

FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİ, TOBIN VERGİSİ VE ULUSLARARASI FİNANSAL SİSTEM: POST KEYNESYEN BİR ÇERÇEVE

Y. Tamer ERGÜL¹

M. Oğuz ARSLAN²

Özet

Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezinde kapitalist bir ekonomideki dalgalanmalar içseldir. Diğer bir ifadeyle, ekonomik dalgalanmalar ekonominin işleyişinden doğan doğal bir sonuçtur. Firmaların kâr arayışları finansal sistemin kâr arayışları ile birleşince, ekonomi borçlarla finanse edilen yatırımlar sayesinde genişlemektedir. Ancak aşırı borçlanma sürdürülemez noktaya geldiğinde ekonomik kriz kaçınılmaz olmaktadır. Minsky'nin takipçilerine göre benzer bir durum küresel düzeyde de yaşanmakta ve son yılların ekonomik krizleri de bu durumu doğrulamaktadır.

Bu çalışmada öncelikle, Post Keynesyen iktisatçılar tarafından tartışılan finansal istikrarsızlık hipotezi açıklanmakta, ardından bu yaklaşımın küresel düzeyde geçerliliğine ilişkin görüşlere değinilmektedir. Bu noktada, başka bir Keynesyen iktisatçı olan Tobin'in döviz işlem vergisinin (Tobin vergisi) Minskiyen bir küresel kırılmalığa çare olup olamayacağı tartışılmıştır. Sonuç olarak, Tobin vergisinin tek başına finansal istikrarı sağlamada başarısız olacağı, ancak uluslararası finansal sisteme ilişkin geniş kapsamlı bir reform setinin bir parçası olması durumunda etkin olabileceği düşünülmektedir.

Anahtar Kelimeler: *Finansal İstikrarsızlık Hipotezi, Tobin Vergisi, Küresel Finansal Sistem*

1 Yrd. Doç. Dr., Anadolu Üniversitesi, İİBF.

2 Yrd. Doç. Dr., Anadolu Üniversitesi, İİBF.

THE FINANCIAL INSTABILITY HYPOTHESIS, THE TOBIN TAX, AND INTERNATIONAL FINANCIAL SYSTEM: A POST KEYNESIAN FRAMEWORK

Abstract

According to Minsky's financial instability hypothesis, business cycles in a capitalist economy are endogenous. In other words, business cycles are natural results which take root from operations of economy. When profit seeking behaviours of firms combine with profit seeking behaviours of financial system, economy enlarges through investments which have been financed with debts. However, when excess debts become unsustainable, economic crisis occurs inevitably. According to Minsky's pursuers, a similar situation is valid globally and recent crises confirms this situation.

In this study, the financial instability hypothesis which has been discussed by Post Keynesian economists is explained firstly. Then, the opinions are mentioned which have been concerning validity of this hypothesis globally. At this juncture, a currency transaction tax (Tobin tax) which have been proposed by Tobin as another Keynesian economist is discussed within the framework of whether it will be a cure for Minskian financial fragility or not. As a result, it is expected that Tobin tax will be unsuccessful in providing financial stability on its own but it could be effective if it will have been designed as a part of wide-ranging set of reform on international financial system.

Keywords: *Financial Instability Hypothesis, Tobin Tax, Global Financial System*

1.GİRİŞ

Ekonomilerde ortaya çıkan konjonktürel dalgalanmaları açıklamaya yönelik görüşlerden biri de Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezidir. Finansal kırılganlık hipotezi olarak da bilinen bu yaklaşım, konjonktürel dalgalanmaların yatırımlar ve yatırımların finansman biçiminin dikkate alınmadan açıklanamayacağını savunmaktadır. Buna göre, özellikle finansal piyasaların derinleşmiş olduğu gelişmiş ekonomilerde yatırımcılar, olumlu beklentilerin de etkisiyle borç alarak yatırım yapma eğiliminde olmakta, artan yatırımlar ise bir yandan ekonomiyi genişleme aşamasına sokarken, diğer yandan da özel kesimin borçlarının artmasına, dolayısıyla finansal kırılganlığın artmasına neden olmaktadır. Ekonomi genişleme aşamasında olmasına rağmen bazı yatırımların getirisi beklenilenin altında olabilecektir. Düşük getiri elde eden yatırımcılar aldıkları borçları geri öderken zorlanacaklardır. Ayrıca artan yatırımlarla beraber beklenen kârlılığın düşmesi, yeni yatırım yapma eğilimini

azaltacaktır. Bunun yanı sıra, ekonomik genişlemeye bağlı olarak faizlerin artması ve artan finansal kırılganlık yüzünden bankaların borç verme eğiliminde olmaması da yatırımlardaki azalış eğilimini güçlendirecektir. Yatırımlardaki azalma eğilimi, finansal yapısı güçlü olmayan ve aşırı borçlu firmaların borçlarını ödeyememeleri durumuyla birleştiğinde ekonomi bir daralma aşamasına girmektedir. Dolayısıyla modern ekonomiler sürekli olarak içsel konjonktürel dalgalanmalara maruz kalmaktadır.

Minsky'nin Amerika Birleşik Devletleri ekonomisine ilişkin gözlemleriyle desteklediği finansal istikrarsızlık hipotezi, temelde kapalı bir ekonomi modeline dayanmaktadır. Dış ticaret ve sermaye hareketleri özellikle dışlanmamış olsa da, konjonktürel dalgalanma sürecinde belirleyici değildir. Oysa günümüzde küreselleşme nedeniyle dış ticaret ve sermaye hareketleri son derece önem kazanmıştır. Bununla birlikte Minsky'nin akademik mirasını sürdüren bazı iktisatçılara göre küreselleşme eğilimi, Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezini haklı çıkartmış ve bunun ötesinde finansal istikrarsızlığı da küreselleştirmiştir. Tıpkı bir ekonomide aşırı borçlanan firmalar nedeniyle finansal kırılganlığın artması gibi, gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelere borçlanmak yoluyla büyüme süreçlerini hızlandırmaları, bu ekonomilerin finansal kırılganlıklarını artırmaktadır. Dışa açık gelişmekte olan ülkeler, özellikle gelişmiş ülkelerde faiz oranlarının düşük olduğu dönemlerde önemli miktarlarda yabancı sermaye girişine maruz kalmaktadırlar. Bu durum ise bir yandan bu ekonomilerin borç yükümlülüklerini arttırırken, diğer yandan da döviz kuru artışı riskini yükseltmektedir. Bu tür bir finansal kırılganlık riski, sermaye hareketlerine yönelik kontrollerin yokluğunda daha da önem kazanmaktadır. Bu noktada ise doğrudan sermaye kontrolleri yerine, Tobin vergisinin uygulanmasının, Minskiyen anlamda küresel finansal kırılganlık olasılığını azaltıp azaltamayacağı, diğer bir ifadeyle küresel bir finansal kırılganlıkla mücadele için uygun bir araç olup olmadığı sorusu akla gelmektedir.

Bu çalışmada, Tobin vergisinin Minskiyen anlamda küresel bir finansal kırılganlıkla mücadele amacıyla kullanılmasının koşulları ele alınacaktır. Bu amaçla öncelikle ilk bölümde Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi incelenecek, ikinci bölümde finansal istikrarsızlık hipotezinin, günümüzde küresel geçerlik kazandığına ilişkin çalışmalar ele alınacaktır. Üçüncü bölümde Tobin vergisi önerisi incelenirken, son bölümde bu verginin küresel bir finansal istikrarsızlıkla mücadele için etkinliği tartışılacaktır.

II. MINSKY'NİN FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİ

Minsky finansal istikrarsızlık hipotezinde öncelikle yatırımların finansmanı sorununu ele almış, yatırımların finansmanının ekonomik istikrarsızlık yaratan boyutunu ortaya koymuştur. Ona göre yatırım malları üretiminin ve sermaye malları

sahipliğinin bir şekilde finanse edilmesi zorunludur. Dolayısıyla finansman koşulları sermaye mallarının fiyatlarını, yatırım mallarına yönelik etkin talebi ve yatırım malları arzını etkilemektedir (Minsky, 1986:171).

Ayrıca Minsky, Keynesyen düşünce geleneğine uygun bir şekilde yatırımların bir ekonominin gidişatının temel belirleyicisi olduğunu savunmaktadır. Bu sava göre yatırımların finansmanı konusunu dikkatle ele almak gerekmektedir. Bütün yatırımlar bir nakit akışı sağlaması beklentisi ile yapılır. Özellikle büyük ve uzun dönemli yatırımların borçla finansmanı yaygın bir uygulamadır. Bu nedenle firmaların yaşamlarına devam edebilmeleri için, yaptıkları yatırımlardan elde ettikleri nakit akışının borçlarını karşılamaya yeterli düzeyde olması gerekmektedir. Aksi durumda firmaların borçlarını ödemek için yeniden borçlanmaları gerekecektir. Bu nedenle Minsky, kapitalist süreci anlamak açısından nakit akışının analiz edilmesinin birincil öneme sahip olduğunu belirtir (Minsky, 1982:20). Nakit akışları açısından Minsky firmaları finansman yapılarına göre üç kategoriye ayırmıştır: Güvenli (hedge) finansman uygulayan firmalar, spekülâtif finansmanı uygulayan firmalar ve Ponzi³ finansmanı uygulayan firmalar (Minsky, 1986:206).

Bunlardan güvenli finansman yöntemini uygulayan firmalarda, belli bir dönem boyunca nakit girişleri nakit çıkışlarının üzerindedir. Bu tür firmalar nakit girişlerindeki beklenmedik düşüşler nedeniyle zaman zaman borçlanmak zorunda kalabilseler de, bu durum istisnaidir ve borçlar asla büyük miktarlara ulaşmazlar. Spekülâtif finansmanı benimseyen firmalarda ise, nakit girişlerinin nakit çıkışlarının altında gerçekleşmesi daha sık rastlanılan bir durumdur. Bu nedenle spekülâtif finansmanı uygulayan firmalar borçlarını ödeyebilmek için tekrar borçlanmak zorunda kalabilmektedirler. Ponzi finansmanını uygulayan firmaların ise, spekülâtif finansmanda olduğu gibi belli dönemlerde nakit girişleri nakit akışlarının altında kalabilmektedir. Firmalar böyle dönemlerde faaliyetlerine devam edebilmek için borçlanmaktadırlar. Ancak Ponzi finansmanının spekülâtif finansmandan farkı, alınan bu borçlar nedeniyle firmanın toplam ödenmemiş borçlarının miktarının sürekli artmasıdır.

Görüldüğü gibi firmalar nakit akışlarını düzenlemek için borçlanmak zorunda kalabilmektedirler. Firmaların borçlanmak zorunda kalmaları, bu firmaların finansal piyasalardan etkilenebildiğini göstermektedir. Bu etkilenme derecesi ise firmanın finansman yöntemine göre değişmektedir. Örneğin, güvenli finansman yöntemini benimseyen firmalar finansal piyasalardaki koşullardan çok kendi faaliyet alanına ilişkin koşullardan etkilenirken, spekülâtif ve Ponzi finansmanı uygulayan

3 Minsky Ponzi terimini, saadet zinciri uygulamasını ilk gerçekleştiren ABD'li spekülâtor Charles Ponzi'ye ithafen kullanmıştır.

firmalar için finansal piyasalardaki koşullar da son derece önemli olabilmektedir. Açıktır ki bir ekonomide, bu farklı finansman yöntemlerinin hangisinin ağırlıklı olarak uygulandığı konusu ekonomik istikrarı yakından ilgilendirmektedir. Örneğin, bir ekonomide spekülative ve Ponzi finansman yöntemini uygulayan firmalar ağırlıktaysa, o ekonominin istikrarsızlığa daha açık olduğunu ifade etmek mümkündür.

Minsky'ye göre ekonomik istikrarsızlık sorunu, ekonominin işleyişinin, gittikçe daha fazla firmayı spekülative ya da Ponzi finansmanı uygulamaya doğru zorlamasından kaynaklanmaktadır. Bir ekonomide güvenli finansman uygulayan firmalar çoğunlukta ve dolayısıyla ekonomi istikrar içindeyse bile, zaman içinde gittikçe daha fazla firma, kâr arayışı nedeniyle spekülative ve Ponzi finansmanı tercih etmeye başlayacaktır. Paradoksal olarak ekonomik istikrarsızlık sorununun nedeni ekonomik istikrarın varlığıdır. Diğer bir ifadeyle ekonomik istikrarsızlık sorunu, kapitalist ekonomilerin doğal işleyişinden, ekonomik birimlerin kâr arayışlarından doğan içsel bir sonuçtur.

Minsky bu istikrarsızlık sürecini açıklarken, bir ekonominin bir finansal krizden henüz çıktığı aşamayı başlangıç olarak almaktadır (Minsky, 1986:210). Kriz sonrasında, bankacılar ve işadamları temkinli davranarak spekülative ve Ponzi finansmanından uzak durma eğiliminde olacaklardır. Ayrıca kriz sonrasında kamu kesimi açığı sayesinde gelir, istihdam ve kârlar belli bir düzeyi koruyacaktır.⁴ Bu durum, yatırımlara oranla kârların artmasını, dolayısıyla yatırımlarda içsel fonların daha çok kullanılmasını beraberinde getirecektir. Hatta düşen faizler nedeniyle, yeniden finansman işlemleri yapılarak kısa dönemli borçlar uzun vadeli borçlara dönüştürülecektir. Aynı zamanda bütçe açıkları nedeniyle bankaların ve diğer finansal birimlerin portföylerinde kamu kesimi borç senetleri artacaktır. Yaşanan gelişmeler bankaların ve genel olarak finansal sistemin sağlamlığının artmasına neden olacaktır. Böylelikle krizlerin ardından ekonomiler daha sağlam bir yapıya kavuşacaktır. Böyle bir ortamda kârlar borç ödemelerinden daha fazla olmaktadır. Çünkü düşük faiz oranlarıyla yatırım malı sahibi olma ve böylelikle kâr elde etme imkanı, firmaların güvenli finansmandan spekülative finansmana kaymalarını teşvik eden bir unsur olacaktır. Aynı zamanda kriz sonrasında yeniden yapılanan finansal sistemin sağlamlığı da, ekonomik birimlerin daha iyimser olmalarına yol açacaktır. Dolayısıyla bankacılar firmalara daha kolay kredi vereceklerdir. Ayrıca bankalar ve diğer finansal araçlar da kâr amaçlı kuruluşlar oldukları için firmalara borç vermek kârlılıklarını arttırmaları için gereklidir. Bu şekilde borçlarla finanse edilen

4 Minsky kamu açıklarının toplam kârları arttırdığını savunan Kalecki'nin yaklaşımını benimsemektedir. Dolayısıyla kriz dönemlerinde verilen bütçe açıkları, toplam kârlarda aşırı azalmaları engellemektedir.

yatırımların artışı ekonomiyi yeni bir genişleme devresine sokacaktır. Ancak ekonomik genişleme devresinde artan iyimserlikle birlikte borç yükümlülüklerindeki artış kârlardaki artışın üzerinde olacaktır. Ayrıca firmaların aldıkları borçlar da daha çok kısa dönemli borçlar olacaktır. Diğer bir ifadeyle, daha fazla firma spekülative ve Ponzi finansmanı tercih edecek, finansal yapı da giderek kırılgan hale gelecektir. Bu aşamada ortaya çıkabilecek olan bir diğer gelişme ise ekonomik genişlemeyle beraber ortaya çıkabilecek enflasyonist eğilimlere karşı merkez bankasının sıkı para politikaları izlemesi nedeniyle faiz oranlarının artmasıdır. (De Antoni, 2006:164) Yine spekülative finansmana olan talebin artışı da faiz oranlarının artışı yönünde baskı yapacaktır. Faiz oranlarının artması ise borçlanma maliyetlerini yükseltecektir.

Ekonomik genişleme aşamasının zirve noktasında faiz oranlarının yanı sıra işçi ücretleri ve hammadde fiyatları da artacak ve dolayısıyla kâr oranı gerilemiş olacaktır. Kâr oranının gerilemesi ise, firmaların önceden aldıkları borçların geri ödenmesinde normal işletme faaliyetlerinin yetersiz kalmasına neden olacak, tekrar borçlanma gereğini ortaya çıkartacaktır. Bu noktada firmaların amacı yeni yatırım yapmak değil, var olan borçlarını ödemek olacaktır. Bu ise firmaların ellerinde bulundukları varlıkları satmalarını gerektirmektedir. Ekonomide artan miktarda varlık satışı, varlık fiyatlarının düşmesine neden olacak, bu durum ise firmaların ve finansal kuruluşların net refahlarının azalmasına yol açacaktır. Azalan varlık fiyatları nedeniyle yatırımlar ve kârlar daha da azalacaktır. Kârlardaki azalış bazı firmalar için borçların ödenmesini imkansız hale getirecek ve özellikle spekülative ve Ponzi finansmanını tercih eden firmalar için iflaslar kaçınılmaz olacaktır. Bu gelişmeleri takiben ekonomi bir kere daha daralma ve kriz aşamasına girecektir.

Minsky'ye göre yukarıda özetlenen süreç kapitalist bir ekonominin işleyişinden doğan kaçınılmaz bir döngüdür. Ekonomi finansal olarak güçlü olsa da, ekonomik birimlerin ortaya çıkan kâr fırsatlarını değerlendirme çabaları, bir yandan ekonomiyi genişleme evresine sokarken diğer yandan finansal yapının daha kırılgan olmasına yol açmaktadır. Bu noktada artan kırılganlık sürecinin merkez bankasının sıkı para politikaları yoluyla engellenip engellenemeyeceği sorusu akla gelebilmektedir. Minsky merkez bankalarının finansal kırılganlıkla mücadele etmek açısından fazla bir şanslarının olmadığını savunmaktadır. Sözelimi merkez bankası ekonominin genişleme aşamasını yavaşlatmak ve böylelikle borçlanmayı ve finansal kırılganlığın artışı sınırlandırmak için rezerv parayı azaltma yoluna gitse bile, bankalar para piyasalarında elinde fon fazlası bulunan kesimlerden borç alarak fon elde edebileceklerdir. Bunun da ötesinde sıkı para politikaları, bu politikaların yarattığı sınırlandırmaları aşmak için finansal yenilikler yapılmasını da teşvik edecektir (Minsky, 1986:323). Ancak finansal yenilikler ekonomideki borçlanmayı artırırken finansal kırılganlığın artmasına yardımcı olmaktadır. Bu anlamda Minsky,

merkez bankası ve bankacılar arasında, kazananın sürekli olarak bankacılar olduğu bir oyun oynandığı gözlemini yapar (Minsky, 1986:250). Ayrıca Minsky, ekonomik dalgalanmaların kaçınılmaz olmasına karşın, günümüz ekonomilerinde devletin payının büyüklüğünün ve devlet müdahaleciliğinin, ekonomik daralmaların Büyük Bunalım benzeri boyutlara ulaşmasını engellediğini savunmaktadır (Minsky, 1986:296).

III. FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİNİN KÜRESELLEŞMESİ

Minsky finansal istikrarsızlık hipotezini ortaya atarken temel olarak ABD ekonomisine ilişkin gözlemlerinden yararlanmıştı. Minsky'nin ortaya koyduğu çerçeveye, açıkça ifade edilmese de kapalı ekonomi varsayımını içermektedir. Döviz kuru, dış ticaret, sermaye hareketleri gibi unsurların ekonomik dalgalanmalar üzerinde etkisi yoktur. Bu durumun temel nedeni, Minsky'nin hipotezini geliştirdiği dönemin finansal liberalizasyonun henüz gerçekleşmediği ve finansal sisteme yönelik düzenlemelerin görece olarak kendini güçlü bir şekilde hissettirdiği bir zaman dilimine denk düşmesidir. Bunun yanı sıra, Minsky'nin hipotezini, büyüklüğü nedeniyle uluslararası ekonomik gelişmelerden çok fazla etkilenmeyen ABD ekonomisinin işleyişine ilişkin gözlemlerine dayandırması da bir başka neden olarak düşünülebilir.

Bu açıdan, 1980 yıllarda yaygınlaşan finansal liberalizasyon politikalarının ve 1990'lı yıllarla beraber hızlanan küreselleşme olgusunun finansal istikrarsızlık hipotezinin geçerliliğini ne yönde etkilediği konusu önem kazanmaktadır. Minsky'yi izleyen iktisatçılara göre bu gelişmeler finansal istikrarsızlık hipotezinin geçerliliğini daha da artırmış ve geçmişte ulusal ekonomi düzeyinde geçerli olan bu yaklaşım artık küresel ekonomik dalgalanmaları da açıklayabilir nitelik kazanmıştır. Minsky'nin yaklaşımını açık ekonomiyi kapsayacak şekilde genişleten bu iktisatçılar, özellikle Güneydoğu Asya Krizi'nin Minskiyen bir küresel krizin tipik bir örneği olduğunu savunmaktadırlar.

Bu iktisatçılardan Kregel, kapalı bir ekonomiye göre açık bir ekonomide belirsizliğin daha fazla olduğunu, firmaların faiz oranlarındaki dalgalanmaların yanı sıra döviz kurundaki dalgalanmalara da duyarlı olduklarını belirtmektedir (Kregel, 2001:197). Örneğin, kapalı bir ekonomide faaliyet gösteren bir firmalar sıkı para politikaları nedeniyle yükselen faiz oranlarından olumsuz etkilenmektedirler. Çünkü artan faiz oranları bir yandan yatırımların beklenen getirilerini düşürürken, diğer yandan da, özellikle kısa vadeli ya da değişken faizli borçlanan firmaların nakit yükümlülüklerini arttıracaktır. Aynı şekilde, açık bir ekonomide de döviz kuru bir

başka belirsizlik kaynağı olacak ve döviz kurundaki dalgalanmalar finansal sıkıntılar getirebilecektir. Örneğin bir devalüasyon durumunda özellikle üretiminde önemli miktarda ithal hammadde ve ara mal kullanan firmaların ve büyük miktarda dış borcu bulunan firmaların finansal durumları kötüleşecektir. Ayrıca devalüasyona rağmen ihracat miktarını artıramayan firmaların da gelirleri ulusal para cinsinden azalacak ve devalüasyondan olumsuz etkileneceklerdir.

Uluslararası finansal piyasalarda işlem yapan yerli bankalar da uluslararası faiz oranlarından ya da döviz kurlarındaki değişimlerden etkilenmektedir. Hatta firmalara göre bankaların konumu daha da kırılgandır. Bankaların uluslararası faiz oranlarındaki ve döviz kurlarındaki değişimleri atlatabilmesi için nakit girişleri ve çıkışları arasında, nakit girişleri lehine yeterli bir fark olması gerekmektedir. Eğer uluslararası koşullardaki değişimler yeteri kadar büyükse, bankalar sürekli borçlanma gerekliliği içinde olan birer Ponzi birimine dönebilirler. Sıkıntıya düşen bankaların alacağı önlem ise güvenli finansman ve spekülatif finansman uygulayan firmalara verdikleri borçları azaltmak, Ponzi finansmanı uygulayan firmalara verdikleri borçları geri çağırmasıdır. Ayrıca bankalar birbirlerine de borç vermekte gönülsüz olurlarsa, bankalararası piyasa da daralacak, bankaların var olan ödemelerini yapabilmeleri imkânları tehlikeye girecektir. Hem firmalar hem de bankalar döviz kuru cinsinden açık pozisyonlarını azaltma eğiliminde olurlarken, döviz kuru piyasasında dengesizlikler, hatta ciddi krizler ortaya çıkabilecektir.

Bu koşullar altında Ponzi finansmanını uygulayan firmalar nakit çıkışlarını azaltmak, diğer firmalara olan ödemelerini geciktirmek, stoklarını azaltarak para girişi sağlamak zorunda kalacaklardır. Bu önlemler de yeterli olmazsa, firmalar işçi çıkartmak, ellerindeki varlıkları hatta sermaye mallarını dahi satmak zorunda kalabilirler. Sonuç olarak ekonomide üretim fazlası sorunu yaşanırken, tüketim malları ve varlık fiyatlarında da düşme eğilimi ortaya çıkacaktır (Kregel, 2001:198). Böylesi bir ekonomik istikrarsızlık sorununun başta ABD olmak üzere, büyük uluslararası borç verici ülkelerin para politikalarındaki değişikliklere bağlı olarak da gerçekleşebilecektir.

Arestis ve Glickman'a göre de Minsky'nin güvenli, spekülatif ve Ponzi finansmanı kavramları, Güneydoğu Asya krizini anlamak için oldukça önemlidir (Arestis ve Glickman, 2002:237). Bir ekonominin dışa açılması, geleceğe ilişkin belirsizliği ve riskleri daha da artırmaktadır. Sözgelimi, kapalı bir ekonomide güvenli finansman yöntemini benimseyen tipik bir işletme, kendini öz kaynaklarıyla finanse etmekte ya da uzun dönemli sabit faizli borç kullanmaktadır. Açık bir ekonomi örneğinde ise bu firma, özellikle döviz cinsinden gelir ve harcamaları varsa, döviz kurlarındaki dalgalanmalar nedeniyle birden spekülatif finansman uygulayan bir firmaya dönüşebilir. Eğer bir firma kısa vadeli dış borçlanmayı tercih

ediyor ise, bu firmanın hem borçlarını ödemek için yeniden borçlanma zorunluluğu içinde olması, hem de faiz oranlarındaki dalgalanmalardan etkilenmesi nedeniyle spekülâtif finansman uyguladığı ifade edilebilir. Ancak bu tür bir firma faiz oranlarındaki değişikliklerin yanı sıra döviz kurundaki değişikliklere de duyarlıdır. Arestis ve Glickman, bu tür bir firmanın süper-spekülâtif finansman birimi olarak adlandırılması gerektiğini belirtmektedir (Arestis ve Glickman, 2002:242).

Bu iktisatçılara göre Minsky'nin kapalı ekonomiye ilişkin analizinde olduğu gibi, açık bir ekonomide de finansal kırılma ekonominin işleyişinin doğal bir sonucu olarak çıkmaktadır. Ekonomide ağırlıklı olarak güvenli finansman yöntemi uygulansa dahi, zaman içinde spekülâtif finansman ağırlık kazanabilir. Analizin başlangıç noktası olarak, güvenli finansmanın ağırlıklı olduğu ve ekonominin genişleme aşamasında olduğu bir ekonomiyi ele alan yazarlar, böyle bir ekonomide kârlılığın artışıyla beraber iyimser beklentilerin yaygınlaşacağını, reel sektör kadar finansal sektörün de risk alma eğilimi içine gireceğini belirtmektedirler. Küreselleşmiş bir dünyada bu iyimser beklentiler ve risk alma iştahı kolaylıkla yayılabilecektir. Sermaye kontrollerinin olmadığı ve özellikle finans merkezlerinde kısa vadeli faiz oranlarının düşük olduğu bir durumda, uluslararası yatırımcılar bu ekonomiye ilgilenmeye başlayacaklar, likit fonlar ülke parasına çevrilecek, yerel bankaların mevduatlarında ve dış borçlarında artışlar olacaktır. Aynı zamanda borsada işlem gören her türlü hisse senedinin fiyatı da artacaktır. Ülkeye yönelik sermaye girişinin bir diğer etkisi ise faiz oranlarındaki artış eğilimini durdurması olacaktır. Böyle bir ortamda, ekonomi yönetimi eğer isterse ülke parasının değerini ABD Doları karşısında kolaylıkla sabitleyebilecek, ya da kurların artışına izin verecektir. Her iki durum da ekonominin sağlıklı olduğuna ilişkin bir gösterge olarak yorumlanacak ve ekonomideki iyimser beklentilerin daha da yaygınlaşmasına ve döviz arbitrajına olan ilginin artmasına neden olacaktır.

Bu çerçevede, bir ekonominin finansal liberalizasyon yoluyla daha fazla dışa açılmasının etkisi, yeni yatırım fırsatları arayan yabancıların ülkeye ilgilerinin artması, ülke içindeki ekonomik birimlerin de dışarıdan borçlanma eğilimi içine girmeleridir. Ekonomik birimlerin dış borçlanma eğilimleri ise, döviz kurundaki belirsizlikler nedeniyle, özellikle de alınan borcun vadesi kısa ise, güvenli finansman yapan birimlerin spekülâtif finansman yapan birimlere dönüşme riskini beraberinde getirir. Öte yandan varlık fiyatlarındaki yükselişler, yatırımlarda ve kârlılıktaki artışlar daha fazla borçlanılması için teşvik edici olacaktır. Ayrıca kısa vadeli sermaye girişleri döviz kurunun fiyatını sabitledikçe, döviz cinsinden kısa vadeli pozisyon alma eğilimi artacaktır (Arestis ve Glickman, 2002:243). Böylelikle ekonomi, başlangıçta ne kadar sağlam bir finansal sisteme sahip olsa da, ortaya çıkan kâr fırsatları ekonomik birimleri daha fazla risk almaya itmekte, finansal yapı

gittikçe kırılganlaşmaktadır. Finansal yapı kırılganlaştıkça, bu yapının sürdürülebilirliği tartışılmaya açık olacaktır.

Açık bir ekonomide bir yandan ekonomik birimler döviz cinsinden borçlanırlarken, merkez bankası da varlıklarını yani döviz rezervlerini artırmaktadır. Dış borçlara oranla merkez bankasının döviz rezervleri yeterli miktarda olduğu sürece, ülke tıpkı Minsky'nin kapalı ekonomisinde güvenli finansman uygulayan bir firma gibidir. Ancak ekonomik birimlerin, özellikle kısa vadeli olmak üzere, daha fazla dış borç alma eğilimlerinin artması, kısa sürede dış borç stokunun büyümesine ve dış borçların rezervlere oranı artmasına neden olacaktır. Bu gelişmeler sonucunda ekonominin dünyadaki konumu, spekülasyon hatta Ponzi finansmanını benimseyen bir firma gibi olacak ve yukarıda değinildiği gibi ekonominin sağlıklı olup olmadığına ilişkin şüpheler ortaya çıkacaktır.

Bu koşullar altında ülke ekonomisinde bozulma çok fazla olmasa dahi, yabancı yatırımcılar yönetimin ülke parasının değerini daha fazla koruyamayacağına inanırlarsa, hızlı bir sermaye çıkışı ile birlikte bir ekonomik kriz ortaya çıkabilecektir. Bu ekonomik kriz ekonomideki firmaların durumlarının daha da kötüleşmesine neden olacaktır. Krizden öncelikle süper-spekülasyon firmalar olumsuz etkileneceklerdir. Ayrıca eğer piyasadaki spekülasyonlar borç/rezerv oranlarının yükselmesinden korktukları için ellerindeki varlıkları likit hale dönüştürmeye çalışırlarsa, varlık fiyatlarında düşüşler meydana gelecek, bu da hem borçluların hem de borç verenlerin bilanço yapılarının kötüleşmesine neden olacaktır. Böylelikle dış borçlanmanın cazibesine kapılmayan ve güvenli finansmanı benimseyen firmaların dahi durumları kötüleşebilecektir (Arestis ve Glickman, 2002:244).

Arestis ve Glickman'a göre finansal liberalizasyon sürecinden geçen ülkelerin finansal sistemleri daha kırılgan hale gelmiştir. Finansal liberalizasyon yukarıda değinilen sermaye hareketlerinin olumsuz etkisini ortaya çıkartmanın yanı sıra, bankaların birbirleriyle ve müşterileriyle ilişkileri düzenleyen geleneksel kuralları ve kabulleri de ortadan kaldırmakta ve böylelikle ekonomik birimlerin borçlanmasını hızlandırmakta, finansal kırılganlığı beslemektedir. Finansal liberalizasyonun bir diğer etkisi ise ekonomik birimlerin daha ihtiyatlı davranmalarını sağlayan finansal tutuculuğun yok olması, bunun yerine piyasa reformları sayesinde ekonomik sorunların ortadan kalkacağına inanan, bu nedenle iyimser ve risk almaya hazır bir zihniyetin ekonomide baskın duruma gelmesidir. Aşırı iyimserlik ise, yukarıda değinildiği gibi borçlanmayı teşvik ederek finansal kırılganlığın nedenlerinden birisi olmaktadır (Arestis ve Glickman, 2002:245).

Yukarıda değinilen Minskiyen sürecin gelişmekte olan ülkeler için geçerliliği birçok araştırmacı tarafından ele alınmıştır. Örneğin Weller, 1973-1998 yılları

arasında gelişmekte olan 27 ülke verisine dayanarak yaptığı zaman serisi analizinde, bu ülkelerde finansal liberalizasyon sonrasında finansal kırılganlığın arttığı sonucuna varmıştır (Weller, 2001:122). Schroeder ise 1984-1999 dönemini kapsayan çalışmasında, Tayland ekonomisinin güvenli finansmandan spekülative finansmana ve sonrasında Ponzi finansmanına geçişini ortaya koymuş ve yabancı sermaye akışının ve spekülative yatırımların Tayland'ın finansal yapısını bozduğunu tespit etmiştir (Schroeder, 2002:21). Matsumoto ise 1990 yılı sonrasında aynı sürecin Endonezya ekonomisinde de yaşandığını savunmaktadır. Endonezya'da offshore bankacılığın elde edilen kaynaklarla da beslenen dış borç artışına bağlı bir ekonomik genişleme, firmaların finansal pozisyonlarını kötüleştirilmiş ve finansal sistemi Güneydoğu Asya Krizi öncesinde giderek istikrarsız hale getirmiştir (Matsumoto, 2007:82,83).

Benzer şekilde Türkiye ekonomisinde de finansal liberalizasyon sonrasında finansal kırılganlığın arttığı ifade edilebilir. Nitekim Işık, Türkiye ekonomisinin yaşadığı krizlerin Minskiyen anlamda artan finansal kırılganlıkla ilintili olduğunu savunmaktadır. Artan finansal kırılganlık, spekülative ve Ponzi finansmanını teşvik ederek finansal piyasaların riskini artırmaktadır. Işık, Türkiye ekonomisinde 1994, 1998 ve 2001 krizlerinden önce dış finansal yükümlülüklerin finansal varlıklara oranının hızla yükseldiğini ve artan finansal kırılganlığın ardından ciddi bir finansal krizin yaşandığını belirtmiştir (Işık, 2004:75).

Bu noktada belirtmek gerekir ki küreselleşmenin beraberinde getirdiği küresel ya da bölgesel krizler yalnızca yabancı sermaye akışına bağlı değildir. Örneğin 2008 dünya ekonomik krizi, Minsky'nin vurguladığı şekliyle artan iyimserlik ve finansal yeniliklerin de katkıda bulunduğu borç artışının sürdürülemez bir noktaya gelmesiyle ortaya çıkmıştır. Ancak bu krizin Minsky'nin hipotezinden farkı, krizin görece olarak kapalı bir ekonomi çerçevesinde yaşanmamış olmasıdır. Küreselleşmeye bağlı olarak finansal yapıların bütünleşmesi sonucunda, Amerika Birleşik Devletleri'nin finansal sisteminde ortaya çıkan dengesizlik ve buna bağlı olarak meydana gelen finansal çöküş, gelişmiş ülkeleri önemli derecede etkilemiştir. Gelişmekte olan ülkeler ise bu krizden özellikle dış finansman olanaklarının azalması ve dış ticaret hacimlerinin düşmesi sonucu etkilenmişlerdir. Krizin başladığı Amerika Birleşik Devletleri'nde ekonomik büyüme 2008 yılında % 0,9 olarak gerçekleşirken 2009 yılında bu oran % -3,8 olarak gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Aynı şekilde, Avrupa Birliği ülkelerinde de ortalama büyüme oranı 2008 yılında % 0,9 olmuş, 2009 yılı için ise % -4,8 oranında bir küçülme öngörülmüştür. Gelişmekte olan ülkeler ise bu krizden daha dolaylı etkilendikleri için görece olarak bu ülkelerdeki büyüme oranları daha az düşmüştür. Bu

ülkelerdeki büyüme 2008 yılında ortalama % 6,1 olurken, 2009 yılı için tahminler % 1,6 düzeyindedir (IMF, April 2009:10).

IV. FİNANSAL İSTİKRARSIZLIĞA BİR ÇÖZÜM ÖNERİSİ OLARAK TOBİN VERGİSİ

Finansal liberalizasyon ve küreselleşme ile birlikte ortaya çıkan kısa vadeli sermaye hareketlerinin olumsuz etkilerini azaltmak için önerilen çözümlerden biri döviz işlem vergisi önerisidir. Döviz işlemlerini konu alan böyle bir vergi ilk olarak 1970'li yıllarda Nobel ödüllü iktisatçı James Tobin tarafından önerildiği için, Tobin'in bu vergi önerisi ve sonrasında ortaya atılan benzer vergi önerileri çoğunlukla Tobin vergisi adıyla anılmaktadır.⁵ Tobin'e göre, döviz piyasalarındaki spekülasyon alım satımları azaltmak amacıyla bütün spot döviz değişim işlemlerinden, üzerinde uluslararası düzeyde uzlaşma sağlanmış olan % 1 gibi düşük oranlı tekdüze bir vergi alınabilir (Tobin, 1974:89). Tobin, vergi önerisini "fazla kayganlaşmış olan uluslararası para piyasaları çarkının dişlileri arasına bir miktar kum serpilmesi" olarak nitelendirmekte ve ayrıca, uzun vadeli portföy tercihlerine ve kâr fırsatlarına duyarlı olası uluslararası sermaye hareketlerinin bu vergiden olabildiğince az etkilenmesinin istenen bir durum olduğunu belirtmektedir (Tobin, 1978:154–155). Tobin vergisi önerisi 1990'lı yılların ortalarına kadar gazetecilerin ve finans uzmanlarının ara sıra ilgi gösterdiği bir öneri olmaktan öte geçememiş ve özellikle profesyonel iktisatçıların göz ardı ettikleri bir öneri olarak kalmıştır. Ancak, 1990'lı yılların ortalarına doğru döviz değişim işlemlerinin çok yüksek hacimlere ulaşması ve dünya ölçeğinde kalkınmanın kamusal finansmanı için fon arayışlarının gündeme gelmesi Tobin vergisi önerisine olan ilgiyi birdenbire artırmıştır. Aynı dönemde Tobin, döviz değişim işlemlerinin çok fazla artmış olmasının bu işlemlerde verginin normal komisyon ücretlerini baskılayacağını gerekçe göstererek başlangıçta önerdiği % 1'lik vergi oranını minimum % 0,1 ve maksimum % 0,25 olarak revize etmiştir (Tobin, 1996:xvii).

Öte yandan, ters sermaye hareketleri hükümetlerin kendi para ve maliye politikalarını yürütebilme yeteneğini zayıflatığından böyle bir vergi aynı zamanda ulusal para ve maliye politikalarının bağımsızlığını sağlayacaktır. Bu bağlamda Tobin, finansal piyasaların her zaman en iyisini bildiği ve bu piyasaların merkez bankalarına ve hükümetlere uyguladığı disiplinin sağlıklı olduğu şeklindeki yaygın ortodoksiye şiddetle karşı çıkmaktadır. Tobin 1994 yılında patlak veren Meksika

5 Tobin vergisi önerisinin kökenleri Keynes'e kadar gitmektedir. Keynes'in en önemli eseri olan "İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi"nde konusu hisse senedi alım satımı olan benzer bir vergi önerisi yer almaktadır (Keynes, 1964:160).

para krizini örnek göstererek, bu krizin “piyasalar her zaman en iyisini bilir” önermesine yönelik kuşkuların yükselmesine yeteceğini belirtmektedir. (Tobin, 1996:xiii). Gerçekten de, yalnız Meksika krizi değil, sonrasında gerçekleşen Doğu Asya krizi (1997/1998), Rusya krizi (1999), Brezilya krizi (2000), Türkiye krizi (2000/2001) ve Arjantin krizi (2002) yaygın ortodoksinin piyasalara ilişkin bu temel önermesinin ciddi bir biçimde sarsıntıya uğramasına yol açmıştır. Dahası, bu krizler genellikle bu yaygın ortodoksinin (neo-liberal küreselleşme paradigmasının) diğer önemli unsurlarından olan ani finansal liberalizasyon uygulamalarından, küresel piyasalara erişimin kolaylaştırılmasından ve büyük ölçüde kısa vadeli sermaye hareketlerinin yol açtığı finansal spekülasyonlardan sonra ortaya çıkmıştır (Erdoğan ve Balseven, 2006:110). Elbette ki bu durum finansal istikrarsızlığın bulaşıcılık kazanan karakterini, bu bulaşıcılığın önlenmesinde finansal piyasalara ulusal ve uluslararası düzeyde müdahalenin önemini ve bu müdahalelerde Tobin vergisinin oynayabileceği potansiyel rolü gözler önüne sermektedir. Bu noktada Tobin vergisinin, daha önce değinildiği gibi, sermaye hareketlerinin yarattığı ve bulaşıcılık gösterme eğilimi olan bir Minskiyen finansal kırılganlığın önüne geçmek için uygun bir araç olup olamayacağı akla gelmektedir.

Tobin vergisinin böylesi bir finansal kırılganlığı engelleme ya da finansal istikrarı sağlama potansiyelinin daha iyi anlaşılabilmesi için bu verginin döviz spekülasyonu ile nasıl mücadele edeceğine yakından bakmak gereklidir. Bu bağlamda, gün içinde gerçekleştireceği döviz spekülasyonu için 10 milyon Euro fon ayıran bir spekülâtörün, % 0,6 oranında bir Tobin vergisinin uygulanması durumunda bu spekülasyondan nasıl zararlı çıkacağını gösteren varsayımsal bir örnek açıklayıcı olacaktır:

Kutu 1: Döviz Spekülasyonu Sürecinde Tobin Vergisi'nin Rolü

Tobin vergisinin uygulanmadığı (normal) bir durumda döviz spekülasyonu süreci aşağıdaki gibi gerçekleşecektir:

I. Aşama, saat 10:00

Spekülatör, Euro'nun Dolar karşısındaki değerinin öğle saatlerinde 1 Cent düşeceği beklentisiyle elindeki 10.000.000 Euro ile 9.000.000 Dolar satın alır (1:0.90 paritesinden).

II. Aşama, saat 14:00

Beklendiği gibi, Euro döviz kuru 1 Cent düşer (parite 1:0.89 olur).

III. Aşama, saat 14:03

Spekülatör elindeki 9.000.000 Dolar ile yeni pariteden 10.112.359,55 Euro satın alır. Dolayısıyla, bu işlemden 112.359,55 Euro kazanç elde eder.

Tobin vergisinin uygulandığı bir durumunda döviz spekülasyonu süreci aşağıdaki gibi gerçekleşecektir:

I. Aşama, saat 10:00

Spekülatör, Euro'nun Dolar karşısındaki değerinin öğle saatlerinde 1 Cent düşeceği beklentisiyle elindeki Euro miktarı ile Dolar satın almak ister (1:0.90 paritesinden). Ancak, işlem başına Tobin vergisi uygulandığından, 10.000.000 Euro'luk fonun % 0,6'sını (60.000 Euro'yu) vergi olarak öder. Dolayısıyla, geriye kalan 9.940.000 Euro ile 8.894.000 Dolar satın alır.

II. Aşama, saat 14:00

Beklendiği gibi, Euro döviz kuru 1 Cent düşer (parite 1:0.89 olur).

III. Aşama, saat 14:03

Spekülatör elindeki 8.894.000 Dolar ile yeni pariteden 10.052.000 Euro satın alır ve bu işlemden 52.000 Euro kazanç elde eder. Ancak, bu işlem için de % 0,6'lık (60.310 Euro) vergi ödeyecektir.

Spekülatör, Tobin vergisinin uygulanması durumunda her iki alım-satım işlemi sonucunda toplam 120.310 Euro vergi ödeyecektir. Spekülatörün Tobin vergisinin olmadığı normal spekülasyon işlemindeki kazancı ile Tobin vergisinin olduğu durumda ödediği vergi kıyaslandığında, 7.951 Euro'luk bir kayıp ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla, spekülatör bu kaybı önceden öngörmüş olacağından, herhangi bir döviz değişim işlemi gerçekleştirmeyecektir. Diğer bir ifadeyle, Tobin vergisi döviz spekülasyonunu önlemede başarılı olacaktır.

Kaynak: Wahl, P. (2005), *International Taxation: Regulating Globalisation – Financing Development*, Weed Brochure

Diğer yandan, 1990'lı yılların ortalarında Alman iktisatçı Paul Bernd Spahn orijinal Tobin vergisinin yerine iki kademeli bir Tobin vergisi önermiştir (Spahn, 1996:26). Spahn'a göre, vergileme yoluyla döviz kuru istikrarının sağlanması için yüksek ve/veya değişen vergi oranlarına gereksinim vardır. Ancak, böyle bir

durumda uluslararası finansal sistemin işleyişinin ciddi bir biçimde hasar görmesi söz konusudur. Tam tersine, uygulanacak düşük oranlı bir vergi ise uluslararası finansal sistemde herhangi bir çarpıklık yaratmamakla birlikte, döviz piyasalarındaki spekülasyon davranışlarının önlenmesinde başarısızlığa yol açacaktır. Dolayısıyla, bu iki istenmeyen sonucu da ortadan kaldıracak olan çözüm Tobin vergisinin iki kademeli olarak uygulanmasıdır. Spahn'ın Tobin vergisi önerisinin ilk kademesi klasik Tobin vergisinin oranlarının düşürülmüş halidir ve döviz kuru dalgalanmalarının öngörülen belirli bir band aralığında gerçekleşmesi durumunda, döviz işlemlerine uygulanacak vergi oranı 1 veya 2 taban puan (% 0,01 veya % 0,02) olarak belirlenmiştir. Ancak, döviz kuru hareketlerinin öngörülen bandın sınırlarını kısa sürede aşması durumunda Tobin vergisinin ikinci kademesi devreye girmekte ve döviz işlemleri % 50 ve üstü oranlarda vergilendirilmektedir. Spahn'ın sonradan 'döviz kuru normalleştirme vergisi' adını verdiği ikinci kademenin işlevi döviz kuru spekülasyonuna karşı otomatik bir şalter gibi çalışmak ve negatif bir dışallık olan spekülasyonu Pigou'cu bir biçimde cezalandırmak ve ortadan kaldırmaktır (Spahn, 2002:18). Özellikle iki katmanlı Tobin vergisinin, kısa dönemli faaliyetler ile ani ve istikrarsızlaştırıcı kur değişikliklerini önleyerek aynı zamanda uzun dönemli yatırımların ve borçların lehine sonuçlar yaratacağı düşünülmektedir. Böyle bir vergiyle spekülasyonun ani ve rasyonel olmayan sürü davranışının artık ciddi bir sorun oluşturmayacağı ve küresel finansal sistemin istikrarlı bir hale geleceği öngörülmektedir (Paul ve Wahlberg, 2002:13).

V. TOBIN VERGİSİNİN ETKİNLİĞİNE VE KÜRESEL FİNANSAL SİSTEMİN YENİDEN TASARLANMASINA İLİŞKİN GÖRÜŞLER

Tobin vergisinin küresel finansal istikrarsızlıkla mücadelede uygun bir araç olması için uluslararası reel ticarete zarar vermeksizin, spekülasyon sermaye hareketlerini azaltabilmesi gerekmektedir. Ayrıca spekülasyon hareketlerindeki azalma finansal istikrarın devamlılığını sağlayacak boyutta olmalıdır. Tobin vergisi bu koşulları sağlayabilirse, küresel finansal istikrarsızlıkla mücadelede etkin bir vergi olacaktır. Bunun yanı sıra, bu vergi sayesinde liberalizasyon politikalarının gelişmekte olan ülkeler üzerindeki olumsuz etkilerinin azalacağı da beklenebilir. Örneğin Crotty, genel anlamda sermaye kontrollerinin gelişmekte olan ülkelere getireceği kazançları, öncelikle ekonomik büyümeyi azaltan spekülasyon kökenli ekonomik dalgalanmaların engellenmesi ve ikinci olarak da devlete dayalı kalkınma modellerinin uygulanma olasılığının artması olarak belirtmiştir (Crotty, 2000:12). Böylelikle devlet faiz oranları ve kredi tahsisi üzerinde daha çok kontrol sahibi olarak aktif bir sanayileşme politikası uygularken, sermaye kaçışlarının ekonomik

büyüme üzerinde olumsuz etkilerinin önüne geçebilecektir. Eğer Tobin vergisi yeteri kadar etkin olursa, Crotty'nin sermaye kontrollerine ilişkin beklentileri, doğrudan kontroller yerine Tobin vergisi ile de yerine getirilebilir. Böylelikle gelişmekte olan ülkelerin, hem görece olarak küresel finansal sistemin istikrarlı olmasından hem de aktif kalkınma politikaları izleme olanaklarından dolayı kazançlı çıkacağı beklenebilir. Bu noktada, Tobin vergisinin sermaye hareketlerine getireceği işlem maliyetinin, spekülasyon hareketleri engellemeye yeterli olup olmayacağı sorusu önemlidir.

Bu açıdan Tobin vergisi Post Keynesyen iktisatçılar arasında da tartışma konusudur. Tobin vergisini savunan iktisatçılardan Arestis ve Sawyer, bu verginin özellikle reel ve nominal döviz kurlarındaki dalgalanmaları azaltacağını düşünmektedirler. Döviz kurlarındaki dalgalanma fiyatlarda belli bir derecede belirsizlik yaratmakta ve bu nedenle karar vermeyi güçleştirmektedir. Döviz kurundaki dalgalanmalar firmaların uluslararası anlaşmalar yapmak için daha gönülsüz olmasına neden olmaktadır. Bu nedenle Arestis ve Sawyer'e göre Tobin vergisinin uygulanması ekonomide belirsizliği azaltarak hem istikrara hem de uluslararası ticarete katkıda bulunacaktır. Ayrıca Tobin vergisi sayesinde elde edilecek kaynaklar, az gelişmiş ülkelerin kalkınma sorunlarına destek olmak amacıyla da kullanılabilir (Arestis ve Sawyer, 1997:753). Bu iktisatçılardan Ertürk'e göre ise Tobin vergisinin uluslararası para piyasalarında istikrarı sağlama potansiyeli bu verginin spekülasyonların aşırı işlem hacmini düşürmesinden değil, bu spekülasyonların kur fiyatlarındaki değişimlere tepkilerinin hızını yavaşlatmasından ve cari kur fiyatı karşısında gelecekteki kur fiyatı beklentilerinin esnekliğini azaltmasından kaynaklanmaktadır. Tobin vergisi ile spekülasyonların davranışlarının ve beklentilerinin değiştirilmesi bu aktörlerin piyasalardaki kararlarını ertelemelerine yol açacak ve böylece "fazla kayganlaşmış olan uluslararası para piyasaları çarkının dişlileri arasına bir miktar kum serpilmesi" işlemi gerçekten istikrar sağlayıcı olabilecektir (Ertürk, 2006:77).

Post Keynesyen teorisinin kurucularından Davidson ise Tobin vergisinin spekülasyonu önleme açısından tümüyle yararsız olduğunu, bu verginin tek etkisinin uluslararası ticarete zarar vermek olacağını savunmaktadır. Davidson'a göre döviz işlemlerinin normal işlem maliyeti esasında gerileyici nitelikte olduğu için, büyük miktarlarda yapılan spekülasyonların maliyetlerine getirilecek marjinal bir vergi maliyetinin bu spekülasyonları engellemesi mümkün olmayacaktır. Böyle bir vergi ancak küçük miktardaki spekülasyonları dışlayacak, hatta küçük spekülasyonlar bile yatırım fonlarına katılmak yoluyla döviz spekülasyonu yapmaya devam edebileceklerdir (Davidson, 1997:678). Bu nedenle Davidson daha radikal düzenlemeler yapılması yanlısıdır.

Genel olarak, başta Tobin vergisi ve varyantları olmak üzere döviz işlemleri üzerine konulacak herhangi bir verginin tek başına finansal piyasaları düzenlemesinin oldukça zor olacağı kabul edilmektedir. Böyle bir düzenleme için farklı araçların akıllıca oluşturulmuş bir bileşiminin gerekli olduğu savunulmaktadır. ‘Yeni finansal mimari’ deyimiyile de ifade edilmeye çalışıldığı gibi, finansal piyasaların düzenlenmesinde tek bir kritik önlemin değil, kapsamlı bir reform setinin gerekli olduğu açıktır (Wahl ve Waldow, 2001:9). Bu bağlamda Tobin vergisini savunsun ya da savunmasın birçok Post Keynesyen iktisatçı da küresel finansal sistemin yeniden düzenlenmesini tartışmaktadır. Bu açıdan tartışmalar iki noktada yoğunlaşmaktadır: Uluslararası düzenleyici kurumların kurulması ve küresel düzeyde yeni finansal kuralların konulması.

Küresel finansal sistemin yeniden yapılandırılmasına ilişkin olarak ortaya atılan ve birçok Post Keynesyen iktisatçının katıldığı önerilerden en önemlisi küresel düzeyde bir son borç verici kurumun (küresel merkez bankası) oluşturulması ve uluslararası finansal sistemde kullanılmak üzere tek bir para biriminin oluşturulmasıdır (Arestis vd., 2005:529).⁶ Bu öneri Minskiyen teorisinin yapısına da uygun düşmektedir. Minsky’e göre de tek rezerv para yapılanması ve bir uluslararası son borç verici kurumun oluşturulması, daha güvenli ve uygun bir uluslararası finansal sistemin temel unsurları arasındadır (Minsky ve Whalen, 1996/97:166). Böylece ödemeler dengesi açık ve fazlaları ile dış sermaye giriş çıkışlarının ülke paraları arasında yarattığı çarpıklıklar azalacağından küresel finansal istikrar sağlanabilecektir. Bu durum ülkelerin birbirlerine ve uluslararası finansal kuruluşlara olan borçlarının ödenebilmesini ve uluslararası ticaretin devamlılığını da garanti altına alacaktır.

Davidson’a göre yeni finansal mimari yalnızca tüm ülkeleri finansal krizlerin yıkıcı etkilerinden korumakla kalmamalı, aynı zamanda günümüz sisteminin küresel depresyonist baskılarını ortadan kaldırarak küresel tam istihdam potansiyelini olanaklı hale getirmelidir. Bu çerçevede Davidson uluslararası finansal sistemin yeniden yapılandırılmasında tamamen Keynesyen teorisinin özüne uygun olarak bir Uluslararası Takas Birliği oluşturulmasını ve Uluslararası Para Takas Birimi adıyla yeni bir hesap birimi ve nihai rezerv kullanılmasını önermektedir. Davidson böylece ülkelerin aşırı tasarrufu sonucu ortaya çıkan küresel etkin talep azalışının

6 Bu çerçevede IMF’nin zaten bu tür bir işlevinin var olduğu düşünülebilir. Ancak Post Keynesyenler’e göre IMF’ye uluslararası son borç verici kurum (fili bir merkez bankası) rolü atfedilmiş olsa bile IMF finansal açıdan zor durumda olan tüm ülkeleri kurtarmaya yetecek kaynağa sahip değildir ve zaten kredilerini de uluslararası finansal piyasalardan elde etmektedir. Ayrıca IMF tedbirsiz biçimde borç verme ve borçlanma işlemleriyle finansal krizlere yol açmakta, ülke merkez bankaları ile uyum göstermemekte ve gelişmekte olan ülkelere uyguladığı koşulları gelişmiş ülkelere uygulamamaktadır (Arestis, Basu ve Mallick, 2005:521–523).

önleneceğini, ödemeler dengesi ayarlamalarının esas yükünün denge fazlası veren ülkelerde kalacağını, her bir ülkeye sermaye ve yasadışı para hareketlerini izleme ve kontrol etme olanağı verilerek finansal krizlerin önleneceğini ve de uluslararası finansal sistemin likiditesinin artacağını savunmaktadır. Davidson'un bakış açısına göre dünya ekonomik sisteminin sağlığı bu takas birliği planına bağlıdır (Davidson, 2004:597).

Küresel düzeyde finansal sistemin düzenlenmesi de tartışılmakta olan bir başka noktadır. Örneğin, Akyüz'e göre sermaye yeterliliği, karşılık oranı gibi geleneksel kuralların, bankaların verdikleri kredileri sınırlandırma açısından belli bir dereceye kadar etkisi vardır. Bunun da ötesinde, risk değerlendirme metotları Basel I ve Basel II dahil olmak üzere düzenleyici kurallar borcun geri ödenmesine odaklı olduğu için, konjonktürün gücünü artırıcı bir özelliği vardır. Örneğin ekonomik genişleme döneminde varlık ve teminatların fiyatları şiştiği için kredilerde aşırı artış olurken, daralma dönemlerinde borç ödemelerindeki gecikmelerin artışı nedeniyle, düzenleyici kurallara bağlı olarak krediler hızla azalmaktadır (Akyüz, 2008:196).

Bu açıdan Akyüz, düzenleyici kuralların bir çeşit otomatik istikrar sağlayıcı gibi davranarak finansal sistemdeki dalgalanmaları azaltacak şekilde tasarlanmasını önermektedir. Burada önemli olan düzenlemelerin uzun bir dönemi düşünerek yapılmasıdır. Örneğin, finansal genişleme dönemlerinde yüksek sermaye yeterlilik oranları konjonktürün belli bir aşamasındaki risk durumu dikkate alınarak değil, konjonktürel dalgalanmanın tümü için geçerli olan uzun dönemli riskler dikkate alınarak uygulanmalıdır. Benzer bir şekilde, kredi zararı karşılıkları hesaplanırken, yalnızca cari kredilerin zararları değil, uzun dönemli kayıplar da hesaplanmalıdır. Yine konut piyasasında mortgage karşılığı sunulan teminatların uzun dönemli değerlemesinin yapılması, bu piyasalardaki dalgalanmaların şiddetini azaltabilecektir. Son olarak kredi ve varlık piyasasını etkileyen tüm diğer unsurların konjonktürün aksi yönde kullanılması gereklidir (Akyüz, 2008:197).

Bu tür düzenleyici kuralların uluslararası sermaye akışını kontrol edemese de yine de sermaye hareketleri üzerinde etkili olacağı açıktır. Ancak sermaye hesabının açıklığı ekonomiyi makroekonomik ve döviz kuru şoklarına daha duyarlı kıldığı için, bu kuralların etkinliğini kısıtlamaktadır. Ayrıca sermaye girişi her zaman yerel finansal sistem aracılığıyla olmadığı için, düzenleyici kurallar yetersiz kalabilmektedir. Bu durumda düzenleyici kurallara tamamlayıcı olmak üzere doğrudan kısıtlamalar da gerekebilir (Akyüz, 2008:198).

VI. SONUÇ

Bir ekonomide finansal piyasaların yalnızca tasarruf yapanlarla yatırımcıları buluşturan nötr yapılar olmayıp, işleyişi nedeniyle konjonktürel dalgalanmalara neden olduğu fikrinin en önemli savunucularından biri Hyman Minsky'dir. Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezinde finansal kuruluşlar kâr arayışı içinde olan, bunun için özel sektöre borç vererek yatırımları teşvik eden, bu konuda merkez bankasının engellerini finansal yenilikler yoluyla aşan işletmelerdir. Finansal kuruluşların özel kesime borç vermesi bir yandan ekonomik genişlemeyi artırırken bir yandan da toplam borçlanmayı artırdığı için finansal sistemdeki kırılganlığı da artıracaktır. Ancak ekonomik genişleme sürdükçe hem finansal kuruluşlar hem de yatırımcılar iyimser oldukları için bu süreç finansal kırılganlığın sürdürülemediği noktaya kadar devam edecektir. Minsky'e göre bu süreç kapitalist bir ekonominin işleyişinden doğan kaçınılmaz bir sonuçtur. Çünkü kapitalist bir ekonomide finansal kuruluşların da içinde bulunduğu tüm işletmeler kârlarını maksimize etmeye çalışmakta, uzun vadeli riskleri görememekte, bir kâr fırsatı çıktığında borçlanarak yatırım yapmakta (finansal kuruluş için kâr fırsatı da borç vermektir) ve tüm birimler aynı yönde davrandığı için ekonomide genişleme ve daralma döngüleri kaçınılmaz olmaktadır. Minsky'nin takipçileri konjonktürel dalgalanmalar yaratan bu sürecin finansal yatırımlar için de geçerli olduğunu ve finansal sistem küreselleştikçe bu sürecin de küresel düzeyde geçerli olduğunu savunmaktadırlar. Dolayısıyla küresel bir finansal kırılganlığa karşı alınacak önlemler de küresel düzeyde olmalıdır.

Keynesyen geleneğe bağlı iktisatçılar, küresel finansal istikrarsızlık sorununa çözüm açısından bir dizi önlem önermişlerdir. Bu önlemler arasında Tobin vergisi, Keynesyenleri de aşan geniş bir katılımı tartışılmaya devam edilmektedir. Ancak Post Keynesyen iktisatçılar arasında bu verginin etkinliğini savunanlar dahi, yalnızca Tobin vergisi sayesinde finansal istikrarın sağlanmasının zor olacağı düşünülmektedir. Bu önlemin yanı sıra, bazı uluslararası finansal kuruluşların kurulması ve uluslararası finansal düzenlemelerin yapılması da önerilmektedir. Bu önerilerin Minsky'nin kapalı bir ekonomide finansal istikrarı sağlamak için geliştirdiği önerilerle ilginç paralellikleri vardır.

Minsky ekonomik istikrarsızlıkla mücadelede büyük devleti, nihai borç verici olarak merkez bankasının önemini vurgularken, finansal ve hatta sanayi kuruluşlarına yönelik düzenlemeleri içeren bir dizi öneride bulunmuştur.

Minsky'nin büyük devlet kavramı, devletin ekonomi içindeki payının ekonominin bütününe etkiyebilecek kadar büyük olmasıdır. Böyle bir devlet gerektiğinde bütçe açığı vererek ekonomik daralmaların şiddetini yumuşatacaktır. Ancak elbette ki, bu kavramın küresel karşılığı en azından yakın gelecek için politik

olarak uygulanabilir değildir. Avrupa Birliği gibi bölgesel birlikler bu öneriye yakın gibi görünmektedir. Ancak Avrupa Birliği bütçesine bakıldığında, bütçenin Avrupa Birliği GSMH'sının % 1,5'u düzeyinde olduğu, dahası İstikrar ve Büyüme Pakt'ı çerçevesinde, üye ülkelerin yıllık bütçe açıklarının (2005 yılında kısmen reforme edilse de) GSMH'larının % 3'ünü geçmemesi öngörülmektedir. Bu durum Minskiyen anlamda büyük devlet kavramına uymamakta, devletin ekonomiyi istikrara kavuşturma fonksiyonunu azaltmaktadır (Sawyer, 2001:183).

Yine ulusal merkez bankalarının son borç verici rolünü küresel düzeyde üstlenecek bir finansal yapının oluşturulması da Minsky'nin önerilerine paralellik taşımaktadır. Bu kurumun son borç verici işlevi sayesinde, küresel krizler engellenemese dahi boyutları azaltılabilecektir. Bir başka sorun finansal kuruluşların işlemlerinin gözetilmesi ve/veya denetlenmesi işlevini hangi uluslararası kuruluşun üstleneceğidir. Böyle bir görevin de küresel merkez bankası tarafından üstlenilmesi beklenilebilir. Ayrıca Minsky'nin dikkat çektiği gibi, finansal kuruluşlar kendilerine yönelik düzenlemeleri finansal yeniliklerle aşma eğilimindedirler. Yeni finansal araçların artması da, özellikle genişleme dönemlerinde spekülasyonu teşvik ederek finansal kırılganlığı artırmakta ve ekonomik istikrarı tehdit etmektedir. Bu durum ulusal düzeyde bir sorun olarak ortaya çıkabileceği gibi, krizin yayılmasıyla küresel düzeyde kendini hissettiren bir boyut alabilir. Örneğin, son yıllarda ABD'de emlak piyasasında başlayan ardından tüm dünyayı etkileyen krizin nedenleri arasında karmaşık finansal araçlar da bulunmaktadır. Bu nedenle finansal yeniliklerin de yakından izlenmesi ve daha çok düzenlemeye açık olması gerekmektedir.

Bu çerçeveden bakıldığında Tobin vergisinin uluslararası sermaye hareketlerini engelleyerek küresel finansal istikrarı sağlamada yetersiz kalacağını ileri sürmek mümkündür. Tobin vergisini tek başına bir çözüm olarak görmektense, bir dizi düzenlemenin ve küresel düzeyde yeni bir finansal yapının bir parçası olarak değerlendirmek daha gerçekçi olacaktır.

KAYNAKÇA

- Akyüz, Y. (2008), "Managing financial instability in emerging markets: A Keynesian perspective", *METU Studies in Development*, 35 (June).
- Arestis, P. ve Sawyer, M. (1997), "How many cheers for the Tobin transaction tax?", *Cambridge Journal of Economics*, 21.
- Arestis, P. ve Glickman, M. (2002), "Financial crisis in Southeast Asia: dispelling illusion the Minskyan way", *Cambridge Journal of Economics*, 26.

- Arestis, P., Basu, S. ve Mallick, S. (2005), "Financial globalization: the need for a single currency and a global central bank", *Journal of Post Keynesian Economics*, 27 (3), Spring.
- Crotty, J. (2000), "The case for capital controls", *Political Economy Research Institute Working Paper*, July.
- De Antoni, E. (2006), "Minsky on Financial Instability", P. Arestis ve M. Sawyer (eds), *A Handbook of Alternative Monetary Economics*, London: Edward Elgar içinde.
- Davidson, P. (1997), "Are grains of sand in the wheels of international finance sufficient to do the job when boulders are often required?", *The Economic Journal*, 107, May.
- Davidson, P. (2004), "The future of international financial system", *Journal of Post Keynesian Economics*, 26 (4), Summer.
- Erdoğan, M. ve Balseven, H. (2006), "How Effective is the Tobin Tax in Coping with Financial Volatility?", *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 6 (1).
- Ertürk, K. A. (2006), "On the Tobin Tax", *Review of Political Economy*, 18 (1), January.
- International Monetary Fund (2009), *World Economic Outlook April 2009*, Washington D.C: International Monetary Fund.
- Işık, S. (2004), "Post Keynesyen Finansal Kırılganlık Yaklaşımının Türkiye Ekonomisindeki Finansal Krizlere (1991-2001) Uygulanması", *İktisat İşletme ve Finans*, 19 (218), Mayıs.
- Keynes, J. M. (1964), *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, New York: Harcourt.
- Kregel, J. A. (2001), "Yes, it 'did' happen again-the Minsky crisis in Asia", R. Bellofiore ve P. Ferri (eds), *Financial Keynesianism and Market Instability*, Aldershot: Edward Elgar içinde.
- Matsumoto, Y. (2007), *Financial Fragility and Instability in Indonesia*, New York: Routledge.
- Minsky, H. P. (1982), "The financial-instability hypothesis: capitalist processes and the behavior of the economy", C. Kindleberger ve J. P. Laffargue (eds), *Financial Crises: Theory, history and policy*, Cambridge: Cambridge University Press içinde.

- Minsky, H. P. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven: Yale University Press.
- Minsky, H. P. ve Whalen, C. J. (1996/97), “Economic insecurity and the institutional prerequisites for successful capitalism”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 19 (2), Winter.
- Paul, J. A. ve Wahlberg K. (2002), “Global Taxes for Global Priorities”, *Global Policy Forum Working Paper*, March.
- Sawyer, M. (2001), “Minsky’s analysis, the European single currency and the global financial system”, R. Bellofiore ve P. Ferri (eds), *Financial Keynesianism and Market Instability*, Aldershot: Edward Elgar içinde.
- Schroeder, S. K. (2002), A Minskian Analysis of Financial Crisis in Developing Countries, *Center for Economic Policy Analysis Working Paper*, August. www.newschool.edu/cepa
- Spahn, P. B. (1996), “The Tobin Tax and Exchange Rate Stability”, *Finance and Development*, 33 (2), June.
- Spahn, P. B. (2002), *On the Feasibility of a Tax on Foreign Exchange Transactions*, Frankfurt: Report to the German Federal Ministry for Economic Cooperation and Development.
- Tobin, J. (1974), *The New Economics One Decade Older*, Princeton: Princeton University Press.
- Tobin, J. (1978), “A Proposal for International Monetary Reform”, *Eastern Economic Journal*, 4 (July/October).
- Tobin, J. (1996), “Prologue”, M. ul Haq, I. Kaul ve I. Grunberg (eds), *The Tobin Tax: Coping with Financial Volatility*, Oxford: Oxford University Press.
- Wahl, P. (2005), *International Taxation: Regulating Globalisation – Financing Development*, Weed Brochure, May. www.weed-online.org.
- Wahl, P. ve Waldow, P. (2001), “Currency Transaction Tax-a Concept With a Future”, *Weed Working Paper*, February. www.weedbonn.org.
- Weller, C. E. (2001), “Financial Crises After Financial Liberalisation: Exceptional Circumstances or Structural Weakness?”, *The Journal of Development Studies*, Vol. 38, No. 1.