantısal bir

olayın yapay olarak yaratılmış riskleri üzerine para yatırmayı içerirken, spekülasyon değer değişimlerinin kaçınılmaz ekonomik risklerini varsaymayı içerir (Emery, 1896: 188). Spekülatörü kumarbazdan ayıran şey, kumarbazın spekülatörün katlanmaya karar verdiği riskten bağımsız olarak üstlendiği risktir (Grant, 1961: 222).

Konuyla ilgili olarak diğer bir önemli konu (Sancak, 2011), manipülasyon ile spekülasyon arasındaki farktır. "Manipülasyon", bir finansal aracın fiyatını ve piyasasını yapay yollarla ve yöntemlerle gerçeğinden farklı göstermek, saptırmaktır. "Manipülasyon" ile üçüncü kişiler aldatılmakta, iyi niyetli yatırımcılar dolandırılmaktadır. Bu nedenle, "manipülasyon" ülkemiz ve pek çok ülke mevzuatında suç olarak tanımlanmış ve bu suçu işleyenler için ağır hapis ve para cezaları öngörülmüştür. Spekülasyon ise suç değildir. Çünkü spekülasyon ile bir aldatma veya dolandırma veya hileli yola başvurma söz konusu olmamaktadır. Aslında spekülatörün yaptığı işlemlerden üçüncü kişilerin zarar görmesi söz konusu olmayabilir. Hatta spekülatörün başarısızlığı nedeniyle, üçüncü kişiler spekülatörün işlemlerinden kâr bile edebilir. Oysa "manipülatör", üçüncü kişilere zarar vermeye çalışır. Böyle yapmak zorundadır; çünkü manipülasyon sıfır toplamlı bir oyundur. Yani, taraflardan birinin kâr elde edebilmesi için, diğer tarafın zarar etmesi gerekir. Manipülasyonda, kâr ve zarar oluşma süreci, piyasanın genel seyri ile değil "manipülatörün" hileli işlemleri ile oluşur. Gerçi, başarısız olup, karşı tarafa kâr ettiren "manipülatörler" de vardır. Ancak, "manipülatör", çoğunlukla piyasa kontrolünü elinde tuttuğundan, kâr etme olasılığı ve imkânı çok daha yüksektir. Bu itibarla, spekülasyon, piyasalar için yararlı, bazen de bir ihtiyaçtır. Spekülasyon meşru bir yatırımcı davranışıdır.

Bu açıdan bakıldığında, spekülasyon, finansal piyasalar için bir yatırım güdüsüdür. Finansal piyasaların sağlıklı işleyebilmesi için tüm piyasa katılımcılarının yer alması gerekmektedir. Diğer yandan herhangi bir finansal piyasa eğer korunma sağlayamayacak kadar sığ ise bu piyasada spekülatif nitelikteki işlemler o finansal aracın fiyatında önemli değişiklikler oluşturabilecektir. Bu finansal piyasaların yeteri kadar derin ve likit olması ile spekülatif nitelikteki işlemler arasında önemli bir ilişki bulunmaktadır. Manipülasyon suçuyla kıyaslandığında, spekülasyonu bir tehlike olarak görmekten çok, piyasa katılımcılarının olmazsa olmaz bir parçası olarak görmek daha isabetlidir. Fakat spekülasyonun dayanaksız bir şekilde finansal piyasalarda balon oluşumuna neden olmasına ilişkin olarak, kamuya açıklanarak önlemler alınması da gerekli olabilmektedir.

**Uluslararası Para ve Sermaye Piyasalarında Spekülasyon**

Ülkeden ülkeye veya uluslararası kuruluşlar tarafından gerçekleştirilen resmi veya özel sermaye akımları söz konusudur. Şayet bu akımlar bir yıldan kısa vadeli olarak gerçekleşiyorsa "Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri" söz konusu olmaktadır. Iversen (1967:29), kısa vadeli sermeye hareketlerini "gerçek" ve "eşitleyici" sermaye hareketleri olarak tanımlamaktadır. Faiz oranı yüksekliği avantajından faydalanmak için sermayenin bol olduğu ülkelerden sermayesi yetersiz olan ülkelere yönelik gerçekleşen sermaye hareketleri gerçek sermaye hareketleri olarak değerlendirilmemektedir. Ödemeler bilançosundaki bir dengesizliğin neticesinde döviz kurunda ve kısa dönem faiz oranlarında meydana gelen değişimlerin ülkeler arası geçici sermeye hareketlerine neden olması eşitleyici sermaye hareketleri olarak değerlendirilmektedir.

Kindleberger (1965: 7-15) ise kısa vadeli sermeye hareketlerini spekülatif, dengeleyici, gelire endeksli ve otonom sermeye hareketleri olmak üzere dört kategoride tanımlamaktadır. Kısa vadeli sermeyenin spekülatif hareketliliğinin nedeni döviz kurunda beklenen veya gerçekleşen değişimlerdir. Bu tür sermaye hareketleri kur riskine karşı korunmuş olmamakla birlikte tamamen spekülatörler tarafından kontrol edilmektedir. Dengeleyici sermaye hareketleri ise doğrudan ödemeler bilançosunu oluşturan kalemlerdeki değişimlerden kaynaklanmaktadır. Gelire dayalı sermeye hareketleri ise, yabancı para piyasalarında yurtiçi para piyasalarına göre daha fazla gelir elde etme düşüncesine dayanmaktadır. Bu tür sermaye hareketleri fonlar, mevduat, döviz vb. şekillerde yatırım amaçlı bir merkezden diğerine geçerek gerçekleşmekte veya spekülasyonun geçerli olmadığı durumlarda, sermaye genellikle düşük faiz oranlarının olduğu para piyasalarından yüksek faiz oranlarının geçerli olduğu para piyasalarına giderek gerçekleşmektedir. Ancak bir ülkenin ulusal parası aşırı derecede değersiz ve istikrarsız ise, faiz oranları ne derece yüksek olursa olsun kısa vadeli sermayeyi ülkeye çekmek zorlaşacak ve bunun da ötesinde, yurtiçi sermaye yurtdışına kaçabilecektir. Uluslararası sermaye hareketleri, sermayenin güvenliği açısından oluşan korkuya tepki olarak ortaya çıkıyorsa otonom olarak değerlendirilmektedir. Bu tür sermaye, vadeli döviz piyasası kurundan işlem görmekte, fonlardan yüksek getiri sağlamakla birlikte kurların pozisyonunu dikkate almamaktadır

Finansal piyasalardaki küreselleşme olgusu sonucunda arbitraj kazancı kovalayan sermaye, 1990'larda artan ölçüde gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan yeni finans piyasalarına yönelirken, yapı olarak da daha seçici, daha kısa vadeli, daha hareketli, daha tedirgin ve daha spekülatif bir niteliğe kavuşmuştur (İnandım, 2011: 13). 1980'lerin sonunda günde yaklaşık sadece 190 milyar ABD Doları hacmi olan dünya döviz piyasası işlemleri, 2 trilyon ABD

Dolara ulaşmış durumdadır. Söz konusu finansal hareketliliğin dünya mal ticaretini finanse etmek gibi bir süreçle ilgisi olmadığı, reel üretim ve fiziksel sermayenin yatırım gereklerinden kopuk bir gelişme gösterdiği açıktır (Yeldan, 2006: 19). Nitekim sermaye hareketleri ile ilgili ülke deneyimleri üzerinde yapılan bir çok çalışma da gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hareketlerinin, kısa vadeli ve spekülatif nitelikli sermaye kimliğine büründüğü gerçeğini desteklemektedir (İnandım, 2011: 8). Böyle bir yapı altında sermaye hareketleri konjonktür üzerinde önemli ve kalıcı etkilere neden olabilmektedir. Konjonktür, sermaye girişleriyle genişlemekte, sermayenin ani çıkışlarıyla daralmaktadır. Bir diğer deyişle, spekülatif faaliyetler uluslararası bir boyut kazanmakta, sermaye hareketliliği istikrarlı bir büyüme yerine istikrarsızlığı artırmaktadır (Arestis ve Glickman, 2002; Davidson, 1998; Dow, 1986-87; Kregel, 1998; Mishkin, 1996, 1998, 1999; Palley, 1999 aktaran Apaydın ve Şahin, 2017: 25-26).

Spekülasyonlar (www.dtm.gov.tr), teorik olarak krizlerin temel nedeni olabildiği gibi yaşanan krizlerde tetikleyici bir rol de üstlenebilmektedir. Özellikle sabit kur rejimi uygulayan ülkelerde merkez bankaları, kuru savunma zorunluluğuyla döviz rezervlerini kullandığından, rejimin daha fazla sürdürülemeyeceğini düşünmeye başlayan spekülatörlerin dövize saldırısı krizlerin tetikleyicisi olmaktadır. Söz konusu hareketler, ülkelerin tamamen bağımsız bir iktisat politikası izleme olanağını da azaltmaktadır. Nitekim, 1990'lı yıllar boyunca yaşanan krizler, bu duruma işaret etmektedir. Örneğin, ünlü para spekülatörü Soros'un 1992 yılında İngiliz Sterlini'ne karşı aldığı pozisyon karşısında İngiltere Merkez Bankası, faizleri gün içinde birkaç kez artırmak zorunda kalmış ve sonunda kur rejimini savunmaktan vazgeçmiştir. Böylece Sterlin, Avrupa Döviz Kuru Mekanizmasının dışına çıkmıştır. Benzer biçimde spekülatörler, Arjantin Krizi'nde de, Arjantin'in yüksek oranlara ulaşan işsizliği azaltmak için Para Kurulunu terk edeceğinden şüphelenerek, Arjantin Pesosu'na karşı pozisyon almışlardır.

"Sıcak para"nın iktisat yazınında genel kabul gören kesin bir tanımı olmamasına rağmen, "spekülatif", "kısa-dönemlilik" ve "aşırı dalgalanma ve akışkanlık" gibi unsurlar içerdiği ve yol açtığı iktisadi istikrarsızlıkların da özü itibariyle bu öğelerden kaynaklandığı bilinmektedir (Yeldan, 2006: 122). Bu özelliklerden hareketle sıcak para, bazı kaynaklarda kısa vadeli spekülatif sermaye hareketi şeklinde tanımlanmakla birlikte, hesaplamalarda çoğunlukla hisse senedi ve tahvilden oluşan portföy yatırımları da yer almaktadır. Ayrıca, kısa vadeli sermaye hareketleri, reel sektör kredi işlemlerini de içerebilmekte, ancak ticari krediler benzeri kalemler sıcak para tanımına girmemektedir.

Benzer şekilde, Merkez Bankası da 2005/1 sayılı para politikası raporunda sıcak parayı,

Chang, Claessene ve Cumby'nin 1997 tarihli "Conceptual and Methodolojical Issues in the Measurement of Capital Flight" adlı makalesinden hareketle tanımlamıştır. Buna göre sıcak para kavramı, genel kâbul görmüş bir tanım olmamakla beraber beklenen getiri oranları ve risklerdeki değişimlere hızlı tepki veren sermaye akımları olarak ifade edilebilir. Dolayısıyla, sıcak paranın miktarından çok, ani hareketi önemlidir. Bu tanımlamada "net hata ve noksan" kalemi de sıcak para tanımına dâhil edilmektedir. "Net hata ve noksan" kaleminin sıcak para olarak nitelendirilmesi yaklaşımı, söz konusu kalemin kayıt dışı sermaye akımlarını gösterdiği varsayımına dayanmaktadır. Diğer taraftan, banka muhabirlerindeki döviz hareketleri yoluyla bankaların döviz varlıklarındaki değişim; benzer şekilde, Merkez Bankası muhabirlerindeki döviz hareketleri yoluyla da resmi rezervlerdeki değişim, ödemeler dengesi istatistiklerinde izlenebilmekte ancak, bankacılık dışı özel sektörün döviz varlıklarındaki değişim tam olarak izlenememektedir. Dolayısıyla, bankacılık dışı özel sektörün döviz varlıklarındaki değişimin de büyük ölçüde "net hata ve noksan" kalemine yansıdığı düşünülmektedir. Bu olguya dayanarak, "net hata ve noksan" kaleminin yerleşikler kaynaklı olduğu varsayılmaktadır (TCMB, Para Politikası Raporu 2005/I: 28).

**Sıcak Para, Spekülasyon ve Ekonomiye Etkileri**

Gelişmekte olan ülkelerin kalkınma sorununun çözümünde güvenilir bir kaynak olarak uluslararası doğrudan yatırımların önemi yadsınamaz. Ancak, bu tür yatırımların ülkeye çekilebilmesinde başka faktörlerin de etkili olması nedeniyle gelişmekte olan ekonomiler açısından kısa vadeli sermaye akımlarına bağımlılık artmaktadır (Baran ve Tuncay, 2017: 203). Bu bağlamda (Yentürk, 2011: 2), spekülatif nitelikli sıcak paranın ani çıkışlarının yanı sıra, kendisi de ülkenin ekonomik yapısına ve koşullarına göre başlı başına bir istikrarsızlık unsuru olabilmektedir. Nitekim 1990'lı yıllar boyunca Latin Amerika'dan Rusya'ya ve Güneydoğu Asya'ya kadar farklı ekonomik yapıya sahip, farklı güçlü ve zayıf yanları bulunan bir çok gelişmekte olan ülkede yaşanan krizler, spekülatif karakterli finansal sermaye akımlarının ülkelerin ekonomik yapılarını istikrarsız ve kırılgan hale getirdiğini göstermiştir.

Bu kırılganlıkların başında (İnsel, Sungur, 2003: 27), iç piyasada aşırı ısınma ve yerli parada aşırı değerlenme ile birlikte artan cari açıklar gelmektedir. Sermaye girişlerinin reel sektör üzerindeki en önemli etkisi, dış ticaret alanında görülmektedir. Aşırı sermaye girişi sonucunda yerli para yabancı paralar karşısında değer kazanmakta, bu durum ihracatı pahalı hale getirerek ihracatçı sektörlerin rekabet gücünü azaltmakta, ucuzlayan ithalat nedeniyle ekonominin ithalata bağımlılığı artmaktadır. Hızla büyüyen dış ticaret açıkları, ülkelerin cari açıklarının da artmasına yol açmakta, ancak sermaye girişi sürdükçe bir ödeme sorunu ortaya

çıkmamaktadır.

Sermaye akımlarının reel sektör üzerindeki temel etkilerinden bir diğeri ise, özel sektöre verilen kredileri artırarak harcamaların genişlemesine neden olmasıdır (İnsel, Sungur, 2003: 27). Spekülatif sermayenin hızla girdiği ülkelerde gözlenen karakteristik özelliklerin başında ekonominin önce hızla büyümesi ve bu büyümenin özellikle özel tüketim harcamalarındaki artışlarla tetiklenmesi gelmektedir. Değerli yerli para sonucu, ucuz ithal tüketim mallarının hızla artması ve bunun pahalı ve kısa dönemli borca karşılık gelen sermaye girişleri ile finanse ediliyor olması da krize elverişli ortamı güçlendirmektedir (Yeldan, 2006: 104-105).

Finansal sermayenin kısa vadeli akışkanlığı, merkez bankalarının bir yandan sermaye girişlerinin ulusal para piyasalarında yarattığı baskıları hafifletmek için sterilizasyona gitmesi, bir yandan da spekülatif sermayenin çıkış tehdidine karşı, yüksek döviz rezervi bulundurmak zorunda kalmasına yol açmaktadır. Spekülasyon güdülü sıcak para, başlangıçta geldiği ülke ekonomisinde olumlu bir hava oluşturup likidite ihtiyacını karşılasa da faiz ve döviz kuru başta olmak üzere ülke içinde ekonomik ve siyasi gelişmeler ile yurtdışında ortaya çıkan kâr fırsatlarına karşı oldukça duyarlıdır. Bu nedenle sıcak para, ülke ekonomisine ilişkin herhangi bir olumsuz durum karşısında ya da yurt dışında daha kârlı alanların tespit edilmesi hâlinde hızlı bir çıkış yapabilmekte, önce finansal piyasalarda daha sonra reel piyasalarda ciddi sorunlara ve krizlere yol açabilmektedir.

Bu bağlamda, spekülatif niteliğe bürünen kısa vadeli sermaye hareketlerinin (Aslan, Terzi, Siampan, 2014: 16), meydana getirdiği büyük fon birikiminin yoğun işlem hacmi ile gelişmekte olan ülkelere anlık giriş çıkışlar yapabilmesi, ülke piyasalarında büyük dalgalanmalar oluşturabilmekte ve finansal krizlere yol açabilmektedir. Kısa vadeli sermaye, benzer biçimde, merkez bankası politika aracı olarak da kullanılarak döviz rezervlerinde ve diğer değişkenlerde dalgalanmaya sebep olmakta ve böylece para politikasının etkinsizliği dahil bazı olumsuzlukları da beraberinde getirebilmektedir.

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve küreselleşmesiyle birlikte, özellikle büyük ekonomilerde çıkan krizler küresel bir alana kolaylıkla ve hızla yayılır hale gelmiştir (Eğilmez, 2009: 53). 1857 yıllarında ABD'de yaşanan ve bazı bankaların batışıyla ortaya çıkan krize ilişkin bir çözümleme yapan Karl Marx, bu krizde sermayenin globalleşmesinin bir aracı olarak kredi mekanizmasının dolayısıyla da finansal sistemin spekülasyonlarla kapitalizmi nasıl istikrarsızlaştırdığını ortaya koymuş ve giderek genişleyen kredi sisteminin, bir yandan üretken güçlerin maddi gelişimini ve dünya piyasalarının kurulumunu

hızlandırırken, diğer yandan kapitalizmin temel çelişkisinin zora dayalı patlaması olan krizleri ortaya çıkararak kapitalizmin çözülmesine yol açtığına dikkat çekmiştir (Durmuş, 2009: 15).

Gerek finans literatürü gerekse finans veya diğer konularda yazılan yazılar, makaleler incelendiğinde, genel olarak spekülasyonun tanımının yapıldığı ve sonrasında küresel çapta büyük krizlere yol açan Lâle Çılgınlığı, 1929 Büyük Çöküş ve diğer krizlerin vurgulandığı görülmektedir. Bu durum ise spekülatörlerin davranışları sonucunda ekonomik krizlerin oluştuğu şeklinde bir anlayış doğurmaktadır. Profesyonellerin çalışmaları ile yapılan analizler ve geleceği bilimsel yöntemlerle ve sağlam tecrübelere dayalı olarak tahmin etmelerinde çıkar elde etme imkânı yüksek iken belirli bir rasyonel gerekçeye dayanmadan yapılan spekülasyon, aşırı boyutlara ulaşınca ve piyasanın genelinde ağırlık kazanınca genel olarak yıkıcı ve piyasaların dengesini bozucu etki yapabilmektedir (www.yatirimyapiyorum.gov.tr, 2017).

**Sonuç ve Öneriler**

Küreselleşme süreciyle birlikte, uluslararası sermaye hareketleri kapsamındaki sıcak para akımları, bilgi ve iletişim teknolojisindeki gelişme ve ilerlemelerin de etkisiyle büyük hacimlere ulaşmıştır. Bu bağlamda, yatırımcılar, gelişen uluslararası piyasalara daha çok yönelmişlerdir. Böylece, kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomilere yaptıkları hızlı giriş ve çıkışlar, ülke ekonomilerini olumsuz yönde etkileyerek krizlere yol açmıştır.

Dünya ekonomisinin 1970'li yıllarda başlayan ve 1980'lerde derinleşen bir bunalıma girmesi ile piyasa güçlerine olan güven artarak liberalizasyon uygulamaları yaygınlaşmaya başlamıştır. 1970'li yıllardan itibaren pekçok gelişmekte olan ülkenin ödemeler bilançosu sorunlarıyla karşılaşması sonucu, IMF tarafından önerilen "istikrar" ve "yapısal uyum" politikaları uygulamaya konulmuştur. 1980'li yıllarda sürdürülen liberalizasyon politikalarının en somut uygulamaları finansal piyasa ve döviz işlemleri üzerinde gerçekleştirilmiştir.

Spekülasyon olgusunun tarihsel gelişimi ve sermaye piyasalarındaki rolüne bakıldığında çok büyük boyutta işlem hacmine ulaşan yerel ve bölgesel ekonomileri doğrudan etkileyebilen sermaye hareketlerinin üzerinde önemli ölçüde etkili olabildiği görülmektedir. Dolayısıyla, spekülasyonlar, teorik olarak krizlerin temel nedeni olabildiği gibi yaşanan krizlerde tetikleyici bir rol de üstlenebilmektedirler.

Küreselleşmenin önemli bir boyutu olan finansal sermayenin, doğrudan yatırımlar yerine dolaylı yatırımlar olarak bilinen "spekülatif amaçlı kısa vadeli sermaye hareketlerini" daha

fazla tercih etmesi, küresel çapta derin ekonomik krizler yaşanmasında etkili olmuştur. Yaşanan bu ekonomik krizler sonucunda; enflasyon, istihdam sorunu, gelir dağılımındaki adaletsizlik, ulusal paranın değer kaybı, iktisadi büyüme oranında gerileme, dış borçlarda artış, toplam yatırım ve üretimin azalması gibi önemli ekonomik olumsuzluklar ortaya çıkmıştır.

Sermaye kaçışı dolayısıyla ülkeden çıkan kazançlar ekonomiden uzaklaştığından, devletlerin ihtiyaç duyduğu geliri oluşturan vergiye tabi değerlerde ve gelirde ortaya çıkan küçülmelerle birlikte çeşitli olumsuzluklar ortaya çıkabilmektedir. Bu kapsamda sermaye kaçışı, vergi dilimlerini ve büyümeyi olumsuz yönde etkilediğinden dolayı hükümetlerin geliri azalmakta ve yeni vergiler konulması gerekmektedir. Bu nedenle, sermaye akımlarının aniden durması veya çıkması ile birlikte ekonomide ortaya çıkan problemlerle baş edebilmek için ülkelerin kendilerini garantiye alacak bazı özel vergi politikalarını belirlemesi ve gerektiğinde bu politikaları mâli disipliner bir yapı içinde uygulamaya koymaları zorunlu hale gelebilmektedir.

Dolayısıyla, özelllikle ülkemiz gibi gelişen ülke ekonomileri, yüksek dış finansman ihtiyaçlarını karşılayabilmek ve sürdürülebilir büyüme ve kalkınmalarını sağlayabilmek için kalıcı ve yatırıma yönelik sermaye girişlerini çekebilmek zorundadırlar. Bununla birlikte, ihtiyaç duyulan döviz girişlerinin sürdürülebilirliğini sağlamak ve sıcak para akımlarının neden olabildiği kriz riskinden korunabilmek için kur sisteminin yukarıda anlatılan istikrarlı mâli yapı ile uyumlu bir şekilde sürdürülmesi yönünde izlenecek ekonomik politikalar büyük önem taşımaktadır.

**Kaynakça**

Adda, Jacques. (2003). *Ekonominin Küreselleşmesi* (2. Basım) Sevgi İnci (çev.). İstanbul: İletişim Yayınları.

Aslan, N., Terzi, N. & Etza, Ş. (2014). Türkiye'de Kisa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme Ve Reel Döviz Kuru İle İlişkisi, *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, 5*(10), 15-32.

Apaydın, Ş. & Şahin, H. (2017). Türkiye'de Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının İktisadi Dalgalanmalar Üzerindeki Etkileri: Bir Uzun Dönem Kısıtlı SVAR Modeli, PEK-Politik Ekonomik Kuram, Cilt 1. (1).

Baran, D. & Özhan, T. (2017). Gelişmekte Olan Ekonomilerde Kisa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Optimizasyonu, *Kesit Akademi Dergisi (The Journal of Kesit Academy)* 3(7), 190-207.

Boratav, K. & Yeldan, E. (2002). Turkey: 1980-2000: Financial Liberalization, Macroeconomic (in) - Stability, And Patterns of Distribution. http://yeldane.bilkent.edu.tr, (11.05.2017).

Boratav, K. (1990). Türkiye'de Devlet, Sınıflar ve Bürokrasi: Çağlar Keyder'in Kitabının Düşündürdükleri, Marksizm ve Gelecek, Sayı 3, İstanbul.

Boratav, K. (2007). *Türkiye İktisat Tarihi 1908-2005* (11.Baskı). İstanbul: İmge Kitabevi.

Chancellor, E. (2007). *Şeytan Sofrası Finansal Spekülasyonlar Tarihi* (Çeviren: Neşenur Domaniç). İstanbul: Scala Yayıncılık.

Cuddington, John T. (1986). Capital Flight: Estimates, Issues, and Explanations, *Princeton Studies in International Finance*: 58.

Cumby, Robert E. & Levich, Richard M. (1987). On the Definition and Magnitude of Recent Capital Flight, *NBER Working Paper*: 2275.

De Angelis, M. (1999). Capital Movements, Tobin Tax, and Permanent Fire Prevention:A Critical Note, *Journal of Post Keynesian Economics*, *22*(2).

Dış Ticaret Müsteşarlığı (DTM). www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/KonjokturIzlemeDb/blm21.doc, 05.05.2015.

Dornbusch, R. (1980). Exchange Rates Economics: Where Do We Stand? Brookings *Papers on Economic Activity*, 11(1), 143-206.

Durmuş, M. (2009). *Kapitalizmin Krizi 2008 Krizinin Eleştirel Bir Çözümlemesi*, Ankara: Tan.

Eğilmez, M. (2009). Küresel Finans Krizi (4.Baskı), İstanbul: Remzi Kitabevi.

Emery, Henry C. (1896). *Speculation on the Stock and Produce Exchanges of the United States*, New York.

Erdem, N. (1994). Sıcak Para Hareketleri ve Sermaye Kaçışı, A.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi.

Erdoğan, N. (2002). *Dünya ve Türkiye'de Finansal Krizler,* Ankara: Yaklaşım Yayınları.

Frankel, Jeffrey A. (1992). Measuring International Capital Mobility: A Review, *The American Economic Review*, 82 :2.

Grant, J. (1961). *The Trouble with Presperity*, New York.

Gulati, Sunil K. (1985). Capital Flight through Faked Trade Invoices: 1977-1983, New York, Columbia University, May 11, unpublished manuscript.

Gulati, Sunil K. (1986). A Note on Trade Misinvoicing, Paper presented at a conference on Capital Flight and Third World Debt, Institute for International Econimics, Washington DC, October 2-4.

Güncel Türkçe Sözlük (2018), Türk Dil Kurumu, (www.tdk.gov.tr).

İnandım, Ş. (2005). Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Piyasalar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/turkce/tezler/seydainandim.pdf, 20.05.2015.

İnsel A. & Sungur, N. (2003). Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği - 1989: III-1999: IV, Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni.

Iversen, C. (1967). Aspects of the Theory of International Capital Movements, New York.

Karslı, Muharrem. (2004). Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler (Genişletilmiş 5. Baskı). İstanbul: Alfa.

Kenen, Peter B. (1995). (ed.), Understanding Interdependence: The Macroeconomics of the Open Economy, Princeton University.

Kindleberger, Charles P. (1965). International Short-Term Capital Movements, Reprints of Economic Classics, Augustus M. Kelley Publisher, New York.

Kindleberger, Charles P. (1987). International Capital Movements, Cambridge University Press.

Kırca, İsmail. (2000). Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon İşlemleri, Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü.

Mazgir İsmail. (2007). Sermaye Piyasalarında Spekülasyon: Tarihin Tekerrürü, *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 1, 512.

McKinnon, Ronald I. (1973). Money and Capital in Economic Development, Washington, DC: Brookings Institution. This book is a seminal work along with Shaw, Edward S.

Ongun, M. Tuba. (1989), Sanayileşme ve Uluslararası Ekonomik Ilişkiler, G.Ü. İ.İ.B.F.

Organ, İ. & Erdal B. (2016). Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Döviz Kuru İlişkisi ve Türkiye İçin Tobin Vergisi Tartışması, EconWorld2016@Barcelona, 01-03 February 2016; Barcelona, Spain.

Özbay, R. (1990). Hisse Senedi Fiyatlarında Yükseliş ve Çöküşler: Borsalarda Spekülasyon ve Manipülasyon, SPK Araştırma Raporu.

Özbay, Remzi. (1997). Hisse Senedi Fiyatındaki Yükseliş ve Çöküşler: Borsalarda Spekülasyon ve Manipülasyon, Doç. Dr. Yaman Aşıkoğlu'na Armağan, Ankara, SPK Yayını.

Öztürk, İ. (2011). *İç Borçlanmanın Sermaye Piyasasına Etkileri*. Ankara: İAB Yayın No:21.

Öztürk, İlhami. (2012). *Sermaye Azaltımı ve Vergisel Sonuçları*. Ankara: Girişim Matbaacılık.

Pastor, Manuel. (1989). Capital Flight from Latin America. *World Development*, *18(* 1), 1-18.

Püsküllüoğlu, A. (2004). *Türkçe Sözlük* (5. Baskı). İstanbul: Doğan Kitap.; Cevizci, H. (2003). *Felsefe Terimleri Sözlüğü*. İstanbul: Pradigma.; Ejder, Y. (2002*). Hukuk Sözlüğü* (7. Baskı). Ankara: Yetkin.; Hançerlioğlu, O. (1994). *Felsefe Sözlüğü* (9. Basım). İstanbul: Remzi Kitabevi.

Sach, J. (1989). Developing Country Dept and Economic Performance, University of Chicago.

Sancak, E. (2011). Spekülatör ya da Piyasa Dolandırıcısı (Manipülatör): Asla İkincisi Olmayın!

Sayar, F. Nihal. (1993). Hisse Senedi Piyasalarında Spekülatif ve Manipülatif Faaliyetler: (Teori, Ülke Uygulamaları ve Türkiye Değerlendirmesi), Ankara, SPK Yeterlik Etüdü.

Schumpeter, Joseph A. (1939). Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process, New York.

Schwed, Fred. (1995). Where Are the Customer's Yachts? Or a Good Hard Look at Wall Street, New York.

Seyidoğlu, Halil. (1992). *Ekonomik Terimler: Ansiklopedik Sözlük,* Ankara: Güzem Yayınları.

Seyidoğlu, Halil. (1998). Uluslararası İktisat, Teori Politika ve Uygulama, 12. Baskı, İstanbul.

Shaw, Edward S. (1973). Financial Deepening in Economic Development, Oxford University Press, New York, 260 pp.

Tutan, Mehmet Ufuk ve Al Campbell. (2015). Turkey's Economic Fragility, Foreign Capital Dependent Growth and Hot Money. *Journal of Balkan and Near Eastern Studies,* 17, 4.

Türk Dil Kurumu (TDK). (2017). Türkçede Batı Kökenli Kelimeler Sözlüğü,www.tdk.gov.tr, 21.05.2017.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), Para Politikası Raporu (2005/I).

Şengönül, Ahmet ve Süleyman Değirmen (2012). Türkiye Ekonomi Kurumu, Kısa Süreli Sermaye Hareketlerinin Türkiye'nin Ekonomik Büyümesine Etkisi: Sermaye Piyasası ve Bankacılık Kanalı, Tartışma Metni, 2012/73, http ://www.tek.org.tr.

Yan, Ch. (2017). Hot money in disaggregated capital flows, The European Journal of Finance, https://doi.org/10.1080/1351847X.2017.1411821, Published online: 13 Dec 2017.

Yeldan, E. (2002). "Neoliberal Kalkınma İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler", Praksis: 7.

Yeldan, Erinç. (2013). Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi, Bölüşüm, Birikim ve Büyüme (17. Baskı), İstanbul: İletişim Yayınları.

Yentürk, N. (2014). Birikimin Kaynakları (2014). http://www.nurhanyenturk.net/Birikimin_Kaynaklari.doc, s.2, 15.04.2014.

## Extended Abstract

In our globalizing world, the fact that the accumulation of international capital has increased at a very high level has caused the international capital movements to move towards the emerging markets with high earnings expectations. With the influence of the developments in information and communication technologies, especially after the 1980s, the globalization of financial markets increased the mobility of international capital which become increasingly speculative. In this context, since the 1980s, "hot money flows" has been emphasized in many developing countries, especially in Latin America. In this respect, new explanatory methods have been developed and discussed.

Devaluation expectations, international interest differentials, inflation, risk and profitability differences cause capital outflows within the scope of international capital movements. Thus, with the overvaluation of domestic money and the tendency to devalue the assets of the economic units into foreign assets with anticipation of devaluation, the currency switching and capital outflow from the local market have emerged. The obstacles and capital controls to international capital movements, together with the integration and liberalization movements of financial markets in the 1980s, led to the withdrawal of short-term interest rate differentials between the developed countries in 1988. Various alternatives abroad have gained importance for people or institutions who want to preserve the value of their wealth in the inflationist environment.

Especially in the periods of rapid inflation, the increase in foreign exchange deposits, the use of foreign currencies in place of domestic currencies and any type of funds going out of the country are frequently observed in developing countries. Risk and profitability differences in real productive sectors can also be a determinant for the capital outflow. The risk arising from investments in developing countries is greater than in developed countries. The relative differences in these risks stem from the characteristics that distinguish developing country economies from developed country economies. Capital outflow is through various mechanisms. Among the determinants of the capital outflow are the legal framework, economic conditions and international relations, and thus the determinants changes for each country.

Hot money movements have led to capital outflows in developing countries, causing significant negative effects on the country's economy. Although hot money movements are defined as short-term speculative capital movements in some sources, the portfolio

investments which consist mostly of stocks and bonds, are also included in the calculations. In addition, short-term capital movements may also include real sector credit transactions, but commercial credit-like items do not fall into the definition of hot money. While the tools of economic policy for developing countries are of great importance in terms of growth and development, the emerging hot money flows link policy instruments to speculative trends. When foreign exchange is used to finance capital outflow, this will not be appropriate in terms of economic growth and financing of imports.

Even though speculation-driven hot money initially provided a positive atmosphere in the country's economy and met the need for liquidity, it is very sensitive to economic (mainly interest and exchange rate) and political developments within the country and the profit opportunities that occur abroad. For this reason, hot money can make a rapid departure in case of any negative situation regarding the country's economy, or if there are more profitable areas abroad, and then it can lead to serious problems in financial markets followed by real markets. Thus, with the liberalization and globalization of capital movements, crises, especially in large economies, have been seen to spread quickly and easily in global terms.

The economic effects of financial liberalization and capital movements are the main subject of the economic crises faced in many countries with different economic and political structures which are open to speculative capital movements along with financial liberalization. In this context, economic measures for international capital movements, foreign exchange transactions, tax transactions and similar controls have started to take place frequently in the literature and practice. Speculative hot money inflows and outflows can be an instability factor according to the economic structure and conditions of the countries. Speculation can be the trigger for crises in the real world, as well as being theoretically the main cause of crises. During the 1990s, crises in many developing countries in different economic structures, from Latin America to Southeast Asia and Russia, shows that, speculative financial capital flows can lead to economic instability and fragility on the countries. When we look at the historical development of the speculation phenomenon and its role on capital markets, we can see a structure that can have a significant effect on capital movements, which can directly affect local and regional economies, reaching huge transaction volumes. When financial capital (being a dimension of globalization) prefers "short-term speculative capital movements" as indirect investments rather than direct investments, various economic crises on a global scale has been influenced. As a result of these crises, significant economic disadvantages such as inflation, employment problem, income distribution inequality, depreciation of national

currency, decline in economic growth rate, increase in the amount of foreign debts, decrease in total investment and production has emerged.