

Kur baskısı karşısında sermaye kontrolleri işe yarar mı?

Sumru Öz¹

Türkiye’de yaklaşık bir yıldır sermaye kontrolü kapsamına giren uygulamalar yaygınlaştı. Bu durum klasik bir ekonomi politikası açmazı olan sermaye akımlarının serbest olduğu bir ekonomide aynı anda döviz kurunun ve faizlerin kontrol edilemeyeceği gerçeğinden kaynaklanıyor. Ekonomi yönetimi bir yandan politika faizini düşürürken diğer yandan sermaye kontrolleri uygulayarak döviz kurlarındaki yükselişi önlemeye

çalışıyor. Türkiye gibi sermaye akımlarının normalde serbest olduğu ülkeler, finansal krizler sırasında büyük ölçüde yurt dışı kaynaklı spekülasyon ataklarının yarattığı kur baskısına karşı 1992’de İspanya, 1997-98’de Tayland ve 1998-99 yıllarında Malezya’da olduğu gibi sermaye kontrolleri getirmiştir [1]. Türkiye’de ise döviz kurlarındaki hızlı artışı tetikleyen yurt dışı kaynaklı spekülasyon bir atak değil, 2021 Eylül’ünde yüzde 19,6 gibi dünya ölçülerine göre çok yüksek bir yıllık enflasyon varken yüzde 19 olan politika faizinin düşürülmeye başlaması ile yerli tasarruf sahiplerinin dövize yönelmesi oldu. Bu araştırma notu, sermaye kontrollerinin işe yarayıp yaramayacağını, bu açıdan Asya finans krizi sırasındaki uygulamaları başarısız olan Tayland ve başarılı kabul edilen Malezya örneğinden yola çıkarak ele alıyor.

Sermaye kontrollerinin amacı ve türleri

Sermaye kontrolleri finansal kriz dönemlerinde ülkeden sermaye çıkışını sınırlandırmak için getirilebildiği gibi spekülasyon bir balon oluştuğunda sıcak para girişini azaltmak için de kullanılır. Bu araştırma notunda Türkiye’deki uygulamalarla aynı hedefi paylaşan ilki ele alınıyor. Zira sermaye çıkışlarına yönelik kontrollerin hedefi kur üzerindeki baskıyı hafifletmek ve döviz rezervlerindeki erimeyi durdurmaktır [1]. Sermaye kontrolü uygulamaları iki şekilde olabilir. *Piyasa temelli kontroller* özel vergiler, faiz getirisi olmayan mevduat tutma zorunluluğu ve ikili döviz kuru gibi uygulamaları içerir. Hem giren hem de çıkan sermayeye uygulanabilen bu kontroller temelde sermaye akımlarının maliyetini artırarak caydırılmasını hedefler. *İdari kontroller* ise bazı tür sermaye akımlarının sınırlandırılmasını veya tamamen yasaklanmasını kapsar ve genellikle bankacılık sistemi üzerinden yapılır. Sermaye kontrolleri genelde ülke dışında döviz takas işlemi yapılmasının yasaklanması, ikili döviz kuru uygulaması gibi kuru kontrol etmeye yönelik önlemlerle yakından ilişkilidir. Asya finans krizi sırasındaki spekülasyon baskılar karşısında yurt dışında yerli para ticareti yapılması Tayland ve Malezya tarafından, hisse senedi ticareti yapılması ise Malezya tarafından sınırlandırılmıştır [2].

Tayland’da uygulanan sermaye kontrolleri

Küresel piyasalarda ABD dolarının değer kazanması sonucunda 1985 yılından itibaren fiilen ABD dolarına endekslenmiş olan para biriminin (baht) bir miktar değerlenmesiyle 1996’da Tayland’da ihracat artışı yavaşlamış ve cari açık artmıştı. Son 10 yılda ortalama yıllık yüzde 5 ile ABD’dekinin oldukça üzerinde

¹ Koç Üniversitesi-TÜSİAD EAF

kaydedilen enflasyon da bu tabloya eklenince bir devalüasyon beklentisi oluştu. Döviz kurunun istikrarı sorgulanmaya başladığı anda, özellikle de yabancı yatırımcıların paniklemesiyle finansal kriz tetiklendi [3]. Baht cinsinden kredi talebinde patlama yaşanırken bu kredilerin devalüasyon beklentisiyle dövize yatırılması da kur üzerindeki baskıyı artırdı. Bu baskı merkez bankası rezervleri satılarak önlenemeyince Mayıs 1997’de sermaye kontrolleri devreye sokuldu. Kontroller yerli bankalardan sağlanan baht cinsi kredilerin kullanıldığı takas (swap) piyasasının kapatılmasında etkili olmakla beraber baht borçlanma faizinin iç ve dış piyasalar arasındaki farkının yüzde 13’e yaklaşmasından yararlanmak için alternatif kanallar üzerinden yurt dışına baht transferi devam etti [1]. Sermaye çıkışlarının rezervleri eritmesi karşısında Tayland, 2 Temmuz 1997’de dalgalı kur rejimine geçtiğini ve IMF’den destek istediğini açıkladı [2]. Özetle, Tayland’da sabit ve değerli döviz kurunu savunmak amacıyla başlatılan sermaye kontrolleri işe yaramadı ve 1998 başında kaldırıldı.

Malezya’da uygulanan sermaye kontrolleri

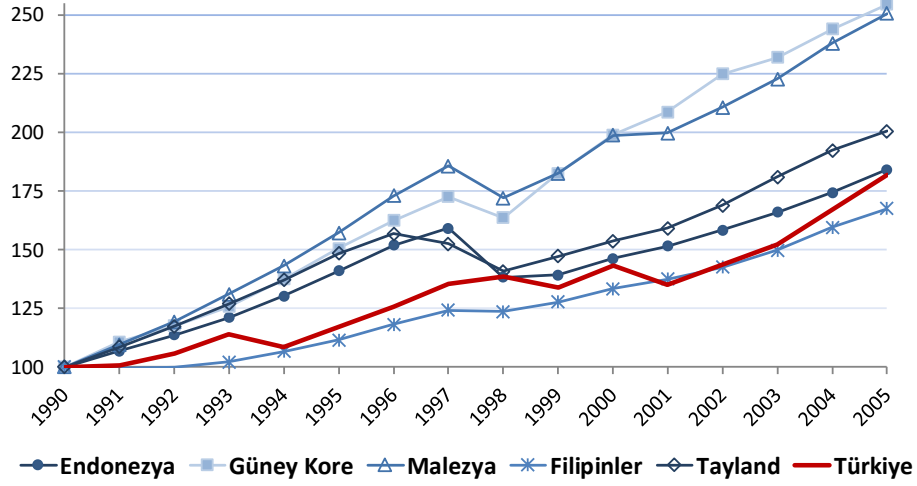
Asya finans krizinin başladığı 1997 yılında Malezya’nın temel ekonomik göstergeleri oldukça iyiydi. Yönetilen dalgalı kur rejiminin uygulandığı ülkede dolar son 2 yıldır istikrarlı, enflasyon yıllık yüzde 2,2, dış borç 1996 sonunda GSYH’nin yüzde 31’i ve döviz rezervleri GSYH’nin yüzde 26’sı civarındaydı. Ancak ekonomide yüksek cari açık ve yüzde 36’ya ulaşan yıllık kredi genişlemesi gibi zayıflıklar da vardı [2]. Tayland’ın Temmuz 1997’de serbest döviz kuru rejimine geçmek zorunda kalması, diğer Uzak Doğu ülkelerinin paralarında olduğu gibi Malezya para birimi (ringgit) üzerindeki baskının da artmasına yol açtı. Devalüasyon beklentisi içindeki spekülörlerin yurt dışı piyasalarda döviz almak için ringgit borçlanması, iç ve dış piyasalar arasında faiz farkının açılmasına, bu da Malezya’dan yoğun sermaye çıkışına yol açtı. Bunun sonucunda yurt içinde de faizlerin artmaya başlaması ekonomik daralmaya ve ödenemeyen krediler sorununun ağırlaşmasına neden oldu [1]. Nihayet Eylül 1998’de sermaye akımları ve kur işlemleri üzerinde kapsamlı kontroller başlatıldı.

Sermaye kontrollerinin bir kısmı (yurt dışında bulunan ringgitleri ülkeye geri getirme zorunluluğu, yolcu beraberinde taşınabilecek miktarın sınırlandırılması ve yurt dışında yerli para cinsinden finansal varlık ticaretinin yasaklanması gibi) spekülatif atağın kaynağı olarak görülen yurt dışındaki ringgit piyasasını kapatmayı hedefliyordu. Yabancı hesaplar arasında fon transferine kısıtlama ile yurt içinde ve dışında ikamet edenler arasında kredi sözleşmeleri, takas vb. işlemlerin yapılmasının yasaklanması da kontroller arasında yer alıyordu. Ayrıca Singapur’da daha çok Malezya’ya ait hisse senetlerin alınıp satıldığı ikincil piyasadaki işlemler de donduruldu. Sermaye kontrolleri arasında en dikkat çekicisi ise portföy çıkışlarını sınırlandırmak amacıyla yabancıların hisse senedi satışından elde ettiği gelirin yurt dışına transferi için bir yıl bekleme süresi getirilmesi oldu [2]. Yurt dışına ringgit çıkarmanın muhtemel tüm yollarının kapatılmasını desteklemek üzere yüksek değerli kağıt paralar tedavülde kaldırıldı ve temettü ödemelerine sınır getirildi [1].

Malezya’daki sermaye kontrollerinin amacı ringgit üzerindeki spekülatif baskıyı azaltmak ve sabit döviz kuru rejimine geçerek bağımsız para politikası uygulayabilmektir. Böylece faiz oranları düşürülerek ekonominin toparlanması kolaylaşacak ve kazanılan bu zamanda finans ve şirketler kesimindeki zayıflıklara çözüm getirecek yapısal reformlar gerçekleştirilecekti [4]. Kontrollerin uygulanmaya başladığı sırada yüzde 11 olan politika faizi, 1999 sonunda yüzde 3,15’e indirilmiş; bu süreçte enflasyon da yüzde 5,6’dan yüzde 2,5’e düşmüştü [2]. Asya finans krizinden etkilenmiş diğer Uzak Doğu Asya ülkeleri de benzer, hatta bazıları daha hızlı bir toparlanma yaşadı. 1990 yılı GSYH düzeyini (100) baz alan aşağıdaki grafik, GSYH’nin Güney Kore ve

Filipinler’de bir yıllık daralmanın ardından 1999’da kriz öncesi düzeyinin üzerine çıktığını gösteriyor. Grafikte, Malezya ekonomisinin iki yıl sonra, 2000 yılında toparlandığı, Asya finans krizinin başladığı Tayland’ın ise diğer ülkelerden bir yıl önce daralmaya başladığı ve 1996 yılı GSYH düzeyini beş yıl sonra 2001’de geçebildiği görülüyor. Endonezya’nın toparlanması ise altı yıl sonra, 2003’te gerçekleşiyor.

Grafik: Asya finans krizinden en çok etkilenen ülkeler ve Türkiye’de GSYH (1990=100)



Kaynak: Dünya Bankası [5]

Sermaye kontrolleri konusunda Malezya’dan tamamen farklı bir politika izlemiş olan özellikle Güney Kore ve Filipinler’in de hızlı toparlanması, Malezya’da uygulanan sermaye kontrollerinin ekonomisinin krizden çıkmasında ne derece etkili olduğu konusundaki tartışmaları tetikledi. Ayrıca, ekonomik büyümenin Güney Kore ve Tayland’da 1998’in ikinci, Filipinler’de üçüncü, Endonezya’da dördüncü çeyreğinde [2] başlamasının gösterdiği gibi Malezya’nın sermaye kontrollerini açıkladığı aynı yılın Eylül ayında bölgede güvenin yeniden sağlanmış olduğu ve ekonomik temelleri sağlam olan Malezya’nın sermaye kontrollerine baş vurmada da genişlemeci para ve maliye politikaları uygulayarak toparlanabileceği iddia edildi [4]. Bir başka çalışmaya göre Güney Kore ve Tayland’da ekonomik büyümenin yeniden başladığı 1998 yazında Malezya’da finansal kriz daha yeni derinleşmekteydi [6]. Bu durumu dikkate alarak zamansal kayma içeren bir ekonometrik yöntemin kullanıldığı aynı çalışmada IMF destekli programlar yürüten diğer Uzak Doğu Asya ülkelerine kıyasla Malezya’da uygulanan politikaların daha hızlı bir ekonomik toparlanma, istihdamda ve reel ücretlerde daha az kayıp ve borsada daha çabuk bir yükseliş sağladığı savunuluyor.

Yapılan çalışmalar, sermaye kontrollerinin ekonomi üzerinde yıkıcı etkileri olacağına dair görüşlerin aksine Malezya’daki uygulamanın önemli bir olumsuzluk yaratmadığı sonucuna varıyor. Kontroller ilk başladığında yabancı yatırımcılarda güven kaybı, ülke risk priminde artış ve kontrole tabi olmayan doğrudan yabancı yatırımlarda bir miktar düşüş olmakla beraber kontrollerin sadece altı ay sonra gevşetilmeye başlamasının da etkisiyle Malezya’nın uluslararası sermaye piyasalarına erişimine etkisi geçici oldu [1]. Bu süreçte sermaye çıkışlarının sınırlandırılması hedefine ulaşılırken yurt dışında ringgit ticaretinin tamamen yasaklanması, o dönemde oldukça dalgalı seyreden uluslararası döviz piyasalarında Malezya para birimine yönelik spekülatif atakların zayıflamasına yardımcı olmuş görünüyor [4]. Özetle, Malezya’daki sermaye kontrollerinin hedefine ulaştığı ve ekonomiye önemli bir zarar vermediği söylenebilir.

Türkiye’de uygulanan sermaye kontrolleri

Türkiye’de 2021 Eylül’ünde, yüzde 19,6 gibi dünya ortalamasının² dört katından fazla bir yıllık enflasyon varken TCMB’nin yüzde 19 olan politika faizini düşürmeye başlaması ile tetiklenen döviz kurlarındaki hızlı artışı durdurabilmek için bazı uygulamalar yürürlüğe kondu. İlk olarak, 21 Aralık 2021’de Resmi Gazete’de yayımlanan TCMB tebliği ile Kur Korumalı Mevduat (KKM) adı verilen yeni bir mevduat ürünü açıklandı. Bu ürün, TL vadeli hesaplar üzerinde işleyecek faiz ile hesap açılış ve vade sonundaki kur değişim oranı kıyaslanıp, yüksek olan oran üzerinden hesabın nemalandırılması ve getirisinden stopaj alınmaması esasına dayanıyor. İkinci uygulama ile 3 Ocak 2022’den itibaren ihracatçının döviz gelirinin yüzde 25’ini TCMB’ye satması zorunlu kılındı. Daha sonra bu oran yüzde 40’a çıkarıldı. Üçüncü olarak BDDK, bağımsız denetime tabi ve finansal olmayan şirketlerin yabancı para nakdi varlıklarının TL karşılığının 15 milyon TL’nin üzerinde olması ve bu tutarın şirket aktif toplamından veya son bir yıllık net satış hasılatından büyük olanının yüzde 10’unu aşması halinde şirketin TL cinsinden ticari kredi kullanamayacağı kararını açıkladı. 21 Ekim’de bu oranlar “10 milyon TL” ve “yüzde 5”e indirilerek ticari kredi kullanımı daha da sıkılaştırıldı. Ayrıca, TCMB 18 Ekim’de menkul kıymet tesis³ oranını yüzde 3’ten 5’e çıkararak ve 30 Aralık 2022’den sonra TL mevduatın toplam mevduat içindeki payına göre oranın değiştiği bir uygulamaya geçileceğini belirten tebliği yayımladı. Bu uygulamalar, Türkiye’deki kişi ve kurumların döviz bulundurmaları, döviz hesabı açabilmeleri, yurt dışına döviz transferi, değerli madenlerin, taşların ihraç ve ithali ile ihracat bedellerinin tasarrufunu serbest bırakan Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar’ın⁴ bazı hükümlerine aykırı olduğu için sermaye kontrolü olarak değerlendiriliyor [8]. Ayrıca yurt dışına sermaye akımını kontrol etmeye yönelik yasal veya düzenleyici önlemler olarak tanımlanan sermaye çıkışı üzerindeki kontroller ile Türkiye’deki uygulamaların nedeni ve hedefi örtüşüyor. Her iki uygulamanın da nedeni döviz kuru üzerindeki baskı, hedefi de bu baskıyı azaltarak rezervlerdeki erimeyi durdurmak. Fark ise sermaye kontrolleri getirilmesine neden olan kur baskısı Tayland ve Malezya örneğindeki gibi ağırlıklı olarak yabancı yatırımcılardan kaynaklanırken Türkiye’de dövize yönelenlerin çoğunlukla birikimlerini korumaya çalışan yerli tasarruf sahipleri olması.

Sonuçlar

Asya finans krizi sırasındaki uygulamalara baktığımızda, sermaye kontrollerinin Tayland’daki gibi ekonomideki dengesizlikleri (yüksek enflasyon ortamında dolara endekli döviz kuru) sürdürebilmek için getirildiğinde işe yaramadığı anlaşılıyor. Malezya’daki gibi ekonomideki sorunları ortadan kaldırmayı hedefleyen reformlar için zaman kazanmak amacıyla getirilen bütüncül, kaçış yollarını kapatacak şekilde güçlendirilmiş ve geçici olduğu net bir şekilde açıklanmış sermaye kontrolleri ise işe yarayabiliyor. Türkiye’de yüksek enflasyon ortamında faiz indirimlerini sürdürebilmek için 2021 sonundan bugüne kadar genellikle dövize yönelişin arttığı zamanlarda başlatılan münferit uygulamalar ise Malezya’daki bütüncül politikadan çok şirketlerin TL kredi almasının döviz alımı için kullanıldığı gerekçesiyle kısıtlanması örneğinde olduğu gibi Tayland’daki sermaye kontrollerine benziyor ve uzun vadede işe yaraması zor görünüyor.

² Dünya Bankası Küresel Enflasyon Veri Setine [7] göre 2021 Eylül ayında yıllık küresel medyan enflasyon yüzde 4,6’ydi.

³ Bankaların döviz cinsinden mevduat ve kıymetli maden hesapları için TCMB’de devlet iç borçlanma senedi tutması.

⁴ Türkiye’de sermaye hareketleri 1989 yılında bu kararla serbest bırakılmıştı [8].

Kaynaklar

- [1] Ariyoshi, Akira; Habermeier, Karl; Laurens, Bernard; Ötke-Robe, İnci; Canales-Kriljenko, Jorge Iván; Kirilenko, Andrei. 2000. "Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization." IMF, Washington, DC. https://www.researchgate.net/publication/5120134_Capital_Controls_Country_Experiences_with_Their_Use_and_Liberalization
- [2] Hood, Ron. 2001. "Malaysian Capital Controls." Policy Research Working Paper No. 2536. World Bank, Washington, DC. <https://elibrary.worldbank.org/doi/abs/10.1596/1813-9450-2536>
- [3] Öz, Sumru. 2019. "Asya Finans Krizi Işığında Türkiye Ekonomisindeki Son Gelişmeler." EAF Araştırma Notu 19-01. https://eaf.ku.edu.tr/wp-content/uploads/2019/06/eaf_an1901.pdf
- [4] Tamirisa, Natalia. 2001. "Capital Controls in Response to the Asian Crisis. Bölüm 5. Malaysia: From Crisis to Recovery." IMF, Washington, DC. <https://www.imf.org/external/pubs/nft/op/207/index.htm>
- [5] Dünya Bankası. 2022. World Development Indicators. <https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=world-development-indicators>
- [6] Kaplan, Ethan; Rodrik, Dani. 2001. "Did the Malaysian Capital Controls Work?" NBER Working Paper No.8142. https://www.nber.org/system/files/working_papers/w8142/w8142.pdf
- [7] Ha, Jongrim; Kose, M. Ayhan; Ohnsorge, Franziska. 2021. "One-Stop Source: A Global Database of Inflation." Policy Research Working Paper No. 9737. World Bank, Washington, DC.
- [8] Eğilmez, Mahfi. 2022. "BDDK'nın Son Kararı". <https://www.mahfiegilmez.com/2022/06/bddknn-son-karar.html>