

*Sermaye hareketlerini
yönetmek*

R. Hakan ÖZYILDIZ

www.hakanozyildiz.com

hakanozyildiz@gmail.com

«Boom-bust» döngüsü!

- Olay Altın standardının sona ermesiyle hızlandı (Vietnam savaşının maliyeti)
- Yılmaz Akyüz hocaya göre 5 döngü var:
 - 1. 1970'lerin sonunda başladı 1980'lerde LATAM krizi ile sona erdi (Brady Planı + Meksika'nın NY Yankee piyasasında ABD Hazinesi garantili tahvil ihracı, ülke kredi derecelendirmesinin başlangıcı)
 - 2. 1990'ların başında başladı ve Emerging Asya, LATAM ve Türkiye'de krizler çıktı
 - 3. 2000'lerin başında başladı Türkiye 2001 Krizini yaşadı ev 2008'de Lehman krizi oldu
 - 2009'da aşırı parasal genişleme ile krizin etkileri yumuşatıldı
 - »Boom» dönemi devam ediyor.
- 2017 yılında dünyada mal ticaretini hacmi ~ 72 trilyon \$, buna karşılık 2016 yılında günlük ortalama döviz işlem hacmi 5 trilyon \$.
- Aralık 2018 de OTC (tezgah üstü) türev işlemlerin piyasa değeri 10,3 trilyon \$ (çoğunluğu faiz türevleri – FED'in elini bağlıyorlar)

Küresel sermaye hareketlerinin ortak özellikleri var

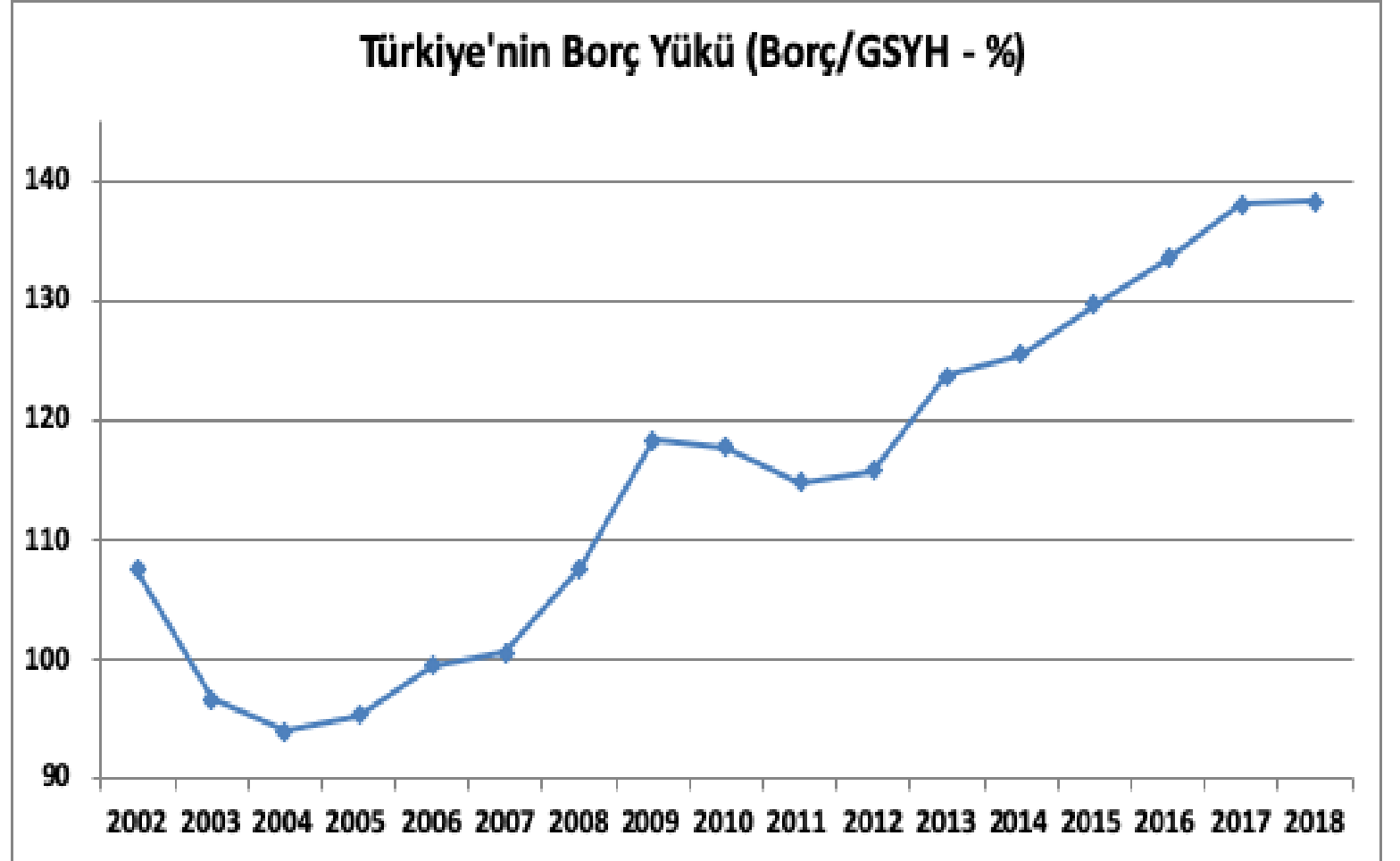
- Boom : likidite genişlemesi, küresel paralarda düşük faizler ve uygun küresel risk ortamı,
 - 1970 ler: Petro dolarlar ve ABD açıkları. Emtia fiyatlarında artış / düşük faizler
 - 1990 ler: Küçülmeye cevap olarak ABD ve Japonya'da düşük faiz politikası
 - 2000 ler: ABD/AB/Japonya'da düşük faizler, subprime balonu ve yüksek getiri arayan sıcak para
 - 2010 lar: Niceliksel parasal genişlemeler ve sıfır faiz
- Bust:
 - Parası «dünyada rezerv para» olan ülkelerde finansal koşulların sıkılaştırılması, dolar faizlerinin yükseltilmesi, güçlü dolar
 - Sıcak paraya bağımlı hale gelmiş gelişmekte olan ekonomilerde makro ekonomik şartların zorlaşması
 - Yapısal dengesizliklerin kırılabilirlikleri artırması

Döviz girişleri ve finansal kırılganlıklar

- Yerel para değeri artıyor, ithalat ucuzluyor ve **cari açık** artıyor
- Yükümlülükler **dolarize** oluyor, vade ve döviz uyumsuzları artıyor
- Yerel ekonomide **kredi genişlemesi** yaşanıyor (Bankalar dışarıdan aldıkları fonları düşük faizle dağıtıyorlar)
- **Varlık fiyatları balonları** şişiyor.
- Bunlar kur rejimlerine ve para otoritesinin bağımsızlığına bağlı olmaksızın yaşanıyor.

DIŐ FİNANSMAN İHTİYACI VE KAYNAKLARI	1993	1994	2000	2001	2008	2009	2017	2018
Finansman İhtiyacı	-15.488	-6.102	-30.672	-19.032	-86.195	-59.542	-114.694	-95.671
Cari işlemler dengesi (Cari transferler har	-10.085	-379	-14.684	773	-41.611	-13.691	-49.760	-28.510
Borç senedi ve kredi geri ödemeleri	-5.403	-5.723	-15.988	-19.805	-44.584	-45.851	-64.934	-67.161
Borç senetleri (Yurt dışı)	-31	-622	-1.255	-2.052	-3.413	-1.930	-3.835	-3.750
Uzun vadeli krediler	-4.412	-5.108	-13.891	-15.437	-37.700	-45.496	-58.875	-56.460
Genel Hükümet	-2.702	-3.327	-3.616	-3.556	-3.492	-3.232	-3.728	-2.440
Bankalar	-489	-634	-2.265	-1.884	-7.208	-7.635	-36.421	-36.841
Diğer sektörler	-987	-1.057	-7.799	-8.802	-24.905	-33.670	-18.489	-17.011
Diğer varlıklar (- artışa işaret etmektedir) (-960	7	-842	-2.316	-3.471	1.575	-2.224	-6.951
Finansman Kaynakları	15.488	6.102	30.672	19.032	86.195	59.542	114.694	95.671
Cari transferler	3.652	3.010	4.764	2.987	2.186	2.333	2.660	877
Sermaye hesabı	0	0	0	0	-61	-43	17	58
Doğrudan Yatırımlar (NET)	622	559	112	2.855	17.302	7.032	8.128	9.526
Hisse senetleri (Net)	570	989	489	-79	716	2.827	3.192	-908
Borç senetleri ve krediler	14.370	-3.506	29.945	12.525	68.040	32.436	96.366	54.476
Borç senetleri	3.941	756	2.381	-1.596	-1.073	2.041	24.707	4.822
Yurt içi (NET)	182	35	-5.126	-3.744	-5.073	-1.709	7.460	-1.361
Yurt dışı	3.759	721	7.507	2.148	4.000	3.750	17.247	6.183
Uzun vadeli krediler	4.857	3.349	20.898	23.931	64.951	35.067	60.365	52.573
Bankalar	682	352	1.902	860	8.137	5.973	36.974	28.155
Diğer sektörler	3.255	2.370	12.696	9.057	47.599	24.033	20.824	22.619
Kısa vadeli krediler (Net)	5.572	-7.611	6.666	-9.810	4.162	-4.672	11.294	-2.919
Mevduatlar (Net)	1.589	1.260	-20	-832	4.398	4.135	1.667	7.154
Diğer Yükümlülükler	49	53	87	82	419	446	66	109
Net Hata ve Noksan	-2.162	1.832	-2.661	-2.127	1.966	2.314	-16	21.173
Bankalar efektif ve mevduatı (2)	-2.894	2.451	-1.690	927	-9.829	6.677	-5.593	-7.171
Rezerv Varlıklar (2)	-308	-546	-354	2.694	1.058	1.385	8.207	10.377

Başta reel sektör olmak üzere, hane halkları Türkiye hızla borçlandı.



Y. Akyüz'e göre sıcak para girişleri 4 şekilde yönetilebilir

1. Makro ekonomik uyum
 2. Döviz piyasalarına müdahale ve sterilizasyon
 3. Yerlilerin yurtdışına para çıkarmasını teşvik
 4. Sermaye kontrolü
- Bu seçenekler ana problemlerin çözümünde eşit etki yaratmıyor.
 - Kur değerlendirmesi ve artan cari açık
 - Bilançolarda vade ve kur uyumsuzluğunun artması
 - Varlık balonları ve kredi genişlemesi

Diğer seçenekler

- Makro uyum = para, maliye ve kur politikaları
- Kura müdahale (son günlerde yaşanan gibi perde gerisinden değil. Doğrudan merkez bankasının yaptığı)
 - Aşırı girişleri sterilize etmek için döviz alıp, yerli para veren merkez bankaları sonunda piyasaya para arz ediyor ve ekonominin aşırı ısınmasına neden oluyor.
 - Ayrıca çok maliyetli bir iş. Verilen yerel parayı geri çekmek için faizler yükseltiliyor. Aşırı ısınan ekonomi hemen soğuyamıyor.
- Yerlilerin yurt dışına yatırım yapmasını teşvik etmek içeride yapısal sorun olan işsizlik ortamında pek akılcı olmuyor.

Domestic borrowers: yerel borçlanıcılar / Domestic savers: yerel tasarruf sahipleri / international agents: uluslararası finansal ajanlar / domestic market: iç Pazar / international market: uluslararası Pazar / Borrowers: borç alanlar / Lenders: Borç verenler

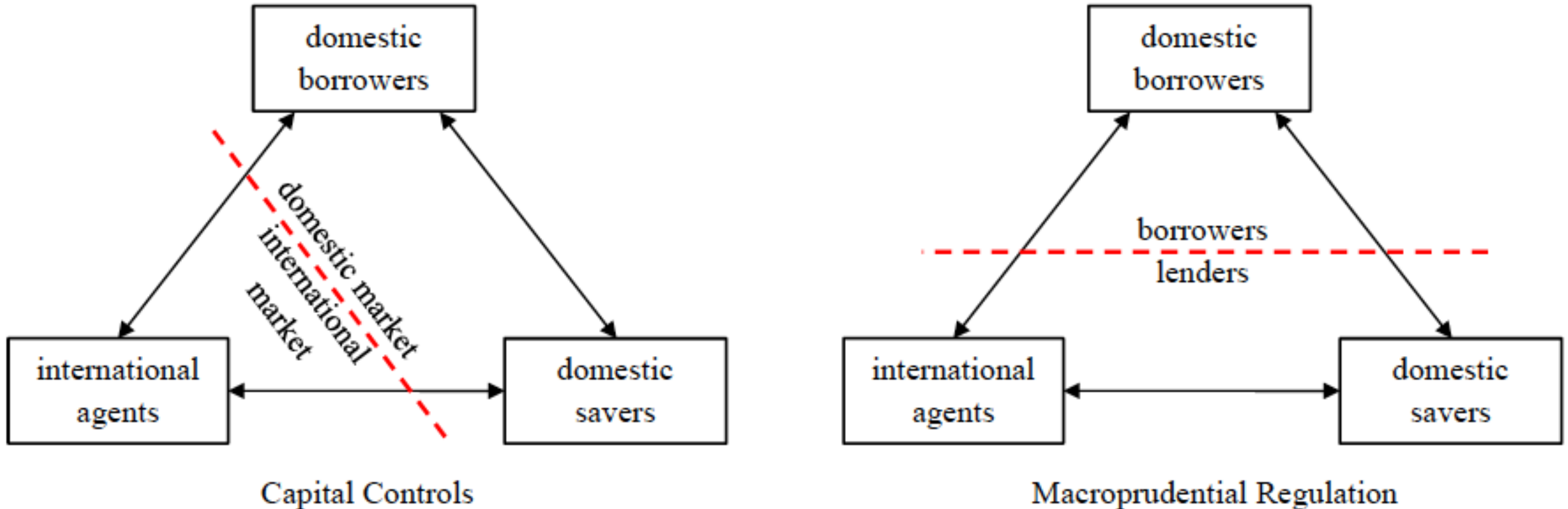


Figure 1: Capital Controls Versus Macprudential Regulation

Sermaye (kambiyo) kontrolleri

- Döviz işlemlerine limit koymak
 - Özellikle 1 yıldan kısa vadeli girişlere (Tobin vergisi?)
 - Hisse senedi işlemlerine
 - Türev ürünlere
 - İstihdam yaratan, yeni teknoloji getiren Doğrudan Yabancı Sermeye özel izin verilmeli
- Dövizli kredilere özel karşılık uygulamak,
 - **Finansal** (üretime yönelik, yeni teknoloji gerektiren yatırımların desteklenmesi) - **ticari** (ithalat, tüketim vb.) ayırımı önemli
- Dövizle işlem yapan işletmelere ek sermaye uygulaması getirmek,
- Özel sektörün yabancı para borçlanma işlemlerine doğrudan veya idari sırlamalar uygulamak

Devam

- Teknik yanı güçlü kuramsal ve yasal altyapı oluşturmak
 - Uygunluk alınacak işlemler ile bildirim yapılacak işlemler dikkatle ayrıştırılmalı
 - İzleme çok sıkı ve yönlendirici olmalı
 - Niceliksel sınırlama getirilen işlemler hakkındaki bilgiler dikkatli derlenmeli,
 - Belirli varlıkların giriş ve çıkışları mutlaka izlenmeli. Ekonominin içinde bulunduğu konjunktüre uymayanlar kontrol edilmeli,
 - Sektörel kontroller yapılmalı. Savunma, güvenlik, merkez bankasının ihtiyaçları kontrol dışında olmalı.

Orta vadede...

- **Hukukun üstünlüğü**, eğitim reformu, kayıtdışılıkla mücadele, sanayi envanteri gibi yapısal değişimler olmadan hiçbir işe başlanmamalı.
- *ithal ikameci etki yaratan sanayi yatırımlarına* özel teşvik ve ayrıcalıklar tanınmalı.
- Kamu ve diğer kesimlerin borçlanma ihtiyaçlarını azaltacak önlemler alınmalı,

UNUTULMAMALI, BUNLARI YAPABİLMEK İÇİN;

- Önce teknik kapasite,
- Sonra siyasi niyet,
- En sonunda da halkın desteği lazım.