NURHAN YENTÜRK

KÖRLERİN YÜRÜYÜŞÜ

TÜRKİYE EKONOMİSİ VE 1990 SONRASI KRİZLER

İSTANBUL BİLGİ ÜNİVERSİTESİ YAYINLARI



NURHAN YENTÜRK

İstanbul'da 1958 yılında doğan Nurhan Yentürk, Saint-Michel Fransız Lisesi'nden mezun olduktan sonra İstanbul Teknik Üniversitesi'nde lisans ve yüksek lisans, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi'nde yüksek lisans yaptı. İstanbul Teknik Üniversitesi'nde doktorasını verdi. Doktora çalışmaları sırasında British Council burslusu olarak Emperial College'de (Londra), doktora sonrasında Avrupa Komisyonu burslusu olarak Paris I- Sorbonne Üniversitesi'nde bulundu. İstanbul Teknik Üniversitesi İşletme Fakültesi İktisat Ana Bilim Dalı'nda doçent olarak göreve başlayan Nurhan Yentürk 1998 yılında profesörlüğe atandı.

Yentürk'ün teknolojik gelişme, yatırımlar ve büyüme, emek piyasası ve bölüşüm, yapısal uyum ve istikrar politikaları, sanayileşme politikaları, Türkiye ekonomisi ve krizler üzerine yapılmış birçok çalışması, yayımlanmış birçok kitap ve uluslararası makalesi bulunmaktadır.

2003 yılında İstanbul Teknik Üniversitesi'nden emekli olarak ayrılan Nurhan Yentürk, İstanbul Bilgi Üniversitesi'ne katıldı. Halen aynı üniversitenin Ekonomi Bölümü'nde öğretim üyesi ve Sivil Toplum Kuruluşları Eğitim ve Araştırma Birimi'nin müdürü olarak çalışmaktadır.

İSTANBUL BİLGİ ÜNİVERSİTESİ YAYINLARI

NURHAN YENTÜRK
KÖRLERİN YÜRÜYÜŞÜ
TÜRKİYE EKONOMİSİ VE 1990 SONRASI KRİZLERİ

İSTANBUL BİLGİ ÜNİVERSİTESİ YAYINLARI 46
EKONOMİ 6

ISBN 975-6857-71-4

KAPAK PIETER BRUEGHEL, KÖRLERİN YÜRÜYÜŞÜ, GALLERIE NAZIONALI DI CAPODIMONTE - NAPOLİ

1. BASKI
İSTANBUL, ARALIK 2003

© BİLGİ İLETİŞİM GRUBU YAYINCILIK MÜZİK YAPIM VE HABER AJANSI LTD. ŞTİ.
YAZIŞMA ADRESİ: İNÖNÜ CADDESİ, NO: 28 KUŞTEPE ŞİŞLİ 34387 İSTANBUL
TELEFON: 0212 217 28 62 - 216 22 22 / FAKS: 0212 347 10 11

www.bilgiyay.com
E-POSTA yayin@bilgiyay.com
DAĞITIM dagitim@bilgiyay.com

YAYINA HAZIRLAYAN FAHRİ ARAL
TASARIM MEHMET ULUSEL
DİZGİ VE UYGULAMA MARATON DİZGİEVİ
DÜZELTİ SAİT KIZILIRMAK
BASKI VE CİLT SENA OFSET

İstanbul Bilgi University Library Cataloging-in-Publication Data
İstanbul Bilgi Üniversitesi Kütüphanesi Kataloglama Bölümü tarafından kataloglanmıştır.

Yentürk, Nurhan, 1958—
"Körlerin Yürüyüşü": Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler / Nurhan Yentürk.
p. cm.
ISBN 975-6857-71-4 (pbk.)

1. Turkey—Economic conditions. 2. Economic crisis—Turkey—1990.
3. International Monetary Fund—Turkey. 4. Investments—Turkey. I. Title.
HC492.Y46 2003

Nurhan Yentürk

KÖRLERİN YÜRÜYÜŞÜ
Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizleri

İçindekiler

vii Grafikler ve Tablolar
xi Kısaltmalar
xiii Önsöz

1 BİRİNCİ BÖLÜM Krize Kilitlenmek:
Türkiye Ekonomisinin Çeyrek Yüzyıllık Yolculuğu

3 *1* Türkiye Ekonomisi ve Kriz Geleneği

29 *2* "Yangın Söndü, Arsayı Kurtardık":
2001 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı

57 *3* Finansal Sermaye Girişi Gölgesinde
İstikrar Uygulaması:
2000 İstikrar Paketinin İncelenmesi

73 *4* Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişimi
ve Türkiye Ekonomisinin Krizleri Üzerindeki
Etkisinin Modellemesi
Nurhan Yentürk - Ahmet Çimenoğlu

103 *5* Kısa Dönemli Sermaye Girişlerinin Makroekonomik
Yapı Üzerine Etkileri: 1994 Krizinin Öncesi ve Sonrası

129 İKİNCİ BÖLÜM Kara Delik:
Türkiye Ekonomisinde Yatırım Politikaları

131 *6* Finansal Sermaye Akımlarının
Yatırımlar Üzerindeki Etkileri

147 *7* Türkiye'de Tasarruf-Yatırım-Büyüme İlişkisinin Yönü
Nurhan Yentürk - Ahmet Çimenoğlu

159 *8* Düşük Ücretler Yatırımları Teşvik Ediyor mu? Türk İmalat Sanayiinde Bölüşüm ve Birikim İlişkisinin Analizi
Nurhan Yentürk - Özlem Onaran

177 *9* Yurtiçine Sermaye Akışının Derneşik Harcama Kategorileri Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği
Nurhan Yentürk - Burç Ülengin

189 *10* Türkiye'de Uygulanan İktisat Politikaları ve Yatırımlar

205 ÜÇÜNCÜ BÖLÜM Türkiye Dünyanın Neresinde? Karşılaştırmalı IMF Uygulamaları

207 *11* Arjantin Krizi: Dış Borç ile Tango

229 *12* Türkiye ve Güney Kore Ekonomik Krizi: Benzerlikler ve Farklılıklar

237 *13* Kısa Dönemli Sermaye Girişinin Makroekonomik Dengeler Üzerine Etkileri: Türkiye ve Meksika İçin Bir Karşılaştırma

247 *14* Yapısal Uyum Politikalarının Yatırımlar Üzerine Etkileri: Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Bir Karşılaştırma

263 *15* Sermaye Girişlerinin Tasarruf ve Yatırımlar Üzerindeki Etkileri: Türkiye ve Latin Amerika Ülkeleri Arasında Bir Karşılaştırma

273 Kaynakça
291 Genel Dizin

Grafikler ve Tablolar

BİRİNCİ BÖLÜM

Grafik 1.1 Gelişmekte Olan Ülkelere Sermaye Akımları
Grafik 2.1 İmalat Sanayii Göstergeleri
Grafik 2.2 İthalatın ve GSMH'nin Büyüme Oranları
Grafik 2.3 Ekonomik Kategorilerine Göre İhracat Payları ve Reel Döviz Kuru (RER)
Grafik 2.4 Ekonomik Kategorilerine Göre İthalat Payları ve Reel Döviz Kuru (RER)
Grafik 4.1 Sermaye Akımlarının Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri
Grafik 4.2 Dürtüye Tepki Fonksiyonları
Grafik 4.3 Ticarete Konu Olan Sektörlerin Göreli Fiyat ve Yatırımları
Grafik 5.1 1994 Krizi Öncesi ve Sonrası Aylık Ekonomik Göstergeler
Grafik 5.2 1994 Krizi Öncesi ve Sonrası Aylık Ekonomik Göstergeler
Grafik 5.3 1994 Krizi Öncesi ve Sonrası Aylık Ekonomik Göstergeler
Grafik 5.4 1994 Krizi Öncesi ve Sonrası Aylık Ekonomik Göstergeler
Grafik 5.5 1994 Krizi Öncesi ve Sonrası Aylık Ekonomik Göstergeler
Grafik 5.6 1994 Krizi Öncesi ve Sonrası Aylık Ekonomik Göstergeler
Grafik 5.7 1994 Krizi Öncesi ve Sonrası Aylık Ekonomik Göstergeler
Grafik 5.8 1994 Krizi Öncesi ve Sonrası Aylık Ekonomik Göstergeler
Tablo 1.1 Dış Borç/GSYİH

Tablo 2.2 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının Hedefleri
Tablo 2.3 Kategorilere Göre Dış Ticaret ve GSMH Büyüme Oranları %
Tablo 2.4 Önemli İhracatçı Sektörlerin İthalatı Karşılama Oranları ve İhracatlarının Büyümesi
Tablo 4.1 Gelişmekte Olan Ülkelerin Dış Finansman Gelişmeleri (Milyar Dolar)
Tablo 4.2 Türkiye'nin Sermaye Dengesi (Milyon Dolar)
Tablo 4.3 1987:1-2001:4 Dönemi İçin Özel Tüketim Harcamalarının Tahmini
Tablo 4.4 1993:3-2001:4 Dönemi İçin Özel Dayanıklı Tüketim Malı Harcamalarının Tahmini
Tablo 4.5 Granger Nedensellik Sınamaları
Tablo 4.6 1987:1-2001:4 Dönemi İçin Hazine İç Borçlanma Faizleri Tahmini

İKİNCİ BÖLÜM
Grafik 6.1 Özel Sektör Yatırımlarının Sektörel Dağılımı
Grafik 9.1 Türkiye'de Yabancı Tasarruf (SF), Özel Tüketim (CP) ve Özel Yatırım (IP) (GSYİH'ya Oranlar)
Grafik 9.2 SF, CP ve IP İçin VQ Çizimleri
Grafik 9.3 Dürtüye Tepki Fonksiyonları
Grafik 9.4 SF4'e Birikimli Tepkiler
Grafik 10.1 Özel Sektör Yatırımlarının Sektörel Dağılımı ve Gelirin Fonksiyonel Dağılımı
Tablo 6.1 Ticarette Konu Olmayan Sektörlerin Göreli Fiyatları (1970=100)
Tablo 7.1 Türkiye'de Tasarruf, Yatırım ve Büyüme
Tablo 7.2 Tasarruf-Yatırım-Büyüme Arasındaki Nedensellik Sınamaları
Tablo 8.1 Özel İmalat Sanayiinde Yatırımlar, Büyüme ve Gelir Dağılımı

Tablo 8.2 Büyüme Kalıbı Tanımları
Tablo 8.3 Özel İmalat Sanayiinde Büyüme ve Bölüşüm Kalıpları
Tablo 8.4 Özel İmalat Sanayii İçin Tahmin Edilmiş Yatırım Denklemi
Tablo 9.1 Mevsimsel Birim Kök Sınaması
Tablo 9.2 Eşbütünleşim Sınaması
Tablo 9.3 VAB Hata Terimlerine Uygulanan Diagnostik Sınamalar
Tablo 9.4 VAB Hata Terimlerinin Korelasyon Matrisi
Tablo 9.5 Granger Nedensellik Sınamaları
Tablo 10.1 Ticarete Konu Olan ve Olmayan Sektörlerin Kârlılığı
Tablo 10.2 Özel Yatırım Oranları (TIP) ve Gelirin Ücretler ve Kârlar Arası Dağılımı (YKYL) (Dönem Ortalamaları)

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
Grafik 11.1 İhracatın İthalatı Karşılama Oranı ve Reel Döviz Kuru
Grafik 11.2 İhracatın GSYİH İçindeki Payı
Grafik 11.3 İhracat, İthalat ve Faiz Ödemeleri
Grafik 11.4 Ödemeler Bilançosunun Kalemleri
Grafik 11.5 Sermaye Hareketlerinin Kalemleri
Grafik 11.6 Yatırım ve Tasarrufların GSYİH İçindeki Payları
Grafik 11.7 Merkezi Hükümet Harcamalarının Kalemleri
Grafik 11.8 Kamu Borçları
Grafik 11.9 Kamu Açığının Finansmanı
Grafik 11.10 Dış Borç Göstergeleri
Grafik 11.11 Kısa Dönemli Borçların Uluslararası Rezervlere Oranı
Grafik 11.12 Büyüme ve Reel Faiz Oranı

Tablo 12.1	Güney Kore ve Türkiye Ekonomik Verilerinin Karşılaştırılması
Tablo 13.1	Meksika Temel Ekonomik Göstergeler
Tablo 13.2	Türkiye Temel Ekonomik Göstergeler
Tablo 13.3	Granger Nedensellik Sınamaları
Tablo 13.4	Kamu Kesimi Borçlanma Gereği Finansmanı
Tablo 13.5	Konsolide Bütçe Harcamaları (Yüzde Paylar)
Tablo 14.1	Yatırım Mallarının Göreli Fiyatları (GDIdeflatörü/GSYİHdeflatörü) ve Yatırım Oranları (GDI/GSYİH)
Tablo 14.2	Ticarete Konu Olmayan Sektörlerin Göreli Fiyatları (1970=100)
Tablo 14.3	Ticarete Konu Olmayan Sektörlerin Göreli Fiyatları ve Sabit Sermaye Oluşumu
Tablo 14.4	İmalat Sanayii Yatırımları (1) ve Faiz Kazançları (2)
Tablo 14.5	Ücret/Katma Değer (W/VA) ve Yatırım Oranları/GSYİH Oranları (GDI/GSYİH)
Tablo 15.1	Tasarruf-Yatırım Dengesi ve Yurt Dışına Kaynak Transferi
Tablo 15.2	Engle-Granger Eşbütünleşme Testi Sonuçları

Kısaltmalar

IMF : Uluslararası Para Fonu
DB : Dünya Bankası
GSYİH : Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
GSMH : Gayri Safi Milli Hasıla
VAB : Vektör Ardışık Bağlanım
RER : Reel Döviz Kuru
UNCTAD: Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı
GEGP : Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı
KKBG : Kamu Kesimi Borçlanma Gereği
TCMB : Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
DİE : Devlet İstatistik Enstitüsü
DPT : Devlet Planlama Teşkilâtı
GDS : Gayri Safi Yurtiçi Tasarruf
C : Toplam Tüketim
NIFA : Yurtdışından Net Gelir
RB : Net Kaynak Dengesi
GDI : Gayri Safi Yurtiçi Yatırımlar ve Stok Değişmeleri
NOT : Net Resmi Transferler
CA : Cari Açık

ÖNSÖZ

Bu kitapta 90'lı yıllar boyunca Türkiye ekonomisinde ortaya çıkan ekonomik yapı ve dengesizlikler; yaşanan krizlerin oluşumu ve nedenleri; bunların birikim ve bölüşüm üzerindeki etkilerini incelediğim makalelerim yer alıyor.

Kitaptaki makalelerin ilk beş tanesi Türkiye'de 1994 ve 2000'-de yaşanan iki ekonomik krizi, bunların uygulanan IMF politikaları ve Türkiye'de başvurulan diğer ekonomi politikaları ile ilişkisini, ikinci beş tanesi ekonomik krizin yatırımlar ve ülkenin uzun dönemli rekabet gücü üzerindeki etkilerini, son beş tanesi ise daha önceki makalelerde ele alınan konuların çeşitli gelişmekte olan ülkeler açısından incelenmesini kapsamaktadır. Bu makalelerimde sorduğum sorular ve elde ettiğim bulgular bir kitap oluşturacak kapsam ve kurguya ulaşınca, yabancı dilde yayımlanmış olanların Türkçe basılmasının yanısıra, tümünün bir arada yayımlanmasının Türkiye'de yaşanan ekonomik krizlerin nedenleri ve sonuçlarına yönelik tartışmalara ışık tutabileceğini düşündüm.

Kitaptaki makalelerimin bir kısmı ortak yazıldı. Birlikte çalışmaktan hep zevk aldığım değerli meslektaşlarım İTÜ İşletme Fakülte-

si'nden Prof. Dr. Burç Ülengin'e ve aynı fakülteden Doç. Dr. Özlem Onaran'a, Yapı Kredi Bankası Kurumsal ve Ekonomik Araştırmalar Yönetimi'nden Dr. Ahmet Çimenoğlu'na katkıları için teşekkür ederim. Değerli meslektaşlarım Soli Özel, Fuat Keyman ve Deniz Vardar'a katkılarından dolayı teşekkür borçluyum.

Bu makalelerin önemli bir kısmı iki çalışma grubunda tartışıldı ve şekillendi. Bunlardan birincisi Paris-I Sorbonne Üniversitesi, IEDES Ekonomik Araştırmalar Merkezi'nin Yapısal Uyum Politikaları, Bölüşüm ve Yatırımlar isimli uluslararası çalışma grubu, ikincisi İTÜ, ODTÜ, Bilkent ve SBF'de görevli değerli hoca ve meslektaşlarımdan oluşan Ekonomi Politikaları Çalışma Grubu. Değişik isim ve biçimler altında çalışmalarını sürdüren her iki çalışma grubu üyelerinin katkılarını minnetle anıyorum.

Kitabı yayına hazırlayan İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları Yayın Yönetmeni Fahri Aral'a, sayfa uygulamasını gerçekleştiren Maraton Dizgievi'nden Hüsnü Abbas'a beşinci ve dokuzuncu makaleleri tercüme eden Bilgi Üniversitesi Ekonomi Bölümü asistanlarından Hale Akay ve Eylem Gevrek'e teşekkür ederim.

Özel teşekkürüm, sonsuz desteklerinden dolayı aileme ve arkadaşlarıma ve sordukları sorularla çalışmamı teşvik eden sevgili öğrencilerime...

NURHAN YENTÜRK
Ekim 2003



BİRİNCİ BÖLÜM

Krize Kilitlenmek: Türkiye Ekonomisinin Çeyrek Yüzyıllık Yolculuğu

1

Türkiye Ekonomisi ve Kriz Geleneği

1.A. GİRİŞ

Türkiye ekonomisinde 1990'lı yıllardan günümüze iki büyük ekonomik kriz yaşanmıştır. 1980 öncesinde yaşanan krizler de dikkate alındığında Türkiye ekonomisinin tarihi, bir krizden diğerine geçiş süreçleri olarak incelenebilir ve bir "ekonomik krizler tarihi" olarak adlandırılabilir. Bu krizler sadece ekonomik gerekçelere dayanmıyorsa da, ekonomi alanında kendini gösteren önemli sonuçlar doğuruyor. Bu kitapta yer alan makaleler, Türkiye ekonomisinde (ve birçok gelişmekte olan ülkede) 1990 sonrasında uygulanan ekonomi politikalarının teorik temellerine, ekonominin yönetim şekline, bunların ekonomik yapıda ortaya çıkardığı değişikliklere ve yaşanan krizler üzerindeki etkilerine ışık tutmak amacındadır. Ekonomide yaşanan krizler ve birikim, büyüme ve bölüşüm üzerinde ortaya çıkan olumsuz gelişmelerle mücadele etmek için etkili olabilecek kısa-orta vadeli çözümler bu makalelerin kapsamı içindedir.

1990'lı yıllar ele alındığında siyasi, ekonomik ve kültürel alanlarda yaşanan en keskin olgunun globalleşme olduğunu söyleyebiliriz. Globalleşmenin ekonomi alanındaki etkileri olarak ülkelerarası mal ti-

caretine oranla finansal akımların kazandığı yoğunluk ve IMF politikalarının geniş çapta sorgulanmasına yol açacak kadar üst üste gelen ve farklı ekonomik yapıya sahip birçok gelişmekte olan ekonomiyi sarsan krizleri saymamız gerekir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomik yapılarını ve Türkiye ekonomisini etkilemesi bağlamında ele aldığımızda, globalleşmenin çok boyutlu özelliklerinden süzgecin üzerinde kalanlar, farklı ülkelerde yaşayan insanlar arasındaki ekonomik ilişkilerin, döviz işlemlerinin ve sermaye hareketlerinin artıyor olmasıdır. Ama belki de ekonomik açıdan en önemli etkisi ulus-devletin uygulayabileceği ekonomi politikalarının baştan aşağı değişiyor olmasıdır. Gerçekten de globalleşme, piyasa ve ulus-devletin ekonomiyi yönetme sürecindeki ilişkilerini önemli ölçüde değiştirmiştir ve bu değişiklik finansal sermaye lehine, üretim ve birikim olanaklarının aleyhine bir süreç yaşanmasına neden olmaktadır. Diğer yandan toplumsal dayanışma ve bölüşümü dengelemeye yönelik kurumları zayıflatmakta ya da ortadan kaldırmaktadır.

Türkiye ekonomisinin gelişimi birikim ve bölüşüm çerçevesinde ele alındığında, en başta finansal globalleşmenin etkilerinin değerlendirilmesi ön plana çıkmaktadır. Birikim açısından bakıldığında, dünya finansal piyasalarında ulaşılan işlem hacminin sanayiye dayalı üretim ve birikim olanakları üzerindeki yıpratıcı etkisi dikkat çekici olmaktadır. Bölüşüm açısından bakıldığında, global ölçekte güçlü bir rantiye çıkarlarının oluşması ile finansal gelişmelerin başını çektiği bir spekülasyon ortamının belirleyici hale geldiği görülmektedir.

1990'lı yıllar boyunca Latin Amerika'dan Rusya'ya ve Güney Doğu Asya'ya kadar farklı ekonomik yapıya sahip, güçlü ve zayıf farklı noktaları bulunan birçok gelişmekte olan ülkede yaşanan krizler, spekülatif karakterli finansal sermaye akımlarının ülkelerin ekonomik yapılarını istikrarsız ve kırılgan hale getirdiğini göstermiştir. O nedenle, bu kitabın makalelerinde olduğu gibi, birikim ve dengeli bölüşümü öne çıkaran her türlü iktisadi inceleme ve politika önerisi 1990'lardan itibaren yaşanan gelişmeler arasından finansal globalleşmeyi, özellikle uluslararası finansal mobiliteyi dikkate almalıdır ve uygulanmaya çalışılan ikti-

sat politikalarının en önemli problematiği ise ekonomilerde ortaya çıkan "gazino kapitalizmi"ne yönelme eğiliminin engellenmesi olmalıdır.

Kitabın makalelerindeki inceleme konularından, ortaya atılan sorulardan ve elde edilen bulgulardan da anlaşılacağı gibi, globalleşmeyi bir realite olarak kabul etmekle beraber, globalleşmenin ekonomik/finansal boyutunun birikim ve bölüşüm üzerinde olumsuz etkiler yarattığına inanan birçok iktisatçıdan biriyim. Yarattığı sonuçlara bakılınca globalleşmenin ciddi bir eleştiri süzgecinden geçirilmesi gerektiğini, bu nedenle ekonomide birikim olanaklarını artırmak, dengeli bölüşümü geliştirmek ve ortaya çıkan diğer ekonomik sorunları düzeltmek yönünde uygulanacak politikalar üzerine düşünmenin ve yeni etkin politikalar üretmenin mümkün ve gerekli olduğu kanısındayım. Ancak bu politikaların ulusal olmak kadar uluslararası işbirliğini de içermesi gerektiği, ulus-devletin zayıflatılması ya da güçlendirilmesi ikileminin ötesine götürülebilmesi ve devletin ya da piyasanın çıkarlarının korunması çerçevesine sıkıştırılmaması gerektiği görüşündeyim.

Toplumsal ilişkilerden ve güç dengelerinden bağımsız bir özne olarak kabul edilemeyecek olan (güçlü bir) ulus-devletin mutlaka birikim ve dengeli bölüşümden yana hareket etmesi de beklenemez. Hatta üretim ve birikim olanaklarının artırılmasını sağlayabilecek araçlarla donanmış güçlü ve bunu ön planda tutan bir ulus-devletin dengeli bölüşümü tümüyle göz ardı etmesi de mümkündür. Çünkü üretim alanının kendisi homojen bir toplumsallığı temsil edemez ve üretim olanaklarının artırılması çabaları ile dengeli bölüşümü mutlaka eşanlı olarak sağlayamaz. Diğer yandan kapitalist piyasa ekonomisinin serbest işleyişinin, rekabetçi bir ortam yaratmaya yönelik etkin bir teşvik unsuru olduğunu kabul etmekle beraber, ekonomik istikrarsızlık, dengesizlik, eşitsizlik ve fiziki ve insan sermayesinin düşük düzeylerde kullanılması gibi sonuçları olduğunu dikkate almak gerekmektedir.[1]

Yaptıkları çalışmalarla, üretim-birikim olanaklarını artırmaya, bunun yanı sıra mutlaka dengeli bölüşümü sağlamaya yönelik politi-

1 Piyasa ekonomisinin ortaya çıkardığı sonuçların ayrıntılı olarak, birçok yönüyle tartışıldığı ve eşitlikçi politika önerilerinin değerlendirildiği bir derleme için bkz. Baker, Epstein ve Pollin, 1998.

kaları ön plana çıkaran ve globalleşmenin ekonomi üzerindeki olumsuz etkileri konusunda görüş birliğinde olan iktisatçılar arasında henüz açıklığa kavuşmamış birçok görüş farklılığı da mevcuttur.[2] Ekonomi alanında ortaya çıkan bu konular şu sorular ile somutlaştırılabilir: 1990'lı yıllarla beraber ortaya çıkan eşitsizlik, rantiye ve spekülatif kazanç elde eden kesimin gelişmesi ve reel sektörün daralmasında, yaşanan ekonomik krizlerde uluslararası faktörlerin ve IMF'nin rolü ve payı nedir, yerli faktörlerin ve politikaların rolü ve payı nedir? Uluslararası finansal akımların yarattığı çalkantıları ve istikrarsızlığı azaltmak için uluslararası koordinasyonun üreteceği iktisat politikalarının mı beklenmesi gerekmektedir yoksa yerli hükümetlerin bu sorunlar karşısında iyi tasarlanmış ve etkin politikalar uygulamaları mümkün müdür? Globalleşmenin eriştiği bu düzeyde, hükümetlerin birikim ve dengeli bölüşümü desteklemek amacıyla kullanabilecekleri araç ve başvurabilecekleri politikalar nelerdir?

Bu sorulara kitaptaki makalelerde cevap bulmak mümkün olacaktır. Kitabın bu ilk makalesinde, kitapta yer alan makalelerin incelediği konu, elde ettiği bulgu ve önerdiği politikalara giriş yapmak amacıyla bu makaleler arasında bir gezinti yapılmakta, böylece okuyucuya yol göstermek amaçlanmaktadır. Bu gezinti dört başlık altında derlenmiştir: IMF politikalarının iktisadi temelleri ve sonuçları, 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ekonomilerde ortaya çıkan ekonomik gelişmeler, Türkiye'deki iktisadi yapı, uygulanan politikaların (ve uygulayan politikacıların) etkileri ve ekonomi politikası önerileri.

1.B. IMF YAPISAL UYUM POLİTİKALARI VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER

a) IMF Politikalarının Dayanakları

IMF'nin yapısal uyum politikaları, neoklasik ekonomik modellerden türetilmiş politikalara gelişmekte olan ülkelerin değişik sosyoekono-

2 İktisadi söylemlerde kendini gösteren bu görüş farklılıklarının siyasi temel ve sonuçlarına göre ayrıştırıldığı bir çalışma için bkz. Keyman, 2002.

mik yapılarının yüzeysel olarak iliştirilmesi üzerine kuruludur. Özellikle finansal serbestleşme ile ilgili, IMF'nin gelişmekte olan ülkelere yaptığı önerilerin neoklasik temellerine bakarsak şu önermeleri ön planda görebiliriz:

- Uluslararası sermaye piyasaları, global tasarrufları, nerede olursa olsun en üretken yerlerde değerlendirir, bunun için belirsizlikleri azaltacak bilgiyi sağlar. Dolayısıyla finansal piyasalar etkin çalışır, tasarruflar global ölçekte dağılır ve faiz oranları ile yatırımların getiri oranları eşitlenir. Finansal piyasalar finansal araçları artırır, kredi maliyetlerini düşürerek yatırımlar için kullanılacak kaynakları çoğaltır.
- Sermaye serbestisi, bir ülkenin ekonomik performansını toplam yatırımların yabancı tasarruflar sayesinde yükselmesi yoluyla artırabilir. Yerli sermaye miktarı yetersiz olan ülkeler, yerli tasarrufları artırmaya çalışmak yerine, yurtdışı sermaye piyasalarından kaynak bularak yatırımları ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi sağlayabilir.
- Bütçe açığı ortadan kaldırılmalıdır çünkü tasarruflar yatırımları belirler. Bütçe açığı negatif kamu tasarrufu anlamına gelmektedir, bu da ortalama tasarrufları düşürücü, dolayısıyla yatırımlar için kullanılacak kaynakları azaltıcı etki yapmaktadır. Kamu fazlası, vergileri artırarak değil harcamaları kısarak sağlanmalıdır çünkü artan vergiler özel tasarrufları düşürecektir. Özellikle maaşların düşürülmemesi, kamuya dayalı sosyal güvenlik sistemine kaynak aktarılması özel tasarrufları, dolayısıyla yatırımları ve büyümeyi azaltıcı etki yapar.
- Ücretlerin düşürülmesinin bir diğer gereği de yüksek ücretlerin yatırımlar üzerindeki olumsuz etkisidir. Gelirin sermaye lehine dağılımı ve ücretin gelirden aldığı payın düşük olması yatırım eğilimini artıracaktır, çünkü emeğin gelirden aldığı payın artması yatırımlarda maliyet artırıcı etki yaratacaktır. Bu etki ise talep etkisinden daha önemlidir. Bu nedenle ücret-

lerin düşürülmesi kâr beklentilerini geliştirerek yatırımları artıracaktır.

- Enflasyonun nedeni parasal tabandaki genişlemedir. Bu nedenle merkez bankalarının para kurulu olarak işlev görmeye başladığı istikrar programlarında parasal tabandaki genişleme sadece net dış varlıkların girişine bağlanarak enflasyon engellenmiş olur, çünkü net dış varlık girişindeki artış kadar genişleyen parasal taban, ülkedeki üretim olanakları artacağı için, para talebi doğuracaktır, bu da enflasyona engel teşkil eder.

Yukarıdaki ana akımı temsil eden görüşlere karşı olarak, birçok eleştirel yaklaşım ve görüşün iktisat yazınında bulunmasının yanısıra, gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan ve yukarıda sayılan kabulleri doğrulamayan olgular bulunmaktadır. Bu kitabın birçok makalesinde yukarıda aktarılan IMF önerileri ve bunlara yöneltilen eleştiriler tartışılmakta ve bu politikaların Türkiye ekonomisi üzerindeki sonuçları ele alınmaktadır. Örneğin finansal serbestlikle birlikte, faiz oranlarının düşmediği (makale 4 ve 5), yabancı tasarrufların yurtiçi yatırımlar için kaynak oluşturmaktan uzak olduğu (makale 4, 6 ve 9) ve kredi maliyetinin düşmediği (makale 4 ve 6) gösterilmektedir. Ayrıca yurtiçi tasarrufların yükseltilmesi politikalarının yatırımları ve büyümeyi artırmakta yeterli olmadığı (makale 7), ücret azalmasının yatırımları teşvik etmediği (makale 8 ve 10), finansal serbestliğin ticarete konu olmayan sektörlerin yatırımlarını teşvik ettiği (makale 6 ve10), para kurulu benzeri uygulamalar ile istikrar kazanma çabalarının her zaman mümkün olmadığı (makale 2 ve 3) Türkiye için ortaya konmaktadır.

b) 1990'lı Yılların Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerine Etkileri

1990'lı yılların finansal serbestlik ortamının gelişmekte olan ülkeler üzerindeki iktisadi etkilerine ülke örneklerini inceleyerek bakmak Türkiye'deki ekonomik dengesizlik ve krizlerin genel ve özel nedenlerinin ayrıştırılmasında yararlı olacaktır: Uluslararası sermaye hareketleri

1990'lı yıllarda yön değiştirerek gelişmekte olan ülkelere doğru yönelmiştir. 1990'lı yıllarda sermaye hareketlerinin gösterdiği bir diğer değişiklik ise gelişmekte olan ülkelere giren sermayenin uzun dönemli sermaye girişinden çok, portfolyo yatırımı ya da kısa dönemli sermayede yoğunlaşmasıdır.[3] Bu değişim birçok gelişmekte olan ülkenin göstergelerine çok net olarak yansımaktadır.

Grafik 1.1, IMF yapısal uyum politikalarını izleyen 8 gelişmekte olan ülke için (Türkiye, G. Kore, Tayland, Endonezya, Meksika, Şili, Arjantin ve Brezilya) sermaye girişlerini türlerine ve yıllara göre vermektedir. İstisnasız her ülkede 1990'lı yıllarda sermaye girişinde bir sıçrama gözlenmektedir. Bu sermaye girişlerinin türü incelendiğinde genellikle portfolyo yatırımlar ve özel-kısa dönemli sermaye girişlerindeki artışın dikkate değer bir hız kazandığı görülmektedir. Doğrudan yabancı sermaye girişinin hızı oldukça sınırlı kalmıştır, hatta Arjantin, Şili ve Endonezya'da doğrudan yabancı sermaye kaçışı görülmektedir.

Sermaye girişlerindeki bu artışların gelişmekte olan ekonomiler üzerinde çeşitli etkileri bulunmaktadır.[4] Sermaye girişlerinin rezerv birikimi ve sermaye kaçışı olmadığı durumlarda, cari açığın finansmanında kullanıldığı bilinmektedir. Bir diğer deyişle, aşırı sermaye girişi cari açığın büyümesine ve yerli paranın değerlenmesine yol açmaktadır. Bu sonuç istisnasız olarak sermaye girişi yaşanan ülkelerde ortaya çıkmıştır. Yerli paranın değer kazanması bu ülkelerde, ilk elde, imalat sanayiinin rekabet gücünü azaltıcı bir rol oynamıştır. Aynı şekilde ithalatın ucuzlaması yurt içinde ithal ürünlerle rekabet eden imalat sanayii sektörlerini zayıf düşürmüş ve imalat sanayii üretiminde bir daralmayla sonuçlanmıştır.[5] Faiz oranlarının ve kamu açığının yükselmesi ortaya çıkan diğer olumsuzluklardandır.

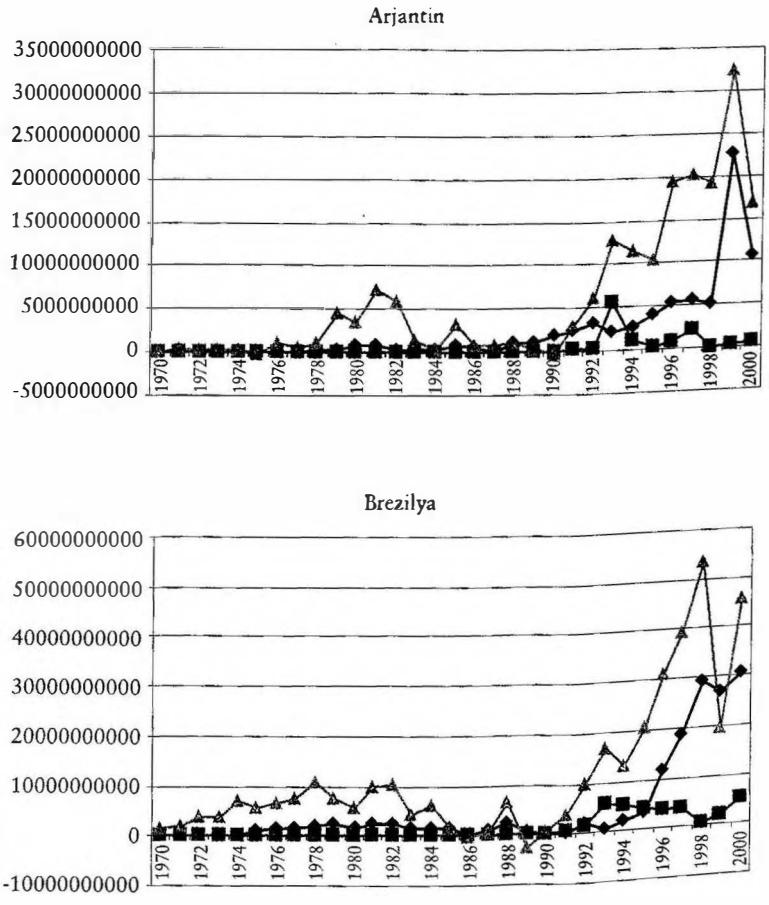
---

3 Bu gelişmenin nedenleri kitabın 4 ve 5. makalelerinde tartışılmaktadır.

4 Sermaye girişlerinin ekonomi üzerindeki etkileri kitabın 4. makalesinde bir model çerçevesinde ayrıntılı olarak ele alınmaktadır.

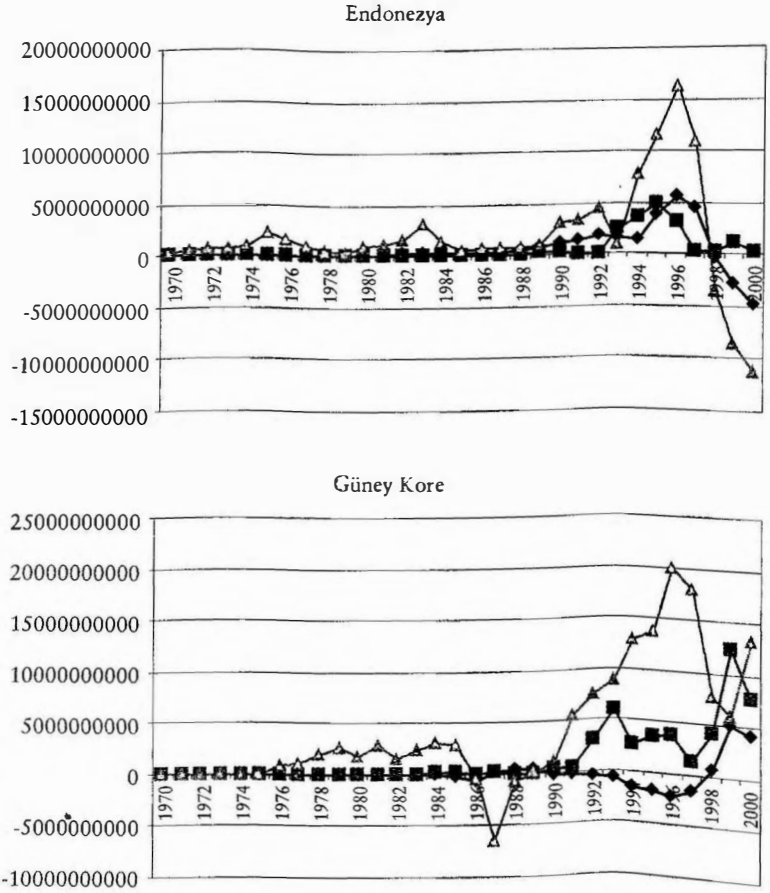
5 Spekülatif sermaye girişlerinin 14 gelişmekte olan ülkenin yatırımları üzerindeki etkileri kitabın 14. makalesinde yer almaktadır.

GRAFİK 1.1
Gelişmekte Olan Ülkelere Sermaye Akımları



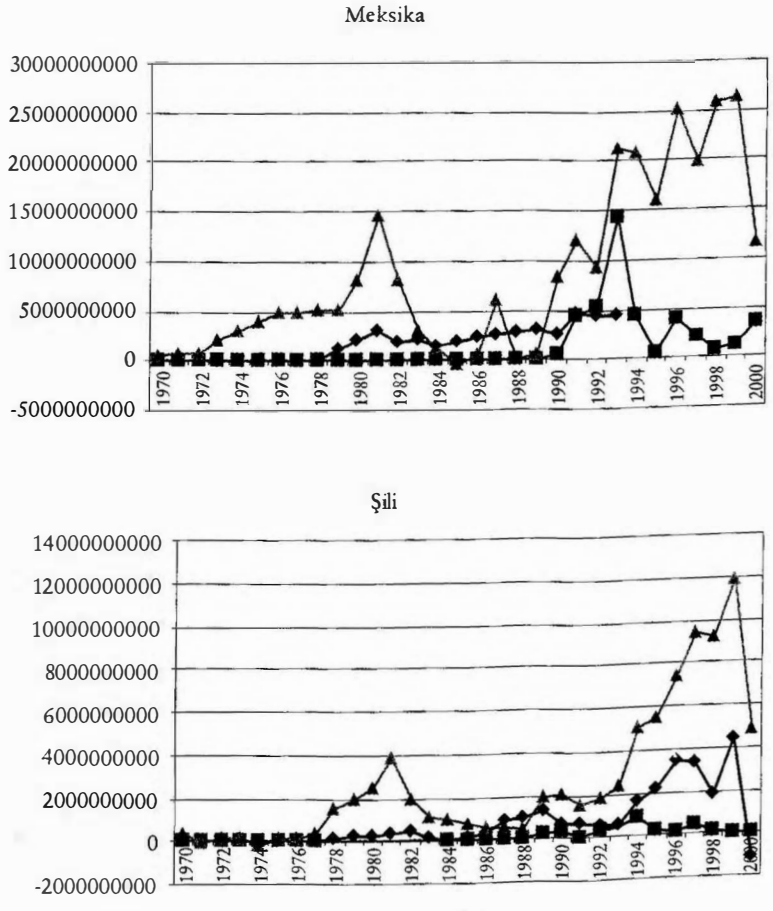
Kaynak: Dünya Bankası, World Development Indicators, 2002.

GRAFİK 1.1
Gelişmekte Olan Ülkelere Sermaye Akımları



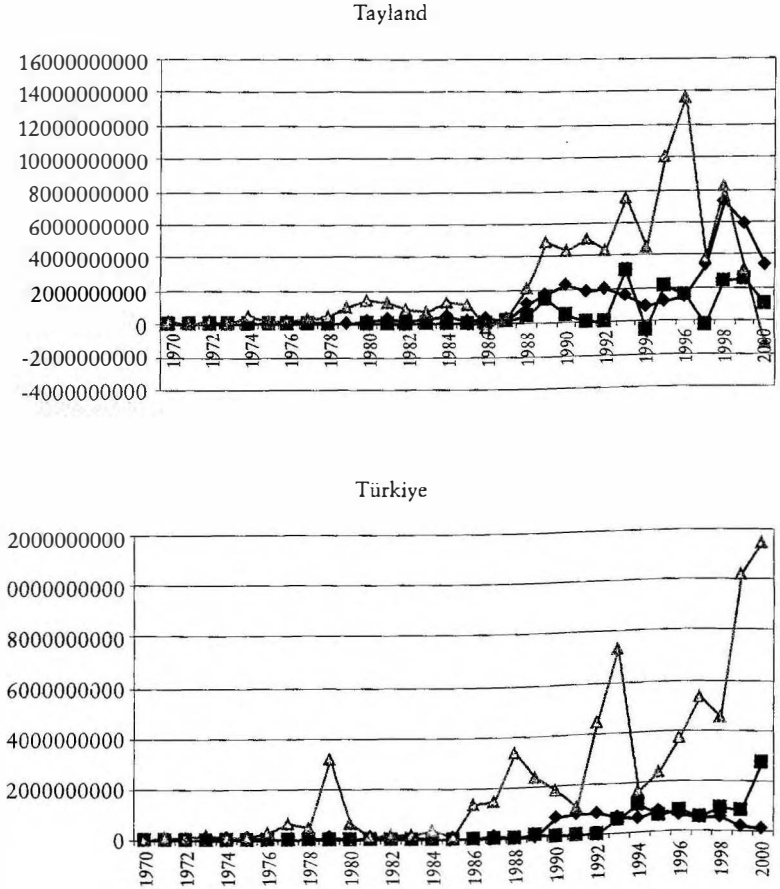
Kaynak: Dünya Bankası, World Development Indicators, 2002.

GRAFİK 1.1
Gelişmekte Olan Ülkelere Sermaye Akımları



Kaynak: Dünya Bankası, World Development Indicators, 2002.

GRAFİK 1.1
Gelişmekte Olan Ülkelere Sermaye Akımları



Kaynak: Dünya Bankası, World Development Indicators, 2002.

Gelişmekte olan ülkelerin dünya ekonomisi ile eklemlenmelerinde ortaya çıkan en önemli sonuç dış borçlarındaki aşırı artıştır (Tablo 1.1). Eklemlenmenin bu sonucu 1990 öncesi kadar sonrası için de geçerlidir. Ancak bu gelişme, 1990 sonrası gelişmekte olan ülkelere cari açıklarının gerektirdiğinden daha fazla miktarda sermaye girmesi ile dış borçların artış hızını yükseltmiştir.

TABLO 1.1
Dış Borç/GSYİH

	1970	1975	1980	1985	1990	1995	2000
Arjantin	18	15	35	58	44	38	51
Brezilya	14	22	30	46	26	23	40
Şili	33	76	44	124	63	34	52
Endonezya	47	36	27	41	61	62	93
G. Kore	29	40	47	50	14	18	29
Meksika	20	21	26	53	40	58	26
Filipinler	33	28	54	87	69	51	67
Tayland	14	13	26	45	33	59	65
Türkiye	15	11	28	39	33	43	58

Kaynak: Dünya Bankası, World Development Indicators, 2002.

Özetle, uluslararası rekabet gücünde bir daralma ve sanayilerinde bir gerileme/duraklama süreci ile birleşen aşırı borçlanma olgusu gelişmekte olan ülkelerden yurtdışına yapılacak kaynak transferinin boyutunu her zamankinden daha çok artıracaktır. Bu olgu gelişmekte olan ülkelerin geleceklerinin ciddi bir ipotek altına girmesi demek olacaktır.

Bu borçların ödenmesini garanti altına almaya çalışan IMF'nin önerdiği politikalar ise ödemeler dengesinde cari fazla ve bütçede birincil fazladır. Cari fazla için yerli paranın değer kaybı ve düşük ücret en temel uygulamadır. Bu uygulama aynı nitelikteki işgücünün gelişmiş ülkelere göre daha ucuza istihdam edilmesi ya da ucuz işgücünün istihdam edildiği sektörlerde rekabet gücü kazanılması ile sonuçlanmaktadır. Bütçe birincil fazlası ise faiz ödemelerinin sürmesi, bunun dışındaki kesimlere transferlerin, sosyal amaçlı harcamaların ve yatı-

rım harcamalarının durdurulması anlamına gelmektedir. Tüm bu uygulamaların, ülkenin sosyal dokusu ve kesimler arası bölüşüm dengesi üzerinde olumsuz etkisi bulunmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerin aşırı dış borca ve bu borçları ödemek için ucuz işgücü ve çözülmüş bir sosyal yapıya mahkum oldukları söylenebilir. IMF'nin borç vermek için önkoşul olarak sürdüğü bu politikalar gelişmekte olan ülkelerin dış borçlarını ödemelerini garanti altına alma çabası olarak tanımlanabilir. IMF'nin bu politikaları empoze etmesinde dayandığı rasyonel ise, gelişmekte olan ülkelerin dış borçlarını ödemedikleri takdirde dünya finansal sisteminin çöküntüye uğrayabileceğidir. Bu yaklaşım, dünya finansal sisteminin gelişmekte olan ülkeler üzerinde yarattığı olumsuz sonuçların telafi edilmesi ya da bunların yeniden yaşanmaması için reformlar yapılması gibi önerileri ise göz ardı etmekte ve görmezlikten gelmektedir.

Halbuki, 1990'ın ikinci yarısından sonra ekonomik yapıları ve temel göstergeleri önemli farklılıklar gösteren birçok gelişmekte olan ülkenin ardı ardına kriz yaşamaya başlamaları[6] ve krizlerle ilgili yapılan çalışmaların sermaye hareketlerindeki serbestliğin kriz üzerindeki katkısını dile getirmeleri, sermaye hareketlerinin kontrolü konularında önemli bir tartışmanın yeniden başlamasına neden olmuştur. Son krizlerden sonra yapılan çalışmalar sermaye hareketlerinin kısıtlanması, kontrolü, regüle edilmesi, yeni ulusal ve uluslararası kurumların yaratılması konularında çok sayıda öneri ortaya atılmaktadır.[7]

Diğer yandan, gelişmekte olan ülkelerin spekülatif sermaye girişlerinden etkilenme düzeyleri, uygulanan ulusal politikalara göre farklılık göstermektedir. Sermaye girişleri karşısında pasif politikalar uygulayan ülkelerde yerli paranın daha çok değerlendiği, bu ülkelerde cari açığın daha çok büyüdüğü söylenebilir. Ayrıca politikacıların kısa

---

6 Arjantin ekonomisinin 2001 krizi, Kore ekonomisinin 1997 krizi ve Meksika ekonomisinin 1994 krizi sırasıyla bu kitabın 11, 12 ve 13. makalelerinde ele alınmaktadır.

7 Dooley vd., 1996; Eichengreen vd., 1998; Cooper, 1999; Crotty ve Eipstein, 1999; Cornford, 2001; Obstfeld, 1998; Ocampo, 2000; Rodrik, 1998; Stiglitz, 2000; Eatwell ve Taylor, 1998, Wyplosz, 2001; Akyüz ve Cornford, 1999; Baker, Eipstein ve Pollin, 1998.

dönemli sermaye girişlerine ve kısa dönemli borçlanmaya güvenip cari harcamaları artırdığı ülkelerde, kısa dönemli sermaye girişleri ve spekülatif sermayeye bağımlılık daha da yükselmektedir.

Spekülatif sermaye girişlerinin hızla gelişmekte olan ülkelere yöneldiği yıllarda, tüketim patlamasını daha da körükleyecek olan kamunun cari ve transfer harcamalarında artış, bankacılık ve finans sektöründe kuralsızlık ve denetimsizlik, faiz gelirlerinin vergilendirilmemesi gibi uygulamalar aşırı sermaye girişinin ve IMF'nin önerdiği politikaların yarattığı tahribatın azdırılması sonucunu doğurmaktadır. Kısa dönemli dış borca dayalı "büyüme/şişirme" politikaları daha sonraki yıllarda daralma ve özelleştirme yolu ile elden çıkarılan kamu varlıkları dahil, yurtdışına kaynak transferi ile sonuçlanmaktadır. Bir başka deyişle, kısa dönemli dış borca dayalı "Lale Devri" uygulamaları daha sonraki yıllarda lalelerle birlikte, lale soğanlarının da yurtdışına gönderilmesine neden olmaktadır.

Makalenin bundan sonraki bölümünde Türkiye'de uygulanan iktisat politikalarının, IMF politikalarının olumsuz sonuçlarını nasıl şiddetlendirdiği ve 1990 yılından bu yana siyaset sahnesinde olan tüm siyasi partilerin nasıl sadece kısa dönemli güdülerle ve popülarite artırma çabaları ile hareket ettikleri konularına değinilecektir.

1.C. 1990'LARIN DÜNYASINDA TÜRKİYE'DE EKONOMİNİN YÖNETİMİ

Türkiye ekonomisinin 1990'lı yılların öncesinden kalan ve süreklilik arz eden birçok yapısal sorunu ve dengesizlikleri bulunmaktadır. Bunlar kitabın ilerideki makalelerinde ayrıntılı olarak ele alınmaktadır. Burada, özellikle dış finansal serbestlik ortamında ekonomideki dengesizliği körükleyici, krize sürükleyici, krizin yıkıcı gücünü artırıcı bir sorundan söz edilecektir. Bu açıdan bakıldığında, Türkiye ekonomisinin 1990'lı yıllar için gözle görülür en temel sorunu gelirinden daha çok harcamasıdır. Bu sorun kamu açığı ve cari açıkta kendini göstermekte gerek kamunun gerek özel sektörün hızla ve kısa dönmeli borçlanması ile de vücut bulmaktadır.

a) Kamu Açığı

Türkiye'de, hükümetlerin ekonomi yönetimlerindeki performansları birikim ve büyüme sağlayıcı insan ve fiziki sermayeye yatırım, verimlilik artışı ve etkinlik artışı gibi uzun dönemli sonuçlara dayandırılmaktan çok, ekonominin örgütlü aktörlerine ve çıkar gruplarına kaynak transferinde bulunulması, uygulanacak iktisat politikalarının temel teşvik unsurları olarak kaynak transferi ve doğrudan parasal desteklerin kullanılması, başta yüksek gelir kesimleri olmak üzere düşük vergi toplanması gibi kısa dönemli sonuçlara dayandırılmaktadır.

Özellikle çok partili koalisyonların hüküm sürdüğü 1990'lı yılların atmosferi, kamu gelirlerindeki kısıtı aşmak için dış finansal sermayeyi kullanarak kamu harcamalarını artırmak, ekonomiyi hızlı bir büyüme (şişirme) sürecine sokmak ve her kesim nezdinde popülarite artırarak yeni seçimlere hazırlanmak olarak betimlenebilir.[8] Bunu açık olarak izleyebileceğimiz bir ekonomik gösterge olan kamu açıkları, yani vergi gelirlerinin çok üzerindeki harcamalar 1990'lı yıllarda kamunun en önemli özelliği haline gelmiştir.[9] Sosyal güvenlik, eğitim ve yatırım-istihdam olanaklarını artırmak amaçlı harcamaların uzun dönemli dış borç ile yapılabilmesi etkin bir politika olarak kabul edilebilir. Ama kısa dönemli, yüksek faizli spekülatif sermayeye güvenerek harcamaları artırmak, bu harcamaları tüketim eğilimi en yüksek kesimler dahil her kesime kaynak transferi olarak yapmak kısa dönemde dahi sürdürülebilir bir politika değildir.

Popülarite artırılmasına yönelik kamu harcamalarını artırıcı ve kamu gelirlerini azaltıcı politikaların, Keynesgil anlamda genişlemeci politikaların unsurları ile karıştırılmamasına dikkat edilmelidir. Çünkü, popülarite artırmaya yönelik politikalardan farklı olarak, genişlemeci politikaların, talep artışına cevap verecek üretim ve yatırım artışını da öngörmüş olmaları gerekir. Atıl kapasitenin olmadığı durumda, yeni kapasite yaratılamadığı durumda, yerli paranın değerli ve finansal akımların serbest olduğu ortamda yüksek kamu açığı, tüketim

8 Bkz. makale 4 ve 5.

9 Bkz. makale 2, Tablo 2.1.

malı ithalatını artırıcı sonuç doğurur, dış borçluluğu artırır, kamu hesaplarında yüksek faiz ödemelerine dayalı açık yaratır.[10]

b) Cari Açık

Bir diğer ekonomik gösterge dışarıdan kaynak kullanımını ya da dışarıya kaynak transferini gösteren dış ticaret açığı ya da faiz dışı cari açıktır. Bu göstergeye baktığımızda şunu görüyoruz: Türkiye sürekli olarak dış kaynak kullanan[11] yani borç alan bir ülke. Türkiye'de 1980 yılından sonra başvurulan ihracatı artırma çabaları olumlu sonuç vererek ihracat artışı yaşanmıştır. Ancak incelediğimizde, bu ihracat artışının yapısal bir rekabet gücü, yatırımlar ve verimlilikteki artış gibi uzun dönemli gelişmelerden çok, parasal destek, devalüasyon, düşük ücret gibi kısa dönemde etki yapan faktörlere bağlı olduğunu görüyoruz. Bu faktörlerin çeşitli iç ve dış gelişmeler sonucu uygulanamaz hale geldiği 1980'li yılların sonundan itibaren ihracatın artışında duraklama ve ithalatı karşılama oranında görülen düşüş, dış açığı yine artırmaya başlamıştır.

1990'lı yıllar, dış finansal serbestliğe geçilmesi ile birlikte artan oranda dış kaynak kullanımına sahne oldu. Bu kez, bir yandan cari açık büyürken, cari açığın gerektirdiğinden daha fazla dış sermaye girişi sözkonusu idi. Bunu, uluslararası rezervlerin aşırı yükselmesinden izleyebiliyoruz. Bu dönemin başında, Türkiye'de dış kaynak kullanılarak hızlı büyüme oranları gerçekleştirildi. Ancak 1990'lı yılların en büyük özelliği her hızlı büyüme dönemini ciddi bir daralmanın izlemesidir. GSMH büyüme hızının yıllara göre çiziminin bir testere ağzını andırdığı görülebilir. İstikrarsız büyüme ya da büyümeden çok aşırı dış

10 Diğer yandan hükümete geçen bir siyasi parti uzun süre reel gelir kaybına uğramış bir kesime, ya da herhangi bir kesime, partisinin dayandığı siyasi görüşe bağlı olarak kaynak transferi yapmak isteyebilir. Uygulanan tüm iktisat politikalarının esas olarak bir siyasi tercihi yansıttığı ve kesimler arasında nötr ve alternatifsiz bir iktisat politikası olamayacağı kabulüne dayalı olarak, popülarite artırmak amaçlı politikalar kısa dönemli oy artırmaya yönelik politikalar olarak tanımlanabilir.

11 Makale 2, Tablo 2.1'de görülebileceği gibi Türkiye, 1980'den bu yana, 1988-89, 1994 ve 2001 yılları dışında, sürekli dış kaynak kullanmıştır. Makale 15, Tablo 15.1'den görülebileceği gibi, böyle bir sürekli dış kaynak kullanımı Latin Amerika ülkelerinin hiçbiri için mümkün olmamıştır.

kaynak girişi sonucu bir şişme, ertesi yıl sönme (negatif ya da çok düşük bir büyüme) 1990'lı yıllarda ekonominin yapısal özelliği haline gelmiştir.

Kamu açığının spekülatif sermaye ile finanse edilmesi gibi, cari açık da spekülatif sermaye ile finanse edildi. 1990'lı yıllarda cari açığı finanse etmek için başvurulan bu yüksek faizli spekülatif sermaye gerek kamu gerek özel finans sektörü tarafından çok sevildi ve kullanıldı. Kamu, kısa dönemli bir perspektif ile, iç kaynak yaratmadan dış borca dayanarak cari harcamalarına hız verebildi: Popülist politikaları uygulayabilmek için kolay elde edilen bir dış kaynak bulunmuştu. Finans kesiminin açık pozisyon ile çalışmayı tercih etmesi, etkinliğinin düşük olduğu her gün özel sektör tarafından ilan edilen kamuya özel bankaların kredi açması, reel sektörün iç talebin şiştiği sektörlere aşırı yatırım yapması gibi gelişmelere bakıldığında özel sektörün de uzun dönemli bir ufuğa sahip olduğu söylenemez.[12]

Özetle, Türkiye ekonomisinde uygulanan bu kısa erimli, gelirinden çok harcama politikaları, zaten neoklasik temelli IMF uygulamaları ile pekişen dengesizliklerin iyice güçlenmesine neden oldu: Kamu, 1990'dan günümüze, birkaç kez borç döndüremez duruma geldi; bankacılık sektörü hâlâ bütün tasarrufların güvence altında bulundurulmasına ihtiyaç duyacak halde; reel sektör ise yaşanan tüm ihracat artışına rağmen birçok sektörde atıl kapasiteye sahip.

Borç servisinin yerine getirilmesi, dış borç yükünün azaltılabilmesi için IMF'nin önerdiği politikalar çok açık: Sosyal, cari ve yatırım harcamaları düşürülerek ve vergiler artırılmayarak kamu hesaplarında birincil fazla verilecek, diğer yandan cari açığın azaltılabilmesi için ihracat artırılacak ve eğer uluslararası rekabet gücü verimliliğe dayalı olarak artırılamıyorsa, ucuz işgücüne dayandırılarak artırılacak.

Bu politikaların alternatifleri nelerdir? Kitapta, 1990'lı yıllarda uygulanan politikaların ekonomide yarattığı dengesizlikler ve krizler

12 Özel sektörün spekülatif sermayeye dayalı aşırı borçlanmasının ekonomiyi nasıl krize sürükleyebileğinin Kore ekonomisi çerçevesinde tartışıldığı bir çalışma için kitabın 12. makalesine bakılabilir.

üzerindeki etkileri incelenirken, her makalede, ele alınan konunun çerçevesine bağlı olarak alternatif politika önerileri ortaya atılmaktadır.

1.D. ALTERNATİF POLİTİKA ÖNERİLERİ

Kısa dönemli sermayenin sınırlaraşırı dolanımının çok artması, spekülatif sermaye hareketlerinin dünya ticaret hacminin çok üzerinde seyretmesi, farklı ekonomik yapı ve özellikteki birçok gelişmekte olan ülkenin krizler yaşaması karşısında, uluslararası düzeyde kurumsal reformların yapılması, yeni uluslararası kurumların yaratılması ve/veya IMF'nin dönüştürülmesi önerileri ön plana çıkmaktadır. Bu reformların amacı borç verenlerin aşırı risk almalarını ve finansal piyasalarda aşırı spekülatif atakların ortaya çıkmasını engellemek olmalıdır. Diğer yandan bu reformların amacı global sermaye piyasasının daha yakından izlenmesi, düzenlenmesi ve kontrolü işlevlerini yüklenebilecek kurumların yaratılması olmalıdır.

Aşırı atakları, arbitraj işlemlerini, döviz spekülasyonunu ve aşırı risk alan işlemleri kanalize eden kurum ve piyasaların, bu işlemler sonucu ortaya çıkan ekonomik krizlerin maliyetinden pay almaları durumunda, bu tür işlemleri yapmak caydırıcı hale gelebilir. Bu da uluslararası koordinasyonu ve kurumları gerektirmektedir.

Sermaye akımlarında ortaya çıkan patlamaların ekonomi üzerindeki yıkıcı etkilerini engellemek için Tobin vergisi uygulamaları çok önemlidir. Bu vergi, spekülatif sermaye girişinin çeşitli ekonomik göstergeler uyarınca kaynağında vergilendirilmesini amaçlamaktadır. Bu sistem yangın çıkmadan sigortanın atarak elektrik akımını kesmesi olarak düşünülebilir. Spekülatif atakların ülke içine girdikten sonra ortaya çıkardığı sorunlarla mücadele etmeyi amaçlayan politikalardan daha etkin sonuçlar verebilir. Sürekli ya da aşırı atakların ortaya çıktığı dönemlerde geçici olarak uygulamaya konulabilir. Diğer yandan ülkelerin merkez bankaları tarafından uygulanabileceği gibi tekil ülkelerin aşırı ataklarla karşı karşıya kalmamaları için global olarak uygulanabilir.

Yaşanan bunca krize ve ekonomik çalkantıya rağmen, uluslararası düzeyde reformların yapılması, dünya siyasi arenasındaki gelişme-

lerle çok ilgilidir. Fakat globalleşmenin olumsuz etkilerinin yeni kurumlar tarafından düzeltilmesini beklemekten başka uygulanabilecek politikalar vardır. Gerek IMF politikalarının, gerek Türkiye'de uygulanan politikaların tartışıldığı bu kitabın makalelerinde, ayrıca birçok politika önerisine yer verilmektedir. Bu politikaları özetle ve en genel hatlarıyla aktarabilmek için, aşağıda, kitabın makaleleri üç başlık altında tanıtılmaktadır: Birinci başlıkta krizin ortaya çıkış nedenleri ve buna karşı başvurulabilecek politikalara, ikinci başlıkta finansal globalleşmenin yatırımlar üzerindeki olumsuz etkileri ve buna karşı başvurulması gereken politikalara ve üçüncü başlıkta ülke örneklerinden ve karşılaştırmalarından çıkarsanabilecek dersler ve politikalara giriş yapılmaktadır.

a) Krize Kilitlenmek: Türkiye Ekonomisinin
Çeyrek Yüzyıllık Yolculuğu

İkinci makalede, 2001 yılında uygulanmaya çalışılan Güçlü Ekonomiye Geçiş programının başarıya ulaşmasında en temel unsurlar olarak görülen ihracatı artırma ve ithalatı azaltmaya yönelik politikaların kısa dönemli sonuçlar verebileceği öne sürülmekte, diğer yandan ihracat ve ithalat alt sektörlere göre incelendiğinde bu alt sektörlerin ya döviz kuru ya da büyüme gibi farklı faktörlerin etkisi altında olduğu ele alınmaktadır. Makalede ihracatın yapısal bir rekabet gücü kazanmasına ve ithalata bağımlılığının düşmesine yönelik politikalar uygulanmadan uzun soluklu bir dış ticaret fazlasının sağlanamayacağı sonucuna varılmaktadır.

Üçüncü makalede, 1999 yılı sonunda uygulamaya konulan ve nominal çapa uygulamasına dayalı istikrar programı değerlendirilmektedir. Ayrıca bu makalede, 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan iki krizin nedenlerinin tartışılmasına ve bu tür istikrar programlarında ortaya çıkan sorunlar ve bunların karşısında başvurulabilecek politikalara yer verilmektedir. Nominal çapaya dayalı istikrar programları uygulayan gelişmekte olan ülkelerde görülen tüm sorunların Türkiye'de de kendini gösterdiği ele alınmaktadır. Diğer yandan, programın dikte ettiği bazı uygulamaların dışında, ortaya çıkan ve çıkması aşikar olan

bazı sorunlar karşısında hükümetin çok pasif kaldığı bu makalede tartışılmaktadır. Elde edilen sonuçlara göre, nominal çapa uygulayan ülkelerde ortaya çıkan sorunların başında döviz kurunun değerlenmesi ve tüketim patlaması gelmektedir; bu nedenle bu tür politikalara başvurulmadan ülkedeki göreli fiyatları dengeleyici düzeltici devalüasyonlar yapılması gereklidir. Ayrıca, tümüyle dış kaynak girişine dayanan ve parasal tabandaki artışın net dış varlık girişine dayandırıldığı istikrar programlarında spekülatif sermaye girişlerine karşı önlem alınması önemlidir. Gerek IMF gerek hükümetin bankacılık sektörünün kırılganlığını gayet iyi bilmelerine rağmen, bankacılık reformlarının programın uygulamaya konulmasından önce (ve sonra) yapılmamış olması çok büyük bir hatadır.

Dördüncü makale, 1990 yıllarından sonra Türkiye'ye giren yabancı ve spekülatif karakterli sermayenin Türk ekonomisi üzerindeki etkilerini ele almaktadır. Çalışmada uluslararası sermaye akımlarının Türk ekonomisi üzerindeki etkileri bir model çerçevesinde incelenmiştir. Modelde uluslararası sermaye akımlarının Türkiye ekonomisi üzerindeki etkileri kamu dengesi, para ve finans kesimi dengesi ve dış ticaret ile sektörel yatırımları içeren reel kesim dengesi açısından ele alınmıştır. Modelin sonuçlarına göre, aşırı spekülatif sermaye girişi, yaşanan dolarlaşma, TL'nin değerlenmesi, kısa vadeli dış borçlarda artış gibi dengesizlikler dışında, yüksek tüketim, yüksek faiz ve reel sektörün yatırımlarında daralma ve dış ticaret açığında büyüme gibi dolaylı etkiler aracılığıyla krizi körükleyen dengesizlikleri yaratmaktadır. Dengesizlikler ve krizler üzerinde etkili olan spekülatif sermaye ile mücadele politikaları konusundaki öneriler bu konuda yer almaktadır. Bunlar, temel olarak uluslararası finans sisteminin yeniden düzenlenmesi ve spekülatif sermaye hareketlerinden vergi alınması konularında yoğunlaşmaktadır. Modelde yüksek tüketim, yüksek faiz ve değerli döviz kurunun ekonomiyi kıskaca aldığı gösterilmeye çalışılarak, bunların ekonomi üzerinde olumsuz etki yaratmadan önce spekülatif sermayenin ekonomiye girişi aşamasında kısıtlamalar getirilmesi gerektiği öne sürülmektedir.

Beşinci makale özel olarak 1994 krizini incelemektedir. Bu makalede aşırı sermaye girişinin ekonominin çeşitli dengeleri üzerindeki olumsuz etkilerinin yanısıra, 1990-1994 dönemindeki iktidarların spekülatif sermaye akımı ile karşı karşıya iken uyguladıkları yanlış politikalar incelenmiştir. Ortaya çıkan dengesizliklerle beraber, hükümetin sıcak para karşısındaki yanlış politikası ve yanlış kriz yönetimi 1994 krizinde kritik bir rol oynamıştır. Bu açıdan bakıldığında, Türkiye sadece hükümetlerin sermaye girişleri karşısında pasif politikalardan dolayı değil, aynı zamanda popülaritelerini artırmak amacıyla sermaye girişlerinin tüm kesimlere kaynak transferi yaratmak amacıyla kullanılması girişiminden dolayı da ilginç bir vakadır. Türkiye örneği, dünyada iyice entegre olmuş finansal piyasaların bulunduğu bir ortamda, popülarite artırma politikalarının içerdiği tehlikeleri de gün ışığına çıkartmaktadır. Beşinci konu 1994 yılından sonra da kısa dönemli sermaye girişleri ile mücadele politikalarının izlenmediğini göstermektedir. İlginç olan bir diğer nokta, 1994 krizinden sonra sermaye girişleri ve onun etkileri 1994 öncesindeki gibi sürerken, en önemli değişikliğin ücret ve maaşların azaltılmasında kendini göstermiş olmasıdır.

b) Kara Delik: Türkiye Ekonomisinde Yatırım Politikaları

Spekülatif amaçlı yabancı sermaye girişindeki artışın yatırımlar ve yatırımların sektörel dağılımı üzerindeki etkileri kitabın altıncı makalesinde ele alınmıştır. Sergilenen genel sonuçlara göre, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi yatırımları olumsuz etkilemektedir. Makalenin bulgularına göre yabancı sermaye akımları yatırımlar ile bir tamamlayıcılık ilişkisi göstermemekte ve daha çok tüketim için kaynak oluşturmaktadır. Bu makalenin sonuçlarına göre, bir iktisat politikası önermesi olarak, yatırımların artırılması için yabancı sermaye akımlarına güvenmenin yersiz olacağını belirtmek yanlış olmayacaktır. Altıncı makale yabancı sermaye akımlarının yurtiçi yatırımları tüketim artışı aracılığıyla etkilediğini, bunun da yatırımların sektörel dağılımında ticarete konu olmayan sektörlerin göreli yatırımlarında bir artışa neden olduğunu göstermektedir. Ayrıca altıncı makalede, Türkiye'nin yıllar-

dır karşılaşmakta olduğu dış ticaret açığı sorununun uzun dönemli tek çözümünün yapısal rekabet gücünü artırabilecek şekilde dışa açık sektörlerin yatırım oranlarını yükseltmekten geçtiği belirtilmektedir.

Hangi tür politikalarla yatırımlar için gerekli kaynaklar artırılabilir sorusuna neoklasik iktisadın cevapları çok açıktır: Yurtiçi tasarrufları yükseltmek, geliri ücretlerin aleyhine ve kârların lehine dağıtmak, bunların yeterli olmadığı durumda yabancı tasarruflara başvurmak.

Kitabın yedinci, sekizinci ve dokuzuncu makalelerinde bu üç neo-klasik önerme çeşitli ekonometrik yöntemlerle test edilmekte ve sırasıyla yurtiçi tasarrufları artırmaya yönelik politikaların yatırımları artırmak için yeterli olmadığı; gelirin ücretlerden kârlara doğru dağılımının yatırımları güçlendirmediği; yabancı sermaye girişlerinin yatırımlar için kullanılabilir bir kaynak oluşturmadığı öne sürülmektedir. Kitabın sözkonusu makalelerinde, ortaya çıkan bulgular ışığında ne tür politikalar ile yatırımların artırılabileceği tartışılmaktadır.

Türkiye'de, uzun yıllar uygulanan kemer sıkma politikaları ile kamu harcamalarının kısıtlanarak kamu tasarrufu yaratılmaya çalışılması, özel kesim tasarruflarını düşüreceği kaygısı ile vergilerin artırılmaması, sosyal güvenlik reformları ve özelleştirme çalışmaları, hep tasarrufların yatırımları ve büyümeyi belirleyeceği kabulünden yola çıkarak uygulanmaktadır. Kemer sıkma politikalarının izin vermemesi nedeniyle, insan sermayesi ya da fiziksel yatırımları teşvik etmeye dayalı olarak yatırımlardan başlayacak bir büyüme ve tasarruf artışı politikası ise uygulanamamaktadır. Yedinci makalenin amacı özel tasarruf-yatırım ve büyüme arasında nedensellik ilişkisini test ederek hangi politikanın ön plana çıkması gerektiği konusunda ipuçları bulmaktır. Bu makalede elde edilen sonuçlara göre, Türkiye'de büyümede gözlenen değişiklikler, sonraki dönemlerde özel sektörün tasarruflarındaki değişimlerin açıklanmasında rol oynamaktadır. Bu bulgu, tasarrufların artırılmasında büyüme politikalarının önemini ön plana çıkarmaktadır. Tasarrufların büyüme ve yatırımlar üzerinde değişim yaratabileceğine ilişkin bir bulguya ise rastlanmamaktadır. Bu nedenle, özel tasarrufları artırmanın gerek insan sermayesi, teknolojik yenilik ve fikirle-

re dayalı büyüme politikalarından, gerekse fiziksel yatırımları artırmaya yönelik politikalardan geçtiği söylenebilir.

Sekizinci makale bölüşüm-yatırım ilişkisini ele almaktadır. Makale Türk imalat sanayiinde "stagnasyonist" bir rejimin ve ücret-çekişli bir büyüme modelinin geçerli olduğuna ilişkin bulguları ortaya koymaktadır. "Stagnasyonist" rejimde ücretlerin azalması yatırımları ve dinamik bir büyümeyi olumlu etkilemez. Ücret çekişli bir rejimde, benzeri bir şekilde, ücret paylarındaki azalma kâr paylarını artıracaktır ancak bu azalma sonucu yatırımlar artmaz. Çünkü kâr payının artmasının yatırımlarda yarattığı genişlemeden daha büyük bir daralma ücret paylarının azalması ile ortaya çıkan tüketim daralmasından doğmaktadır. Sekizinci makale, gelirin sistematik olarak ücretlerden kârlara doğru yeniden dağılımını temel alan yapısal uyum politikalarının yatırımlar üzerinde doğurduğu sorunları incelemektedir. Makalenin ekonometrik inceleme sonucu elde edilen bulgularına göre, Türkiye'de ücret azalması yatırımları güçlendirememektedir; yatırımların güçlenmesi, düşük ücretlere dayanan bir dış rekabet gücü arttırma politikasına değil, nitelikli işgücüne ve verimlilik artışlarına dayanan bir politikaya gereksinim duymaktadır.

Dokuzuncu makale, konuyu yedi ve sekizinci makalelerin bıraktığı yerden almakta ve yabancı tasarrufların yurtiçi yatırımları artırmakta kaynak teşkil edip etmediğini sorgulamaktadır. Bu makalede, yabancı tasarrufun Türkiye'deki derneşik harcama kategorileri üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Makalenin ekonometrik sonuçlarına göre, yabancı tasarruflar yurtiçi yatırımlar için ek kaynak yaratmak yerine, özel tüketim harcamalarını finanse etmek için kullanılmaktadır. Bu durumda yatırımlarda, buna bağlı olarak verimlilik ve rekabet gücünde kalıcı bir artışa ulaşmak için yabancı tasarrufa güvenmek yeterli olmayacaktır.

Yapısal uyum politikalarının beklentilerinin tersine, 20 yıl süren bir dışa açılma dönemi boyunca ticarete konu olmayan sektörlerin yatırımlarına doğru bir yönelme ortaya çıkmıştır. Onuncu makalede, böyle bir gelişme üzerinde etkili olan politikalar ve ekonomik gelişmeler ele alınmış ve bu faktörler ekonometrik olarak sınanmıştır. Dışa

açılma politikalarından başlayan ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile pekişen bu süreci, ticarete konu olan sektörlerin yatırımları lehine döndürmek için sayılabilecek politika önerileri arasında ticarete konu olmayan sektörlerin kârlılığını azaltmak amacıyla spekülatif sermaye girişi ile mücadele etmek; ticarete konu olan sektörlerin maliyetlerini düşürecek ve risklerini azaltacak, kârlılık artırmaya yönelik politikalar izlemek; ticarete konu olan sektörlerde rekabet gücünü nitelikli işgücü üzerine oturtmak ve verimlilik ile ücretleri ilişkilendirebilmek gibi politikalar sayılabilir ve detaylı olarak makalede izlenebilir.

c) Türkiye Dünyanın Neresinde?
Karşılaştırmalı IMF Uygulamaları ve Krizler

IMF politikaları uygulanan ülkelerde aşırı borçlanarak istikrar sağlanabilmekte ve artan dış borç oranı en önemli dengesizlik unsuru haline gelmektedir. Onbirinci makalede, Arjantin örneğinden ve krizinden yola çıkarak, istikrar sağlansa bile dış borçların ödenebilmesi için belirli bir ekonomik büyümenin gerekli olduğu ortaya konulmaktadır. Bunun dışında, uzun yıllar verilen faiz dışı bütçe fazlasının dış borç yaralarını tedavi edecek güçte olmadığı da Arjantin örneğinde görülmektedir. Uygulanan istikrar politikaları, özellikle değerli kur uygulamaları süresince, reel sektörün çok zayıflaması, dış borçların ödenmesi için gerekli cari fazlayı da sağlayamamaktadır. Diğer yandan, Türkiye için bugün sanki çok önemli bir sorun değilmiş gibi görünen dış borç faiz ödemeleri önümüzdeki on yılda cari açığın en önemli kalemi haline gelebilir. Aynen 1980'li yıllarda Arjantin ekonomisinde bir sorun teşkil etmeyen faiz ödemelerinin bugün cari açığın büyümesindeki en önemli kalemi oluşturması gibi. Onbirinci makalenin sonucuna göre, ihracatı ile ithalatını finanse edemeyen Türkiye'nin ve diğer gelişmekte olan ülkelerin sadece ithalatlarını değil, bir de dış borç faiz ödemelerini finanse edebilecek şekilde bir rekabet gücü kazanabilmeleri gerekmektedir.

Onikinci makalede, Güney Kore'de 1997 yılında yaşanan krizin sermaye girişi ile olan ilişkisi ele alınmaktadır. Türkiye'ye oranla ihra-

catın çok yüksek olduğu Güney Kore'de aşırı sermaye girişi yerli parayı değerlendirerek ihracatın büyümesini durdurmuştur. Bu nedenle her iki ülkede de cari açık büyümüştür. Türkiye'de kamu daha önce aldığı yüksek faizli borçların faiz ödemeleri için borçlanmaya başlayacak kadar bir kısır döngü içine düşmüştür. G. Kore'de ise yüksek faizle borçlanan özel kesimdir. Bu borçla gerçekleştirilen yatırımlar sonucu ortaya çıkan üretim artışını massedecek bir iç talep ve dış talep eksikliği ekonomiyi krize yöneltmiştir. Onikinci makalenin sonucuna göre her iki ülkede de kriz, aşırı borçlanan kesimi vurmuştur: Türkiye'de kamunun iflası kendini üç basamaklı enflasyon ile gösterirken, Kore'de kriz özel sektör firmalarında yaşanan iflaslar ile kendini göstermektedir.

Neoklasik teori, gelişmekte olan ülkelerde ekonomide dengesizlik olması halinde, sermaye girişlerinin olumsuz etkilerinin ortaya çıkabileceği görüşünü öne sürmektedir. Onüçüncü makalede, Meksika'da 1994 yılında yaşanan krizle Türkiye'de 1994 yılında yaşanan kriz karşılaştırılmakta ve sözkonusu görüşün geçerli olmadığı öne sürülmektedir. Meksika açısından incelendiğinde, kamu dengesi olan bir ekonomide de finansal serbestliğin dengesizlik yaratabildiği görüşü geçerli çıkmakta, konu Türkiye açısından incelendiğinde ise net dış varlık girişlerinin kamudaki ve dış açıktaki dengesizliği büyüttüğü görülmektedir.

Ondördüncü konuda, gelişmekte olan 14 ülkenin verilerine dayanılarak gösterildiği gibi, kısa dönemli sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelere hızla yönelmesi, sıcak para girişinin neden olduğu talepteki şişme, göreli fiyat hareketlerinin ticarete konu olmayan sektörlerin lehine gelişmesi ve yatırımların dışa açık sektörlerden çok ticarete konu olmayan sektörlerde yoğunlaşması sonucunu doğurmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde, dışa açılma ile birlikte yaşanan ücretlerin katma değer içindeki payında yaşanan gerileme, bu ülkelerde yatırımların artması için yeterli teşviki oluşturamamaktadır. Yapısal uyum politikaları bir anlamda kendi varlık koşullarını tüketecek şekilde ticarete konu olan sektörlere yönelik yatırımları azaltmakta ve bu sektörleri teşvik politikaları yeniden gündeme gelmektedir. Ücretlerin düşürül-

mesi ise, ticarete konu olan sektörlere yapılacak yatırımları artırmakta belirleyici bir role sahip değildir.

Onbeşinci makalede yapılan ekonometrik çalışmanın sonuçlarına göre, Türkiye'de ve Latin Amerika ülkelerinde yabancı tasarruflar ile yurtiçi yatırımlar arasında eşbütünleşme (cointegration) bulunmamaktadır. Bu nedenle, bu makalenin vardığı en önemli sonuca göre uzun dönemde yatırımları artırmak için yabancı tasarruflara güvenmek, gerek Türkiye gerek Latin Amerika ülkeleri için yeterli olmayacaktır. Makalede varılan diğer sonuca göre, Türkiye 1988-1989 ve 1994 yılları dışında sürekli olarak yurtdışından kaynak kullanmaktadır. Bu olgu hiçbir Latin Amerika ülkesine nasip olmamıştır. Bu ülkeler mutlaka belirli bir dönem yurtdışına kaynak transfer edecek şekilde bir ihracat fazlası verdikten sonra yeniden dış borç bulabilecek güveni teşkil edebilmişlerdir. Türkiye ise sürekli kaynak kullanabilecek siyasi ve iktisadi ilişkileri sürdürebilmiştir.

2

"Yangın Söndü, Arsayı Kurtardık": 2001 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı*

2.A. GİRİŞ

Türkiye ekonomisini yıllardır saran yangının bittiğini söylemek için henüz çok erken, ama kesin olan bir şey var ki o da, bu yangın söndürüldüğünde ancak arsayı kurtarabileceğiz. Uzun dönemler boyunca yüksek faiz, değerli TL, istikrarsız iç talep, finans ve hizmet sektörlerinde yüksek kârlılık gibi faktörlerin altında ezilen reel sektördeki yangından geriye ancak arsa kalacak.

Türkiye'de imalat sanayii yatırımlarının GSMH içindeki payı 1975 yılından günümüze azalma göstermektedir. 1975 yılında % 43,3 olan özel imalat sanayii yatırımlarının GSMH içindeki payı içinde bulunduğumuz yıllarda ortalama % 22 civarında seyretmektedir (DPT, 2000). İmalat sanayii yatırımlarındaki bu durgunluk iki temel nedenle ülke ekonomisinin geleceği için çok ciddi sorun yaratmaktadır. Bunlardan birincisi 20. yüzyılın son yirmi yılına, dünya ülkeleri arasındaki rekabetin en temel unsuru olan, üretim süreçlerini tümden değişti-

(*) Bu makale 2001 tarihinde "Türkiye Ekonomisinin Son 20 Yılı: Yangın Söndü Arsayı Kurtardık", başlığıyla *Foreign Policy* dergisinin Temmuz-Ağustos sayısında yayımlanmıştır. Bu makalenin başlığını gönüllü itfaiyeci arkadaşlarıma borçluyum.

rebilecek ve varolan sabit sermaye stokunu tümüyle atıl hale getirebilecek yeni teknolojik gelişmeler damgasını vurmuştur; Türkiye bu gelişmelere ayak uydurmak zorundadır. Diğer yandan Türkiye ekonomisinin dışa açıldığı, dünya ekonomisi ile bütünleşmeyi hedeflediği son yirmi yılda, toplam ihracatının içinde imalat sanayii ihracatının payı giderek yükselerek en büyük paya sahip olmuştur; imalat sanayi ihracatındaki bu olumlu trend, bu sektöre yatırım yapılmaksızın sürdürülemez bir noktaya çoktan gelmiştir.

Bu makale, denizi bitiren siyaset anlayışının ve Türkiye ekonomisinin atıldığı dış finansal serbestlik (kuralsızlık) politikalarının imalat sanayi dahil tüm reel ekonomide yarattığı tahribatı ele almayı amaçlıyor. Tahribatın kamu ve bankacılık kesiminde ortaya çıkan tahribatlara ve benzeri tahribatların başkaca gelişmekte olan ülkelerde de görüldüğüne zaman zaman değinmekle birlikte,[1] makale, 80'li yıllardan beri uygulanan iktisat politikaları boyunca, Türkiye'nin reel sektörünün uluslararası rekabet gücünü inceliyor.

2001 yılında uygulanmakta olan Güçlü Ekonomiye Geçiş Programında (GEGP), söndürülmesi amaçlanan yangının közlerinin yaratacağı tehlikenin ortadan kaldırılması yine reel sektöre bağlandı, kamu ve bankacılık sektörlerinde reformlar devreye sokularak dengesizlikler giderilmeye çalışılırken reel sektörün kendi dengesizlikleri dikkate alınmadan, ihracat artışı ve ithalat daralması hedefleri bu programa kondu.

Halbuki Türkiye ekonomisinde reel sektörün uluslararası rekabet gücünde ciddi sorunları olduğunu göstergeler ortaya koymaktadır. Özetlemek gerekirse:

- Ticarete konu olabilecek sektörlerin yatırım oranı düşük;
- İhracat yarım asırdan uzun süredir ithalatın altında;
- 2000 yılında ihracatın % 50'si tüketim malları, % 8'i yatırım mallarından oluşmakta;

1 Uygulanan politikaların bankacılık ve kamu sektörüne olan etkileri için bu kitabın 4. ve 5. makalelerine bakınız.

- Önemli ihracatçı sektörlerin kendilerine gerekli ithalatı karşılama oranları düşük,
- İhracatçı sektörlerin ithalata bağımlılığı gittikçe artıyor;
- İthalatın % 21'i yatırım ve % 65'i ara malı yani ithalata bağımlılık yüksek;
- İthalat artışındaki yavaşlama döviz kurundan çok, ekonomik daralmaya duyarlı;
- Gelirin ithal tüketim malı talep esnekliği yüksek.

Yukarıda sayılan özelliklere sahip bir reel sektör GEGP hedeflerinde öngörülen uzun dönemli ihracat ve ithalat hedeflerini tutturabilir mi?

Makalenin ikinci kısmında verilere dayanarak imalat sanayiinde ihracat, üretim ve yatırım trendleri ele alınacak, üçüncü kısmında ise 1980'den bu yana 5 dönemde (1980-88; 1989-1994; 1995-1999; 2000, ve 2001) uygulanan çeşitli iktisat politikalarının reel sektörün uluslararası rekabet gücünü nasıl etkilediği incelenecektir. Dördüncü kısımda GEGP'de yer alan hedeflere ulaşılıp ulaşılamayacağı tartışmasına yer verilmektedir. Tartışma, ekonomik kategorilere ve alt sektörlere göre dış ticaret, reel döviz kuru ve büyümenin gerçekleşme ve hedeflerine yöneliktir.

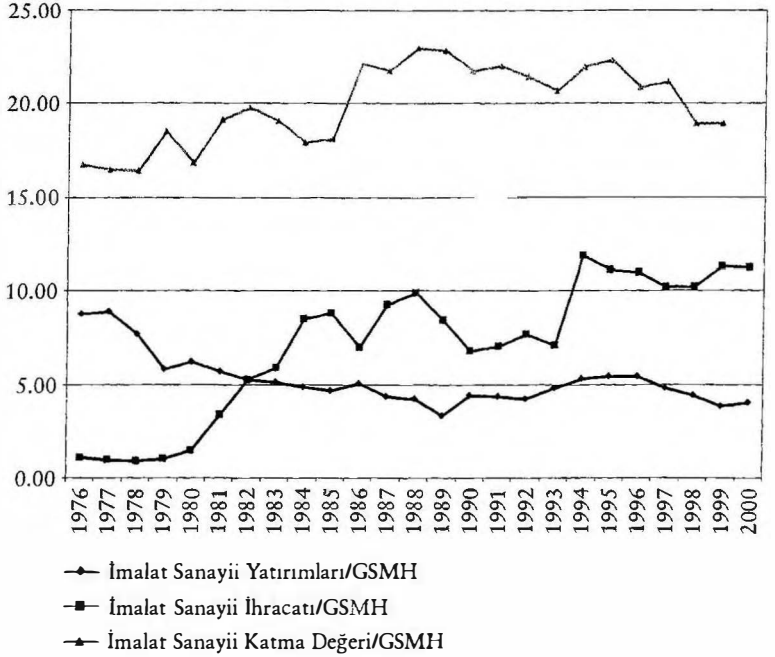
2.B. VERİLERİN GÖSTERDİĞİ

2001 Güçlü Ekonomiye Geçiş programında kur etkisi ve iç talepte yaşanan daralma ile ihracatta yükselme, ithalatta ise azalma beklenmektedir. İhracat artışı ve ithalat duraklaması beklentisi, % 6 civarında büyüme hızlarının hedeflendiği 2002 ve 2003 yılları için de geçerlidir. Acaba programdaki ihracat ve ithalat hedeflerine ulaşılabilecek mi? Bu soruya cevap verebilmek için hangi sektörlerin son 20 yılda ne kadar yatırım yaptıklarını, hangi sektörlerin iç talepteki kısılmaya ve fiyat düşüşüne ihracat artışı veya ithalat azalışı olarak cevap verebileceklerinin dikkatlice incelenmesi gerekmektedir.

2001 ve sonrasının ihracat ve ithalat hedeflerinin gerçekçiliğine

ilişkin bir inceleme alt sektörlere inmeyi gerektirmektedir. Sektörel yatırımları iki temel ayırıma göre incelemekte yarar vardır. Bu iki temel ayırım tarım, imalat, maden ve turizmi içeren uluslararası ticarete konu olan sektörler, diğeri ise geri kalan hizmet sektörlerini içeren ticarete konu olmayan sektörlerdir.[2]

GRAFİK 2.1
İmalat Sanayii Göstergeleri



Kaynak: TCMB, EVDS (Elektronik Veri Dağıtım Sistemi).

2 Her ne kadar bu sektörler mutlak olarak bir gruba dahil olmasalar da uluslararası literatürde ilgili incelemeler için başvurulan temel iki ayırım bu şekilde yapılmaktadır. Yatırımların sektörler arasındaki dağılımı ve dağılımı etkileyen faktörlerin incelenmesi için bu kitabın 6 ve 10. makalelerine bakınız.

Ticarete konu olmayan sektörler içinde en önemli paya sahip olan imalat sanayiinin yatırım, katma değer ve ihracat trendlerinin incelenmesi reel sektörün gelişimi konusunda bir fikir vermektedir. Grafik 2.1'de görüldüğü gibi, 1980 yılından itibaren imalat sanayii ihracatı çok hızlı bir artış göstermektedir. İhracattaki bu artışı cılız denebilecek bir katma değer artışı izlemektedir. İmalat sanayii yatırımları ise 1978-79 krizi ile başlayarak azalma göstermiş, bu azalma 1980 yılından sonra da sürerek 20 yıl boyunca sabit sayılacak düzeyde kalmıştır. 1994 yılındaki devalüasyondan sonra ortaya çıkan imalat sanayii ihracat artışının üretim ve yatırım ilişkisi de 1980 yılına göre bir farklılık göstermemektedir.[3] 20 yıl boyunca yatırım ve üretimden oldukça kopuk bir ihracat artışını etkileyen politikalar nelerdir? Bundan sonraki bölümde bu politikalar ve reel sektörün rekabet gücü üzerindeki etkileri incelenecektir.

2.C. UYGULANAN POLİTİKALAR VE REEL SEKTÖRÜN REKABET GÜCÜ

a) 1980-1988 Dışa Açılma

İhracata yönelik sanayileşme stratejileri, IMF tarafından 1970'lerden sonra önemli döviz darboğazı yaşayan gelişmekte olan ülkelere sanayileşmelerini dış pazarlara yönelik olarak sürdürmeleri için önerilen bir stratejidir. Türkiye 1978-1979 yıllarında yaşadığı önemli döviz darboğazından sonra bu stratejiyi izlemeye başlamıştır. Ekonomik istikrar önlemleriyle başlayan ve 1980'den sonra uygulamaya koyulan bu sanayileşme stratejisi ile önemli bir ihracat artışı sağlanmış ve bu ihracat artışı daha çok imalat sanayii ürünlerinde yoğunlaşmıştır (Tablo 2.1, satır 1 ve 29).

Türkiye'de, 1980 yılından sonra uygulanmaya başlanan ihracatı artırma politikalarının dayandığı uygulamalar devalüasyonlarla para-

3 Türk imalat sanayiinde girdi maliyetlerinin %70'lere varan kısmı girdi maliyetlerinden, geri kalanı ise ücretler dahil diğer maliyetler tarafından oluşturulmaktadır. Girdilerdeki dışa bağımlılık nedeniyle döviz kuru en önemli uluslararası rekabet gücü faktörü olarak çıkmaktadır. Diğer önemli faktör olan verimlilik artışının gelişimi ve bu gelişimin nedenlerini tartışan bir çalışma için Onaran ve Yentürk, 2001 ve bu kitabın 8. makalesine bakınız..

TABLO 2.1

Temel Ekonomik Göstergeler (%)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
1 İhracat/İthalat	38.73	54.90	69.15	66.39	71.52	73.51	71.11	76.17	87.03	73.63	57.69	65.06	64.51	52.43	81.35	62.45	75.41	68.01	68.54	73.73	59.13	88.70	82.30
2 İhracat/GSMH	4.01	6.90	8.95	9.49	12.18	12.13	9.92	11.80	13.22	10.85	8.55	8.99	9.28	8.62	14.09	12.80	17.63	16.89	15.23	15.74	15.68	24.07	22.00
3 İthalat/GSMH	10.35	12.57	12.95	14.29	17.03	16.50	13.95	15.49	15.18	14.74	14.82	13.83	14.38	16.45	17.32	20.49	23.38	24.84	22.22	21.34	26.52	27.14	26.73
4 Faiz ödemeleri/GSMH	1.57	2.12	2.21	2.46	2.37	2.14	2.35	2.29	2.69	2.05	1.54	1.64	1.37	1.29	2.32	1.64	1.43	1.39	1.14	1.66	1.71	2.99	2.15
5 Birincil açık/GSMH	-3.13	-0.72	0.76	-0.63	0.00	0.65	0.43	1.37	4.45	2.93	-0.18	1.81	0.79	-2.49	4.34	0.28	0.10	0.03	2.11	0.93	-3.12	5.31	1.17
6 Cari açık/GSMH	-4.69	-2.84	-1.45	-3.09	-2.37	-1.49	-1.92	-0.92	1.77	0.89	-1.72	0.17	-0.59	-3.77	2.02	-1.36	-1.32	-1.36	0.97	-0.73	-4.83	2.32	-0.98
7 Serm. hareketleri/GSMH	0.93	1.32	0.43	1.42	0.12	1.56	2.78	2.16	-1.06	0.72	2.65	-1.58	2.27	4.95	-3.21	2.70	4.76	4.52	0.22	2.51	4.68	-9.69	1.10
8 Doğrudan yat./GSMH	0.02	0.14	0.08	0.07	0.19	0.15	0.16	0.12	0.39	0.61	0.46	0.52	0.49	0.34	0.43	0.45	0.33	0.29	0.28	0.07	0.06	1.89	0.48
9 Portfolyo yat./GSMH							0.19	0.32	1.31	1.46	0.36	0.43	1.50	2.16	0.89	0.14	0.31	0.85	-3.11	1.84	0.51	-3.08	-0.38
10 Kısa dön. serm./GSMH		0.18	0.15	1.28	-1.07	2.17	1.06	0.06	-2.53	-0.49	1.97	-1.99	0.87	1.69	-3.93	2.16	3.23	0.91	1.27	0.41	2.00	-7.73	-0.23
11 Uluslarar.sez. (milyon dolar)	1209	1658	1979	2093	3482	3279	4347	5212	6428	9283	11387	12150	15252	17761	16514	23317	24966	27138	29499	34175	32231	30192	38067
12 Döviz mevd./M2Y						8.50	11.40	16.79	22.90	19.68	19.32	24.74	35.16	42.54	47.68	43.36	45.63	46.41	46.52	43.49	47.59	53.09	53.92
13 M2YS (milyon dolar)						16215	15569	17986	16597	20919	27991	28774	33418	36171	28897	36979	42814	48176	56401	66921	76338	68550	76705
14 Hanehal. krediler/ Mevduat bank. kred.							2.49	3.14	0.62	0.79	0.89	0.83	1.17	12.89	6.05	6.64	8.04	10.32	12.67	13.10	25.04	14.55	21.76
15 Mev.bank.kredi.büy./ Mev.bank.mev. büy.								1.14	0.77	1.04	1.45	0.71	1.04	1.13	0.57	1.14	0.97	1.27	0.60	0.46	1.41	1.06	0.07
16 KKBC/GSMH	8.77	3.98	3.52	4.95	5.39	3.58	3.65	6.08	4.82	5.33	7.38	10.34	10.56	11.71	7.86	5.20	8.95	7.64	9.08	15.13	12.45	15.89	8.21
17 Kons.bütçe açığı/GSMH	-3.13	-1.55	-1.48	-2.25	-4.42	-2.26	-2.75	-3.46	-2.99	-3.26	-3.01	-5.28	-4.30	-6.63	-3.91	-4.03	-8.27	-7.62	-6.96	-11.55	-10.20	-15.92	-14.29
18 Faiz ödemeleri/GSMH	0.60	0.93	0.82	1.51	1.99	1.91	2.60	3.02	3.85	3.59	3.52	3.79	3.65	5.83	7.67	7.33	10.00	7.75	11.54	13.69	16.23	22.88	18.97
19 Pers. ödemeleri/GSMH	6.60	5.05	5.21	4.82	4.17	3.61	3.59	3.06	3.91	5.44	6.66	7.77	8.52	8.49	7.02	6.40	6.50	7.05	7.23	8.82	7.92	8.47	8.47
20 Birincil açık/GSMH	-2.53	-0.61	-0.66	-0.73	-2.43	-0.35	-0.15	-0.44	0.87	0.33	0.51	-1.49	-0.65	-0.80	3.76	3.30	1.73	0.13	4.58	2.14	6.03	6.96	4.68
21 İç borç stoku/GSMH					20.90	19.73	20.54	22.95	22.03	18.21	14.40	15.39	17.60	17.89	20.56	17.33	21.02	21.22	21.70	29.28	28.91	68.06	54.80
22 Haz.bonosu/İç borç stok.					7.34	7.03	7.83	11.17	8.93	8.43	9.88	18.70	21.75	18.05	38.06	46.38	48.52	38.07	50.30	14.12	5.65	16.40	24.70
23 Dış borç/GSMH	22.35	25.00	26.79	29.53	34.05	37.43	41.99	46.21	45.11	38.45	32.18	33.23	34.63	37.22	50.26	42.67	43.24	43.87	47.26	55.28	59.26	78.57	72.44
24 GSMH büyüme hızı	-2.80	4.81	3.09	4.21	7.11	4.30	6.76	9.81	1.45	1.63	9.37	0.34	6.42	8.14	-6.09	7.95	7.12	8.29	3.86	-6.08	6.13	-9.25	7.65
25 Ticarete konu olan yat./ Toplam yatırım	38.45	46.18	46.06	45.98	45.15	42.61	41.08	35.22	30.83	29.53	35.86	31.87	30.15	29.84	33.87	34.48	34.19	30.89	32.92	32.78	36.00	32.80	34.00
26 Yatırım malı ith./Topl.ith.										16.14	18.14	20.53	21.18	25.12	22.53	22.80	23.90	22.90	23.42	21.63	20.90	16.98	16.55
27 Tük.malı ith./Toplam ith.										4.67	9.32	7.53	7.78	8.62	5.96	6.79	9.84	11.05	11.68	12.54	13.30	9.96	9.73
28 Yatırım malı ihr./Topl.ihr.										1.77	2.19	2.50	3.31	3.53	3.99	3.84	4.76	5.01	5.17	6.77	7.72	8.41	7.61
29 Tüketim malı ihr./Topl.ihr.										46.85	51.11	50.64	53.26	53.54	50.57	54.74	53.24	52.94	53.47	52.37	50.54	48.75	51.46
30 Devalüasyon oranı	150.81	61.16	37.06	38.72	63.24	42.15	28.92	28.06	66.90	48.27	22.83	60.20	64.65	60.53	169.93	53.55	77.94	86.85	71.66	60.92	48.48	96.47	22.88
31 Reel döv.kuru 1995=100																103.1	101.8	115.9	120.9	127.3	147.6	116.3	125.4
32 Enflasyon oranı (TÜFE)	115.59	33.91	21.91	31.39	48.40	45.00	34.60	38.80	73.70	63.30	60.30	66.00	70.10	66.10	106.26	93.63	80.40	85.70	84.60	64.99	54.58	54.40	44.80
33 Faiz oranı (1 yıl vadeli)					45.00	55.00	48.00		83.90	58.80	59.40	72.70	74.20	74.80	95.56	92.32	93.80	96.60	94.60	46.70	45.60	62.50	48.20
34 Haz. bonosu faiz oranı					43.70	50.20	53.60	48.10	64.30	58.80	52.90	79.50	86.50	87.60	164.40	121.80	135.20	126.70	123.10	131.50	38.30	96.20	63.80
35 Sıcak paranın getirisi					-5.89	12.83	20.69	16.23	-7.91	25.03	28.95	10.90	15.73	17.20	-2.86	46.84	32.40	21.50	29.90	43.55	-1.67	-0.24	33.46

Notlar: Sıcak paranın getirisi = (1+i/1+e)-1; i = dönemin en yüksek faiz oranı, e = devalüasyon oranı.
Alt sektöre göre dış ticaret verileri SITC-Rev 2'ye göredir.
Satır 25 = Ticarete konu olan (tarım, imalat madencilik ve turizm) özel kesim yatırımlarının toplam özel kesim yatırımları içindeki payı.
M2YS= M2Y/Nominal döviz kuru.

Kaynak: TCMB, EVDS; DPT, Temel Ekonomik Göstergeler (Ocak 2003).

nın değerinin düşürülmesi; iç talebin ve işgücü maliyetlerinin düşürülmesi; ihracata sağlanan doğrudan parasal destekler olarak özetlenebilir. Ancak Grafik 2.1'de de görüldüğü gibi, Türkiye'de 1980'den sonra sağlanan ihracat artışı esas olarak üretim kapasitesini artırma yönünden önemli bir sanayileşme atılımını beraberinde getirmemiştir. İmalat sanayii üretim ve yatırım artışı ihracat artışının çok altında seyretmiştir.[4]

Uygulamanın ilk on yılında, yani 1980'li yılların sonlarına kadar, daha çok 1980 öncesi dönemden devir alınan sanayi kapasitesi daha etkin kullanılarak ve üretim maliyetinden çok ihracat fiyatları düşürülerek bir ihracat artışı sağlanmıştır. İmalat sanayii yatırımlarının yanı sıra üretiminin de hızlı bir artış göstermemesi, iç talebin kısılması ile atıl kalan üretim kapasitesinin dış pazarlara yönlendirildiğini göstermektedir. Bu nedenle bu politikaları ihracata yönelik sanayileşme stratejisi olarak adlandırmaktan çok ihracatı artırma politikaları olarak adlandırmak daha doğrudur (Şenses, 1989; Boratav vd., 1994; Yentürk, 1992; Öniş, 1993).

1980-1989 arası Türkiye'de de uygulanan mal hareketlerinin serbestleşmesinin yatırımlar üzerindeki olumsuz sonuçlarının nedenleri gerek Dünya Bankası'nın çalışmaları (Dünya Bankası, 1988; 1990; 1992) gerekse Dünya Bankası'nın yaklaşımını eleştiren çalışmalar tarafından (Taylor, 1988; Mosley vd., 1991; Fontaine, 1993; Agosin ve Tussie, 1993) ortaya konulmaktadır.

Her ne kadar Dünya Bankası raporları yatırımlarda ortaya çıkan olumsuz gelişmeleri politik belirsizlik ve reformların yavaş yapılması gibi nedenlerle "yatırımlarda bir dinlenme" olarak yorumluyorsa da, uygulanan yapısal uyum politikalarında köklü bir "yatırımları durduran sapma" (anti-investment bias) olduğu görüşü ağırlık kazanmaktadır. Bu görüşe göre, gelişmekte olan ülkelerin yapısal uyum politikaları sonucu sağladıkları en önemli başarı olarak değerlendirilen ihracat artışı, yatırımlardaki bir artışa bağlı değildir.

İhracata dayalı büyüme politikalarının en önemli uygulamala-

4 Grafik 2.1'de görülen verilerin tümü 10'dan fazla işçi çalıştıran firmaların verileridir. Yayımlanan verilerdeki sınırlar nedeniyle KOBİ'lerle ilgili benzeri bir analiz yapmak mümkün olmamaktadır.

rından olan devalüasyonların yatırım mallarının göreli fiyatlarını olumsuz etkilediği söylenebilir. Çünkü, yatırım malı ithalatı açısından gelişmekte olan ülkelerin dışa bağımlı olması nedeniyle, devalüasyonların yatırım malı fiyatlarını ürün fiyatlarına göre daha hızla artırdığı görülmektedir.[5]

Güney Doğu Asya ülkeleri yatırım malları maliyetini düşürmeye yönelik politikalar uygulayarak göreli fiyat hareketlerini dışa açık sektörler lehine çevirebilmişlerdir. Böylece yatırım maliyeti düşürülerek ihracat artışının yeni yatırımlara ve verimlilik artışına dayandırılması sözkonusu olmuştur (Amsden ve Euh, 1990; Wesphal, 1990). Halbuki Türkiye, uyguladığı ihracatı teşvik politikaları ile bu olumsuz gelişmeyi pekiştirmiştir. Çünkü, Türkiye'de 1980'den sonra yatırım maliyetini düşürücü teşviklerden çok ürün fiyatını uluslararası fiyatlara indirmeye yönelik teşvikler (sübvansiyonlar, işçi ücretleri) ön plana çıkarılmıştır. Diğer yandan verilen bu teşvikler, üreticiden çok, az sayıda dış ticaret firmalarına yansıtılmış (Kirkpatrick ve Öniş, 1991) ve kârlılığın ihracatçı/imalatçı firmalarda yoğunlaşarak yatırımlara dönüştürülmesi sağlanamamıştır.

Böylece, Türkiye'de 1980-1988 arası uygulandığı öne sürülen "ihracata yönelik sanayileşme" politikaları, ihracat artışı sağlamakla beraber, reel sektörün yapısal bir rekabet gücü kazanması açısından başarılı olamamıştır. Bir başka deyişle ihracat artışı sanayileşmeyi ve yeni yatırımları beraberinde sürüklememiştir.

b) 1989-1994 Finansal Serbestlik

Türkiye 1989 yılında, hızlı bir kararla ve oldukça dengesiz bir ekonomiyle IMF'nin mal hareketlerinin serbestleşmesinden sonra önerdiği finansal serbestliğe adımını attı ve hemen sonra, 1990 yılından itibaren dünya konjonktürüne damgasını vuran spekülatif sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelere yönelmesi şeklinde özetlenebilecek bir gelişme ile karşı karşıya kaldı (Tablo 2.1, satır 9 ve 10). 1990 yılından son-

5 Bu konunun 14 gelişmekte olan ülke açısından incelenmesi kitabın 14. makalesinde yapılmaktadır.

ra aşırı spekülatif sermaye girişinden etkilenen her gelişmekte olan ülkede, ülkenin kendi iç koşullarından bağımsız olarak, ekonomik dengelerde olumsuz etkiler ortaya çıkmıştır (Akyüz, 1993a; Kuczynski, 1992). Bunların arasında, reel sektörün rekabet gücünü azaltan üç faktörden söz edilebilir: yerli paranın yabancı paralar karşısında değerlenmesi, faiz oranının yükselmesi ve iç talebin artması (Boratav vd., 1996; Calvo vd., 1996; Calvo, 1994; French-Davis vd., 1994).

Yerli Paranın Değerlenmesi

Finansal hareketlerin serbestleşmesi sonucu ortaya çıkan spekülatif sermaye girişi, yerli paranın yabancı paralar karşısında değer kazanmasına yol açarak ihracat ürünlerinin dış fiyatlarının artmasına ve ithalatın ucuzlamasına neden olmaktadır. Bu olgu spekülatif sermaye atağı ile karşı karşıya kalan bütün gelişmekte olan ülkeler için geçerlidir. Dış ve iç pazarlarda uluslararası rekabet gücünün çok azalması ile sonuçlanan bu dönemde Türkiye'de imalat sanayii ihracatı ve üretimi azalma göstermiştir (Grafik 2.1). İmalat sanayii yatırımlarındaki durağanlık devam ederken ticarete konu olmayan sektörlerdeki yatırım trendi hızlanmıştır (Tablo 2.1, satır 25).

Uluslararası rekabet gücünün azalmasının en doğal sonucu ticarete konu olan sektörlerde yatırımların azalmasıdır, çünkü ihracatçı sektörlerde rekabet gücünün azalması nedeniyle yatırımlardan uzaklaşma, ithalatla rekabet eden sektörlerde ise ürün ithalatın ucuzlaması nedeniyle yatırımlardan uzaklaşma eğilimi ortaya çıkmaktadır. Ticarete konu olmayan sektörlerde ise, uluslararası rekabetin olmaması nedeniyle, ucuzlayan ithalat yatırımların maliyetini düşürücü etki yaparak yatırımları teşvik etmektedir.

Faiz Oranının Yükselmesi

Spekülatif sermaye girişi sonucu yatırımların sektörel dağılımını etkileyen diğer bir unsur artan faiz oranlarıdır. Faiz oranı reel yatırımlarla finansal yatırımlar arasında tercih yapılmasını belirleyen bir faktördür ve finansal araçların getirisinin yükselmesi reel yatırımları azaltıcı

rol oynamakta ve yatırımlar finansal sektöre yani ticarete konu olmayan sektörlere yönelmektedir (Yentürk, 1998 ve bu kitabın 10. makalesi).

Aşırı spekülatif sermaye girişi ve aşırı kamu borçlanması, alınan kısa dönemli ve yüksek faizli borçların cari harcamalarda kullanılması, kamuda faizi ve dış borcu dış borçla ödeme dönemini başlatmıştır. Kamu harcamalarının en önemli kaleminin faiz ödemeleri olduğu, yatırım harcamalarının neredeyse durduğu ise çokça ifade edilen bir gelişmedir. Bu olgu gerekli altyapı yatırımlarının yapılmasını engellerken özel sektör yatırımlarını kovucu bir etki de yaratmıştır. Diğer yandan, yeterli kaynak ayrılamadığı için eğitim, sağlık gibi kamu hizmetlerinin yetersiz ve kalitesiz olmaya başlaması, özel sektöre, rekabetin olmadığı ve yüksek kârlılığın geçerli olduğu bir alan yaratmakta ve özel sektör yatırımlarının ticarete konu olmayan sektörlerde yoğunlaşmasında etkili olan bir başka faktörü oluşturmaktadır.

Beklenenin tersine, yüksek yabancı kaynak girişine rağmen faiz oranının düşmemesinin en önemli nedeni yabancı sermaye akımlarının gelişmekte olan reel yatırımlardan çok, spekülatif yatırımlara yönelmiş olmasıdır. Sadece kısa dönemli kazançlara yönelik oldukları için, spekülatif sermaye girişi reel yatırımlara dönüşmemektedir (UNCTAD, 1992). Türkiye'de görülen bu olgu nedeniyle, 1989-1994 arasında finansal sektör reel sektöre verilen krediden çok, tüketici kredisi oranını artırmış ve kamu iç borç senetlerine yönelerek kamu kâğıdı ticaretinde yoğunlaşmıştır. Bankalarca yüksek açık pozisyon kullanılarak ülkeye akıtılan kaynak reel sektöre yönlendirilerek yatırıma dönüşememiş, aşırı dolarlaşma ve likidite riski yaratarak kırılganlığı artırmıştır.

Finans sektörünün reel sektörden kopmasını, reel sektörün reel sektörden kopması izlemiş ve incelediğimiz dönem boyunca reel sektörün kârlarının önemli bir bölümü faaliyet dışı kârlara kaymıştır. Bu olgu İstanbul Sanayi Odası'nın her yıl yayımladığı anket sonuçlarından gözükmektedir (İSO, 1995). Kârlılığın yüksek olduğu sektörlerde bile yatırım eğilimi düşüş göstererek tipik bir gelişmekte olan ülke sendromu olan yatırımlara dönüşmeyen kârlılık olgusu reel sektörde etkin olmaya başlamıştır (Akyüz ve Gore, 1994).

İç Talepteki Artış

1989-1994 dönemine hâkim olan şeytan üçgeninin son ayağı ise aşırı spekülatif sermaye girişinin neden olduğu talep artışıdır. İhracat üzerindeki olumsuz ve ithalat üzerindeki olumlu etkisi değinilmeye gerek duyulmayacak kadar açık olan iç talep artışının yatırımlar ve üretim üzerindeki etkileri ise sektörlere göre farklılık göstermektedir.

Finansal sermaye akımlarının yatırımlar üzerinde görülen bu etkisi daha derinlemesine incelendiğinde Türkiye'ye hızla ve artarak giren kısa dönemli spekülatif sermaye ile yatırımlar arasında uzun dönemli bir eşbütünleşme (cointegration) etkisi bulunmadığı görülmektedir (Yentürk, 1996 ve kitabın 15. makalesi). Diğer bir çalışmaya göre, sermaye girişlerinin yatırımlar üzerindeki etkileri daha çok artan iç talep nedeniyle dolaylı bir şekilde gerçekleşmektedir (Ülengin ve Yentürk, 2001; Onaran ve Yentürk, 2001 ve bu kitabın 8. ve 9. makaleleri). Bir başka deyişle, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve gelişmekte olan ülkelere yabancı spekülatif sermaye girişinin artması ile ortaya çıkan talep artışı, ticarete konu olan sektörlerde esas olarak ucuzlayan ithalat ile karşılanırken ticarete konu olmayan sektörlerde fiyat ve yatırım artışı olarak karşılanmaktadır. İç talep artışının reel sektör üzerindeki yatırım ve üretim artırıcı etkisi bu nedenlerle çok düşük kalmaktadır.

Özetle, aşırı spekülatif sermaye girişi ile birlikte reel döviz kurunun değerlenmesi, faiz oranının yükselmesi ve iç talebin artması, gelişmekte olan ülkelerde reel sektörün uluslararası rekabet gücünün azalması ve yatırımların esas olarak ticarete konu olmayan sektörlere yönelmesini teşvik eden şeytan üçgenini oluşturmaktadır. Türkiye'de, 1989 yılından sonra ticarete konu olmayan özel sektör yatırımlarındaki hızlı yükselme esas olarak yukarıda sözü edilen bu şeytan üçgeninden kaynaklanmaktadır. Bunlara ek olarak, Türkiye, bu şeytan üçgenini, uyguladığı politikalarla güçlendirmeyi başarabilmiştir: Şöyle ki, aşırı spekülatif sermaye girişinin ithalat hacmini artırmasını ve yerli paranın değerlenmesini bir ölçüde de olsa önlemek için merkez bankaları uluslararası rezerv biriktirmektedir. Ancak bunun parasal tabanın

genişlemesi gibi olumsuz sonuçları da vardır. Bu olumsuzluklarla mücadelede gelişmekte olan ülkelerin başvurdukları iki temel uygulamadan söz edilebilir. Bunlardan birincisi spekülatif sermaye girişlerini caydırmak için "zorunlu karşılık oranı" koyulmasıdır. İkincisi ise parasal tabandaki genişlemeyi emmek yani bunun ekonomide enflasyonist bir baskıya neden olmasını engellemek için bu genişlemenin Merkez Bankası'nın piyasaya süreceği kâğıtlarla sterilize edilmesidir. Örneğin bu iki politikayı sistemli olarak özerk Merkez Bankası aracılığıyla sürdüren Şili, Latin Amerika ülkeleri arasında 1990 yılından sonra kriz yaşamamış tek ülkedir.

Türkiye'nin uyguladığı yöntem ise hem faiz oranlarının artmasına neden olmuş hem de enflasyonist genişlemeyi sürdürmüştür. Bu yöntem parasal tabandaki genişlemenin Merkez Bankası tarafından sterilize edilmesi yerine, büyük oranda hazinenin kâğıtlarıyla likiditenin kamu tarafından kullanılır hale getirilmesidir. Bu olgu, kamunun harcamalarını artırmak için gelirlerini artırması gereğini doğurmaksızın, personel ve faiz harcamalarını artırması olanağını sağlamıştır (Tablo 2.1 satır 18 ve 19).

Böylece 1989-1994 arasında aşırı bir borçlanma, borcun borçla ödenmesi ve sürdürülemez bir faiz yükü ile ekonominin bir kısır döngüye girmesi göze alınarak, siyasi popülarite hesaplarına dayalı ve krizle sonuçlanacağı aşikar bir genişleme ve içe dönük büyüme dönemi yaşanmıştır (Yentürk, 1999 ve kitabın 4. ve 5. makalesi). Bir başka deyişle, reel yatırımlardan uzaklaşılan, dışa dönük büyüme yerine içe dönük bir büyümeyi ve ticarete konu olmayan sektörlere yatırımları teşvik eden politikalar, 1980-1989 döneminde olduğundan daha güçlü bir şekilde 1989 sonrası döneme damgasını vurmuştur. Reel sektörün uluslararası rekabet gücü çok aşınmış, Cumhuriyet tarihinin en büyük dış ticaret açığı bu dönemde verilmiştir. İhracatın ithalatı karşılama oranı yeniden 1980 yılı seviyesine düşmüştür (Tablo 2.1, satır 1).

Dış dengesizliğin yanı sıra, kamu sektöründe dengesizlik, bankacılık sektöründe dengesizlik, para piyasasında dengesizlik ve reel sektörde dengesizlik 1989 yılından başlayarak pekişmiş ve ihraç etti-

ğimizden daha çok ithal etmek, cari açığın daha üzerinde borçlanmak, gelirimizden daha çok harcamak, TL'den çok yabancı para kullanmak her hükümet döneminde tavizsiz uygulanan politika haline gelmiştir.

c) 1995-1999 Kriz Erteleme

1989 sonrası ekonomide yaşanan dengesizlikler 1994 krizinin temel nedenleri olmakla birlikte, 1993 yılının son yarısı ve 1994 yılının ilk üç ayında yapılan siyasi ve iktisadi yanlışlar krizin patlamasına neden olmuştur.[6] Yüksek devalüasyon ve 1994 krizinden hemen sonra açıklanan 5 Nisan paketi sadece 1994 ve 1995 yıllarında bazı olumlu sonuçlar yaratabilmiştir. Bunların başında devalüasyon nedeniyle ihracatın ithalatı karşılama oranındaki düzelme, çifte vergileme ve cari harcamaların düşürülmesi nedeniyle kamu açıklarında bir azalma ve kısa dönemli sermaye girişindeki duraklama gelmektedir. Ancak 1996 yılı ile birlikte yeniden tüm göstergelerde gözlenen geriye dönüş dengesizliklerin baskın karakterde olduğunu ve alınan önlemlerin yeterli olmadığını göstermiştir.

1996 yılında yine hızlı bir spekülatif sermaye girişi, dolarlaşma ve döviz kurunda değerlenme göze çarpmaktadır (Tablo 2.1, satır 9, 10, 12 ve 31). Bunun en temel sonucu dış açığın büyümesi ve ihracatın ithalatı karşılama oranındaki düşmedir (Tablo 2.1, satır 1). Faiz harcamalarının payı artış gösterirken faiz oranlarında bir yükselme kriz öncesinde olduğu gibi sonrasında da kendini göstermektedir (Tablo 2.1, satır 18 ve 33). Tablo 2.1, satır 35'te görüldüğü gibi, Türkiye'de, 1989 yılından sonra sıcak paranın getirisi[7] dünya ortalamalarının çok üzerinde seyretmiştir. Bu oran 1993 yılında dolar bazında % 17,2 iken 1995 yılında % 46,8 olmuştur.

En temel dengesizlik göstergelerinden biri olan büyüme hızına baktığımızda, krizden önce 1993 yılında % 8.1 oranında bir büyüme,

---

6 1994 krizi ile ilgili tartışmalar için kitabın 4. ve 5. makalelerine bakınız. Ayrıca Yentürk, 1999; Özatay, 1996; Öniş, 1996' ya bakılabilir.

7 Sıcak paranın getirisi, ülkeye girerek TL'ye dönüp finansal yatırım aracına yatırım yapan kısa dönemli sermayenin elde ettiği yıllık getiri olarak tanımlanabilir (formül için bkz. Tablo 2.1, notlar)

kriz döneminde % 6,1 oranında bir daralma, krizden sonra 1995 yılında yeniden % 7,9 oranında bir büyüme yaşanmaktadır (Tablo 2.1, satır 24). Diğer yandan kriz sonrası bu dönemde ticarete konu olan yatırımların oranında herhangi bir olumlu gidişe rastlanmamaktadır (Tablo 2.1, satır 25).

Özetle, 1995-1999 döneminde yani 5 yıl gibi uzun bir süre boyunca, ülke ekonomisini 1994 krizine sürükleyen ekonomik ve siyasi faktörlerde herhangi bir iyileşme ve gelişme yaşanmamış, dengesizlikler yapay tedbirlerle bastırılarak krize yol açmadan geçiştirilmeye ve olası bir kriz ertelenmeye çalışılmıştır. Bu tür bastırarak zamana yayma politikaları, bastırma olanağı ortadan kalkınca daha şiddetli krizlere yol açmaktadır. Dahası, bu şekilde kaybedilmiş olan beş yıl, Güney Doğu Asya ülkelerinin ve Çin'in rekabet güçlerinde ciddi bir sıçrama yaptıkları döneme denk gelmektedir.

Depremin de getirdiği ekonomik daralmanın etkisi altında, 1999 yılının son günlerinde hazırlanan niyet mektubu ve başlanılan istikrar programı, her kesimde, dengesizlikleri sürdürülemeyecek kadar artmış, bir ekonomik yapıyı düzeltmeyi hedeflemekteydi.

d) 2000 İstikrar Programı ve Enflasyonla Mücadelede Nominal Çapa[8]

2000 yılı istikrar programı ekonomide var olan dengesizlikleri önemli yapısal reformlar yaparak ortadan kaldırmayı hedefleyen bir programdır. Bu yapısal reformların tarım kesimi reformundan, kamu ve özel bankacılık kesimi reformuna, sosyal güvenlik sisteminin reformundan bütçe dışı fonlarda yapılacak reformlara kadar oldukça ihtiraslı hedefleri vardır. Bir diğer önemli ihtiras ise Türkiye ekonomisinin on yıllar boyunca pekiştirerek derinleştirdiği neredeyse tüm dengesizlikleri kısa sürede ortadan kaldırmayı hedeflemesidir. En önemli eksik kalmış hedefler ise reel sektörün rekabet gücünün nasıl artırılacağı ve gelirler politikasının esaslarının neler olduğudur (Yeldan, 2001).

Diğer yandan, bu tür yapısal reformların yapılabilmesini sağla-

8 2000 yılı istikrar paketi ve nominal çapa uygulaması kitabın 3. makalesinde etraflı olarak incelenmektedir.

yacak bir ortamın hazırlanabilmesi için de döviz kurunun nominal çapa olarak kullanılması hedeflenmiştir. Enflasyonla mücadele esas olarak yapısal reformların tamamlanmasına bağlanmış, döviz kurunun nominal çapa olarak kullanılması ise kısa dönemde beklentileri kırmak ve ekonomiyi miyopluktan kurtarabilmek için başvurulan bir araç olarak açıklanmıştır.

Enflasyon ile mücadelede programın öngördüğü yapısal reformların ve nominal çapa uygulamasının gerçekçi olup olmadıklarının ayrı ayrı incelenmesi gerekmektedir. Önce yapısal reform hedeflerini kısaca ele alalım. Bu çalışmada sözkonusu reformların teker teker derinlemesine tartışılması, olumlu olumsuz yönlerinin ortaya konularak programın ince ayar bir değerlendirilmesinin yapılması amaçlanmamaktadır. Şunu söylemekle yetinelim, programın uygulamaya konulduktan neredeyse bir yıl sonra, programda yer alan yapısal reformların hemen hiçbirinin gerçekleşmesi için gerekli adımların atılmamış olması, hedeflerin iktisadi ve siyasi gerçekçilikten uzak olduğunu göstermektedir. On yıllar boyunca temel fonksiyonu rant üretmek ve rant dağıtmak ve buna bağlı olarak siyasi popülarite kazanmak olan siyaset yapma anlayışı terk edilmeden ya da bir zorlama olmadan bu reformların yapılmasını bekleyen 2000 yılı istikrar programı, hayalci bir program olarak nitelendirilebilir. 2001 yılında TL'nin ciddi değer kaybetmesinden sonra ve ülke yüksek enflasyona sürüklenirken bile yaşananlar bunun çok açık bir kanıtıdır.

Nominal çapa uygulamasının özellikle Türkiye gibi enflasyon hafızasının güçlü olduğu ülkelerde önemli bir araç olduğu söylenebilir. Ancak bu tercih de çeşitli sorunları barındırmaktaydı. Acaba nominal çapa olarak ne kullanılacaktı ve ne süreyle kullanılacaktı? 2000 yılı programı nominal çapa tercihini döviz kuru lehinde kullandı. Türkiye'de de birçok Latin Amerika ülkesinde olduğu gibi döviz kuru enflasyon döngüsü geçerlidir. Bir başka deyişle devalüasyon ile enflasyon birlikte hareket etmektedir. Bu nedenle, eğer bir nominal çapa kullanılacaksa döviz kurunun nominal çapa olarak kullanılması Türkiye açısından doğruydu. Ancak döviz kurunun nominal çapa olarak kul-

lanılmasının yerli paranın değerlenmesi sürecini doğuracağı, bundan dolayı da dış ticaret açığının artacağı beklenir ki (Amadeo, 1996; UNCTAD, 2001) Türkiye'de bu yaşanmıştır. Tam da bu nedenle programın başarısı dış kaynak girişine çok bağlıydı. Diğer yandan kur çapası uygulamasından hemen önce göreli fiyatların mutlaka dengede olması beklenemeyeceğine göre böylesi bir durumda düzeltici devalüasyon yapılması çok önemlidir. Türkiye'de kur çapası uygulamasından önce döviz kuru değerli olmasına rağmen düzeltici bir devalüasyon yapılmamış ve bu nedenle TL'nin değerlenme süreci daha da güçlenmiştir.[9]

Ayrıca, tek bir çapanın yeterli olmayacağı ve özellikle uzun süredir çok hızlı giden bir geminin tek bir çapa ile durdurulmasının mümkün olmayacağı beklenmeliydi. Bu nedenle programda bir tek nominal çapa kullanılmasının, örneğin diğer önemli göreli fiyat olan faiz oranının da nominal çapa olarak kullanılmamasının, programın en önemli eksikliği olduğu söylenebilir. Halbuki, 2000 programı ile ilgili niyet mektubunda Merkez Bankası Bilançosunda parasal tabanın değişimi net dış varlıklara dayandırılmış ve net iç varlıklara ise üst limit konulmuştu. Diğer yandan niyet mektubunda para idaresinin döviz giriş çıkışına bağlanacağı, ülkeye giren dış kaynakların parasal tabanı genişletme etkisini azaltmak için sterilizasyona gidilmeyeceği ve faiz oranının tümüyle piyasa tarafından belirleneceği taahhüt edilmekteydi.

Programda uygulanmaya çalışılan klasik reçete, faiz oranlarının düşmesinin yatırımları artıracağıydı. Esas olarak beklenen, TL'nin değerlenmesinin reel sektör üzerinde yaratacağı olumsuz etkinin düşük faiz oranları ile telafi edilebileceği ve dış ticaret açığının çok yükselmeyeceğiydi. Bu klasik reçete Türkiye için beklenen sonucu vermemiş, faiz oranının düşüşü daha önce incelediğimiz gibi uzun yıllar yatırımdan

9 Ayrıca, kur çapasının bir değerlenme yaratacağı ve bunun kırılgan ve açık pozisyonu yüksek olan bankacılık kesiminin eninde sonunda bir döviz atağı yapacağı tahmin edilerek, bankacılık reformunun da kur çapası uygulamasından önce yapılmaması programın başarı şansını azaltmıştır.

uzak duran ticarete konu olan sektörleri hızla yatırım, ithal ikamesi ve ihracat artışı yönünde teşvik edememiştir. Tam tersine faiz oranındaki düşüş, Türkiye gibi tüketim eğilimi yüksek olan bir ülkede, bireylerin tasarruf eğilimini düşürüp tüketimi artırmıştır.

Türkiye ekonomisinin büyüme kalıpları dikkate alınmadan uygulanan bu klasik reçetenin beklenen sonuçları vermemesi programın birçok hedefini de saptırmıştır. Burada sadece reel sektör açısından ortaya çıkan olumsuz sonuçlara değinelim: Öncelikle reel döviz kurunun değerlenmesinin yarattığı olumsuz etkiyi telafi edecek bir yatırım artışı reel sektörde ortaya çıkmamıştır. Tüketim artışı, kur çapası uygulayan birçok başka gelişmekte olan ülkede gözlendiği gibi, kendisini tüketim malı ithalatında bir patlama olarak göstermiş ve dış ticaret açığını yükseltici etki yapmıştır (Amadeo, 1996; Calvo ve Vegh, 1999; Ersel, 2000, Özatay, 2000). Diğer yandansa talep enflasyonu körüklenmiş ve bu da fiyatlardaki artışın saptanan döviz kurunun üzerinde seyretmesine yol açarak TL'nin daha çok değerlenmesine ve dış açığın daha da artmasına neden olmuştur.

Döviz kurunu nominal çapa olarak kullanarak çok büyük dış ticaret açığı vermeyen gelişmekte olan ülkeler genellikle tasarruf eğilimi yüksek, ithal tüketim malı kullanımı düşük ve yerli mala yönelimin mümkün olduğu ülkelerdir. Örneğin, benzer bir program uygulayarak başarıya ulaşan Malezya program süresince yerli malı tüketimini özendirici önlemler almayı başarmış ülkelerdendir (Park ve Song, 1997).

Özetle, 2000 yılının başında uygulamaya konulan programın reel sektörün uluslararası rekabet gücüne bir katkısı olmadığı gibi, değerlenen TL ve düşen faiz oranı tüketim eğilimini ve tüketim malı ithalatını kamçılamış ve yıllardır süren olumsuzlukları pekiştirmiştir. 2001 yılının Mayıs ayında açıklanan Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ihracat ve üretim hedeflerine böylesi güçsüz bir reel sektörle başlamak zorunda olduğunun ne kadar farkındaydı? Bu soruya bundan sonraki bölümde cevap vermeye çalışacağız.

2.D. 2001 GÜÇLÜ EKONOMİYE GEÇİŞ PROGRAMI VE REEL SEKTÖRÜN REKABET GÜCÜ

a) Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının Reel Sektörün Uluslararası Rekabet Gücü Açısından Değerlendirilmesi

Güçlü Ekonomiye Geçiş programında devalüasyon ve iç talepte yaşanan daralma sonucu 2001 yılında ihracatın 34 milyar dolar, ithalatın 47 milyar dolar civarında gerçekleşmesi beklenmektedir. Bu rakamlar, 2002 yılı için ihracatta 36,5 milyar dolar ithalatta 49,9 milyar dolar; 2003 yılı içinse ihracatta 39,3 milyar dolar ve ithalatta 53,6 milyar dolar olarak öngörülmektedir (Tablo 2.2). Acaba programdaki ihracat ve ithalat hedeflerine ulaşılabilecek mi? Hangi sektörler iç talepteki kısılmaya ve fiyat düşüşüne ihracat artışı ile cevap verebilir? Hangi sektörler, iç pazarlardaki daralma ve fiyat artışına ithalatı azaltarak cevap verebilir? Hedeflenen büyüme hızları ile ihracat ve özellikle ithalatta beklenen gelişmeler uyumlu mu? Bu hedefler dış dünyadaki gelişmelerle örtüşüyor mu?

TABLO 2.2
Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının Hedefleri

	1999	2000	2001	2002	2003
İhracat (milyar dolar)	29,3	31,2	34,1	36,5	39,3
İhracatta büyüme	-6,1	6,5	9,3	7,0	7,7
İthalat (milyar dolar)	39,8	53,6	47	49,9	53,6
İthalatta büyüme	-12,7	34,7	-12,3	6,2	7,4
GSMH'de büyüme	-6,1	6,1	-3	5	6

Kaynak: www.hazine.gov.tr

Yukarıdaki bölümlerde incelenen ve 1980'li yıllardan itibaren dışa açık sektörlerde ortaya çıkan yatırımlarda duraklama olgusu birinci soruya olumlu cevap verilmesini engeller niteliktedir. Çünkü dışa açık sektörlere yatırımların duraklamış olması sonucunda Türkiye'de bu sektörlerde önemli bir ithalata bağımlılık oluşmuştur. Yentürk (1994 ve 2003)'te 1985, 1990 ve 1996 Girdi-Çıktı tabloları kul-

lanılarak Türkiye ekonomisinde ihracatçı sektörlerin ithalata bağımlılığının diğer sektörlere oranla hızlı arttığı gösterilmektedir. İhracatçı sektörlere yapılan yatırımların 20 yıl boyunca durakladığı bir ekonomide uluslararası rekabet için yatırım ve ara girdi açısından dışa bağımlılığın artması şaşırtıcı olmayan bir sonuçtur. Şaşırtıcı olan ise ihracat hedefleri ile ithalat ve büyüme hedeflerinin birbirlerine uyumlu olmamasıdır.

Bu hedeflere kolay ulaşılamayacağını açıklayan üç gerekçeden söz edilebilir:

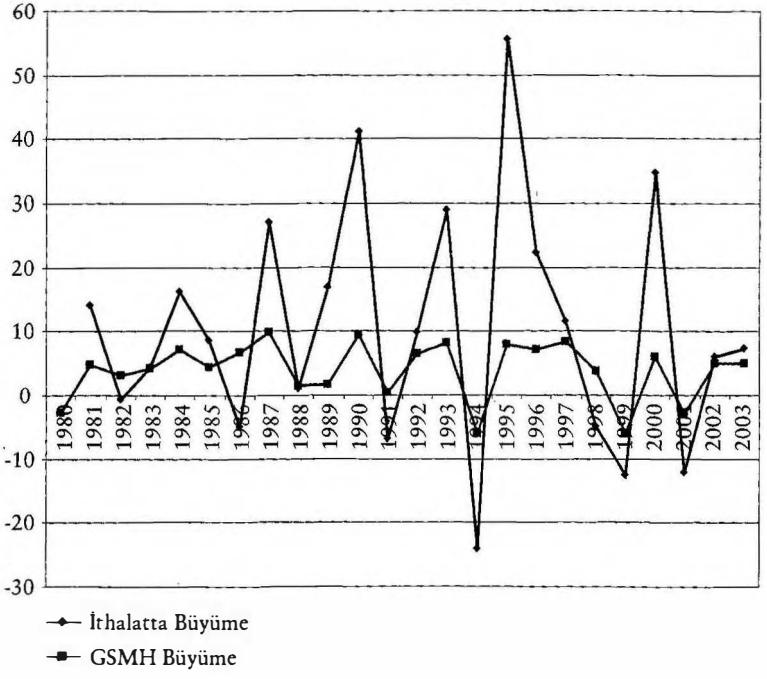
Bu programda, devalüasyonların ihracat fiyatını düşürücü etkisi kadar ithalat/girdi maliyetini yükseltmesi nedeniyle, ihracat artışı için ücretlerin düşürülmesi ve iç talebin kısılmasına anahtar rol yüklenmektedir. Bu ise toplumsal açıdan uzun-orta vadede sürdürülebilir bir politika değildir. Hızla, yatırım ve verimlilik artışına dayalı bir rekabet gücü kazanılması gerekmektedir ki, bunun için gerekli hiçbir politika veya uygulama programda yer almamaktadır. İhracat artışı hızlı bir ithalat daralması ile birlikte hedeflendiği için bu hedeflere ulaşılması sürekli devalüasyon gerektirecektir. Bir başka deyişle reel sektöre ve dış ticarete ilişkin hedefler, daha önceki dönemlerde olduğu gibi, bu programda da kısa vadelidir.

Yapısal bir rekabet gücü dışında sadece ucuz işgücüne dayalı ihracatı artırma hedefleri uluslararası konjonktür ile de çok uyumlu değildir. Bir kere önümüzdeki yıllar için OECD gerek GSMH'de gerek cari açıkta bir daralma öngörmektedir. Diğer önemli olgu ise Çin ve benzeri ucuz işgücüne dayalı ihracat hedefleyen ülkelerin bu konuda Türkiye'ye fırsat tanımayacağıdır.

Diğer yandan, Türkiye'de ithalat büyüme ile çok ilişkilidir. 1-2 yıl sonraki büyüme hedefleri ile ithalat hedefleri de uyuşmamaktadır. Hızlı büyüme, hızlı ihracat ve düşük ithalat artış hedefleri ancak uzun yıllar yüksek yatırım oranlarına ulaşıldığında ve atıl kapasitenin varlığı durumunda sözkonusu olabilir ki, bunun tam zıttı bir gelişmenin Türkiye için neredeyse 20 yıldır geçerli olduğu yukarıda gösterilmiştir. Grafik 2.2 ithalattaki büyüme ile GSMH'deki büyüme verilerini ve

GEGP hedeflerini içermektedir. Gerçekleşmiş büyüme oranları ilişkisi incelendiğinde göze çarpan nokta %5-10 arası büyüme yaşanan dönemlerde ithalatta % 15 ile % 55 arası büyüme görüldüğüdür. GEGP'nin 2002 ve 2003 büyüme hedefi sırasıyla % 5 ve % 6, ithalat büyüme hedefi ise % 5,8 ve 6,9'dur. Böylesi bir yüksek büyüme ve düşük ithalat bileşiminin gerçekleşmesi için hiçbir gerçekçi açıklama ve yapısal dönüşüm planı yoktur.[10]

GRAFİK 2.2
İthalatın ve GSMH'nin Büyüme Oranları



Kaynak: TCMB, EVDS; 2001-2003 GEGP tahmini.

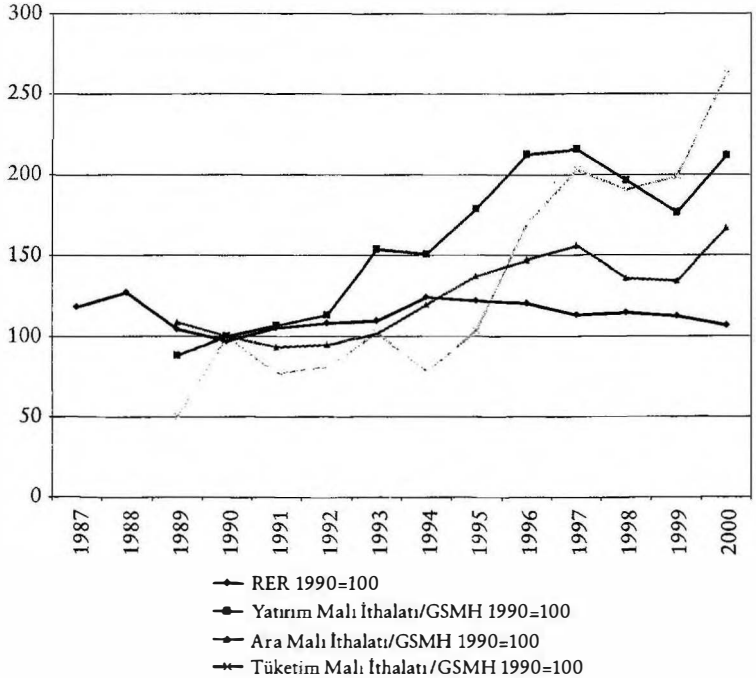
10 Nitekim, 2002 yılında büyümede sağlanan %7,6 lık oran ithalatta % 24'lük bir ithalata neden olmuştur.

b) GEGP'nin Dış Ticaret Hedeflerinin Ekonomik Kategoriler İtibariyle İncelenmesi

İncelemenin ekonomık kategoriler itibariyle sürdürülmesi GEGP'nin hedeflerinin gerçekçiliği konusunda daha aydınlatıcı bilgiler verecektir. Grafik 2.3 ve 2.4 ithalat ve ihracat paylarını ekonomik kategorilere göre vermektedir.[11]

GRAFİK 2.3

Ekonomik Kategorilerine Göre İhracat Payları ve Reel Döviz Kuru (RER)

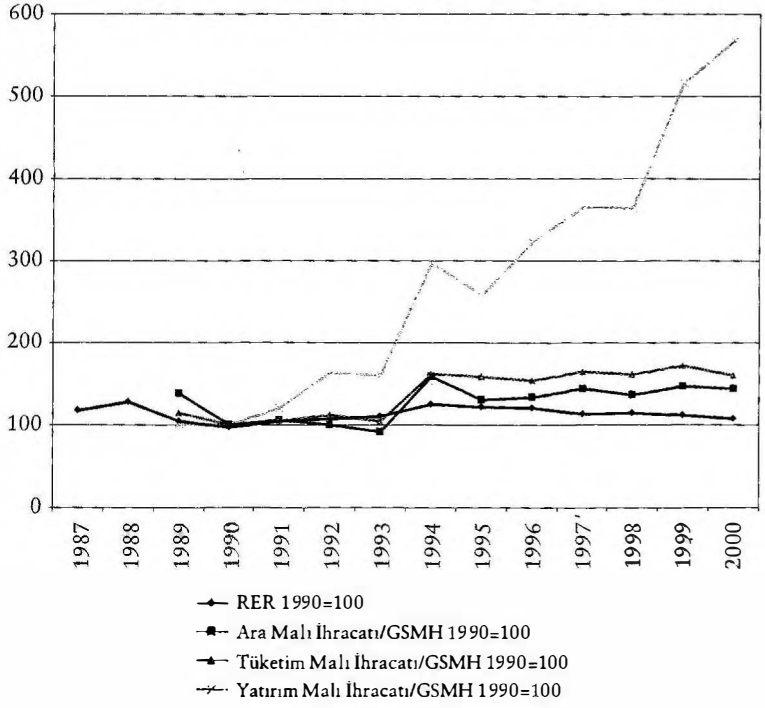


Kaynak: TCMB, EVDS; Üç Aylık Bülten, çeşitli sayılar.

11 SITC-Rev 3'e göre Yatırım Malı: Enerji makinaları, büro makinaları, kontrol cihazları, elektrikli ve elektriksiz makinalar ve binek otomobiller hariç ulaştırma araçları. Ara Malı: Sanayide kullanılan gıda, kimya, plastik, kâğıt, dokumacılık, demir çelik, kömür, petrol, doğal gaz ve türevleri, yedek parça. Tüketim Malı: Gıda, benzin, binek oto, ilaç, evde kullanılan elektrikli ve elektriksiz makinalar, mobilya vb.'dir.

GRAFİK 2.4

Ekonomik Kategorilerine Göre İthalat Payları ve Reel Döviz Kuru (RER)



Kaynak: TCMB, EVDS; Üç Aylık Bülten, çeşitli sayılar.

*İthalat*tan başlamak gerekirse tüketim malı ithalatının GSMH içindeki payının diğer ithalat kategorilerine göre çok hızlı arttığı görülmektedir (Grafik 2.3). 1994 yılında reel döviz kurundaki değer kaybı tüketim malı ithalatında bir azalmaya yol açmıştır. Yatırım ve ara mallarının GSMH içindeki paylarında bir azalma görülmemektedir. Tam tersine ara malları ithalatının GSMH içindeki payında görülen artış devam etmiş, yatırım mallarının GSMH içindeki payında görülen artış ise 1994 yılındaki bir duraklamadan sonra sürmüştür.

Grafik 2.3'e göre, tüketim malı ithalatı 1995 yılından sonra en

hızlı yükselen ithalat türüdür. 1995-2000 döneminde, iç talebin çok yüksek olduğu 1990-1994 dönemlerinden daha yüksek bir tüketim malı ithalat artışı göze çarpmaktadır. 1995 yılından itibaren TL'nin değer kazanmaya başladığı Grafik 2.3 ve 2.4'ten izlenebilmektedir. TL'nin değerlenmesinin devam ettiği 1995-2000 döneminde ithalat önce her üç kategoride de hızla artmış, ancak değerlenmenin devam ettiği 1998-1999 döneminde, ekonomik daralma nedeniyle azalma göstermiştir. Ekonomik daralma yaşanan 1998-1999 döneminde ithalattaki daralmanın en sınırlı olduğu kategori yine tüketim malı ithalatıdır.

İncelemeyi derinleştirebilmek amacıyla, Tablo 2.3'te, kategoriler itibariyle ihracattaki, ithalattaki yıllık büyümeler ile milli gelirdeki büyümeler verilmektedir. 1994 yılındaki daralma ve devalüasyonun sonucunda esas olarak tüketim malları ithalatında bir azalma göze batmaktadır. Aynı yılda ara malları ithalatı ve yatırım malları ithalatı tüketim mallarına göre daha az bir düşüş göstermiştir. 1994 yılındaki istisna dışında tüketim malları ithalatında diğerlerine göre daha yavaş bir azalma olmuştur. Örneğin 1998 ve 1999 yıllarında tüketim malı ithalatı en az düşüş gösteren kategoridir. 1998-1999 yılında döviz kurunda değerlenme süreci devam ederken ortaya çıkan ekonomik daral-

TABLO 2.3
Kategorilere Göre Dış Ticaret ve GSMH Büyüme Oranları %

	1993	1994	1995	1998	1999	2000	2001
Yatırım malı ithalatı	52,5	-29,0	55,5	-3,5	-18,2	29,9	-26,3
Ara malı ithalatı	19,9	-14,6	51,4	-7,2	-10,1	34,4	-11,6
Tüketim malı ithalatı	42,5	-45,3	74,9	-0,2	-4,9	42,6	-31,3
GSMH	8,1	-6,1	8,0	3,9	-6,1	6,1	-4,2
Yatırım malı ihracatı	11,4	33,1	15,0	6,0	29,0	19,1	29,7
Ara malı ihracatı	3,1	24,9	8,9	1,1	-2,8	6,8	11,0
Tüketim malı ihracatı	4,8	11,4	29,4	3,8	-3,6	0,9	6,5

Not: 2001 yılı verileri 2000 Ocak-Mayıs dönemi toplamına oranla 2001 yılı Ocak-Mayıs dönemi artışını göstermektedir.
Kaynak: TCMB, EVDS.

manın sonucu yatırım malları ve ara malları ithalatında bir azalma görülmüştür. 2001 yılının ilk beş ayındaki sonuç ise her üç mal kategorisinde ciddi daralmalardır.

Özetle, ithalat hedefleri açısından, Grafik 2.3, 2.4 ve Tablo 2.3'ün incelenmesinden iki sonuç çıkarmak mümkündür:

Döviz kurundaki değerlenmenin sürmesine rağmen ekonomik daralmanın etkisiyle ithalat kategorilerindeki azalma, ithalat-büyüme ilişkisinin önemini ve bu ilişkinin esas olarak ara malları ve yatırım malları üzerinde daha güçlü olduğunu sergilemektedir. Tüketim malları ithalatı ise döviz kuruna daha duyarlıdır.

Diğer yandan, 2001 yılındaki yüksek devalüasyonun etkisiyle (ve bundan sonra uygulanacak politikalarla TL'nin değerlenmesine izin verilmeyeceği varsayımı altında) tüketim malları ithalatı 2002-2003 yılında düşük bir düzeyde sabit kalsa dahi, yatırım ve ara malları ithalatı, ihracat ve büyüme hedefine bağlı olarak, hızla artma eğilimi gösterecektir. Tablo 3'te görüldüğü gibi daralma yıllarından sonraki büyüme yıllarında yatırım ve ara malları ithalatı hızla artmıştır. 2002 ve 2003 yıllarında sırasıyla % 5 ve % 6 büyüme hızı hedeflendiğine göre toplam ithalat artışının sırasıyla % 5,8 ve 6,9 ile sınırlı kalması, programdaki kısıtlı teşvikler dikkate alındığında, çok güçtür. Tablo 2 ve 3, Türkiye'nin ithalat hedeflerinin sadece ilk yıl geçerli olabileceğini, 2-3 yıllık ihracat ve büyüme hedefleri dikkate alındığında hedeflenen ithalata erişmenin ise çok zor olduğunu göstermektedir.

*İhracat*ın ekonomik kategorilere göre dağılımı incelendiğinde en ilginç nokta yatırım malları ihracatının GSMH içindeki payında görülen hızlı artıştır (Grafik 2.4). Diğer yandan, yaşanan ciddi devalüasyona rağmen, 1994 yılında ve sonrasında, tüketim malları ihracatının GSMH içindeki payında önemli bir artış yaşanmamıştır. Tablo 2.3'te ihracat kategorileri yıllık büyüme hızlarına göre verilmiştir. Bu tabloya göre, 1995 yılında tüketim malları ihracatında bir sıçrama görülmekte ancak bu sıçrama daha sonraki yıllarda ortadan kalkmaktadır. Yatırım malları ihracat artış hızı ise 1994 yılında yakalanan yüksek büyüme temposunu sürdürebilmiştir.

Görüldüğü gibi, tüketim malları grubuna dahil olan hazır giyim, gıda gibi sektörlerde ihracat fiyatı düşürülerek rekabet gücünün artırılması imkânı artık sınırlıdır. Devalüasyondan sonra artış gösteren tüketim malları ihracatının önemli bir bölümü binek otomobil ihracatından kaynaklanmaktadır. 1994 krizinden sonra 1995 krizinden itibaren binek otomobili ihracatında önemli bir artış yaşanmıştır. Bu sektör, 1990'lı yıllardan beri dışa açık sektörler içinde en çok yatırım yapan sektörler arasında yer almaktadır. 1994 krizinden sonra ortaya çıkan atıl kapasite ve yükselen iç talebin % 50' lik bir kısmının Türkiye'de üretilemeyen daha yüksek standartta ithal otomobillere kaptırılması, otomobil sanayiini, ana firmalarla anlaşma yaparak, saptanan modellerde uluslararası pazarlara yönelmeye zorlamıştır.

Tüketim malları sektörü içinde önemli miktarda ihracat artışı gösteren diğer bir mal grubu evde kullanılan elektrikli eşyalar arasında yer alan beyaz ve kahverengi eşyadır. Ara malları ihracatında en önemli sektörlerden olan demir-çelik, kimya, mineral, metal eşya, dokuma sektörlerinde önemli bir artış görülmemektedir. Yatırım malları ihracatındaki artış esas itibariyle makina ve ulaşım araçları sektöründe ortaya çıkmaktadır.

Tablo 2.4 önemli ihracatçı sektörlerin dış ticaret göstergelerini vermektedir. Görüldüğü gibi, son yıllarda önemli ihracat artışının yaşandığı ve kısmen yatırım malları sektörüne kısmen ise dayanıklı tüketim malları sektörüne dahil olan otomotiv, elektrikli ve elektriksiz makinalar, büro araçları ve ulaşım araçları Türkiye'nin 1980 yılından beri konvansiyonel ihracatçı sektörlerinin hemen arkasında yer almaya başlamıştır.[12] Bu sektörler gerek toplam ihracat hacmi gerek ihracatlarındaki büyüme açısından hızlı bir sıçrama göstermişlerdir. Ancak bu sektörlerin dış ticaret dengesi açısından önemli bir zafiyet taşıdıkları görülmektedir, çünkü ihracatın ithalatı karşılama oranı göz önüne alınarak incelendiğinde, bu sektörlerin önemli ithalatçı sektörler arasın-

12 Yatırım, ara ve tüketim malı kategorilerine göre ihracat verilerinde alt sektörlere inilememektedir. Bu nedenle Tablo 2.4'teki sektörel verilerde otomotiv ve makina sektörlerinin tüketim ve yatırım malı kategorilerine göre ayrı ayrı tasnif edilmesi mümkün olmamıştır.

da da yer aldıkları görülmektedir. Bu yüksek ithalat hacmi, üreticilerin kendi sektörlerinden ihtiyaç duydukları ithal girdilerin yüksek olduğunu (otomotiv yan sanayii ya da yedek parça gibi) ve ihraç edilen birçok üründe iç pazarlarda ithalatla rekabet edilemediğini (yerli üretim otomobillerin lüks sınıftaki ithal otomobillerle rekabet edememesi gibi) göstermektedir. Bir başka deyişle, bu sektörlerin genel anlamda döviz kazandırıcı olduklarından söz etmek mümkün değildir.

Diğer yandan, Türk otomobil sanayiinin, gerek binek otomobillerde gerekse diğer otomotiv ürünlerinde kendi ürettiği bir markası yoktur. Bu nedenle ihracatı ana otomobil firması ile yapacağı anlaşmaya bağlıdır. Bu olgu ihracatta pazar ve ürün seçimi konusunda bazı kısıtlamaları doğurabilmektedir. Otomobil yan sanayiinde lisans ile üretim yapan birçok markanın karşı karşıya kaldığı bu kısıt ile, ana sanayi henüz karşı karşıya kalmamıştır. Ancak bu kısıt nedeniyle Türkiye'nin sahip olabileceği ihracat kapasitesinin kendi markasını üreten Güney Doğu Asya ülkeleri kadar yükselmesini beklemek yerinde olmaz. Bu olgu, çoğunluğu lisans altında üretim yapan beyaz ve kahverengi eşya için de geçerlidir.

Türk otomotiv sektörü 1994 yılından sonra sağlanan ihracat artışını "küresel otomotiv sanayii ile tam entegrasyon"un sonucu olarak değerlendirmektedir (OSD, 2001). Bazı nihai ürünlerin ihracatında olumlu sonuçlar verse de, Türkiye'nin tek otomobil motoru üreticisi olan Tofaş'ın motor üretiminden çekilmesi ve otomobil üretimi ünitesini General Motors ve Fiat'ın birleşerek kurdukları Powertrain şirketine satması[13] da bu "küresel entegrasyon"un sonucudur. Otomotiv sanayiinde küresel entegrasyonun diğer sektörlerde olduğu gibi yüksek katma değerli ürünlerin üretim ve ihracatını terk ederek, üretimin montaj ağırlığının artması gibi bir etki yapacağı söylenebilir. Böyle bir gelişmenin uzun vadeli bir rekabet gücü açısından olumsuz sonuçlanacağı ve giderek otomotiv sektörünün de aynen hazır giyim sektöründe olduğu gibi sadece ucuz işgücü ile rekabet edebileceği beklenmelidir.

13 Böyle bir satışıngerçekleştiği, Tofaş Murahhas azası Sayın Nahum tarafından 3.8.2001'de açıklanmıştır. Nahum benzeri oluşumların bu yıl içerisinde yan sanayiinde de ortaya çıkacağını belirtmiştir.

Ayrıca, Tofaş'ın pres ve kalıp sistemlerine ağırlık vereceği açıklaması da bu öngörüyü pekiştirmektedir. Unutulmamalıdır ki, pres ve kalıp ünitelerinin üretileceği gövde parçalarının en temel girdisi ithal yassı çeliktir. Böyle bir "küreselleşme" Tablo 2.4'te görülen ihracat/ithalat oranının artması şeklinde sonuçlanabilir.

TABLO 2.4

Önemli İhracatçı Sektörlerin İthalatı Karşılama Oranları ve İhracatlarının Büyümesi

	İhracat milyon dolar 2000	İthalat milyon dolar 2000	İhracat/ ithalat 2000	İhracatta % büyüme Ocak,Mart 2000-2001
Diğer giyim eşyası	6.243	252	24,78	3,06
Dokumacılık ürünleri	3.706	2.136	1,74	7,64
Demir ve çelik	1.865	2.422	0,77	-5,56
Meyva, sebze ve mamulleri	1.817	193	9,41	8,43
Otomotiv sanayi ürünleri	1.531	5.854	0,26	33,58
Elektrikli makina ve cihazlar	1.104	1.850	0,60	22,80
Diğer ulaşım araçları	1.094	1.701	0,64	2,28
Büro makinaları ve haberleşme cihazları	1.019	5.543	0,18	2,22
Diğer elektriksiz makinalar	844	4.905	0,17	13,45
Diğer kimyasallar (plastik ve eczacılık dışı)	796	4.198	0,19	7,21
Metal eşya	629	733	0,86	6,77
Tütün ve mamulleri	491	351	1,40	0,00
Hububat ve mamulleri	406	408	0,99	-23,99
Kauçuk mamulleri	373	369	1,01	23,81
Alçı, çimento vb. inşaat malzemeleri	371	60	6,14	-8,79
Cam ve cam eşya	363	157	2,31	14,07
Deri ve kürkten giyim	343	12	27,75	9,92

Kaynak: www.disticaret.gov.tr

2.E. SONUÇ

1980 yılından sonra uygulanan politikalar önceleri bir ihracat artışı sağlamış olsalar bile reel sektöre yapısal bir rekabet gücü kazandıramamışlardır. Yukarıda çeşitli dönemler itibariyle uygulanan politikaların reel sektöre yönelik yatırım kararlarını nasıl olumsuz etkilediği tar-

tışılmıştır. Yıllardır yatırımların oldukça durağan olduğu bu dışa açık sektörlerin yapısal rekabet gücü kazanmaları için hiçbir gerçekçi açıklama ya da yapısal bir sıçrama yaratacak uygulama GEGP'de yoktur.

Kamu ve bankacılık sektörünün de çok büyük dengesizlikleri ve kırılganlıkları olduğu bilinmektedir. Dışarıdan borç alınarak bu kırılganlık düzeyi azaltılmaya çalışılmakta ve bu borçları reel sektörün ihracatı artırarak uzun vadede ödemesi beklenmektedir. Halbuki program hedeflerine bakıldığında tüm ihracat ve ithalat hedeflerine ulaşılmış olsa bile 2001 yılında 1; 2002 yılında 1,7; 2003 yılında 1, 2 milyar dolar cari açık verilmesi beklenmektedir. Bu açığın yeni kısa vadeli dış borç ile kapatılacağı zımni bir beklentidir.

Durumu şu şekilde özetleyebiliriz: Var olan dış borç stokunu vadesinde ödeyeceğiz, yaşanan son krizler ve bu program süresince alınan borçları ve faizini ödeyeceğiz, 2001-2003 arası ortaya çıkacak olan cari açıktan kaynaklanan dış borcu da bunlara ekleyeceğiz. Bu çok ciddi bir tablodur. Acaba reel sektörün böyle bir ihracat hamlesi yapıp bunların ödenebilmesi için kaynak üretmesi mümkün mü? Kamu ve finans sektörünün açıklarının kapatılması ile kredi fonlarının reel sektöre yöneleceği ve bu sektörün uluslararası rekabet gücü için yeterli kaynağa ulaşılacağı sanılmaktadır. Bu politikaların beklenen sonuçları vermesi, Eximbank'a çeşitli fonların aktarılması ve reel sektör fonunun kurulması gibi parasal katkılar önemli olabilir. Ancak reel sektör için bu kadarının yetmeyeceğini, çünkü bilgi-teknoloji ve ***know-how*** olmadan uluslararası rekabet gücü olmadığını belirtmek gerekmektedir.

Gelişmekte olan hangi ülkeyi alırsak alalım hepsinin özellikle 80'li yılların ortalarında birkaç yıl üst üste dış kaynak transferi yapacak şekilde cari fazla verdikleri görülmektedir. Bunun neredeyse tek istisnası Türkiye'dir. Hiçbir ülkeye nasip olmamış bir şekilde, Türkiye 50 yıldır neredeyse kesintisiz dış kaynak kullanmaktadır. Jeopolitik nedenlerle şımartılan bu çocuk artık daha çok üretip daha az tüketerek dışa kaynak transfer edebilecek duruma gelene kadar öğretmeninin kötü muamelesine maruz kalacak, bilgi ve teknolojisi yeterli değilse, ucuz emek ile mal üreterek ihraç edecektir.

3

Finansal Sermaye Girişi Gölgesinde İstikrar Uygulaması: 2000 İstikrar Paketinin İncelenmesi*

3.A. GİRİŞ

1990'lı yıllarda, aralarında Latin Amerika ve Güney Doğu Asya ülkelerinin de bulunduğu birçok gelişmekte olan ülke, oldukça farklı ekonomik yapı ve iktisat politikası tarihine sahip olmalarına rağmen ekonomik krizlerle karşı karşıya kaldılar. Gerek krizden önce izleyecekleri politikaların neler olduğu, gerek krizden nasıl çıkılabileceği konusunda bu ülkelere IMF tarafından yapılan öneriler iktisat yazınında artık çok iyi biliniyor: Sermaye hareketleri kayıtsız şartsız serbest bırakılmalıydı, kemer sıkma, denk bütçe ve sıkı para politikaları izlenmeliydi. Gelişmekte olan ülkelere yapılan diğer bir politika önerisi ise döviz kurunun belirli bir süre sabitlenmesi yolu ile enflasyonla mücadele edilmesi idi. Özellikle devalüasyon-enflasyon sarmalının güçlü olduğu ülkelerde döviz kurunun belirli bir süre sabit tutulması enflasyon beklentilerini kırabilir ve enflasyona neden olan dengesizliklerin ortadan kaldırılabilmesi için elverişli bir ortam yaratabilir yaklaşımı ile öneri-

(*) Bu makale 5- 7 Ocak 2001 tarihinde, New Orleans'ta "Stabilization under the Threat of Global Financial Capital: The Turkish Experience" başlığıyla, Middle-East Economic Association in ASSA uluslararası toplantısında sunulmuş bildirinin derinleştirilerek kaleme alınmış şeklidir.

len bu politika, ilgili yazında enflasyonla mücadelede nominal çapa uygulaması olarak anılmaktadır.

Bu makalenin ikinci kısmında nominal çapa uygulamasının özellikleri, bu uygulamanın koşulları, beklentileri ve sonuçları ele alınacaktır. Makalenin amacı nominal çapa uygulamasını temel alan ve Türkiye'de 2000 yılının başında uygulanmaya başlanan istikrar programını tanıtmak ve krizle sonuçlanmasının nedenlerini incelemektir. Üçüncü kısım bu incelemeye ayrılmıştır.

3.B. ENFLASYON İLE MÜCADELEDE NOMİNAL ÇAPA UYGULAMASI

Enflasyon ile mücadelede nominal çapa uygulaması hızla yol alan bir geminin çapa atılarak yavaşlatılması benzetmesinden yola çıkarak adlandırılmıştır. Burada birkaç önemli nokta bulunmaktadır. Bunlardan birincisi döviz kurunun belirli bir süre sabit tutulması ya da önceden belirlenen bir kur ile yavaşça devalüe edilmesi ile enflasyonun belirli bir süre bastırılmasıdır. Sabit döviz kuru enflasyonu ortaya çıkaran yapısal dengesizlikleri düzeltmek için ekonomik belirsizliğin ortadan kaldırılması ve enflasyonist beklentilerin kırılması için uygulanmaktadır. Bir başka deyişle, enflasyon ile mücadelenin temel unsuru enflasyonun düşük tutulabildiği süre içinde temel dengesizliklerin düzeltilebilmesidir. Döviz kuru bu reformların yapılabilmesi için elverişli ortam hazırlamak için başvurulan bir araçtır.

Nominal çapa uygulamasına dayalı enflasyon ile mücadele politikaları birçok tehlike taşımaktadır. Bunlardan en önemlisi döviz kurunun belirli bir süre düşük oranda devalüe edilebilmesi ya da sabit tutulabilmesi için programın yüksek oranda dış kaynak girişine bağımlı olmasıdır.

Yüksek uluslararası rezervlere sahip olan birçok gelişmekte olan ülke sabit kur rejimine dayalı istikrar politikalarını 1990'lı yıllarda uygulamışlardır. Yukarıda belirtildiği gibi, yerli paranın reel olarak değer kazanması bu politikaların en önemli sonuçlarından biridir. Yapılmış birçok ampirik çalışmanın sonuçlarına dayanarak ve panel da-

ta yöntemini kullanarak sabit kur uygulamalarının sonuçlarını inceleyen Calvo ve Veigh (1999) sabit kur uygulaması sonucu yerli paranın reel olarak değer kazanmasını ve kısa dönemde üretim ve tüketim artışı olmasını en ortak sonuçlar olarak ortaya koymaktadırlar. Sabit kur uygulamasını izleyen üretim ve tüketim artışı, kendini yatırım artışı olarak da göstermekte, ancak 3-5 sene arasında tüm bu göstergelerde daralma ortaya çıkmakta ve uygulama krizlerle son bulmaktadır. Calvo ve Veigh (1999) bu nedenle sabit kur rejimine dayalı istikrar politikalarının sadece ekonomik daralmaların ertelenmesine yardımcı olduklarını ortaya atmaktadırlar.

Benzer bir şekilde, yapılan çalışmalar gerek sabit kur rejimine dayalı, gerek diğer istikrar politikaları uygulamaları sonucunda reel döviz kurunun değerlendiğini ortaya koymaktadır (Hamman, 2001; UNCTAD, 2001). Kaminsky vd. (1998) inceledikleri ampirik çalışmalardan 14'ünde yerli paranın değerlenmesinin krizi açıklayan faktör olarak gösterildiğini ve bu çalışmaların 12'sinde kriz ile değerli kur arasında istatistik olarak anlamlı bir ilişki çıktığını belirtmektedirler.

Sabit kura dayalı istikrar uygulamalarında gözlemlenen sonuçların bir diğeri enflasyonun devalüasyon oranına yeterince hızla yaklaşamamasıdır. Yerli paranın reel olarak aşırı değerlenmesi diğer fiyatların döviz fiyatına uyumunun mümkün olmadığı anlamına gelmektedir. Faiz oranının bu tür istikrar programları karşısında geçirdiği evrim ise biraz daha değişik olmaktadır. Bu programların uygulanmasından hemen sonra faiz oranı düşüş göstermektedir. Faiz oranlarının çok düşmesi durumunda kur faiz arbitrajı açılmakta ve programın bağımlı olduğu kaynak girişi tehlikeye girebilmektedir. Bu olgu döviz rezervlerini azaltarak kur hedefinin tutturulmasını riske sokmakta, cari açıktaki artış ile birleştiğinde bir devalüasyon beklentisini körüklemektedir (Calvo ve Veigh, 1999). Özellikle finansal kesimin kırılganlık taşıdığı ülkelerde, finans kesiminin taşıdığı sorunlar döviz talebini körükleyerek bir bankacılık krizi yaratabilmekte ve faiz oranlarının aşırı yükselmesi ile sonuçlanarak bankacılık krizini derinleştirebilmektedir (Kaminsky ve Reinhart, 1999).

Diğer yandan, sabit döviz kuruna dayalı istikrar politikalarında başka bir önemli risk enflasyonun döviz kuruna ve döviz girişine bağlı olarak düşük tutulduğu süre içerisinde gerekli reformların yapılamaması; enflasyonun yapay yolla baskı altında tutulmuş olmasıdır. Böyle durumlarda nominal çapa uygulamasının sona ermesi ile birlikte aşırı bir değer kaybı çok sık rastlanır sonuçlardan olmaktadır. Özellikle bankacılık kesiminde yüksek kırılganlıkların olduğu ülkelerde sabit döviz kuru uygulamasından önce veya istikrar programı süresince gerekli bankacılık reformlarının yapılmamış olması sabit kur uygulamasından çıkışta ciddi bir devalüasyon yaşanmasına neden olabilmektedir. Aşırı bir değer kaybından sonra döviz kurunun istikrar kazanması ise belirli bir süreyi gerektirmektedir.

Örneğin, Brezilya, Meksika, Tayland ve Rusya'da sabit kura dayalı istikrar programlarından sonra döviz kurunun dalgalanmaya bırakılması ile birlikte döviz kurunda bir değer kaybı ortaya çıkmıştır. Örneğin Brezilya'da dalgalanmaya bırakılma tarihi Ocak 1999'dur ve 21 Ocak'ta % 80'lik bir değer kaybı yaşanmıştır, Meksika'da dalgalanmaya bırakılma tarihi Aralık 1999'dur ve 27 Aralık'ta % 67'lik bir değer kaybı yaşanmıştır, Tayland'da dalgalanmaya bırakılma tarihi Temmuz 1997'dir ve 3 Kasım'da % 94'lük bir değer kaybı yaşanmıştır, Rusya'da dalgalanmaya bırakılma tarihi Ağustos 1998'dir ve 28 Ağustos'ta % 198'lik bir değer kaybı yaşanmıştır. Türkiye'de de sabit döviz kuru uygulamasından vazgeçildiği 22 Şubat 2001 tarihinden sonra döviz kuru hemen % 40 bir değer kaybına uğramıştır.

Makalenin bundan sonraki kısmında, Aralık 1999 tarihinde yürürlüğe giren istikrar politikasının içeriği kısaca özetlenecek, izlendiği süre içerisinde yapılan uygulamalar ele alınacak, krize giriş ve krizin sonuçları değerlendirilecektir.

3.C. 2000 İSTİKRAR PROGRAMI VE NOMİNAL ÇAPA UYGULAMASI

a) IMF Niyet Mektubunun İçeriği

Aralık 1999 tarihinde IMF'ye verilen niyet mektubunda "Türkiye'de yaşanan enflasyonun sürgit özelliği dikkate alındığında, 2000-02 yılları için enflasyonla mücadele hedeflerimizin belirlenmesinde enflasyonu aniden tek haneli rakamlara indirmenin güçlüğü ile geçmişteki uygulamalardan açıkça farklı olunacağının sinyalinin verilmesi ihtiyacının dengelenmesine büyük önem verilmiştir" denmektedir. Bu nedenle programda, 2000 yılı enflasyonunu (12 aylık TÜFE enflasyonunu) Aralık 2000 sonu itibariyle %25'e (TEFE enflasyonu %20'ye) düşürmek, TEFE ve TÜFE enflasyonunu 2001 yılı sonunda %10-12'ye ve 2002 yılı sonunda tek haneye (yaklaşık %5-7) düşürmenin amaçlandığı belirtilmektedir.

Programın belirtilen enflasyon hedeflerine ulaşabilmesi üç ayağa bağlıdır: sıkı mali disiplin, yapısal reformlar ve önceden belirtilmiş döviz kuru hedefleri. Uygulanacak maliye politikalarının başında birincil fazla verilmesi gelmektedir. Diğer önemli maliye politikası 2000 yılında özelleştirme gelirlerinin 7.6 milyar dolar civarında olacağının saptanmasıdır. Bu miktarın 4.5 milyar doları telekom ve enerji sektöründeki özelleştirilmelerden beklenmektedir ki, bu gelirlerin tümüyle bütçeye gelir kaydedileceği ifade edilmektedir.

Program süresince döviz kuru politikasının aşağıdaki özelliklere sahip olacağı belirtilmektedir: Döviz kurunun izleyeceği yol, 1 Ocak - 31 Aralık 2000 dönemi için ilan edilecektir. Bu süre zarfında TL, hedef TEFE oranına uyumlu olarak, % 20 oranında değer kaybedecektir. Her üç ay sonunda, döviz kuru yolunun daha önceden ilan edilmiş bölümünü değiştirmeden, döviz kuru takvimi ek 3 ay daha uzatılacaktır.

Para politikaları ile ilgili en önemli nokta Merkez Bankası net iç varlık stoku ile ilgilidir. Programa göre Merkez Bankası net iç varlık stoku, 1999 Aralık ayı düzeyinde sabit tutulacak ve üç aylık dönem sonunda para tabanının % 5 alt ve üst sınırları içinde kalacaktır. Bu

çerçevede, kısa dönemli dalgalanmalar dışında tüm para tabanı, ödemeler dengesi yolu ile yaratılacak ve iç faiz hadleri tamamen piyasa tarafından belirlenecektir. Sermaye akımları, faiz oranlarında hızlı düşüşe imkân vermek ve sermaye girişlerini idame ettirecek büyük faiz oranı farklılıklarını engellemek üzere sterilize edilmeyecektir.

Programdaki gelirler politikası sadece maaş ve ücretlerin enflasyon oranında tutulması ile ilgilidir. Programa göre enflasyondaki düşüşü ve döviz kuru politikalarını desteklemek ve özellikle özel sektöre ücret ve fiyat artışlarını hedef enflasyon ile aynı oranda belirlemeleri hususunda yol göstermek mümkün olacaktır. Bu amaca yönelik olarak memurların maaş artışlarının hedeflenen TÜFE enflasyon oranı ile, 2000 yılındaki asgari ücret artışlarının ise hedeflenen enflasyon oranı ile aynı doğrultuda olacağı taahhüt edilmektedir.

Programda ekonomik ve sosyal yapının neredeyse her alanını etkileyecek birçok yapısal reform yer almaktadır: Bunlar kamu maliyesindeki yapısal reformlar, sosyal güvenlik reformu, tarım politikaları, kamu mali yönetimi ve şeffaflık, vergi politikası ve idaresi, sermaye piyasası, bankacılık sisteminin güçlendirilmesi ve bankacılık düzenlemeleri ile ilgili reformlardır. (http://www.hazine.gov.tr/duyuru/sb_turkce.htm)

b) 2000 İstikrar Programının Sonuçları

Yukarıda görüldüğü gibi, 2000 yılı istikrar programı ekonomide var olan dengesizlikleri önemli yapısal reformlar yaparak ortadan kaldırmayı hedefleyen bir programdır. Bu yapısal reformlar tarım kesimi reformundan, kamu ve özel bankacılık kesimi reformuna, sosyal güvenlik sistemi reformundan bütçe dışı fonlarda yapılacak reformlara kadar uzanmaktadır. Bir diğer önemli ihtiras ise Türkiye ekonomisinin on yıllar boyunca pekiştirerek derinleştirdiği neredeyse tüm dengesizlikleri, kısa sürede ortadan kaldırmayı hedeflemesidir. Ortaya atılan reformlar ve dengesizliklerin kaldırılması yöntemi olarak da ortodoks istikrar politikaları ve klasik IMF reçetelerine dayanıldığı açıkça görülmektedir. Türkiye ekonomisinin yapısı ve özelliklerine ilişkin özgün

bir analizin olmadığı, birçok gelişmekte olan ülkeye önerilen standart kalıbın programın omurgasını oluşturduğu söylenebilir.[1]

Nominal Çapa

Yukarıda belirtildiği ve birçok gelişmekte olan ülke örneğinde görüldüğü gibi döviz kurunun nominal çapa olarak kullanılmasının yerli paranın değerlenmesi sürecini doğuracağı, bundan dolayı da dış ticaret açığının artacağı beklenir ki, Türkiye'de bu yaşanmıştır. Diğer yandan kur çapası uygulamasından hemen önce göreli fiyatların mutlaka dengede olması beklenemeyeceğine göre böylesi bir durumda düzeltici devalüasyon yapılması çok önemlidir. Türkiye'de kur çapası uygulamasından önce döviz kuru değerli olmasına rağmen düzeltici bir devalüasyon yapılmamış ve bu nedenle TL'nin değerlenme süreci daha da güçlenmiştir (Yeldan, 2001).

Ayrıca, tek bir çapanın yeterli olmayacağı ve özellikle uzun süre çok hızlı giden bir geminin tek bir çapa ile durdurulmasının mümkün olmayacağı beklenmeliydi. Bu nedenle programda bir tek nominal çapa kullanılmasının, örneğin diğer önemli göreli fiyat olan faiz oranının tümüyle sermaye hareketlerinin etkisine bırakılması, programın en önemli eksikliğidir.

Faiz Oranı ve Para Politikaları

2000 programı ile ilgili niyet mektubunda, Merkez Bankası Bilançosunda parasal tabanın değişimi net dış varlıklara dayandırılmış ve net iç varlıklara ise üst limit konulmuştu. Diğer yandan niyet mektubunda para idaresinin döviz giriş çıkışına bağlanacağı, ülkeye giren dış kaynakların parasal tabanı genişletme etkisini azaltmak için sterilizasyona gidilmeyeceği ve faiz oranının tümüyle piyasa tarafından belirleneceği taahhüt edilmekteydi. Bu şekilde parasal taban tümüyle döviz giriş ve çıkışlarına bağımlı hale getirilmiştir. Böyle bir bağımlılığa dayalı olan programlarda, ekonominin kısa dönemli sermaye giriş çı-

1 Programın sonuçlarının incelendiği çalışmalar için bkz. Akyüz ve Boratav, 2002; Özatay ve Sak, 2002; Ekinci, 2001.

kışlarından mümkün olduğunca arındırılmış olması ve sermaye girişlerinin uzun dönemli olması için gerekli tedbirlerin alınmış olması hayati önem taşımaktadır. Bu tedbirlerin alınmamış olması ve Merkez Bankası'nın gerek yurtiçi gerek yurtdışından gelebilecek aşırı giriş-çıkışlara müdahale olanağının programda öngörülmemiş olması da programın en temel eksikliklerindendir. Bu da göstermektedir ki, IMF destekli ortodoks istikrar programları ekonominin kendi kazandığı ihracat geliri ile her an yurt dışına çıkabilecek kısa dönemli spekülatif sermaye girişlerinin ekonomi üzerinde farklı etkileri olabileceğini göz ardı eden iktisat politikasına dayanmaktadır ve bu olgu programın en zayıf noktalarından birini oluşturmaktadır.

Programın başında, yüksek döviz girişine bağlı olarak faiz oranlarında beklenenin üzerinde hızlı düşüş yaşanmıştır. Diğer yandan, Merkez Bankası kaynaklarından kamuya kredi açılmaması faiz oranındaki düşüşün en önemli etkenlerinden biri olmuştur. Ayrıca, Hazine'nin yurt dışından borçlanmayı tercih etmesi ve kamu hesaplarının birincil fazla vermesi ve özelleştirme gelirlerinin borç stokunu eritmekte kullanılması diğer önemli etkenlerdir.

Faiz oranındaki aşırı düşüşe ve Merkez Bankası yetkililerinin müdahale etmemelerinin enflasyonla mücadele açısından en önemli sonucu bireylerin tasarruf eğilimini düşürüp tüketimi artırarak talep enflasyonunu körüklemesidir. Bu düşüşün kamu hesapları ve kamu borçlarının eritilmesi üzerinde olumlu etkisi olduğu açıktır ama tüketim eğiliminin artması ve dış açığı körüklemesi olumsuz sonuç yaratmaktadır.

Programda uygulanmaya çalışılan klasik reçete, faiz oranlarının düşmesinin yatırımları artıracağıydı. Esas olarak beklenen, TL'nin değerlenmesinin reel sektör üzerinde yaratacağı olumsuz etkinin düşük faiz oranları ile telafi edilebileceği ve dış ticaret açığının çok yükselmeyeceğiydi. Bu klasik reçete Türkiye için beklenen sonucu vermemiş, faiz oranının düşüşü daha önce incelediğimiz gibi uzun yıllar yatırımdan uzak duran ticarete konu olan sektörleri yatırım, ithal ikamesi ve ihracat artışı yönünde teşvik edememiştir. Tam tersine faiz oranındaki dü-

şüş, Türkiye gibi tüketim eğilimi yüksek olan bir ülkede, yukarıda belirtildiği gibi, bireylerin tasarruf eğilimini düşürüp tüketimi artırmıştır.

Türkiye ekonomisinin büyüme kalıpları dikkate alınmadan uygulanan bu klasik reçetenin beklenen sonuçları vermemesi programın birçok hedefini de saptırmıştır. Reel döviz kurunun değerlenmesinin yarattığı olumsuz etkiyi telafi edecek bir yatırım ve ihracat artışı reel sektörde ortaya çıkmamıştır. Tüketim artışı, kur çapası uygulayan birçok başka gelişmekte olan ülkede gözlendiği gibi, kendisini tüketim malı ithalatında bir patlama olarak göstermiş ve dış ticaret açığını yükseltici etki yapmıştır (Ersel, 2000, Özatay, 2000). Diğer yandansa talep enflasyonu körüklenmiş ve bu da fiyatlardaki artışın saptanan döviz kurunun üzerinde seyretmesine yol açarak TL'nin daha çok değerlenmesine ve dış açığın daha da artmasına neden olmuştur. Kur çapası uygulamasının klasik sonuçlarından olan tüketim artışı hükümet tarafından alınacak bazı tedbirler ile kısmen dizginlenebilir miydi? Bilindiği gibi, koalisyon hükümeti 1998 yılından itibaren yaşanan daralmadan sonra ortaya çıkan bu büyüme hızının önünü kesmek için bir çaba harcamadı.

Kamu Maliyesi ve Özelleştirme

Programda kamu borcunun ödenmesinin özelleştirme gelirleri ile karşılanması hedeflenmektedir. Niyet mektubuna göre, 2000 yılı için 7,6 milyar dolarlık (GSMH'nin yaklaşık % 3,7'si) bir özelleştirme geliri beklenmekte, bunun 4,5 milyar doları telekom ve enerji sektörü özelleştirmelerinden elde edilecek olup tümüyle Hazine borçlarının ödenmesinde kullanılması amaçlanmaktadır. Diğer özelleştirme gelirlerinin ise 3,1 milyar dolar olması beklenmektedir. 2001 yılında GSMH'nin % 3,3'ü 2002 yılında % 2'si civarında bir özelleştirme geliri beklenmektedir. Uzun dönemli kamu dengesi için ana gelir kaynağının özelleştirme olamayacağı açıktır. Çünkü tüm bu özelleştirme gelirlerinin elde edilmesi durumunda dahi 2003 yılından sonra nasıl bir gelir kaynağı bulunacağı açık değildir (ormanların ve SİT alanlarının satılması?). Bu nedenle kısa dönemde özelleştirmeden alınan sonucun

etkisi de kısa olacaktır. Uzun dönemli yegane araç ise vergilerin artırılabileceği bir vergi reformunun yapılmasıdır.

Niyet mektubunun tüm hedeflerine varılıp enflasyonun istenilen düzeye düşürülmesi durumunda bile, 2003 yılında dış borç/GSMH oranının 54,7'nin üzerinde olması hedeflenmektedir. Niyet mektubunda hedeflenen ve günümüzde bunun çok üzerine çıkan oran bile üç yıl sonrasında yeni bir istikrar programının gerekçesi olabilecek kadar büyük bir orandır. Dolayısıyla dış borç bir başka kritik değişken olarak karşımıza çıkmaktadır. Nitekim 2001 ve 2002 yıllarında dış borç/GSMH % 70'lerin üzerine tırmanmıştır (Tablo 2.1, satır 23).

Diğer yandan faiz ödemeleri görev zararlarından da kaynaklanan dolaylı faiz ödemelerini içerecek şekilde geniş tanımlı olarak alındığında, faiz ödemelerinin GSMH'ye oranı 1999 yılında % 22 çıkmaktadır. Faiz yoluyla GSMH'nin %22'sini transfer eden bir kamu kesimi krizde olarak yorumlanabilir (Ekinci, 2001). Bu oranın program aracılığıyla düşürülmesi çabası oldukça sınırlı kalmaktadır. Esas itibariyle kesimler arası gelir dağılımını bozucu etkisi olacaktır. Aşağıda inceleneceği gibi tarım, sosyal güvenlik ve benzeri reformlar ile diğer kesimlere geleneksel kaynak transferi yollarının kapatılmasının amaçlanmış olması bu kanıyı kuvvetlendirmektedir.

Gelirler Politikası

Programda yer alan gelirler politikası ücret ve maaşların beklenen enflasyon oranında sınırlandırılmasından ibarettir. Gelir dağılımı açısından bakıldığında, gelirleri hedeflenen enflasyona göre önceden ayarlanan ücretli kesim, programdan en olumsuz etkilenenlerin başında gelmektedir.

Kamu harcamalarında faiz ödemelerinin kısılamayıp yatırımların azaltılmasının ve eğitim-sağlık harcamalarının düşürülmesinin uzun dönem sosyal ve politik etkileri, programda öngörülen sosyal güvenlik reformu ve tarım reformunun da etkisi ile birlikte düşünüldüğünde, programın gelir dağılımı üzerindeki olumsuz etkisinin ne kadar güçlü olacağı tahmin edilebilir.

Yapısal Reformlar

Programın uygulanmaya başlamasının üzerinden bir yıl geçtikten sonra dahi program hedeflerinde yer alan reformların[2] hiçbirinin yapılmadığı bilinmektedir. Programın üzerine kurulmuş olduğu bu yapısal reformların belirtilen tarihlerin üzerinden aylar geçmesine rağmen gerçekleştirilememiş olması programın hedeflerine ulaşabileceği konusundaki beklentileri olumsuz yönde etkilemiştir. Ancak program terk edilip kriz yaşandıktan sonra, programın dayandığı yapısal reformlarla ilgili kanunların IMF zoru ve piyasa dayatması ile meclise gelmesi mümkün olmuştur. Programda öngörülen bazı reformların Türkiye ekonomisindeki sorunları çözebileceği konusu oldukça tartışmalıdır. Ancak niyet mektubunda yapılacak olan reformların belirtilip daha sonra yapılmaması ekonomide kriz beklentilerini artırmıştır.

Programın krizle sona ermesinde bankacılık sektöründeki dengesizliklerin rolü önemli olduğu için, bu sektör ile ilgili reformun tartışılması öncelik kazanmaktadır. Bankacılık sektörü, program yürürlüğe girmeden önce ciddi kırılganlıklar taşımaktadır. Özellikle 11 ay süreyle ilgili reformların yapılmamış olması kriz öncesi dönemde bankacılık sektörünün kırılganlığını daha da artırmıştır (Özatay ve Sak, 2002). Bunların arasında, vade uyumsuzluğu ve geri dönmeyen borçların artması, kamu bankalarının görev zararlarının yükselmesi, bildirim zamanı dışında açık pozisyonlarının kontrol altına alınamamış olması, çok sayıda küçük ve sermayesi yetersiz bankanın izlenememesi, banka bilançolarında kamu kâğıdı oranının yüksek olması ve bankaların faiz riski taşımaları, döviz fazlalarının olmaması gibi özellikler sayılabilir.

Bu noktada kur çapasının bir değerlenme yaratacağı ve bunun kırılgan olan bankacılık kesiminin eninde sonunda bir döviz atağı yapacağı tahmin edilerek, bankacılık reformunun da kur çapası uygulamasından önce yapılmaması programın başarı şansını azaltmıştır. Aynı şekilde, kamu bankalarının gecelik faiz yükünden, programdan önce kurtarılmamış olması da programın başarı şansını düşürmüştür.

2 Reel sektörün ihtiyacı olan reformlara programda yer verilmemiş olması ve reel sektör üzerindeki etkileri bu kitabın 2. makalesinde tartışılmaktadır.

Bankacılık kesiminin kırılgan yapısının bir diğer kaynağı olan bilançolarındaki devlet tahvillerinin çok yüksek olması ve bundan dolayı yüksek faiz riski taşıması 1990 yılından itibaren birikimli olarak ortaya çıkmış ve bu programa miras kalmıştır.

c) ve Kriz

Programın yapısal reformlarına ilişkin yapılması gereken işlemlere, programın uygulamaya konulmasından 11 ay sonra başlanmamış olması özellikle IMF ve uluslararası yatırımcıların, siyasi iktidarın programı arkasında olmadığına ilişkin kanıları artırdı. Siyasilerin reformlar konusundaki tereddütleri ve bu reformların programda olduğunu bilmediklerine dair açıklamalar bu kanının güçlenmesine yol açtı.

Bankacılık sektörünün varolan kırılgan yapısı programın uygulandığı ilk 11 ay boyunca sürdü. Öngörülen bankacılık reformlarının da yapılmamış olması nedeniyle Kasım ayı öncesinde ciddi bir kırılganlık artışı ortaya çıkmaya başladı. Özellikle sermaye yapısı yetersiz olan, bilançolarının aktifinde yüksek devlet tahvili tutan ve yetersiz dövizi olan bankalarda önemli bir faiz riski oluştu. 1990 yılından itibaren birikimli olarak ortaya çıkan bu yapı, ne 1994 krizinden sonra uygulanan 5 Nisan kararları, ne de 1995-1999 arası yaşanan krizi erteleme sürecinde değiştirilmiştir.[3]

Yapısal reformlar dışında program hedeflerine ve politikalarına uyulmuştur: Örneğin kamu gelirlerinin deprem vergisi ve dolaylı vergiler yolu ile artırılması ve faiz dışı harcamaların daralması ile birlikte konsolide bütçede faiz dışı fazla hedefi aşılabilmiştir. Merkez Bankası para yaratma konusunda programın gereklerini yerine getirmiş ve net iç varlık artışı kriz öncesine kadar yapılmamıştır. Diğer yandan programın döviz kuru hedeflerine de uyulmuştur ancak döviz kurunun aşırı değerlenmesi ve başlangıçta düzeltici devalüasyonun yapılmamış olması sonucu, programda konulan hedefin çok üzerinde bir cari açığın ortaya çıktığı görülmektedir.

---

3 Bankacılık kesiminin bu yapısının ortaya çıkış süreci için bu kitabın 4. makalesine bakınız.

Başta bankacılık kesimi reformları olmak üzere, diğer önemli yapısal reformların savsaklanması, siyasi iktidarın bu konudaki kararsızlıkları ile birlikte cari açığın çok büyümesi ve tüketimin çok artması Kasım 2000'de programın sürdürülemeyeceği kanaatinin IMF'de doğmasına yol açmıştır. Bu dönem içerisinde kısa dönemli borçlar/uluslararası rezervler oranı hızla yükselmiş ve 1994 krizi öncesi seviyesine çıkmıştır. Kasımın ikinci yarısında kısa dönemli sermaye çıkışı yaşanmış ve Merkez Bankası'nın net dış varlıkları 4 katrilyon civarında gerilemiştir.

Bankacılık kesimi reformları tamamlanmamış olduğundan, bankaların genel olarak bilançolarındaki devlet tahvillerinin çok olması ve faiz riski taşımaları, diğer yandan açık pozisyonlarının yüksek ve döviz fazlalarının yetersiz olması nedeniyle 22 Kasım'da başlayarak, bankacılık kesiminde bir likidite talebi doğmuştur. Programa uygun olarak, Merkez Bankası piyasaya likid sürememiş ve Aralık 2000 başında faiz oranları % 2000'lere yükselmiş, beraberinde devalüasyon beklentisini getirmiştir. Bu gelişmeden sonra TCMB piyasaya likidite vermek için net iç varlıklarını yükseltmek zorunda kalmış, bir başka deyişle programın net iç varlık sınırlaması terk edilmiştir. Ekonomide likidite sıkıntısının reel sektörde olağanüstü bir daralma ile sonuçlanmaması ve spekülatif çalkantılara karşı konulacak acil durum çıkışı öngörülmemiş olması programın krize yol açan bir eksikliğidir. Kaldı ki, para kurulu uygulamaları yapan gelişmekte olan ülkelerde krizle sonuçlanan likidite sıkışmaları örnekleri mevcuttur.

IMF döviz atağı olarak nitelediği bu gelişmeler karşısında, 4 Aralık 2000'de, hükümete programdan vazgeçilmesi için talepte bulunmuştur. Bunun nedeni IMF'nin döviz atağı olduğu için rezervlerin tükenebileceği kanısına varmış olmasıdır. Hükümet programdan vazgeçme kararı almamıştır. 18 Şubat tarihinde, Tasarruf Mevduat Sigorta Fonu yönetim kurulu kararı ile Egebank, Yurtbank, Tütüncüler Bank, Yaşarbank, Bank Kapital'in Sümerbank bünyesinde birleştirilerek kapatılmalarına karar verilmiştir.

Başbakan ile Cumhurbaşkanı arasında çıkan siyasi gerginlikten

sonra Şubat ayında ikinci bir kriz yaşanmış ve ekonomiden çok miktarda sermaye yurt dışına çıkmıştır. Bankaların açık pozisyonlarını kapama isteği nedeniyle döviz talebi artmış ve likidite sıkışıklığı ortaya çıkmış, faiz oranlarını tekrar çok yükselmiştir. Ciddi bir rezerv kaybı ile karşılaşmamak için TCMB döviz satınama kararı almıştır. 22 şubatta 7 saat süren bir Bakanlar Kurulu toplantısı ile kur dalgalanmaya bırakılmıştır.

Buradaki diğer önemli bir sorun programın sürdürülemeyeceği ortaya çıktığında, TL'nin değerlenmesi oranında bir devalüasyon ilan edilerek yapılması yerine, kurun dalgalanmaya bırakılmasının hükümet tarafından tercih edilmiş olmasıdır. Bunun nedeni hükümetin değerlenme oranında bir devalüasyon yaparak programa son vermesi durumunda suçlunun hükümeti olarak kabul edileceğidir. Bu nedenle, döviz kurunun belirlenmesini piyasayı dalgalanmaya bırakarak hükümet bu suçlamadan kurtulmak istemiştir. Ancak bu şekilde piyasaya bırakılan döviz kuru belirlenme süreci, en önemli fiyatın spekülasyona terk edilmiş olması sonucunu doğurmuştur. Spekülatif faaliyetlerin oluşturduğu döviz kuru Şubat 2002 tarihinden itibaren 1.000.000 TL/$ 'ın çok üzerine çıkmışken piyasada döviz işlem hacmi çok düşmüş ve yerleşikler arasında birçok işlemde 1.000.000 TL/$ kurunun kullanıldığı ikinci bir kur piyasası oluşmuştur.

3.D. SONUÇLAR

1) Programda öngörülen yapısal reformların savsaklanmış olması, bu reformları yapacak siyasi iradenin olmaması programa olan güvenin sarsılmasının en temel nedenidir. Daha önce belirtildiği gibi nominal çapaya dayalı istikrar programlarında esas amaç, makroekonomik dengesizlikleri ortadan kaldırmak için enflasyonu sabit döviz kuru ile aşağı çekmek ve ekonominin kısmen rahatlamış olmasından yararlanarak reformları yapmaktır. Nominal çapa, kısa süre uygulanacak bir enflasyonu bastırma yöntemidir ve birçok gelişmekte olan ülkede nominal çapa uygulanması son bulduktan sonra yerli paranın hızla değer kaybetmesi süreci yaşanmıştır. Özellikle enflasyonun bastırıldığı süre

içerisinde ekonomik dengeleri yerleştiremeyen ülkelerde bu olgu yaşanmıştır.

Programda öngörülen bazı reformların Türkiye ekonomisinde var olan sorunları düzeltip düzeltemeyeceğinin tartışmasına burada girilmese bile, hükümet yetkililerinin bu reformların yapılacağına ilişkin niyet belirtip, yapmakta kararsızlık göstermeleri ekonomiyi başından krize mahkum etmektir. Bu durumda, Kasım 2000-Şubat 2001 döneminde krizler yaşanmamış olsa bile, programdan 18 aylık uygulamadan sonra ekonomik dengeler kurulmadan (bankacılık, dış ticaret) çıkıldığında, bir krizin yaşanacağına kesin gözüyle bakılabilir.

2) Türkiye'de uygulanan nominal çapaya dayalı istikrar politikasından sonra, ilgili yazında beklenen ve bu tür istikrar programları uygulayan gelişmekte olan ülkelerde görülen tüm sorunlar kendini göstermiştir. Bunun başında döviz kurunun reel olarak değerlenmesi gelmektedir. Buna, hızla düşen faiz oranları ile birlikte ciddi bir tüketim patlaması ve yüksek cari açık eklenmiştir. Bu gelişme, programın başında zaten değerli olan TL'nin düzeltici bir devalüasyona tabi tutulmamış olmasının bir hata olduğunu akla getirmektedir. Halbuki TL'nin 1999 sonunda aşırı değerli olduğu hem yöneticiler hem de IMF uzmanları tarafından biliniyordu.

Diğer önemli bir hata yüksek tüketim eğilimi olan bir ekonomide değerli döviz kuru ve düşük faiz oranının programın sürdürülmesini engelleyecek biçimde sonuç vereceğinin dikkate alınmamış olmasıydı. Böyle bir tüketim kalıbının olduğu bir ülkeye, tüketim eğiliminin artma riskinin yüksek olduğu bir programın uyup uymayacağının düşünülmediği görülmektedir. Bu hata özellikle standart gözlük ile değişik ekonomilere aynı reçeteyi uygulayan IMF'ye aittir. Ayrıca hata, büyümenin ve tüketimin hızla artması karşısında program süresince hiçbir tedbir almayan koalisyon hükümetine de aittir.

3) Yukarıda belirtildiği gibi, programdaki para politikası parasal tabandaki genişlemeyi net dış varlıklara dayandırmakta, net iç varlıklara ise üst limit koymaktadır. Bu şekilde parasal taban tümüyle döviz giriş ve çıkışlarına bağımlı hale getirilmiştir. Böyle bir bağımlılı-

ğa dayalı olan programlarda, ekonominin kısa dönemli/spekülatif sermaye giriş çıkışlarından mümkün olduğunca arındırılmış olması ve sermaye girişlerinin uzun dönemli olması için gerekli tedbirlerin alınmış olması hayati önem taşımaktadır. Bu tedbirlerin alınmamış olması programın en önemli hatalarından birini oluşturmaktadır.

4) Ülke içi likiditenin tümüyle dış varlık girişlerine dayandırıldığı programlarda bankacılık sektörünün yapısı çok önemlidir. Bilançolarında devlet kâğıtlarının oranının çok yüksek olduğu, faiz riski taşıyan, döviz fazlası olmayan bir bankacılık sektörüne sahip bir ekonomide, herhangi bir nedenle sermaye çıkışı yaşanması durumunda, ciddi bir likidite riski ve döviz atağı riski yüksek oranda mevcuttur. Program uygulamaya konulmadan önce Türkiye'deki bankacılık sektörünün böyle bir kırılganlık taşıdığı gerek hükümet yetkilileri gerek IMF yetkilileri tarafından bilinmektedir. Buradaki en önemli hata, programın uygulamaya sokulmasından önce bankacılık reformunun yapılmamış olması ve programın uygulanmasının üzerinden 11 ay geçtiğinde de bile hâlâ böyle bir reformun gerçekleşmemiş olmasıdır.

Diğer yandan, böylesi kırılgan bir bankacılık sektörünün olduğu ve ekonominin likidite ihtiyacının spekülatif sermaye girişlerine terk edildiği bir istikrar programının uygulamasına başlandığında, sıkışıklık anında acil durum çıkışının öngörülmemiş olması ve para politikasına hiçbir esneklik marjı tanınmamış olması çok önemli bir hatadır.

4

Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişimi ve Türkiye Ekonomisinin Krizleri Üzerindeki Etkisinin Modellemesi

Nurhan Yentürk - Ahmet Çimenoğlu

4.A. GİRİŞ

1990'lı yıllarda, gelişmekte olan ülkelerden birçoğu oldukça ciddi ekonomik ve mali krizlerle karşı karşıya kalmıştır. Sözkonusu ülkelerin aynı dönemlerde hem yurtiçi mali piyasalarına hem de uluslararası sermaye hareketlerine yönelik serbestleştirme politikaları uygulamaları, krizlerle bu politikaların ilişkisi olabileceği düşüncesini yaygınlaştırmıştır. Bu nedenle son yıllarda uluslararası sermaye akımlarının ve mali piyasaların serbestisinin, özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından ne gibi sonuçlar doğurabileceğini anlamaya ve yaşanan krizleri açıklamaya yönelik birçok çalışma yapılmıştır.

Türkiye de sermaye hareketlerine tam serbesti tanıdığı ve mali piyasalarını giderek serbestleştirdiği son 15 yıllık dönemde iki tane çok önemli kriz yaşamıştır. Bu yüzden, sözkonusu politikaların Türk ekonomisi üzerindeki etkilerini irdelemek oldukça önemlidir. Bu çalışmadaki amaç da, uluslararası sermaye akımlarının Türk ekonomisinde yaşanan krizler üzerindeki etkilerini araştırmaktır. Bunun için, sermaye akımlarının ekonominin temel dengelerinden reel sektör dengesi, para piyasaları, kamu hesapları ve dış dengesi üzerindeki etkileri ele alınacaktır.

Makalede önce sermaye akımlarının bu gibi dengeler üzerindeki etkileri konusundaki ilgili yazına ve farklı yaklaşımlara özetle değinilecek ve Türkiye ile ilgili sermaye girişi göstergelerine yer verilecektir. Bu iki kısımda ele alınan yaklaşımlar, tartışmalar ve veriler ışığında sermaye girişlerinin ekonomik dengeler üzerindeki etkilerini temsil eden bir model önerisi ortaya atılacak ve modeldeki temel ilişkiler ekonometrik denklemler yardımıyla sınanacaktır.

4.B ULUSLARARASI SERMAYE GİRİŞLERİ VE MAKROEKONOMİK DENGELER

Uluslararası sermaye akımlarının serbestisini savunanların temel argümanlarından bir tanesi, uluslararası sermayenin ekonomik etkinliği artırmada önemli bir rol oynayacağıdır. Bu görüşün arkasındaki varsayım, uluslararası mali piyasalarda işlem yapanların, tasarruf sahiplerinin portföy tercihlerini doğru bir şekilde değerlendirebileceği, en yüksek beklenen getiriyi sağlayacak yatırımları bulup onlara yatırım yapacağı, mali varlıkları, riskleri ve getirilerine göre doğru bir şekilde fiyatlandıracağı ve belirsizlikleri azaltacak bilgiyi elde edebilecekleridir (Taylor ve Sarno, 1997). Bu görüşün devamı olarak Obstfeld (1998) uluslararası sermaye piyasalarının global tasarrufları, nerede olursa olsun en üretken yerlerde değerlendireceğini iddia etmektedir. Edwards (2001) prensip olarak, sermaye hareketlerinin serbestisinin artmasının bir ülkenin ekonomik performansını ya toplam yatırımların yabancı tasarruflar sayesinde artması, ya da verimlilik ve üretkenlik artışı sağlaması yoluyla etkileyebileceğini savunmaktadır. Bu görüşe göre, yerli sermaye miktarı yetersiz olan ülkeler, yerli tasarrufları artırmaya çalışmak yerine, yurtdışı sermaye piyasalarından kaynak bularak yatırımları ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi sağlayabilir.

Uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesini savunanların bir diğer argümanı ise, uluslararası sermaye piyasası yatırımcılarının, herhangi bir ülkedeki politika uygulamalarına anında tepki vererek, kötü politikaların cezalandırılmasına ve iyi politikaların ödüllendirilmesine yol açacağıdır. Dolayısıyla, sermaye hareketlerinin açıklığı,

hükümetleri daha disiplinli ve daha piyasa yanlısı politikalar izlemeye zorlayacaktır (IMF 1997, Obstfeld 1998, Bosworth ve Collins 1999, Cooper 1999).[1]

Yukarıdaki ana akımı temsil eden görüşlere karşı olarak birçok eleştirel yaklaşım ve görüş bulunmaktadır. Bunlar, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin tamamen karşısında olanlardan, özellikle gelişmekte olan ülkelerde serbestleştirmenin biçimi ya da hızına karşı olanlara kadar geniş bir yelpazede yer almaktadırlar. Bu yelpazedeki en yaygın düşünce, gelişmekte olan ülkelerin sermaye hareketlerini serbestleştirmeden önce gerekli bütün ekonomik, mali, hukuki ve kurumsal altyapıyı hazırlamaları gerektiğidir. Ancak, 1990'larda görülen hızlı serbestleşme akımı sırasında, bu şartların birçok ülkede tam olarak sağlanmamış olması eleştirilmekte ve krizlerin bu denli büyük boyutlara ulaşmasında sorumlu görülmektedir. Rodrik (2001), gelişmiş ülkelerin son derece uzun bir yoldan geçerek bugünkü düzeye geldiklerini, gelişmekte olan ülkelerin onların geçirdikleri aşamaları geçirmeden mali piyasa ve sermaye hareketleri serbestisine geçmelerinin olumsuz sonuçlar doğurabileceğini belirtmektedir. Rodrik'in en önemli itirazlarından bir diğeri ise, özelde mali piyasaların ve sermaye hareketlerinin, genelde ise globalizasyonun gelişmekte olan ülkeler için bir araç olarak değil, bir amaç olarak görülmesi, bunun nihai amaç olması gereken sürdürülebilir kalkınma stratejileri üretilmesini engellemesi ve globalizasyonun demokratik olmayan bir şekilde tek seçenek olarak sunulmasıdır.

Gelişmekte olan ülkelerdeki mali piyasaların gelişmemiş olması argümanının yanı sıra, sermaye hareketlerinin serbestisine kuşkuyla yaklaşan diğer bir önemli görüş, sözkonusu serbestinin gelişmekte olan ülkelerin makroekonomik dengelerine yapabileceği olumsuz etkilerle ilgilenmektedir. Neoklasik yaklaşım finansal piyasaların etkin çalıştığını, tasarrufların global ölçekte dağıldığını ve yatırımların getiri oranlarının

1 Buradaki temel varsayım, finansal serbestinin büyümeyi olumlu etkileyeceğidir. Bu konuda oldukça geniş bir literatür bulunmaktadır. Bekaert, Harvey ve Lundblad (2001) bu literatürün kısa bir taramasını sunmaktadırlar. Aynı konu için Klein ve Olivei (1999)'a da başvurulabilir.

eşitlendiğini kabul etmektedir. Aslında, finansal piyasalar hem global tasarruf ve yatırımdan bağımsız çalışırlar hem de piyasaların çalışması etkin değildir. Ayrıca, gelişmekte olan ülkelere sermaye akışının artması faiz oranlarını düşürmez ve ülkeler arası yatırım oranlarının yakınsaması sözkonusu olmaz (Akyüz, 1993a). Özellikle yurtiçine sermaye akışındaki aşırılık, kamu açığı ve kamu faiz ödemelerinin büyümesiyle ilişkili olarak faiz oranlarını yükseltir. Sonuç, kamu tasarrufunda azalma ve dış borç stokunda artıştır. Bu durum faiz oranlarının tekrar artışına sebep olur (Frenkel vd., 1993; Williamson, 1990; Calvo vd., 1993; UNCTAD, 1992; Vos, 1993; Taylor, 1990 ve 1991). Borç ödeme için tekrar borç alma olarak özetlenebilecek bu döngü özellikle sermaye akımlarını cari harcamaları artırma amacıyla kullanan gelişmekte olan ülkelerde daha güçlü olarak ortaya çıkmaktadır. Radelet ve Sachs (1998) gelişmekte olan 19 ülke üzerine yaptıkları çalışmalarında yabancı bankalara olan kısa dönemli borçların merkez bankası rezervlerine oranının yükselmesinin bu ülkelerin krize girişlerinde temel neden olduğunu belirtmektedirler. Benzeri şekilde Rodrik ve Velasco (1999) gelişmekte olan 16 ülkeyi kapsayan çalışmalarında kısa dönemli borçların rezervlere oranının kriz habercisi olarak kabul edilebileceğini ve bu oranın yüksekliğinin krizin ağırlığı ile ilişkilendirilebileceğini belirtmektedirler.

Diğer yandan, Radelet ve Sachs (1998) 1994-1997 dönemi için gelişmekte olan 19 ülke için yaptıkları probit analizinde, yabancı bankaların kısa dönemli borçlarının merkez bankası rezervlerine oranı olarak ele aldıkları göstergenin krizin üzerinde istatistiki olarak katkısı olduğuna dair sistemli bulgular olduğunu ortaya koymaktadırlar. Rodrik ve Velasco (1999), Radelet ve Sachs (1998)'in yöntemini kullanarak analizlerini 32 gelişmekte olan ülkeyi ve 1988-1998 dönemini kapsayacak şekilde yapmışlardır. Bu çalışma kısa dönemli borçların uluslararası rezervlere oranının krizi açıklamakta etkili olduğunu ortaya koymaktadır. Benzer şekilde, Goldstein (1998) altı Güney Doğu Asya ülkesi için kısa dönemli borçların 1997 yıllarında yaşanmış krizler üzerinde etkisi olduğunu belirtmektedir.

Faiz oranlarındaki artışın bir başka sebebi gelişmekte olan ülkelere sermaye girişinin esasen rantiyelerin spekülatif hareketlerinden etkilenmesidir (Akyüz, 1991). Spekülatif hareketler reel yatırım fırsatlarından çok, kısa vadeli kazançlara yöneldiklerinden yatırımın ülkeler arasındaki getiri oranları arasındaki fark azalmamaktadır (UNCTAD, 1992). Ek olarak yurtiçinde yerleşikler arasındaki işlemlerin finansal serbestlik sonucu yabancı para cinsinden yapılması, yurtiçine yüksek spekülatif sermaye girişiyle ilişkilidir. Yüksek spekülatif sermaye girişi yerleşiklerin yurtiçi bankalarda döviz mevduat hesabı tutmalarını teşvik eder ve yabancı paranın ekonomideki öneminin artmasına sebep olur. Yüksek para ikamesi yerli paraya olan güvenin azaldığını gösterir ve yüksek reel faiz oranlarının birincil sebebidir. Artan net dış varlık girişi karşısında parasal tabanın genişlemesini önlemek için merkez bankaları tarafından başvurulan sterilizasyon uygulaması ise yine para ikamesi nedeniyle faizlerin yükselmesine sebep olmaktadır.

Kamunun yüksek getirisi karşısında devlet kâğıtlarına yönelen bankalar tasarrufların reel yatırımlara yönelmesine aracı olan kurumlar olmaktan çıkarlar, gerek topladıkları mevduat ve yurtiçi tasarrufların, gerekse açık pozisyonlar yaratarak yurtdışından yaptıkları borçlanmaların reel yatırımlara yönelmesi sürecinin dışında kalırlar. Zaten derin olmayan mali piyasaların daha da çarpıklaşmasının bir nedeni olan bu gelişme, devalüasyon beklentilerinin arttığı dönemlerde bankaların yabancı para talebini körükleyerek ekonomiyi krize götüren neden olabilmektedir. Aşırı sermaye girişinden etkilenerek krize sürüklenen ülkelerin en temel özelliklerinden birinin finansal piyasaların ve kurumlarının iyi regüle olmamış olmaları (Dooley, 2000) ve aşırı sermaye girişi karşısında hiçbir kısıt uygulamayıp, başvurdukları makroekonomik politikaları esas olarak sermaye girişine sıkı sıkıya bağladıkları belirtilmektedir (Frenkel, 1998).

Kaminsky vd. (1998); Calvo vd. (1993); Fernandez-Arias ve Montiel (1996) ve Calvo ve Vegh (1999) sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonrasındaki hızlı sermaye akımı dönemlerini inceleyen çalışmalarında, ilk önce yerel paranın hızla değer kazandığını, ekonomi-

nin hızla büyüdüğünü, daha sonra ise cari işlemler dengesi açıklarının ortaya çıktığını ya da açığın arttığını belirtmektedirler. Cari açıktaki artış belirli bir süre sonra sermaye girişlerinin çok üzerine çıkabilmektedir (Taylor, 1998). İthalatın çok arttığı ihracat artış hızının ise yavaşladığı bu süreçte hızla yükselen cari açık devalüasyon beklentilerini körükleyen bir süreci başlatmaktadır. Özellikle finansal sermaye girişlerinin dış ticaret açığı ve bankacılık kesiminin sorunlarından başlayarak bir çifte kriz sarmalı oluşturduğu yapılan birçok araştırmada gösterilmiştir (Kaminsky ve Reinhart, 1999; Wyplosz, 2001).

Ülke içine büyük ölçekteki sermaye girişi, cari tüketim üzerinde artan bir etkiye sahiptir. Spekülatif sermayenin hızla girdiği ülkelerde gözlenen en karakteristik özelliklerin başında ekonominin önce hızla büyümesi ve bu büyümenin özellikle özel tüketim harcamalarındaki artışlarla tetiklenmesi gelmektedir (Calvo ve Vegh, 1999; Hamann 2001). Gerek kamunun sermaye girişleri ile cari harcamalarını artırma eğilimi, gerek yüksek faiz ödemeleri ile tüketim eğilimi yüksek rantiye kesimine yapılan transferler tüketim artışını körüklemektedir. Bankaların yüksek faiz oranlarını reel sektöre yönlendirmekte karşılaştıkları sorunlar tüketici kredilerinin artışını hızlandırmakta ve tüketim artışını körükleyen bir diğer faktör olmaktadır. Değerli yerli para sonucu ucuz ithal tüketim mallarının da etkilediği ortam ile tüketim hızının üretim hızından daha hızlı artması ve bunun pahalı ve kısa dönemli borca karşılık gelen sermaye girişleri ile finanse ediliyor olması krize elverişli ortamı güçlendirmektedir (Ülengin ve Yentürk, 2001; Onaran ve Yentürk, 2001).

Goldstein (1998) Güney Doğu Asya ülkeleri için yaptığı çalışmada, Kaminsky vd. (1998) ise 28 ampirik çalışma üzerine yaptıkları incelemede kredi büyümesinin kriz öncesi en yaygın göstergelerden olduğu sonucuna ulaşmaktadırlar. Radelet ve Sachs (1998) kredi artışının özellikle gayri menkulde kendini gösterdiğini vurgulamaktadırlar. Hamman (2001) sabit kur rejimine dayalı istikrar politikalarını izleyen dönemlerde en yaygın sonuçların başında tüketim patlaması olduğunu belirtmektedir.

Sermaye girişinden etkilenen yüksek faiz oranı, gelişmekte olan ülkelerde reel yatırım kararlarını olumsuz yönde etkiler ve hükümetlerin yatırım kararları üzerinde etkili olan faiz oranını kullanarak politika üretme yeteneklerini azaltır. Bu durum politika üretmek açısından özerklik kaybı olarak bilinir (Akyüz ve Held 1993; Banuri ve Schor, 1992). Diğer yandan çeşitli gelişmekte olan ülkeler için yapılan ampirik çalışmalarda sermaye girişinin yerli yatırımlar için bir kaynak oluşturduğu tezini sarsan ve yabancı tasarrufların tüketim talebini artırıcı etki yarattığını gösteren sonuçlara ulaşılmıştır (Frenkel vd., 1993; Calvo vd., 1993; Ffrench-Davis vd., 1994; Agosin, 1994; Eatwell, 1996; Ülengin ve Yentürk, 2001).

Tüketim talebinin artması, yerli paranın değerlenmesi gibi olgular ticarete konu olmayan sektörlerin fiyat ve kârlılıklarında artışa neden olur ve buna bağlı olarak aşırı sermaye girişi ticarete konu olmayan mallara yönelik üretimin ve yatırımın artmasına sebep olur (Rebelo ve Vegh, 1995; Ghosh ve Pangestu, 1999; Corbo ve De Melo, 1987; Joumard ve Reisen, 1992; Uygur, 1994; Calvo, 1994, Yentürk, 1998). Diğer yandan, aşırı sermaye girişinin ticarete konu olan sektörlerde yarattığı talep artışı bu sektörlere yapılacak yatırımlardan önce, bu sektörlerin ürünlerinin ithalatı ile karşılanabilir. Borçla elde edilen kaynakların ticarete konu olan sektörlerde yatırım olarak değerlendirilememiş olması devalüasyon ile birlikte gelen kriz dönemlerinden sonra ihracat artışını kısıtlamaktadır. Uluslararası rekabet gücünün artmasında yatırım ve verimliliğe dayalı olarak bir gelişme sağlanamamış olması, düşük fiyatlarla sağlanmaya çalışılan ihracat artışının yüksek devalüasyon ve yüksek ücret yıpranmasına dayanmasına neden olmaktadır.[2]

Yabancı sermaye girişlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi gelen sermayenin türüne göre farklılıklar gösterebilmektedir. Bu nokta, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler açısından oldukça önemlidir. Gelen yabancı sermayenin içinde kısa dönemli yatırımlar için ge-

2 Bu tartışmaya kitabın 6. makalesinde ayrıntılı olarak değinilmektedir.

len özel kaynaklı fonların ağırlığı fazla ise, sermaye akımının sürekliliği konusundaki kuşkular artmaktadır (Rodrik ve Velasco, 1999). Son yıllarda yaşanılan krizlerde gözlenen ani ve çok büyük miktarlı sermaye çıkışları bu kuşkuların çok da yersiz olmadığını göstermektedir. Bu nedenle yabancı sermayenin büyüklüğü ve türü kadar, kullanım şekli de önem taşımaktadır. Tablo 4.1'de de gösterilmekte olduğu gibi, gelişmekte olan ülkelere gelen yabancı sermayenin önemli bir kısmı sermaye çıkışlarının finansmanında kullanılmıştır. Bu ise, uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesinin, yatırımlarının finansmanı için yabancı tasarruflara ihtiyaç duyan gelişmekte olan ülkelere sağlaması beklenen faydalardan biri değildir.

TABLO 4.1
Gelişmekte Olan Ülkelerin Dış Finansman Gelişmeleri
(milyar dolar)

	1991	1992	1996	1997	1998	1999	2000
Fonların kaynakları	143.1	194.0	354.4	358.7	283.7	246.2	299.3
Net uzun vadeli akımlar	123.0	155.8	311.2	342.6	334.9	264.5	295.8
Net kısa vadeli akımlar	20.1	38.2	43.2	16.2	-51.2	-18.3	3.5
Fonların kullanımı	143.1	194.0	354.4	358.7	283.7	246.2	299.3
Cari işlemler açıkları	76.5	85.0	114.5	101.3	46.1	-26.8	-60.3
Rezerv değişimleri	49.7	16.0	89.6	29.1	49.0	26.2	53.0
Sermaye çıkışı, net hata noksan	16.9	93.1	150.3	228.3	188.5	246.9	306.6

Kaynak: Dünya Bankası, Global Development Finance, 2001.

Ekonomi yazınında son dönemde "ani duruş" olgusu sıkça işlenmeye başlanmıştır (Calvo ve Reinhart, 1999a, 1999b). Bu olgu, gelişmekte olan ülkelere akmakta olan yabancı sermayenin aniden kesilmesi ve hemen sonrasında hızlı bir sermaye çıkışı görülmesini ifade etmektedir. Mali piyasaları zaten yeterince gelişmiş olmayan ve istikrarlı bir büyüme sağlayabilecek kadar yurtiçi kaynağa sahip olmayan gelişmekte olan ülkeler için bu durum, diğer yapısal sorunlarla da birleşince yüksek oranlarda ekonomik daralmalara yol açabilmektedir.

Özetle, spekülatif karakterli sermaye girişinin artması ülkedeki tüm sektörlerde dengesizlik yaratıcı ya da var olan dengesizlikleri körükleyici rol oynamaktadır. Bu dengesizliklerin yarattığı ortamın sonucu olan kısa dönemli borçların ülkenin rezervlerine oranının yükselmesi, düşmeyen reel faiz oranları, yüksek tüketim talebi, artan devalüasyon beklentisi ile birlikte ekonomik faaliyetlerin yavaşladığını ve sonuçta ülkenin sermaye akımından önceki durumundan daha iyi durumda olmadığını gösteren birçok çalışma mevcuttur (Calvo vd., 1993; Fernandez-Arias ve Montiel, 1996; Calvo ve Vegh, 1999). Sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelerdeki istikrarsızlığı ve ani geri dönüş olgusu sermaye hareketlerinin serbestisinin krize neden olan karakteri konusundaki kuşkuları artıran diğer noktalardır. Özellikle farklı ekonomik yapılara sahip birçok gelişmekte olan ülkenin üst üste krizler yaşaması bu konudaki kuşkuları artırmaktadır.[3]

4.C. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ VE TÜRKİYE EKONOMİSİNİN KRİZLERİ ÜZERİNE ETKİSİ İÇİN BİR MODEL ÇALIŞMASI

Türkiye 1989 yılında uluslararası sermaye hareketlerini, 1990 yılında yabancı para cinsinden işlemleri serbest bırakmış ve TL'nin konvertibilitesini ilan etmiştir. Bunun ardından, Türkiye'ye giren brüt yabancı sermaye miktarında önemli artışlar görülmüştür. Ancak, net dış finansman miktarı için aynı şeyi söylemek pek mümkün değildir. Tablo 4.2'den görülebileceği gibi, sermaye akımlarının serbestisinden sonra net sermaye girişleri Türkiye'de dalgalı bir seyir izlemiştir. Tablodan gözlemlenen bir diğer olgu ise, Türkiye'ye giren yabancı sermayenin önemli bir kısmının kısa vadeli olmasıdır.

Türkiye'nin 1980 sonrasında başlayan ve 1989'da sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesiyle devam eden liberalizasyon sürecinde, önceki dönemlerden daha fazla yabancı sermaye hareketine muhatap olduğu açıktır. Ancak ülkeye giren net yabancı sermayenin ne tutar, ne

3 Bu kitapta yer alan son 5 makale bu tür ülkelerin yapıları ve sermaye hareketlerinin krizler üzerindeki etkileri konusunda çeşitli ülke deneyimlerine ayrılmıştır.

kullanım alanı, ne de istikrarlılık anlamında çok da tatmin edici bir görünüm çizdiği iddia edilebilir.

TABLO 4.2
Türkiye'nin Sermaye Dengesi (milyon dolar)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Sermaye hareketleri (rezerv hariç)	4037	-2397	3648	8963	-4194	4643
Doğrudan yatırımlar	700	783	779	622	559	772
Portföy yatırımları	547	623	2411	3917	1158	237
Diğer uzun vadeli yatırımlar	-210	-783	-938	1370	-784	-79
Kısa vadeli yatırımlar	3000	-3020	1396	3054	-5127	3713
Net hata ve noksan	-468	948	-1190	-2222	1769	2354
Karşılık kalemleri	364	170	0	0	0	0
Rezervlerdeki toplam değişim	-1308	1029	-1484	-308	-206	-4658
GSMH (milyar ABD doları)	152.2	151.7	160.3	181.2	129.9	171.5
	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Sermaye hareketleri (rezerv hariç)	5555	7053	-755	4670	9445	-13882
Doğrudan yatırımlar	612	554	573	138	112	2769
Portföy yatırımları	570	1634	-6711	3429	1022	-4515
Diğer uzun vadeli yatırımlar	1636	4788	3985	344	4276	-1130
Kısa vadeli yatırımlar	2737	77	1398	759	4035	-11006
Net hata ve noksan	1427	-1071	-782	1896	-2623	-2356
Karşılık Kalemleri	0	0	0	0	0	0
Rezervlerdeki toplam değişim	-4545	-3344	-447	-5206	2997	12924
GSMH (milyar ABD doları)	184.0	192.8	204.5	186.1	201.7	146.1

Not: Rezervlerin toplam değişimindeki (-) işareti rezerv birikimini gösterir.
Kaynak: TCMB.

Diğer yandan, Türkiye'nin yabancı sermaye hareketlerini serbest bıraktığı 1989 yılında, yurtiçi mali ve sermaye piyasaları ne nitelik, ne de nicelik olarak uluslararası düzeyde benzerleriyle karşılaştırılabilecek durumdadır. Bunun başlıca nedeni, mali sistemin uluslararası sermaye akımlarının yaratabileceği dalgalanmalara karşı kendini koruyabilecek kadar güçlü bir yapıda olmamasıdır. Bunun da ötesinde, mali sistemin gözetim ve denetimini sağlayacak mekanizmaların eksikliği ya da var olan mekanizmaların uygulama aşama-

sında politik baskıya açık olması nedeniyle gerektiği gibi çalışamaması, sistemin kırılganlığını daha da artıran faktörler olarak öne çıkmaktadır.

Bu şartlar altında Türkiye'nin sermaye hareketlerini serbestleştirmesinin en önemli nedenlerinden bir tanesi, dış tasarrufların ekonomik büyümeyi hızlandıracağı argümanının politik çekiciliği olmuştur. Ayrıca, kamunun artan finansman ihtiyacının sağlanabilmesi için yabancı fonların ülkeye çekilebilecek olması, bu kararın alınmasında büyük önem taşımıştır. Yabancı sermayenin Türkiye'ye çekilebilmesi için gerekli ilk adım olan yasal düzenlemeler yapıldıktan sonra, yüksek reel faizlerin de etkisiyle, Türkiye'ye giren yabancı sermaye miktarında artışlar kaydedilmiştir. Bunun etkilerinden en önemlisi TL'nin reel olarak değer kazanması olmuştur. Böylece, 1990'ların önemli bir kısmında var olan ve özellikle kısa vadeli sermayeyi çekme konusunda etkili de olan, yüksek reel faiz, düşük oranlı devalüasyon olgusu gündeme gelmiştir. Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) ihalelerinde oluşan faizlerin ortalama yıllık bileşik değerleri ise, enflasyon oranının oldukça üzerinde gerçekleşmiştir.

Sözkonusu politika uygulamaları, kısa vadeli ve spekülatif yapısı ağırlıklı yabancı sermaye için Türkiye'de oldukça çekici bir finansal yatırım ortamı oluşmasını sağlamıştır. Ancak, daha uzun vadeli fon akımları ya da doğrudan yabancı sermayenin Türkiye'ye çekilebilmesi için gerekli yasal düzenlemeler yapılmamış, daha da önemlisi, bu tip sermaye sahiplerinin yatırım kararlarında en önemli rolü oynayan ekonomik ve mali istikrarın sağlanması konusunda başarı sağlanamamıştır. Dolayısıyla Türkiye, sermaye hareketlerinin serbestleştirildiği 1990 sonrası dönemde, yurtiçi ya da yurtdışı kaynaklı ekonomik ve politik olumsuzluklarla karşılaştığında, çok hızlı yabancı sermaye çıkışları ile karşı karşıya kalabilecek, oldukça kırılgan bir yapıya bürünmüştür. Kırılganlığa neden olan diğer bir olgu, bankalar üzerinde denetimin olmaması nedeniyle bankaların yüksek miktarlarda açık pozisyon ile çalışmaya başlamalarıdır. Türk bankacılık sistemi devalüasyon beklentilerinin yoğunlaştığı dönemlerde (1994 ve 2001) açık po-

zisyonları miktarında döviz talep ederek sistemin krize girmesinde önemli rol oynamıştır.

Türkiye'ye gelen yabancı fonların önemli bir kısmı bankalar aracılığıyla ekonominin diğer birimlerine iletilmektedir. Bankalar gerek yabancı fonların kendilerine döviz satışlarının, gerekse de topladıkları DTH'ların önemli bir kısmını Merkez Bankası'na satarak kendilerine TL likidite sağlamışlardır. Merkez Bankası döviz alımları sonucunda piyasaya vermiş olduğu TL likiditeyi ise, kendi para politikası hedefleri çerçevesinde sterilize etmek durumunda kalmıştır. Bu ise, faizlerin yüksek düzeylerde kalmasına ve döngüsel bir şekilde yeni yabancı fonların girişine neden olmuştur. Kamunun açıklarını finanse edebilmede gerek duyduğu fonları sağlayabilmesi için, mali sisteme önermek zorunda kaldığı getirinin yüksekliği, hem yabancı hem de yerli fonların artan bir şekilde kamuya yönelmesi sonucunu doğurmuştur.

1990 yılından sonra hükümete gelen bütün politik iktidarlar, 1980 yılından beri reel olarak aşınan maaşları artırmakta kısa dönemli sermaye akımlarını kullanmış, bu olgu 4 yıl içinde borçların borç ile ödenmesi sürecini devam ettirilemeyecek oranda bir faiz yükünü kamunun sırtına bindirmiştir. Bu süre içinde hükümetler gerek vergileri artırmayarak gerek yüksek faiz sunarak her kesim nezdinde popülarite artırma çabalarını sürdürmüşlerdir. Maliyeti yüksek olan kısa dönemli sermayenin hükümetler tarafından cari harcamaları artırmakta kullanıldığı bu çocukluk hastalığı, finansal serbestliğe yeni geçen gelişmekte olan ülkelerde sıkça görülmektedir. Bu ülkelerden bazıları bu sürecin sonunda karşılaştıkları krizlerden ders alabilmişler (Şili) bazıları ise alamamışlardır (Meksika). Türkiye'nin 1994 krizinden sonra yaşadığı süreçte de kısa dönemli sermaye girişlerine yaslanma olgusu devam etmiş -ücretleri düşürmek dışında- ve çocukluk hastalığı olgunlukta da sürmüştür. Bu hastalık piyasalardan kısa dönemli borçlanma olanağının ortadan kalktığı 1999 yılına kadar devam etmiş ve o tarihlerden sonra Türkiye IMF'ye teslim olmak zorunda kalmıştır.

Reel sektörün gelişimini en iyi yansıtan gösterge olan büyüme hızı kendini büyüme-daralma döngüsü içinde bulmuş, yüksek büyüme

hızı sağlanan yılları daralma yılları izlemiştir. İstikrarsızlık ve yüksek faiz oranları reel sektöre yönelik yatırım kararlarının ertelenmesine neden olmuştur. Ancak yüksek talep ve yerli paranın değerlenmesi yatırımların ticarete konu olmayan sektörlere yönelmesine altyapı sağlamıştır. Uluslararası rekabet gücü yatırımlar ve verimlilikten çok, düşük ücret-düşük fiyat ikilisine dayanan Türk ihracatçı sektörlerinin ihracatlarını artırmakta sürekli devalüasyon ve sürekli düşük ücret kıskacında sıkışmalarına neden olmaktadır.

Dolayısıyla, 1990'lı yıllarda ülkeye giren kısa vadeli yabancı sermaye her sektörde kırılganlık ve dengesizlikler doğurmuştur. Para piyasasından reel sektöre, kamu dengesinden dış dengeye kadar her kesimde görülen zayıflıklar ve gelen yabancı sermayenin vade ve risk yapısı göz önünde bulundurulduğunda sözkonusu politikaların sürdürülemez olduğu açıktır.

Yukarıda sunulan ilişkiler dikkate alınarak uluslararası sermaye akımlarının Türk ekonomisi üzerindeki etkileri aşağıda modelleştirilmiştir. Grafik 4.1'de verilen Model üç ana bölümden oluşmaktadır. Ortada bulunan kutuda kamu kesimi yer almaktadır. Soldaki kutu para ve banka piyasasını göstermektedir. Bu bölüm kendi içinde Merkez Bankası ve özel bankaların işleyişini ayrı ayrı göstermek üzere iki iç kutuya ayrılmıştır. Sağ taraftaki kutu ise dış denge ve reel sektörü temsil etmektedir. Bu kutu da kendi içinde iki iç kutuya bölünmüştür. Bunlardan birincisi dış ticaret dengesini ikinci kutu ise yatırımların gelişimini göstermektedir.

Uluslararası sermaye akımlarının ekonomi üzerindeki etkileri incelenirken, sözkonusu akımların para piyasasında dolarlaşma yarattığı, kamuda dış borçlanmayı artırdığı ve döviz kurunu değerlendirdiği kabul edilmektedir. Bu etkiler spekülatif sermaye girişinin birincil etkileridir ve Grafik 4.1'de Kanal 1 olarak, kalın ve düz çizgi ile (⟶) gösterilmektedirler.

Grafik 4.1'de görülen Kanal 2 "Para ve Banka Piyasası ve Kamu Kesimi"nde ortaya çıkan gelişmelerin faizlerin ve tüketimin artması üzerindeki etkileşim kanallarını göstermektedir. Kanal 2a kesikli çiz-

giler ile (--►) faiz oranının üzerinde artış etkisi yaratan süreçleri; kanal 2b noktalı çizgiler ile (-·►) tüketim artışı üzerinde etkili olan süreçleri göstermektedir.

Üçüncü kutuda izlendiği gibi reel sektör (dış denge ve yatırımların sektörel dağılımı) yüksek faiz oranı, değerli yerli para ve yüksek tüketimden oluşan şeytan üçgeni tarafından sıkıştırılmaktadır. Kanal 3 (·····►) bu sıkıştırmaları göstermektedir. Her kutunun içindeki ince oklar ise kutuların içindeki süreçlerin kendi iç etkileşimini ve diğer kutulara etkisini göstermektedir.

Grafik 4.1'in son satırındaki kutucuklar, yukarıda anlatılan ilişkilerin yol açtığı dengesizlik ve kriz beklentilerini özetlemektedir.

4.D. MODELİN SINANMASI

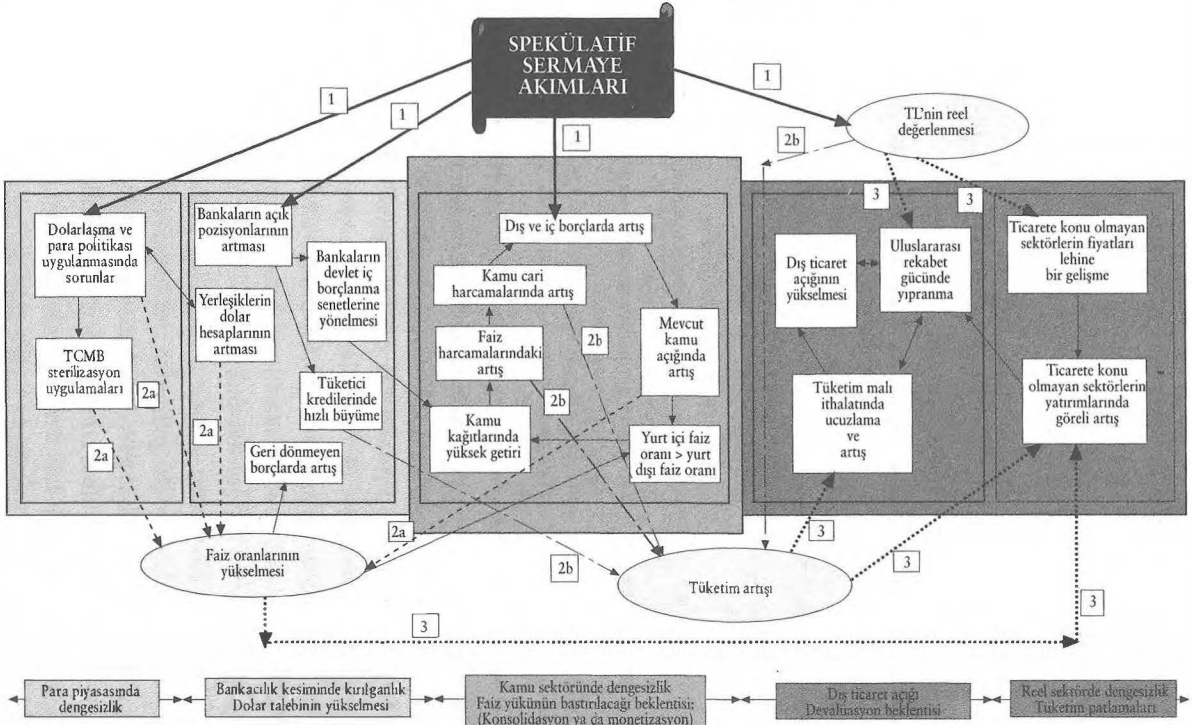
Çalışmanın bu bölümünde amaç, yukarıda belirtilen nedenler ve koşullarla ülkeye giren yabancı sermayenin nerede kullanıldığını ve ne gibi etkilerde bulunduğunu açıklamak üzere oluşturulan modelin (Grafik 4.1) sınanmasıdır. Sınanacak olan ilişkiler şunlardır: a) yabancı sermaye akımlarının özel tüketim harcamaları üzerindeki dolaylı etkileri sıradan en küçük kareler (SEKK) yöntemiyle tahmin edilmeye çalışılmıştır. b) özel sektör tüketim harcamaları ve özel sektör yatırım harcamaları arasındaki etkileşim Vektör Ardışık Bağlanım (VAB) modellemesiyle irdelenmeye çalışılmıştır. c) yabancı sermaye akımlarının faiz oranları üzerindeki dolaylı etkileri Sıradan En Küçük Kareler (SEKK) yöntemiyle tahmin edilmeye çalışılmıştır.

a) Yabancı Sermaye Akımlarının Tüketim Üzerindeki Etkilerinin Sınanması

Bu çalışmada daha önce vurgulandığı gibi, yabancı sermaye akımlarının hızla girdiği ekonomiler üzerindeki ilk, en yaygın ve en belirgin etkisi yerli paranın reel olarak değer kazanmasıdır. Bu olgu Türkiye için de geçerlidir. Türkiye'ye gelen net yabancı sermayenin tüketim üzerindeki etkileri araştırılırken de, bu olgudan yola çıkılarak sermaye hareketlerinin kendisi yerine, onu temsilen reel döviz kuru değişkeni kulla-

GRAFİK 4.1

Sermaye Akımlarının Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri



nılmıştır. Reel döviz kuru ayrıca tüketim kararları açısından da önemli bilgiler içerdiğinden açıklayıcı değişken olarak tüketim denkleminde yer almıştır. Türkiye'deki özel tüketim harcamalarının hareketleri sıradan en küçük kareler (SEKK) yöntemiyle tahmin edilmeye çalışılmıştır. Özel tüketim harcamaları olarak Devlet İstatistik Enstitüsü (DİE)'nin milli gelir serilerindeki ilgili kalem kullanılmıştır. Denklem, 1987-2001 dönemi için çeyrekler itibariyle tahmin edilmiştir. Denklem ve kullanılan değişkenlerin tanımları aşağıdadır:

DENKLEM 1

$$dlog(ROTUK,0,4) = \beta_0 + \beta_1 dlog(RHARGER,0,4) + \beta_2 dlog(RKAMUHAR,0,4) + \beta_3 RER + \beta_4 dlog(ROTUK(-1),0,4) + \varepsilon_t$$

dlog(ROTUK,0,4)	: Bir yıl öncenin aynı dönemine göre logaritmik fark olarak 1987 fiyatlarıyla özel nihai tüketim harcamaları,
dlog(RHARGER,0,4)	: Bir yıl öncenin aynı dönemine göre logaritmik fark olarak 1987 fiyatlarıyla harcanabilir yurtiçi gelir
dlog(RKAMUHAR,0,4)	: Bir yıl öncenin aynı dönemine göre logaritmik fark olarak toplam konsolide bütçe harcamaları
RER	: Reel Döviz Kuru Endeksi (1 Dolar +1.5 Mark'lık sepetten, TÜFE kullanılarak hesaplanmıştır. Endeksteki artış TL'nin değer kaybettiği anlamına gelmektedir).

Denklem 1'de kullanılan değişkenlerin birim kök sınamaları yapılmış ve ilgili test sonuçları Ek 4.A'da verilmiştir. Denklem 1'den elde edilen sonuçlar ise Tablo 4.3'te özetlenmiştir. Tablo 4.3'ün sonunda ayrıca, hata terimleri ile ilgili diagnostik testlerin sonuçları da sunulmuştur. Hata terimlerinin davranışlarında test sonuçlarını etkileyecek herhangi bir anormalliğe rastlanmamıştır.

Tablodan da görülebileceği gibi Türkiye'de özel tüketim harcamalarının açıklayıcıları arasında konsolide bütçe toplam harcamaları, tüketimi açıklamak için gelir düzeyini temsilen harcanabilir Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH'dan doğrudan vergiler düşülerek hesaplanmıştır) ve reel döviz kuru bulunmaktadır. Denklemden elde edilen bulgulara göre, harcanabilir gelirdeki ve bütçe harcamalarındaki artışlar, özel tüketim harcamalarını yükseltici yönde etkide bulunmaktadır. Ayrıca, TL'nin

TABLO 4.3
1987:1-2001:4 Dönemi İçin Özel Tüketim Harcamalarının Tahmini

Bağımlı değişken dlog(ROTUK,0,4)

Değişken	Katsayı	Standart hata	t-istatistiği	Olasılık
Sabit	0.006	0.006	0.909	0.368
dlog(RHARGER)	0.320	0.074	4.337	0.000
dlog(RKAMUHAR)	0.055	0.021	2.615	0.012
RER	-0.002	0.000	-4.185	0.000
dlog(ROTUK(-1),0,4)	0.333	0.081	4.109	0.000
MA(2)	0.401	0.131	3.070	0.003

R^2	0.827	Bağımlı değişken: Ortalama	0.025
Düzeltilmiş R^2	0.809	Bağımlı değişken: Std. sapma	0.069
Regresyonun std. hatası	0.030	Akaike bilgi ölçütü	-6.917
Hataların kareleri toplamı	0.044	Schwartz ölçütü	-6.698
Log olabilirlik	118.164	F-istatistiği	46.853
Durbin Watson istatistiği	2.093	Olasılık (F istatistiği)	0.000

Jarque-Bera normallik testi:		Breusch-Godfrey LM testi:	
J-B: 0.110	Prob: 0.946	F-stat: 1.055	Prob: 0.390
White heteroskedastisite testi:		ARCH LM testi:	
F-stat: 0.502	Prob: 0.848	F-stat: 0.364	Prob: 0.833

değer kazanması (aynı zamanda sermaye hareketlerinde kaydedilen artış) da özel tüketim harcamalarının artmasına yol açıyor gözükmektedir.

Tüketim harcamaları tahmin edilirken, tüketimin finansmanı ile ilgili bir değişkenin de açıklayıcılar arasında yer alması, tahmin performansını kuşkusuz arttıracaktır. Özel sektör tüketim harcamalarının finansmanında kullanılabilecek ilk akla gelen değişkenler, tüketici kredisi ve kredi kartı kullanımlarıdır. Ancak, özel tüketim harcamalarının tahmin edildiği yukarıdaki denkleme sözkonusu değişkenler iki nedenden dolayı eklenememektedir. Birincisi, tüketici kredileri ve kredi kartları ile ilgili veriler Türkiye'de 1993 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren vardır. İkincisi ise, tüketim harcamalarının çok önemli bir bölümünü oluşturan gıda, içki, enerji, ulaştırma, hizmetler ve konut sahipliği gibi kalemlerde tüketici kredileri ve kredi kartı oldukça sınırlı bir şeklinde kullanılmaktadır. Bu nedenle, kredi kartları ve tüketici kredileri-

nin özel tüketim üzerindeki etkisine bakılırken, sadece dayanıklı ve yarı dayanıklı tüketim harcamaları serileri ile çalışılmıştır. Burada amaç, net yabancı sermaye girişleri nedeniy'e artan tüketici kredisi ve kredi kartı arzının, özel sektörün dayanıklı ve yarı dayanıklı tüketim malı harcamalarını ne şekilde etkilediğinin araştırılmasıdır.

Türkiye'deki dayanıklı ve yarı dayanıklı özel tüketim harcamalarının hareketleri Sıradan En Küçük Kareler (SEKK) yöntemiyle tahmin edilmeye çalışılmıştır. Dayanıklı ve yarı dayanıklı özel tüketim harcamaları olarak DİE'nin milli gelir serilerindeki ilgili kalemler kullanılmıştır. Denklem, 1993 üçüncü çeyrek ile 2001 dördüncü çeyrek arasındaki dönem için tahmin edilmiştir. Denklem ve kullanılan değişkenlerin tanımları aşağıdadır:

DENKLEM 2

$$dlog(ROTUKDAY,0,4)=\beta_0+\beta_1 dlog(RTUKKREDI,0,4)+\beta_2 RER+\varepsilon_t$$

dlog(ROTUKDAY,0,4)	:	Bir yıl öncenin aynı dönemine göre logaritmik fark olarak 1987 fiyatlarıyla özel dayanıklı nihai tüketim harcamaları,
dlog(RTUKKREDI,0,4)	:	Bir yıl öncenin aynı dönemine göre logaritmik fark olarak reel tüketici kredileri+kredi kartları,
RER	:	Reel Döviz Kuru Endeksi (1 Dolar +1.5 Mark'lık sepetten, TÜFE kullanılarak hesaplanmıştır. Endeksteki artış TL'nin değer kaybettiği anlamına gelmektedir).

Denklem 2'de kullanılan değişkenlerin birim kök sınamaları yapılmış ve ilgili test sonuçları Ek 4.A'da verilmiştir. Denklem 2'den elde edilen sonuçlar ise Tablo 4.4'te özetlenmiştir. Tablo 4.4'ün sonunda ayrıca, hata terimleri ile ilgili diagnostik testlerin sonuçları da sunulmuştur. Hata terimlerinin davranışlarında test sonuçlarını etkileyecek herhangi bir anormalliğe rastlanmamıştır.

Tablodan da izlenebileceği gibi, açıklayıcı değişkenlerin tahmin edilen katsayılarının işaretleri beklenen yönde ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Özel sektörün dayanıklı ve yarı dayanıklı tüketim malı harcamaları, bankacılık sektörünün kredi kartı alacakları ve tüketici kredisi risk bakiyesi toplamıyla aynı yönde hareket etmekte-

TABLO 4.4
1993:3-2001:4 Dönemi İçin Özel Dayanıklı Tüketim Malı Harcamalarının Tahmini

Bağımlı değişken dlog(ROTUKDAY,0,4)

Değişken	Katsayı	Standart hata	t-istatistiği	Olasılık
Sabit	0.006	0.006	0.909	0.368
Sabit	0.013	0.048	0.274	0.786
dlog(RTUKKREDI,0,4)	0.225	0.117	1.927	0.065
RER	-0.009	0.003	-2.721	0.012
AR(1)	0.495	0.189	2.622	0.015

R^2	0.805	Bağımlı değişken: Ortalama	0.055
Düzeltilmiş R^2	0.782	Bağımlı değişken: Std. sapma	0.268
Regresyonun std. hatası	0.125	Akaike bilgi ölçütü	-4.030
Hataların kareleri toplamı	0.391	Schwartz ölçütü	-3.842
Log olabilirlik	21.293	F-istatistiği	34.418
Durbin Watson istatistiği	1.890	Olasılık (F istatistiği)	0.000
Ters AR kökleri	0.500		

Jarque-Bera normallik testi:	Breusch-Godfrey LM testi:
J-B: 0.502 Prob: 0.778	F-stat: 0.760 Prob: 0.563
White heteroskedastisite testi:	ARCH LM testi:
F-stat: 0.394 Prob: 0.848	F-stat: 0.704 Prob: 0.598

dir. Bir başka deyişle, bankaların bireysel kredi arzındaki bir artış, tüketim harcamalarını artırıcı yönde bir etki yapmaktadır. Denklemde açıklayıcı değişken olarak yer alan diğer değişken reel döviz kuru ise, bir önceki denklemde olduğu gibi yine özel tüketim harcamalarını beklenen yönde etkilemektedir: TL'nin reel olarak değer kazanması, tüketim harcamaları üzerinde artırıcı yönde bir etki yapmaktadır.

b) Yabancı Sermaye Akımlarının
Yatırımlar Üzerindeki Etkilerinin Sınanması

Sermaye hareketleri yurtiçindeki özel tüketim harcamalarını artırıcı yönde yaptığı etkinin yatırımlar açısından ne anlama geldiği, çalışmanın bu bölümünde ele alınacaktır. Bunun için, yabancı sermaye akımları, özel sektör tüketim harcamaları ve özel sektör yatırım harcamaları arasındaki etkileşim Vektör Ardışık Bağlanım (VAB) modelleme-

siyle irdelenecek ve değişkenlerde meydana gelen değişimlerin diğer değişkenler üzerinde etkilerinin boyutu gösterilmeye çalışılacaktır.

Kurulan VAB modelinde kullanılan değişkenler, üç aylık net sermaye hareketlerinin milli gelire oranını gösteren NSERHGSYİH, özel sektörün tüketim harcamalarının bir yıl önceki aynı döneme göre logaritmik farkını gösteren ROTUKGR ve özel sektörün yatırım harcamalarının bir yıl önceki aynı döneme göre logaritmik farkını gösteren ROYATGR'dir. Model 1987-2001 dönemi için çeyrek dönemler itibariyle çalıştırılmıştır. Serilerin zaman serisi özellikleri kontrol edilmiş ve birim kök sorunu bulunmadığı saptanmıştır. Birim kök sınaması ile ilgili test sonuçları Ek 4.A'da verilmiştir. Üç aylık serilerle çalışıldığı ve toplam gözlem sayısı da çok fazla olmadığı için, değişkenlerin 4 gecikmeli değerine kadar modele dahil edilmesi uygun görülmüştür.

VAB modellemesi ile elde edilen dürtüye tepki fonksiyonları Grafik 4.2'de gösterilmiştir. Yapılmaya çalışılan, VAB modellemesindeki bir hata terimine bir standart sapmalık bir dürtü verildiğinde, bağımlı değişkenin şimdiki ve gelecekteki değerlerinin nasıl etkilenebileceğini göstermeye çalışmaktır. Bir başka deyişle, dürtüye tepki fonksiyonları, her değişkenin diğer bir değişkene (aslında hata terimine) verilen bir standart sapmalık bir şok karşısındaki hareketini dinamik bir süreç içinde gösterebilmesi bakımından bilgilendirici bir özellik taşımaktadır.

Ancak, dürtüye tepki fonksiyonlarının sonuçlarının yukarıda ifade edildiği gibi yorumlanabilmesi için, VAB hata terimleri arasında hiç korelasyon olmaması gerekmektedir. Ancak gerçek uygulamalardaki durum hiç de böyle değildir. VAB modellerinden elde edilen hata terimlerinin eşanlı varyans-kovaryans matrisinde, sıfırdan farklı terimler bulunmaktadır. Hata terimleri arasında korelasyon olması, sisteme verilen şokların hangi değişkeni ne kadar etkilediğinin belirlenmesini imkânsızlaştıracağı için, dürtüye tepki analizi yapmadan önce, VAB modelinin gerekli transformasyondan geçirilerek hata terimleri arasındaki eşanlı korelasyonun yok edilmesi, bir başka deyişle, hata terimlerinin varyans-kovaryans matrisinin ortogonalize edilmesi gerekmektedir. Bu çalışmada anılan sorunun çözümü için Cholesky ayrıştırma

yöntemi kullanılmıştır. Bu süreçte değişkenlerin sırasının belirlenmesi için, ikili Granger nedensellik testlerinin sonuçlarına ve bu makaledeki makroekonomik düşünce şekline uygun hareket edilmiştir.

İkili Granger nedensellik testi sonuçları Tablo 4.5'te sunulmuştur. Tablodan da izlenebileceği gibi, sermaye hareketleri hem özel tüketim harcamalarına, hem de özel yatırım harcamalarına Granger anlamında neden olmaktadır. Granger nedensellik sınaması sonuçlarından elde edilen diğer bir bulgu ise, özel tüketim harcamalarının özel yatırım harcamalarına neden olduğudur. Dolayısıyla, VAB analizinde kullanılan değişkenlerin sıralaması NSERH ⇒ ROTUKGR ⇒ ROYATGR olarak belirlenmiştir. Dürtüye tepki fonksiyonlarının etrafındaki iki standart sapmalık güven bandı, Monte Carlo simulasyon tekniği kullanılarak hesaplanmıştır.

Grafik 4.2'den de izlenebileceği gibi, net sermaye akımlarındaki artışların reel özel tüketim harcamaları üzerinde üç, reel özel yatı-

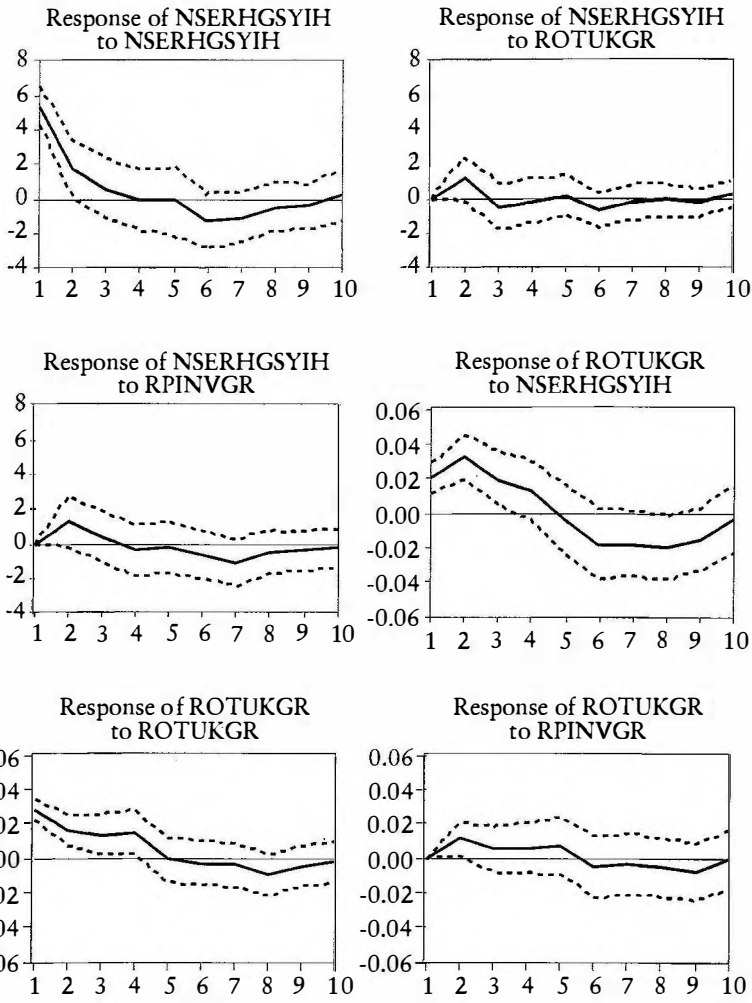
TABLO 4.5
Granger Nedensellik Sınamaları

Sıfır hipotezi	Gözlem	F-istatistiği	Olasılık
ROTUKGR, NSERHGSYİH'nin Granger nedeni değildir	52	0.984	0.426
NSERHGSYİH, ROTUKGR'nin Granger nedeni değildir		3.220	0.021
ROYATGR, NSERHGSYİH'nin Granger nedeni değildir	52	0.778	0.546
NSERHGSYİH, ROYATGR'nin Granger nedeni değildir		4.364	0.005
ROYATGR, ROTUGR'nin Granger nedeni değildir	52	1.578	0.198
ROTUKGR, ROYATGR'nin Granger nedeni değildir		2.400	0.065

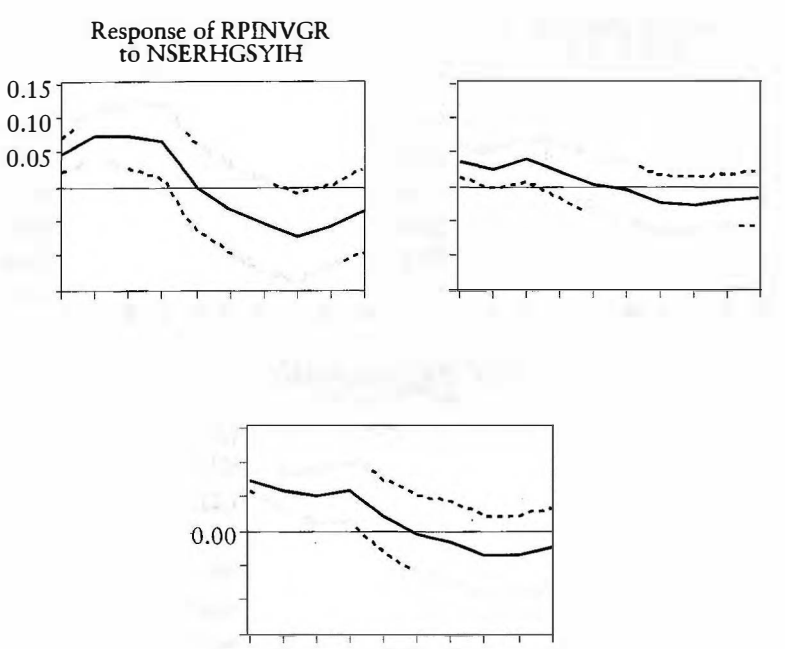
rımlar üzerinde ise dört çeyreklik bir pozitif etkisi olabilmektedir. Özel tüketim harcamalarındaki artış, özel yatırım harcamalarını tetikliyor gözükmektedir. Özel yatırımlarda, özel tüketim harcamalarındaki artıştan kaynaklanabilecek bir yükseliş, etkisini yaklaşık üç çeyrek boyunca sürdürebilmektedir. Dolayısıyla sermaye hareketleri ile reel özel tüketim harcamaları arasındaki ilişki burada da gösterilmiş ve özel tüketim harcamalarındaki artışın, beklendiği gibi, özel sektör yatırımları üzerinde de olumlu bir etkisi olduğu gözlenmiştir.

GRAFİK 4.2
Dürtüye Tepki Fonksiyonları

Response to One S.D. Innovations ±2 S.E.

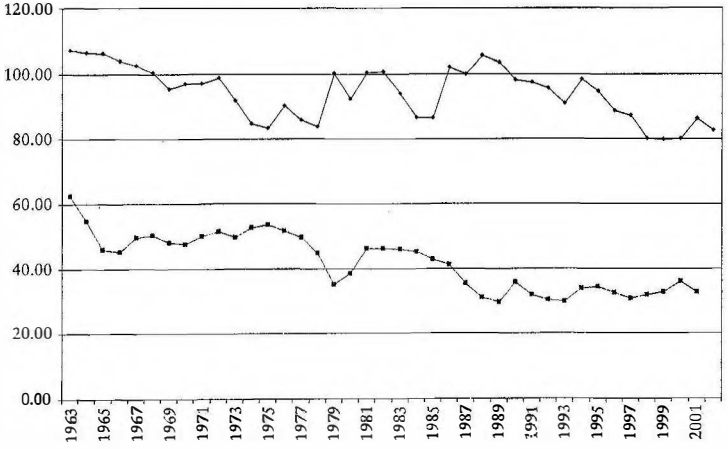


GRAFİK 4.2
Dürtüye Tepki Fonksiyonları



Ticarete konu olmayan, yani yurtdışı denkleriyle ikame şansı bulunmayan sektörlerdeki fiyatlama ise büyük oranda yurtiçi talepteki gelişmelerle belirlenmektedir. Dolayısıyla, yerli paranın reel olarak değer kazandığı bir ortamda, ticarete konu olan malların fiyat artışları -yurtiçi özel talepte artış olduğu halde- ithalatın görece ucuzlaması nedeniyle sınırlı kalırken, ticarete konu olmayan sektörlerdeki üreticiler artan yurtiçi özel tüketim talebini değerlendirerek ticarete konu olan sektörlere kıyasla daha yüksek fiyat ayarlamaları yapabilmektedirler. İşte bu durum, yurtiçi göreli fiyatların ticarete konu olmayan mallar lehine değişmesi anlamına gelmektedir.[4] Grafik 4.3'te ticarete konu olan sektörlerin göreli fiyatları ve göreli yatırımları görülmektedir. Ticarete konu

GRAFİK 4.3
Ticarete Konu Olan Sektörlerin Göreli Fiyat ve Yatırımları



—◆— İmalat sanayii deflatörü/ GSMH deflatörü
—■— Özel sektör ticarete konu olan yatırımları/ Toplam özel sektör yatırımları

Kaynak: TCMB, EVDS.

4 Ticarete konu olan sektörler olarak tarım, imalat, madencilik ve turizm sektörleri alınmıştır. Ticarete konu olan sektörlerin göreli fiyatları, göreli kârlılığı ve göreli yatırımları arasındaki ilişkinin ekonometrik olarak sınanması ve sonuçları için kitabın 10. makalesine bakılabilir.

olan sektörlerin göreli fiyatları olarak imalat sanayi deflatörü/ GSMH deflatörü, özel sektör ticarete konu olan sektörlerin göreli yatırımları olarak özel sektör ticarete konu olan sektörlerin yatırımları/ toplam özel sektör yatırımları alınmıştır. Buna göre Türkiye'de 1990'lı yıllarda yabancı sermaye girişleriyle birlikte, yurtiçi göreli fiyatların ticarete konu olmayan sektörler lehine ciddi bir şekilde değiştiği görülmektedir.[5] Benzeri sonuçlara başkaca gelişmekte olan ülkeler için yapılan çalışmalarda da ulaşılmaktadır (Radelet ve Sachs, 1998; Ghosh ve Pangestu, 1999; bu kitabın 6. ve 10. makaleleri).

c) Yabancı Sermaye Akımlarının
Faiz Oranları Üzerindeki Etkisinin Sınanması

Makalenin bu bölümünde, yabancı sermaye akımlarının yurtiçi faiz oranları üzerindeki etkisi sınanmaya çalışılacaktır. Bu sınamada faiz değişkeni olarak, Hazine'nin Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) ihalelerinde oluşan faizler kullanılmıştır. Sözkonusu faizlerin tahmininde açıklayıcı değişkenlerin ilki, Hazine'ye borç verenler açısından maliyet göstergesi olarak kullanılan Merkez Bankası'nın gecelik faiz oranlarıdır. Dolarlaşma nedeniyle ortaya çıkan para ikamesi, sterilizasyon ya da özel bankaların açık pozisyonları nedeniyle ortaya çıkan dolar talebini dengelemek için TCMB'nin giriştiği işlemleri temsil etmesi amacıyla bu değişken denkleme dahil edilmiştir. Bunun dışında, yıllık enflasyon ve Hazine'nin piyasalardan yapmış olduğu brüt borçlanma tutarı da açıklayıcı değişkenler arasında yer almaktadır. Hazine'nin brüt DİBS satışlarının açıklayıcı değişken olarak kullanılmasının nedeni, Hazine'nin borçlanma gereğinin mali piyasalar üzerinde yarattığı baskının faizler üzerinde etkili olduğunun düşünülmesidir.

Hazine'nin borçlanma faizlerinin tahmini, Sıradan En Küçük Kareler (SEKK) yöntemiyle tahmin edilmeye çalışılmıştır. Denklem,

---

5 Ticarete konu olan ve olmayan sektörlerin göreli gelişimini, DİE'nin 1994 bazlı Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) kullanılarak hesaplanması daha doğru olacaktır (Çimenoğlu, 2002). Ancak sözkonusu indeks ile üretilen göreli fiyatlar ile 1994 öncesini görmek mümkün olmadığı için burada imalat sanayi deflatörü/GSMH deflatörü tercih edilmiştir.

1987-2001 dönemi için çeyrekler itibariyle tahmin edilmiştir. Denklem ve kullanılan değişkenlerin tanımları aşağıdadır:

DENKLEM 3

$$QGICB = \beta_0+\beta_1 QGECE+\beta_2 dlog(RDİBSSATIŞ)+\beta_3 ENF+\varepsilon_t$$

QGICB	: Hazine'nin devlet iç borçlanma senetleri ihalelerinde oluşan faizlerin ağırlık ortalamasının yıllık bileşiğinin üç aylık eşleniği,
QGECE	: Merkez Bankası'nın gecelik borçlanma faizlerinin ağırlık ortalamasının yıllık bileşiğinin üç aylık eşleniği,
dlog(RDİBSSATIŞ)	: Bir yıl öncenin aynı dönemine göre logaritmik fark olarak Hazine'nin üç aylık dönemlerdeki reel brüt DİBS satışları.
ENF	: Tüketici fiyat endeksindeki yıllık değişim.

Denklem 3'te kullanılan değişkenlerin birim kök sınamaları yapılmış ve ilgili test sonuçları Ek 4.A'da verilmiştir. Denklem 3'ten elde edilen sonuçlar ise Tablo 4.6'da özetlenmiştir. Tablo 4.6'nın sonunda ayrıca, hata terimleri ile ilgili diagnostik testlerin sonuçları da sunulmuştur. Tablodan da görülebileceği gibi, hata terimlerinin varyanslarının sabitliği varsayımı bu denklem için tutmamaktadır. Bir başka deyimle, tahmin sonucu elde edilen hata terimlerinde heteroskedastisite sorunu bulunmaktadır. Bu problemin çözümü için, denklemin tahmininde White değişen varyansa göre düzeltilmiş standart hatalar kullanılmıştır. Tablo 4.6'da sunulan sonuçlar sözkonusu düzeltmeden sonra elde edilen sonuçlardır. Hata terimlerinin davranışlarıyla ilgili diğer bulgularda, test sonuçlarını etkileyecek herhangi bir anormalliğe rastlanmamıştır.

Tablo 4.6'dan da görülebileceği gibi Türkiye'de Hazine'nin borçlanma faizlerinin davranışının açıklanmasında etkili olduğu varsayılan değişkenlerin tahmin edilen katsayılarının işaretleri beklenen yönde ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Özellikle gecelik faiz oranlarının, pozitif ve anlamlı sonuç vermesi spekülatif karakterli yabancı sermaye akımlarında meydana gelen artışların dolarlaşma, yüksek para ikamesi ve sterilizasyon işlemleri aracılığıyla Hazine'nin borçlanma faizlerini artırdığı görüşünü desteklediği söylenebilir. Ayrı-

TABLO 4.6
1987:1-2001:4 Dönemi İçin Hazine İç Borçlanma Faizleri Tahmini

Bağımlı değişken dlog(QGICB,0,4)

Değişken	Katsayı	Standart hata	t-istatistiği	Olasılık
Sabit	-0.176	0.072	-2.446	0.018
QGECE	0.358	0.115	3.121	0.003
Dlog(RDİBSSATIŞ)	0.020	0.008	2.433	0.019
ENF	0.165	0.040	4.122	0.000
MA(1)	0.538	0.152	3.538	0.001

R^2	0.768	Bağımlı değişken: Ortalama	0.176
Düzeltilmiş R^2	0.750	Bağımlı değişken: Std. sapma	0.055
Regresyonun std. hatası	0.027	Akaike bilgi ölçütü	-7.109
Hataların kareleri toplamı	0.038	Schwartz ölçütü	-6.928
Log olabilirlik	124.592	F-istatistiği	42.279
Durbin Watson istatistiği	1.913	Olasılık (F istatistiği)	0.000
Ters MA kökleri	-0.54		

Jarque-Bera normallik testi:		Breusch-Godfrey LM testi:	
J-B: 1.033	Prob: 0.597	F-stat: 0.831	Prob: 0.509
White heteroskedastisite testi:		ARCH LM testi:	
F-stat: 4.842	Prob: 0.000*	F-stat: 0.614	Prob: 0.654

ca, Hazine'nin piyasalardan borçlanma ihtiyacının yükselmesinin, faizler üzerinde artış yönünde baskı yarattığı saptanmıştır. Bunların yanı sıra, Tablo 4.6'da sunulduğu gibi, enflasyondaki artışlar Hazine'nin borçlanma maliyetlerini artırmaktadır.

4.E. MODELİN SONUÇLARI

Sermaye hareketlerinin Türk ekonomisi üzerindeki etkileri bu makalenin konusunu oluşturmaktadır. Çalışmanın ilk bölümünde sunulduğu gibi, Türk ekonomisi, 1990'lı yıllara kadar uluslararası sermaye akımlarından hemen hemen tamamen izole olmuş durumdadır. 1989 yılında alınan kararlarla sermaye hareketleri üzerindeki kısıtların kaldırılmasıyla, Türkiye'de uluslararası sermaye hareketlerinde hızlı bir artış meydana gelmiş ancak sermaye hareketleri 1990'lı yıllarda önemli bo-

yutta oynaklık göstermiştir. Esas olarak doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında ciddi bir değişme gözükmezken, kısa dönemli sermaye girişlerinde ve portfolyo sermaye girişlerinde sıçramalar ve düşüşler ortaya çıkmıştır.

Makalede, uluslararası sermaye akımlarının Türkiye ekonomisi üzerindeki etkileri bir model çerçevesinde incelenmeye çalışılmıştır. Bunun yapılabilmesi için, öncelikle sermaye akımlarının ekonomiye iletildiği olası kanallar belirlenmiş ve sistemin nasıl çalıştığının çerçevesi çizilmiştir. Daha sonra, ekonometrik yöntemler kullanılarak bu kanalların çalışıp çalışmadığı test edilmiştir.

Modelde uluslararası sermaye akımlarının Türkiye ekonomisi üzerindeki etkileri kamu dengesi, para ve finans kesimi dengesi ve dış ticaret ile sektörel yatırımları içeren reel kesim dengesi açısından ele alınmıştır. Uluslararası sermaye akımlarının ekonomi üzerindeki etkileri incelenirken, sözkonusu akımların para piyasasında dolarlaşma yarattığı, kamuda dış borçlanmayı artırdığı ve döviz kurunu değerlendirdiği kabul edilmektedir. Bu etkiler spekülatif sermaye girişinin birincil etkileri olarak ekonomideki dengesizlikleri körüklemekte ve krize uygun ortam yaratmaktadırlar.

Söz edilen birincil etkilerin yarattığı dolaylı etkilerden en önemlisi tüketim üzerindeki etkidir. Çalışmada birinci denklem aracılığıyla özel tüketim harcamaları tahmin edilmeye çalışılmıştır. Modelde yer aldığı şekliyle açıklayıcı değişkenler olarak konsolide bütçe harcamaları ve reel döviz kuru kullanılmıştır. Denklemden elde edilen bulgulara göre, harcanabilir gelirdeki ve bütçe harcamalarındaki artışlar, özel tüketim harcamalarını artırıcı yönde etkide bulunmaktadır. Ayrıca, TL'nin değer kazanması da özel tüketim harcamalarının artmasına yol açıyor gözükmektedir.

Modele göre tüketim harcamaları özellikle bankacılık kesiminin artarak verdiği tüketici kredilerinden etkilenmektedir. Kredi kartları ve tüketici kredilerinin özel tüketim üzerindeki etkisine bakılırken sadece dayanıklı ve yarı dayanıklı tüketim harcamaları serileri ile çalışılmıştır. Burada amaç, net yabancı sermaye girişleri nedeniyle artan

tüketici kredisi ve kredi kartı arzının, özel sektörün dayanıklı ve yarı dayanıklı tüketim malı harcamalarını ne şekilde etkilediğinin araştırılmasıdır. Denklem 2'de verilen tahmin sonuçlarına göre özel sektörün dayanıklı ve yarı dayanıklı tüketim malı harcamaları, bankacılık sektörünün kredi kartı alacakları ve tüketici kredisi risk bakiyesi toplamıyla aynı yönde hareket etmektedir. Bir başka deyişle, bankaların bireysel kredi arzındaki bir artış, tüketim harcamalarını artırıcı yönde bir etki yapmaktadır.

Modelde uluslararası sermaye girişlerinin en önemli dolaylı etkisi olarak faiz oranlarının yükselmesi gösterilmektedir. Spekülatif sermayenin faiz oranları üzerindeki etkisi birkaç kanal aracılığıyla olmaktadır. Birincisi dolarlaşmanın neden olduğu para ikamesi ve sterilizasyon uygulamaları, ikincisi ise kamu açıklarının yükselmesi aracılığıyla kendini göstermektedir. Denklemde birinci dolaylı etki, Merkez Bankası'nın gecelik faiz oranları ile ikinci dolaylı etki ise Hazine'nin piyasalardan yapmış olduğu brüt borçlanma ile temsil edilmektedir. Denklem 3'ün sonuçlarına göre gecelik faiz oranlarının pozitif ve anlamlı sonuç vermesi spekülatif karakterli yabancı sermaye akımlarında meydana gelen artışların dolarlaşma, yüksek para ikamesi ve sterilizasyon işlemleri aracılığıyla Hazine'nin borçlanma faizlerini artırdığı görüşünü desteklediği söylenebilir. Ayrıca, Hazine'nin piyasalardan borçlanma ihtiyacının yükselmesinin, faizler üzerinde artış yönünde baskı yarattığı saptanmıştır. Bunların yanı sıra, enflasyondaki artışlar da Hazine'nin borçlanma maliyetlerini artırmaktadır.

Bu çalışmada dikkat çekilmek istenen diğer konu, tüketimin artması sonucunda göreli fiyatların ticarete konu olmayan sektörler lehine gelişmesidir. Bu durum, yatırımların da bu sektörlere yönelmesi sonucunu doğurmaktadır. Sermaye hareketlerinin bir kriz durumunda kesilmesi ve sermaye çıkışı ile karşı karşıya kalınması durumunda, yatırımların ticarete konu olmayan mallara daha fazla yoğunlaşmış olması, daha da olumsuz bir etki yapmaktadır. Çünkü, ülkenin uzun dönemli rekabet gücünü koruyabilmesi için gerekli yatırımlar yapılmamış, bunun yerine, iç talebi doyurmaya yönelik, döviz kazancı sağla-

mayan sektörlere yönelinmiştir. Kitabın 6-10. makalelerinde derinlemesine olarak incelenecek olan bu olgu, ihracat artışının devalüasyon ve düşük ücret bağımlısı haline gelmesine neden olmakta ve dengesizliğin sürekliliğini doğurmaktadır.

Özetle, aşırı spekülatif sermaye girişi yaşanan dolarlaşma, TL'nin değerlenmesi, kısa vadeli dış borçlarda artış gibi dengesizlikler dışında, makalede önerilen modelde görüldüğü şekliyle, yüksek tüketim, yüksek faiz, reel sektörün yatırımlarında daralma ve dış ticaret açığında büyüme gibi dolaylı etkiler aracılığıyla krizi körükleyen dengesizlikleri yaratmakta ve artırmaktadır.

EK 4.A

Modelde Kullanılan Değişkenlerin Birim Kök Sınaması Sonuçları

	ADF Test istatistiği	Dönem uzunluğu	% 5 kritik değer
dlog(ROTUK,0,4)	-4.757	3	-2.918
dlog(RKAMUHAR,0,4)	-6.804	3	-2.918
RER	-3.913	2	-2.918
dlog((RHARGER,0,4)	-5.357	3	-3.497
dlog(ROTUKDAY,0,4)	-5.131	3	-2.918
dlog(RTUKKREDI,0,4)	-5.066	1	-2.918
NSERHGSYIH	-5.797	0	-2.918
ROTUKGR	-4.757	3	-2.918
ROYATGR	-5.496	3	-3.497
QGICB	-3.156	0	-2.918
QGECE	-5.282	1	-2.918
ENF	-2.658	3	-2.918
dlog(RDİBSSATIŞ,0,4)	-3.231	7	-2.918

5

Kısa Dönemli Sermaye Girişlerinin Makroekonomik Yapı Üzerine Etkileri: 1994 Krizinin Öncesi ve Sonrası*

5.A. GİRİŞ

1963-1977 yılları arasında uygulanan ithal ikameci sanayileşme politikaları 1978-1979 yıllarında ciddi döviz darboğazının yaşandığı büyük bir ekonomik kriz ile son bulmuştur. 1980 yılında uygulamaya konulan yapısal uyum politikalarıyla, Türkiye ekonomisinin öncelikle mal hareketlerinin serbestleştirilmesi amaçlanmıştır. Ayrıca uygulanan bu politikalar, Türkiye ekonomisine radikal bir şekilde yeniden yön vermek için yapılmış bir girişimdir. 1980'de atılan adımların temel endişesi döviz darboğazı sorunudur ve amacı dış dengeyi sağlamaktır. İhracatın desteklenmesi amacıyla TL'nin reel değeri ve reel ücretler düşürülürken, ihracata doğrudan teşvikler uygulanmıştır (Şenses, 1989; Öniş, 1993). 1988'e kadar ihracat/ithalat oranında kaydedilen artış (Tablo 2.1, satır 1),[1] bu politikaların başarısı olarak kabul edilmiştir. Bununla birlikte, ihracat/ithalat oranı artışına neden olan önemli bir

(*) Bu makale 1999 yılında "Short-Term Capital Inflows and Their Impact on Macroeconomic Order: Turkey in the 1990s", başlığıyla *Developing Economies* dergisinin, XXXVI. cilt, 1. sayısında İngilizce olarak yayımlanmıştır.

1 İlgili veriler kitabın 2. makalesinde bulunan Tablo 2.1'de yer almaktadır.

nokta göz ardı edilmiştir: 1988'e kadar ihracatta kaydedilen büyük artış yeni yatırımlardan çok, kapasite kullanım oranlarının artışından kaynaklanmıştır.

1989 yılında Türkiye'de serbest sermaye hareketleri rejimine geçilmiştir. Ağustos 1989'da gerçekleşen sermaye işlemlerindeki serbestleştirme ile, gelişmiş ülkelerdeki uygulamaların bile ötesine geçilerek, sermaye hareketleri ve yurt içindeki yerleşik kişilerin yabancı para cinsinden işlem yapmaları üzerindeki kısıtlamalar kaldırılmıştır.

Bir yıl sonra 1990'da, uluslararası sermaye yön değiştirerek gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere doğru akmaya başlamıştır.[2] Gerçekten tüm gelişmekte olan ülkelerde sermaye hesabı fazlası (net hata ve noksan dahil) 1987 yılında 48,7 milyar dolardan, 1993'de rekor bir seviye olan 162,9 milyar dolara ulaşmış ve 1994 yılında düşüşe geçerek, 142.2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir (Corbo ve Hernandez, 1996).

1990-1996 döneminde, 1991 (körfez krizi) ve 1994 (finansal kriz) yılları haricinde, Türkiye aşırı spekülatif sermaye girişlerine maruz kalmıştır. Pek çok Latin Amerika ülkesinde olduğu gibi Türkiye'de de, 1990'lardaki yeni sermaye girişleri portfolyo yatırımları ve kısa dönemli sermaye girişleri şeklinde gerçekleşmiştir. 1987'de 1.9 milyar dolar olan sermaye hesabı fazlası, 1993'de 8.9 milyar dolara sıçramıştır. Finansal krizin yaşandığı 1994 yılındaki sermaye hesabı açığı 4 milyar dolardır. Kriz sonrasında, sermaye girişi dalgası devam etmiş ve 1995 yılında sermaye hesabı 4.6 milyar dolar fazla vermiştir. 1996'da bu fazla 9.7 milyar dolara sıçrayarak yeni bir finansal krizin de sinyalini vermiştir. Yeldan (1996) 1991-1995 yılları arasındaki ortalama brüt spekülatif sıcak para girişinin, Türkiye'deki tarım ve sanayi sektörlerinin toplam reel üretimini aştığını hesaplamıştır.[3]

Makalenin birinci kısmında sermaye girişlerinin makroekonomik etkileri hakkında bir literatür taraması yapılmaktadır. İkinci ve

---

2 Bu değişimin nedenleri konusundaki tartışmalar için bu kitabın 2., 3. ve 4. makalelerine bakınız.

3 Yeldan sıcak parayı, portfolyo yatırımları + yerleşik olmayan kişilerin döviz cinsinden mevduatları + bankacılık sisteminin sağladığı döviz cinsinden krediler + net hata ve noksan olarak hesaplamaktadır.

üçüncü kısımlarda, sermaye işlemlerinin serbestleştirilmesinden sonra, aşırı miktardaki sermaye girişlerinin cari işlemler ve kamu açıklarının çapını artırdığı, bu duruma sermaye girişlerine yönelik yanlış politikalar ve kötü yönetimin eklendiği ve sonucunda 1994 yılında Türkiye'yi yeni bir krizin vurduğu gösterilmektedir. Dördüncü kısım kriz öncesi dönemdeki dengesizliklerin büyük bölümünün yakın bir gelecekte yeni bir finansal krizin işaretini vererek, kriz sonrası dönemde de varlığını sürdürmesinden dolayı, kriz sonrası yönetim açısından ilginç özellikler taşıyan Türkiye örneği ele alınmaktadır.

5.B. SERMAYE GİRİŞLERİNİN MAKROEKONOMİK ETKİLERİ

a) Cari İşlemler ve Sermaye Hesabı Üzerindeki Etkileri

Sermaye girişi ödemeler dengesinde cari açığa neden olmaktadır. Bilindiği gibi, eğer net sermaye girişi rezerv artışına gitmiyorsa veya bir sermaye çıkışı sözkonusu değilse, bu giriş cari açığı finanse etmek için kullanılmaktadır. Başka bir deyişle, sermaye girişlerindeki artış döviz bulunabilirliğinin, açıkların finansmanına imkân vermesi ve döviz kurunun değerlenmesini teşvik etmesinden dolayı cari açıkları artırmaktadır (Ffrench-Davis vd., 1994). Yerli paranın değerlenmesi uluslararası rekabet gücüne ve dış ticaret dengesine zarar vermekte, ithalata olan bağımlılığı artırmaktadır (Calvo, 1994).

b) Toplam Talep Üzerindeki Etkileri

Sermaye girişindeki artış, tüketimi ve cari açığı artırdığından, yurtiçi tasarrufların düşmesine neden olmaktadır. Yurtiçi tasarrufların önemli bir bölümü, aşırı dış borçlanmayla beraber faiz ödemelerinin yükünün artmasından dolayı, yurt dışına transferleri finanse etmek için kullanılmaktadır. Diğer yandan, dış tasarruflar çoğunlukla ülke içi tüketimi ve tüketim malları ithalatını finanse etmek için kullanılmaktadır (Frenkel vd., 1993; Agosin, 1994; Yentürk, 1996; ve bu kitabın 15. makalesi).

Talebin artması yönünde baskı yapan bir başka önemli faktör de, özel bankaların kredi stoklarındaki büyüme oranının mevduatla-

rındaki büyüme oranından yüksek olmasıdır. Yerel bankalar genellikle uluslararası sermaye piyasası ile ülke içindeki borçlanma talebi arasında bir aracı işlevi gördüğünden, yüksek kredi stokları temelde ülkeye giren özel sermayeden kaynaklanmaktadır (Akyüz, 1993a). Bankaların bilançolarında bir zayıflığın göstergesi olan bu yükselişin ardında yatan neden sermaye girişindeki artıştır. Ayrıca, kredilerdeki patlamalarla finansal krizler arasında çok güçlü bir ilişki olduğu gösterilmektedir (Sachs vd., 1996).

c) Yatırımlar Üzerindeki Etkileri

Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akışlarını motive eden temel faktör reel yatırımlar değil, rantiyelerin spekülatif faaliyetleridir. Spekülatif faaliyetler kısa dönemli kazançları hedeflediğinden, yatırımların ülkelerarası getiri oranları arasında ve ülke içi yüksek faiz ile uluslararası düşük faiz oranları arasında bir yakınlaşma olmamaktadır (Akyüz, 1993a; UNCTAD, 1992; Vos, 1993). Bunun da ötesinde, gelişmekte olan ülkelerde spekülatif sermaye girişleri nedeniyle artan faiz oranları reel yatırım kararlarını olumsuz biçimde etkilemekte ve hükümetlerin ulusal hedeflerine ulaşmak amacıyla yatırımlar için faiz oranlarını bir enstrüman olarak kullanabilme olanaklarını azaltmaktadır. Bu, hükümetlerin iktisat politikası uygulama özerkliklerinin kaybedilmesi olarak bilinmektedir (Akyüz, 1993a ve 1993b; Akyüz ve Held, 1993; Banuri ve Schor, 1992).

Yerli paranın değerlenmesinin talep üzerinde genişletici bir etkisi de bulunmaktadır. Ticarete konu olmayan mallara olan talepteki artış sadece yerli üretimle karşılanabildiğinden, bu durum bu tür malların üretiminde de bir artışa neden olmaktadır. Aksine, ticarete konu olan mallara olan talepteki artış ithalat yoluyla karşılanabilmektedir. Yerli paranın değerlenmesinin göreli fiyatlarda ticarete konu olmayan sektörler lehine bir değişime neden olduğu da dikkate alındığında, aşırı sermaye girişlerinin olduğu ülkelerde, bu sektörlere yapılan yatırımlarda artış eğiliminin ve hizmet sektörlerinde aşırı büyümenin ortaya çıktığı sonucuna varılabilir (Corbo ve De Melo, 1987; Joumard ve Re-

isen, 1992; Uygur, 1994). İhracat üzerinde olumsuz etkisi olan bu durumu telafi etmek amacıyla ticarete konu olmayan sektörlerden, ticarete konu olan sektörlere bir kaynak transferi yapılması gerekli hale gelebilir (Calvo, 1994).

d) Kamu Dengesi Üzerindeki Etkileri

Dış borçların büyük bölümü kamu sektörüne ait olduğundan, dış borçlarda spekülatif nitelikteki finansal şişkinliklerin yarattığı artış faiz ödemelerinin yükünü artırarak, kamu harcamalarında ani bir yükselişle sonuçlanmaktadır (Frenkel vd., 1993; Williamson, 1990). Bu yükseliş de faiz oranlarında büyük bir sıçramaya neden olmakta ve faiz dışı bütçe açığı olmayan ülkelerde bile sürekli olarak kamu açıklarını yukarı doğru iten bir kısır döngü yaratmaktadır (Calvo vd., 1993; UNCTAD, 1992). Sonuçta faiz oranlarının tırmanmasına yol açan kamu tasarruflarındaki düşüş ve dış borçlardaki artıştır (Vos, 1993).

Artan kamu açıklarının makroekonomik dengeleri bozan sonuçlarını engellemek için faiz dışı bütçe fazlası verilmesi gerekli hale gelmektedir. Faiz dışı bütçe fazlası kamu yatırımlarının veya faiz dışı harcamalarının azaltılmasına yol açmaktadır (Calvo, 1994; Cho ve Khatkhate, 1989). Sonuçta sermaye girişi olan ülkelerde, vergilerin artırılmasında kısıtlar olduğu durumlarda kesimler arası bir gelir transferi sorunuyla karşılaşılmaktadır (Frenkel vd., 1993; Taylor, 1990 ve 1991).

Yukarıda açıklanan makroekonomik dengeye zarar veren etkilerin yanı sıra, gelişmekte olan ülkelerde sermaye girişleri faiz oranlarının artmasına ve ülke parasının değerlenmesine yol açma eğilimindedir (Kuczinsky, 1992). Bu eğilim, faiz ödemelerinin karşılanabilmesi için sermaye girişlerine sürekli bir gereksinim yaratarak bir kısır döngüye ve yerli paranın yeniden değerlenmesine yol açmaktadır.

e) Para Piyasası Dengesi Üzerindeki Etkileri

Ülke içinde yaşayanların yabancı para cinsinden işlemlerinin serbestleştirilmesi, yüksek miktarda spekülatif sermaye girişiyle bir araya geldiğinde, ekonomide yabancı paraların önemini artırarak yabancı para

cinsinden mevduatları teşvik etmektedir (Akyüz, 1994). Buna ilaveten, yüksek spekülatif sermaye girişlerinin enflasyona yaptığı etki hükümetlerin yürüttüğü para politikalarına bağlı olarak farklılık gösterecektir.

Spekülatif sermaye girişleri karşısında uygulanabilecek iki para politikası seçeneği vardır: müdahaleci olan ve olmayan politikalar. Eğer merkez bankası müdahale etmeme politikası izliyorsa, rezervlerde bir artış olmayacaktır. Sermaye girişleri tamamen ithalattaki net artışın finansınanına yönlendirilecek ve bu da döviz kurunun değerlenmesi yönünde bir baskı yaratacaktır. Bu nedenle spekülatif sermaye girişlerinin tümüyle cari açığın finansınanına yönlenmesini engellemek için edilecek müdahalelerden bir tanesi rezerv biriktirilmesidir.

Diğer yandan, dış varlıktaki yükselme para arzındaki artış yoluyla ekonominin likidite seviyesini etkilemekte ve enflasyonu artırıcı yönde bir baskıya neden olmaktadır. Eğer müdahale etme yönünde bir karar verilmişse, müdahale yöntemi konusunda dikkate alınması gereken iki öneri vardır: İlk öneri, para arzındaki artışı önlemek için bu artışı sterilize edecek bir müdahalenin yeterli olacağını savunmaktadır (Fischer ve Reisen, 1992 ve 1993; Reisen ve Fischer 1993; Reisen, 1993). İkinci görüş ise, sterilizasyon alternatifinin sorunsuz olmamasından hareketle, kısa dönemli sermaye girişlerinin doğrudan vergilendirilmesinin oldukça etkin olabileceğini ileri sürmektedir (Akyüz, 1993b; Calvo vd., 1993; Ffrench-Davis vd., 1994; Zahler, 1992).

Sterilizasyon

Net dış varlıklardaki artışın parasal etkisi para arzındaki genişlemedir. Sterilizasyon müdahalesi, para arzındaki artışı emmeyi amaçlayan aktif bir politikadır. Genellikle Merkez Bankası para arzındaki artışı emmek ve bunun yüksek enflasyon olarak yansımasını önlemek amacıyla piyasaya kâğıt sürer (açık piyasa işlemlerine başvurur).

Sermaye Hareketlerinin Vergilendirilmesi

İlk olarak 1970'lerde Tobin tarafından önerilen bu yöntemin amacı, küresel finansal işlemlerin yüzde seksenini oluşturan kısa dö-

nemli spekülatif hareketlerin kârlılığını sınırlamaktır. Şili'de sterilizasyon müdahalesinin yanı sıra, bu tipte bir önlem de uygulanmıştır (Zahler, 1992). Uluslararası piyasaların regüle edilmemesinden kaynaklanan kısa dönemli sermaye girişlerinin vergilendirilmesi, uluslararası dalgalanmalardan gelişmiş ülkelere göre daha fazla zarar gören, gelişmekte olan ülkeler açısından gereklidir.

Kısa dönemli sermaye girişlerinin vergilendirilmesini savunan yaklaşıma göre, sterilizasyon yöntemi sorunlara yol açmaktadır (Ffrench-Davis vd., 1994; Calvo, 1994). Sterilize etme yönteminin temel sorunu iç ve dış piyasalar arasındaki faiz oranlarındaki farklılık nedeniyle sermaye girişlerinin açık piyasa işlemleriyle sterilize edilmesinin daha yüksek bir açığa neden olabilmesidir. Bu durumda, merkez bankaları iç piyasaya uluslararası piyasalardan elde ettiğinden daha yüksek bir faizle kâğıt sürdüğünden, sterilizasyon mali-benzeri (quasi-fiscal) bir açığın kaynağı haline gelebilir. Başka bir deyişle, rezervlerin maliyeti getirisinden daha yüksek hale gelir ve sermaye girişi miktarı ne kadar yüksekse, maliyetlerle getiriler arasındaki fark da o kadar büyük olur. Merkez bankaları bu nedenle, bir yandan para arzını sterilize etmek için piyasaya kâğıt sürerken, diğer yandan da rezervlerin maliyeti ve getirisi arasındaki farktan kaynaklanan açığı finanse etmek durumunda kalmaktadır.

Bunun da ötesinde, büyük spekülatif şişkinlikler piyasaya sürülen kâğıtların faiz oranını artırmakta ve iç ve dış faiz oranları arasında daha büyük bir marj yaratmaktadır. Çünkü parasal taban ve cari açıktaki artış devalüasyon ve enflasyon beklentilerinin önemini artırmakta ve bu nedenle kısa dönemli sermaye girişleri için ek bir saik sağlayarak faiz oranlarının yükselmesi yönünde bir baskı yapmaktadır. (Calvo ve Hernandez, 1996; Calvo, 1994; Ffrench-Davis vd., 1994). Diğer yandan, rezervlerdeki birikmeye bağlı olarak genişleyen parasal taban iktisadi ajanların yabancı para birimine çevirebilecekleri likid varlıkların potansiyel miktarını belirler. Faiz oranları çok yükseldiğinde ve para biriminde devalüasyon beklentisi ortaya çıktığında, merkez bankaları biriken rezervler tükenene ve ülkenin para birimi devalüe olana kadar döviz rezervlerini satmak zorunda kalmaktadırlar (Sachs vd., 1996).

5.C. 1980-1996 DÖNEMİNDE TÜRKİYE EKONOMİSİNİN ÖZELLİKLERİ

Bu kısımda, yüksek spekülatif sermaye girişlerinin ekonominin farklı büyüklükleri üzerine olan etkilerinin incelenmesi amacıyla, kriz öncesi ve sonrası dönemde Türkiye ekonomisinin belirleyici özellikleri ele alınacaktır.

a) Cari Açık ve Sermaye Hesabı Üzerindeki Etkileri

Tablo 2.1'de (satır 9-10) 1990'da kısa dönemli sermaye girişlerinde bir sıçrama yaşandığı görülmektedir. 1992 yılında ise portfolyo yatırımlarında bir sıçramayla karşılaşılmıştır. Kısa dönemli sermaye girişleri 1991 körfez krizinden ve 1994 yılındaki finansal krizden olumsuz biçimde etkilenmiştir. Krizin hemen sonrasında, 1995-1996 döneminde kısa dönemli sermaye girişi yeniden başlamıştır. Kısa dönemli sermaye girişlerinin GSMH içindeki payının oranı 1995 yılında 2.1'e yükselmiş ve 1996 yılında finansal serbestlik sonrası dönemdeki rekor düzeyi olan 3.7'ye ulaşmıştır. Yerli paranın değerlenmesi ve uluslararası rekabet gücündeki azalma aşırı miktarda sermaye girişinin yol açtığı temel sonuçlardır. 1993 yılında kaydedilen yüksek cari açık ve düşmekte olan ihracat/ithalat oranı Tablo 2.1'de görülebilir. 1994 yılında %169'luk devalüasyon nedeniyle bir cari işlemler fazlası sözkonusudur fakat 1995-1996 yıllarında yüksek bir cari açık bulunmaktadır.

b) Toplam Talep Üzerindeki Etkileri

Yüksek miktarda spekülatif sermaye girişlerinin ülke içi tüketim eğilimleri üzerindeki etkisinin analizinde dikkate alınması gereken üç ana gösterge bulunmaktadır:[4] kredi stokundaki büyüme, yerli paranın değer kazanması ve tüketim malları ithalatının toplam ithal içindeki payının artması.

Daha sonra para piyasası üzerindeki etkiler incelenirken analiz edileceği gibi, 1989 sonrası Türk bankacılık sektörünün temel özelliği,

4 Sermaye girişlerinin harcama kategorileri üzerindeki etkisi için bkz. Ülengin ve Yentürk, 2001; ve bu kitabın 9. makalesi.

parasal otoritenin kötü yönetiminin de katkısıyla, bankaların varlıkları ile alacakları arasında vade uyumsuzluğu bulunmasıdır. Diğer yandan açık pozisyonla çalışma, kredi stokundaki büyümenin, mevduattaki büyümeden çok daha hızlı artmasına neden olmaktadır. Tablo 2.1'de görüldüğü gibi (satır 15), 1990'dan 1994 yılına kadar kredi stoklarındaki büyümenin mevduatlardaki büyümeye oranı 1'den yüksektir. Kredi stoklarındaki bu büyük artışla birlikte Türkiye'de bir kredi kullanımı patlaması yaşanmıştır. Ayrıca, kredi genişlemesi tüketici kredilerini ve özel tüketim harcamalarını teşvik etmiştir.

Yüksek spekülatif sermaye girişleri sonucunda ülke parasının yabancı paralar karşısında değer kazanması nedeniyle yurtiçi tüketim artmaktadır. Türkiye'de reel döviz kuru endeksinin 1990 yılından itibaren, 1988 yılına göre, düşük olduğu görülmektedir;[5] bu olgu ülke parasının değer kazandığı anlamına gelmektedir. Tablo 2.1 (satır 27)'de ayrıca iç talep artışının bir göstergesi olan tüketim mallarının ithalat içinde sahip olduğu paydada tehlikeli bir artış görülmektedir.

c) Yatırımlar Üzerindeki Etkileri

1980'den beri, reel sektördeki istikrarsızlığın temel göstergesi GSMH'nin büyüme oranındaki değişimlerdir. Neredeyse büyümenin ivme kazandığı her dönemi bir ekonomik durgunluk dönemi izlemiştir. Bu istikrarsızlık yapısal dönüşümde hâlâ sorunlar olduğuna işaret etmektedir.

Birinci bölümde belirtildiği gibi, spekülatif sermaye girişleri nedeniyle yükselen faiz oranları gelişmekte olan ülkelerde reel yatırımları düşürmekte ve ülke parasının yabancı paralar karşısında değer kazanması ayrıca göreli fiyatlarda ticarete konu olmayan sektörler lehine bir değişim yaratmaktadır. Yüksek faiz oranlarının ve ülke parasının değer kazanmasının reel sektör yatırımları üzerindeki etkisini görmek amacıyla özel yatırımlar içinde özel sektörün ticarete konu olan sektörlere yaptığı yatırımların payına bakılabilir. Tablo 2.1'de görül-

5 Bkz. TCMB, EVDS 1990=100 reel döviz kuru indeksi.

düğü gibi, 1980'den itibaren Türkiye'de ticarete konu olan sektörlerdeki özel yatırımlar azalmaktadır (satır 25) ve ticarete konu olmayan malların fiyatlarındaki değişime paralel olarak yatırımlar bu sektörlere doğru kaymaktadır. Bu durum, 1980'lerden itibaren uygulamadaki dünya piyasalarıyla entegrasyonu amaçlayan politikalardan beklenen sonuçlara taban tabana zıttır.[6]

d) Kamu Dengesi Üzerindeki Etkileri

Türkiye'de 1990 öncesinde KKBG (kamu kesimi borçlanma gereği) GSMH'nin % 5'i dolayındadır. 1990 sonrasında bu oran 1994 krizine kadar % 10 gibi yüksek bir seviyeye ulaşmıştır. 1990 öncesinde bütçe açıklarının GSMH'ye oranı % 3 civarındadır. Bu oran 1993'de % 7'ye yükselmiştir (satır 16 ve 17). 1994-1995 döneminde KKBG'deki düşüş ve bütçe açığındaki daralmanın temelinde ücretlerin baskı altına alınması ve çifte vergi toplanması yatmaktadır (satır 19). 1996 yılında KKBG'de ve bütçe açığında görülen genişlemeler de kayda değerdir.

Faiz harcamalarının GSMH'ye oranı 1990 sonrasında artış eğilimi göstermiş, kriz sonrasında da bu artış devam etmiş (satır 18) ve cari harcamalar ile yatırım harcamaları düşerken, kamu harcamalarının en büyük kısmını faiz harcamaları oluşturmaya başlamıştır. Bunun temel nedeni kamu açıklarının borçlanma yoluyla finanse edilmeye başlanması ve bunun sonuçta açığı daha da artırmasıdır (Boratav vd., 1995; Önder vd., 1993). Faiz ödemeleri 1994-1995 döneminde 1990 yılındakinin iki katı, 1996'da ise 3 katı daha büyüktür (Tablo 2.1 satır 18).

1989'da Türkiye'de gerçekleşen finansal serbestleşmeyle birlikte bütçe açıklarının finansmanının yapısı da değişmiştir: Bütçe açıklarının finansmanında iç borçlanmanın payı dış borçlanmanın payını aşmıştır. İç borçlanmanın kamu kesimi borçlanma gereğinin finansmanındaki payı 1989'da % 80'i aşmış, 1989'da % 87 ile rekor seviyeye ulaşmıştır. 1994'de % 78 olan bu oran hâlâ yüksek bir seviyededir. Bu

6 Yatırımların ticarete konu olan ve olmayan sektörler arasındaki dağılımını etkileyen faktörler kitabın 6. ve 10. makalelerinde tartışılmaktadır.

rakamlar bütçe açıklarının uluslararası piyasalardan giderek daha fazla borçlanan yerleşik iktisadi ajanlar yoluyla finanse edilmeye başlandığını göstermektedir. Başka bir deyişle, kamu sektörünün doğrudan dış borçlanması yerleşik ajanlar yoluyla dolaylı borçlanmayla yer değiştirmiştir (Altınkemer ve Ekinci, 1992). Diğer yandan tıpkı 1989 sonrası sermaye girişlerinin kısa dönemli olması gibi, iç borçlanma da kısa dönemlidir. İç borç stokunun en büyük bölümünü 1-9 ay vadeli hazine bonoları oluşturmaktadır (satır 22).

Finansal serbestleşmenin kamu kesimi üzerindeki etkisi bütçe açığı, iç borçlanma ve kısa dönemli iç borçlanmanın sistematik şekilde artmasıdır. Bu gelişmeler, faiz oranlarında hem yerli hem de yabancı iktisadi ajanlar için bir arbitraj imkânı yaratacak bir yükselişe neden olmuştur (satır 35). 1994'de sıcak paranın negatif getirisi kısa dönemli sermaye çıkışı yaratmıştır. 1995 ve 1996'da sıcak paranın getirisi yine aşırı yüksek bir düzeye ulaşmıştır.

e) Para Piyasası Dengesi Üzerindeki Etkileri

Sermaye girişlerinin cari açığın kapatılmasında kullanılmayan bölümü uluslararası rezervlerde birikmiştir. Tablo 2.1'de (satır 11) görüldüğü üzere, sermaye girişlerindeki artışın önemli bir bölümü döviz rezervlerine kanalize edilmiştir. Merkez Bankası'nda son yedi yıl içerisinde (1990-1996) 125 milyon dolarlık rezerv birikmiştir. 1994 finansal krizi sonrasında dahi uluslararası rezervler artmaya devam etmiştir.

Türkiye ekonomisinin 1989 sonrasında karşılaştığı temel problemlerden bir tanesi sermaye girişlerinin parasal büyüklükler üzerinde baskı oluşturmasıdır. Bu durum, para arzının içinde yabancı para miktarının payında ve para arzının kendisinde bir büyüme ortaya çıkarmaktadır. Bu olgu Tablo 2.1'de (satır 12 ve 13) görülmektedir. Aslında 1990 sonrasında Merkez Bankası'nın parasal programlarda gösterdiği istikrarsızlığının temel nedeni, döviz cinsinden alacaklardaki kontrolsüz artış ve Türk lirasının yabancı para birimleri ile ikamesidir (Ekinci, 1991). Para birimleri arasındaki yüksek ikame oranı, ülke para birimine olan güven kaybının göstergesidir ve yüksek reel fa-

iz oranlarının birincil nedenidir. M2Y'nin rezervlere oranı dövize çevrilebilecek likit parasal varlıkların (likiditenin) geniş tabanlı bir ölçütüdür. Bu oranın Türkiye'de çok yüksek olması, güven bozucu bir gelişmenin bankalarda mevduatları bulunan kişilerde bir paniğe neden olabileceğini göstermektedir (Calvo vd., 1996; Sachs vd., 1996). Türkiye'de sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesiyle finansal kriz arasındaki dönemde M2Y, uluslararası rezervlerin üç katı büyüklüğündedir. Bu oran Meksika'da 5, Brezilya'da 3 ve Şili'de 1.5'tir. Türkiye'deki oranın seviyesi rezervlerle ilgili bir tehlikeye işaret edecek kadar yüksektir.[7]

Özel bankacılık sektöründe ciddi dengesizlikler yaratan bir faktörün de ele alınması gerekmektedir. 1990'dan sonra parasal otoritenin zayıf yönetimi, varlık ve yükümlülüklerin vadesinde ciddi bir uyumsuzluğun ortaya çıkmasıyla sonuçlanmıştır. Açık pozisyonlar istisna olmaktan çıkmış, kural halini almıştır. Bunun sonucunda 1994 devalüasyonunun ardından bazı bankalar iflas etmişlerdir. Açık pozisyonlar yüzünden, kredi stokları mevduatlardan çok daha hızlı biçimde yükselmiştir (Tablo 2.1, satır 15). Kredilerdeki artış iç talebi ve iç piyasaya yönelik büyümeyi kışkırtmış ve geri ödeme sorunları nedeniyle bankacılık sektöründeki kırılganlığın bir göstergesi olmuştur.

5.D. 1994 KRİZİ: NEDENLER VE DERSLER

Daha önce de açıklandığı gibi, yüksek sermaye girişleri hem cari, hem de kamu açıklarının artmasında, Türk parasının yabancı paralar karşısında değerlenmesinde, faiz oranlarının yükselmesinde, para arzının ve kredi stokunun genişlemesinde rol oynayarak makroekonomik dengesizlikler yaratmakta ya da bunların artmasına neden olmaktadır. Bir başka deyişle, bu etkenler krize neden olan dengesizlikleri doğurmaktadırlar.

Krizi doğurmakta ikinci ve anahtar nitelikteki bir başka nokta da hükümetin 1994'de kendini gösteren finansal kriz sırasında oyna-

7 Sachs vd. (1996) gelişmekte olan 20 ülkenin rezerv yeterliliklerini (M2/uluslararası rezervler) karşılaştırdıklarında, Türkiye'nin 1990-1994 arasında tehlikeli bölgede olduğunu bulmuşlardır.

dığı roldür. Sermaye girişlerine müdahaledeki yanlışlıklar ve kötü kriz yönetimi, Türkiye ekonomisinde 1990'ların başından itibaren varolan istikrarsızlıkların boyutunu artırmıştır.

Krizden sonra, 1995-1996 arasında birçok dengesizlikler düzeltilememiş, bazı göstergeler derhal kriz öncesi istenmeyen durumlara geri dönmüştür. 1996 yılındaki göstergelerin neredeyse tümünün yeniden 1994 öncesi koşullara dönmüş olması, akla Türkiye'de yeni bir finansal kriz olacak mı sorusunu getirmektedir.

a) Sermaye Girişlerine Müdahale

Daha önce belirtildiği gibi, spekülatif sermaye akışları karşısında uygulanabilecek temel politika seçeneklerinden bir tanesi likiditenin Merkez Bankası tarafından sterilize edilmesidir. Bununla birlikte, Türkiye'de yapılan uygulama likiditeyi ortadan kaldırmamıştır. 1989'dan sonra, yüksek miktardaki sermaye girişlerinin Merkez Bankası tarafından sterilize edilmesi yerine kısa dönemli iç borçlanma yoluyla kamu harcamaları için bir kaynak olarak kullanılması tercih edilmiştir. Bunun da ötesinde, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın siyasi otoriteden bağımsız olmaması ve para piyasasına müdahale edecek kâğıtlara sahip olmaması gibi yapısal sorunlar sermaye girişlerindeki artışa bağlı parasal tabandaki genişlemeye katkıda bulunmuştur. Ayrıca, 1990-1994 döneminde ne geçici spekülatif şişkinlikleri sınırlamak, ne de sermaye girişlerinin vadesini uzatmak için kısa dönemli sermaye girişlerini vergilendirme yoluna gidilmiştir.

Gerçekte Türkiye, 1980 sonrasında yüksek miktardaki spekülatif sermaye girişleri yüzünden dış borç krizi yaşayan bazı Latin Amerika ülkelerinde kullanılan sterilizasyon amaçlı müdahale ve kısa dönemli sermaye girişlerinin vergilendirilmesi şeklindeki politikaların hiçbirini uygulamamıştır. Daha sonra değinileceği gibi, bu kararın temel nedeni işbaşındaki hükümetin tüm toplumsal kesimler nezdinde popülaritesini artırma yönündeki siyasi iradesidir.

Kısa dönemli sermaye girişlerinin kamu harcamaları için kaynak olarak kullanılması, hükümetin cari açıklarını ve faiz harcamala-

rını, bir vergi reformu yapmaksızın artırabilmesine yardımcı olmuştur. Gerçekte faiz gelirleri vergi kapsamı dışında tutulurken ve 1989-1993 arasında kurumlar vergisinde bir düşüş eğilimi görülmekteyken (Kepenek ve Yentürk, 1996), cari harcamalarda ve personel giderlerinde bir artış yaşanmıştır (Tablo 2.1, satır 19).

1980-1989 arasında yaşanan ücret erozyonu o kadar derindir ki, özellikle 1989 seçimleri öncesinde ortaya çıkan sosyopolitik nedenlerden dolayı 1989 sonrasında bu erozyonun "düzeltilmesi" kaçınılmaz hale gelmiştir. Kârların temel belirleyicisi olan girdi fiyatlarının düşürülmesi yoluyla, kârlılıkta bir düşüş yaşanmadan, özel sektöre bir ücret artırma olanağı sağlanmıştır. İmalat sanayiinde, 1980-1989 arasında üretilen katma değerde girdi maliyetlerinin payı yükselirken, ücretlerin payı düşmüş ve mark-up oranları neredeyse sabit kalmıştır. 1989 sonrasında ise ücretlerdeki patlama büyük ölçüde girdi maliyetlerindeki düşüşle telafi edildiğinden, imalat sanayiindeki mark-up oranı yükselmiştir. Mark-up oranında yükseliş eğilimi olan alt sektörlerde, ücretlerle girdi maliyetleri arasında farklı yönde bir ilişki bulunmaktadır. Başka bir deyişle, ücretler ve girdi maliyetleri arasında bir değişim (trade-off) sözkonusudur (Yentürk, 1995).

İmalat sanayilerinde girdi maliyetini reel döviz kuru belirlemektedir. Bu nedenle, ücretler ve döviz kurları arasında bir değişim (trade-off) bulunmaktadır. Kabaca, 1980 öncesinde ve 1989 sonrasında bu değişim (trade-off) aşırı değerli yerli para ile yüksek ücretler arasında, 1980-1989 döneminde devalüasyon ve düşük ücretler arasında oldu denilebilir. Finansal serbestleştirme döneminde yüksek sermaye girişleri yerli paranın değerlenmesi için varolan tek olasılıktır.

Sonuçta, Türkiye'de, sermaye girişlerinin ülke içi bölüşüm üzerindeki etkisi farklı olmuştur. İlk etkisi, faiz gelirlerindeki dramatik yükseliş ve finansal vergilerdeki düşüşünün de katkısıyla GSMH içinde finans ve bankacılık sektörlerinde kâr paylarını yükseltmesidir. İkinci etkisi ise, ücretlerdeki patlamayı girdi maliyetlerindeki düşüşle dengeleyen yerli paranın değer kazanması olgusuyla imalat sanayii alt sektörlerinde mark-up oranlarını ve kârlılığı artırmasıdır.

Kısaca, Türkiye'de finansal serbestleşme döneminde, hükümetler sadece müdahaleci olmayan politikalar izleyerek değil, toplumsal kesimler arasında gelir transferi yoluyla popülaritelerini artırmaya çalışarak da sermaye girişleri karşısında kötü bir yönetim göstermişlerdir. Diğer bir deyişle, orta vadede sürdürülebilir olmayan finansal politikalar izlemişlerdir.

b) Kriz Yönetimi

Kısa dönemli analiz yapılırken krizin yanlış yönetimi de dikkate alınmalıdır: 1993'de GSMH içinde faiz ödemelerinin payı % 6 düzeyindedir ve siyasi otorite kısa dönemli iktisat politikaları açısından en önemli amacının faiz oranlarını düşürmek olduğunu açıkça ifade etmeye başlamıştır. Bu siyasi karara gelen tepkiler dış ve iç olmak üzere iki kategoride incelenebilir:

Dış Tepki

Dış tepkilerde kredi notlandırma kuruluşları Standard and Poor's ve Moody's önemli bir rol oynamışlardır. Ocak 1994'de Moody's Türkiye'nin kredi notunu Baa3'den Ba1'e indirmiştir. Bu olaydan kısa bir süre sonra, Standard and Poor's Türkiye'nin kredi notunu BBB'den BBB-'ye düşürmüştür (Öniş, 1996). Her iki kuruluş da yatırımcılara olumsuz sinyaller vererek, kısa dönemli sermaye çıkışına yol açan bir güven kaybına neden olmuşlardır.

İç Tepki

İç tepki olarak yabancı paraya olan talep artmıştır. Siyasi otorite faiz oranlarını düşürme kararını aldığında, Hazine bütçe açığının yüksek olması nedeniyle Merkez Bankası'na güvenmiştir (Özatay, 1996). Ekonomiye yüksek likidite enjeksiyonu ve düşürülen faiz oranları, yabancı paraya olan talebi artırmıştır. Ayrıca, TL'nin değer kazanması ve yüksek cari açık nedeniyle devalüasyon beklentisi de çok yüksektir.

1993 yılının sonunda, siyasi otorite yabancı paraya olan talebi, önce uluslararası rezervleri satarak kırmayı, sonra da spekülatif serma-

yeyi İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na (İMKB) yönlendirerek sınırlandırmayı beklemekteydi. İki temel nedenden ötürü bu iki beklenti de gerçekleşmemiştir: Her şeyden önce büyük bankalar hükümet yetkililerinden yakın bir gelecekte yüksek bir devalüasyon olacağı bilgisini almışlardır. Bu bilgi akışı, sonuçta büyük bankaları Merkez Bankası tarafından satılan tüm yabancı parayı satın almaya teşvik etmiş olan büyük bir siyasi hatadır. Koalisyonun zayıf olması nedeniyle hükümet büyük bankalara bilgi akışını durduracak güce sahip olamamıştır. Ayrıca, zayıf koalisyon Merkez Bankası ve Hazine'nin bürokratları arasında koordinasyon da sağlayamamıştır. Örneğin Hazine, Merkez Bankası'nın faiz oranlarını artırmasını önlemek amacıyla Merkez Bankası'na devlet tahvili vermeyi durdurmuştur.[8] Bunu takiben, Merkez Bankası 1994'ün ilk yarısında açık piyasa işlemi yürütemez hale gelmiştir.

Spekülatif sermaye girişleriyle kıyaslandığında İMKB'nin ticari hacmi oldukça kısıtlıdır. 1993 yılında spekülatif sermaye girişlerinin seviyesi yaklaşık 150 milyar dolara ulaşırken, İMKB'nin toplam işlem hacmi 52 milyar dolardır. Dolayısıyla hükümet ne rezerv satarak yabancı paraya olan talebi kırabilmiş ne de yabancı sermayeyi borsada tutabilmiştir. Ölçekleri ve istikrarsızlıkları dikkate alındığında, spekülatif sermaye girişleri İMKB'de hiçbir gerçek temeli olmayan sanal şişkinliğe neden olmuş ve hisse senedi fiyatlarının artmasına yol açmıştır. İMKB'deki şişme Mart 1993'te başlamış ve bu şişmenin sonrasında, 1994'ün ilk yarısında İMKB birleşik endeksi dolar cinsinden % 50 düşmüştür.

Ocak 1994'de döviz kuru 19 000 TL/$ düzeyindedir. Yabancı paraya olan talebi karşılamak amacıyla yapılan büyük müdahale sonrasında, Merkez Bankası'nın başlangıçta 7 milyar dolar olan uluslararası rezervleri, Nisan 1994'de 3 milyar dolara düşmüştür. Bu büyük müdahaleye rağmen devalüasyon kaçınılmaz hale gelmiş ve döviz kuru Nisan 1994'de 38 000 TL/$ olmuştur.

5 Nisan 1994'de Türk hükümeti temel göstergeleri düzeltmek

8 Hazine döviz cinsinden hesaplarından kaynaklanan döviz kuru kayıplarını kapatmak üzere Merkez Bankası'na devlet tahvili vermek zorundadır.

amacıyla harcamalarda büyük miktarda kesintiyi ve refah vergisinin konulmasını içeren yeni bir istikrar paketi açıklamıştır. Yabancı paraya hücumu sınırlamak ve hükümetin kısa dönemli iç borçlanmasına fon sağlamak amacıyla Hazine Mayıs 1994'de % 400 faiz oranı önermek zorunda kalmıştır.

Özetle, temel göstergeleri düzeltmeksizin faiz oranlarının düşürülmeye çalışılması faiz oranlarında bir sıçramaya neden olmuştur. Uygulanan politikalardaki popülizmin dozunu artıran Mart 1994 yerel seçimlerinin etkisi de unutulmamalıdır. Krizin sonuçları çok ciddidir: üç haneli enflasyon, üretimde daralma, reel ücretlerde erozyon ve işsizlikte artış.

5.E. KRİZ SONRASI: YENİ BİR KRİZE DOĞRU MU?

Mayıs 1994 sonrası dönemin analizi, 5 Nisan istikrar paketinin ödemeler dengesi, uluslararası rezervler, reel döviz kuru, para piyasası dengeleri, kamu harcamaları ve faiz oranları üzerindeki etkilerinin geçici ve sınırlı olduğunu göstermektedir.

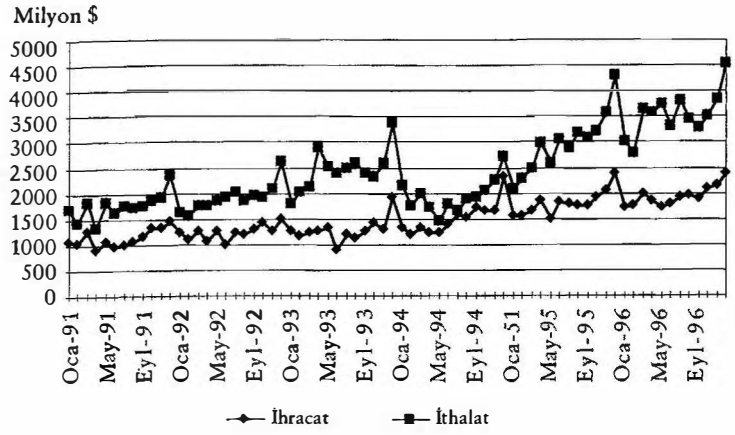
5 Nisan istikrar paketinde kısa dönemli sermaye girişlerine yönelik herhangi bir radikal nitelikte siyasi reform yer almamıştır. Türkiye 1995 ve 1996 yıllarında da kısa dönemli sermaye girişlerine yüksek kazanç sağlamaya devam etmiştir. Çalışmanın devamında görüleceği gibi, 1994'ün hemen sonrasında ekonomi yine ülke parasının yabancı paralar karşısında değer kazanması, aşırı yüksek faiz oranları, ticaret açığında hızlı bir artış ve dolarizasyon tehlikesiyle karşı karşıya kalmıştır.

5 Nisan istikrar paketi bütçe açığını azaltmak için harcamalarda kesintiye gidilmesini ve toplanacak ilave bir refah vergisini içermiştir. Bu uygulamalar aslında sadece 1995'de sağlanan gelirlerde geçici bir artış sağlamıştır. Bununla birlikte, istikrar paketindeki önlemler uzun dönemli ve yapısal bir vergi reformu sunmanın çok uzağındadır. 1996 yılının ikinci yarısında yeniden yüksek bütçe açığı ile karşılaşılmasının ana nedeni budur.

Grafik 5.1 finansal krizin öncesinde ve sonrasında ticaret açı-

GRAFİK 5.1

1994 Krizi Öncesi ve Sonrası Aylık Ekonomik Göstergeler



Kaynak: DPT, Temel Ekonomik Göstergeler, 1997; TCMB, 3 Aylık ve Aylık Bülten, çeşitli sayılar

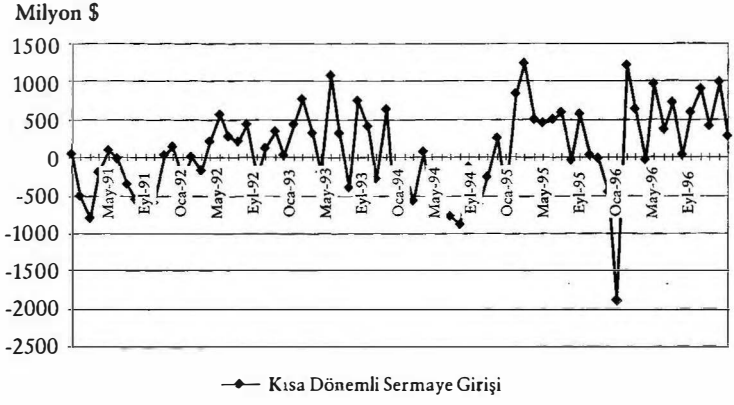
ğındaki evrimi göstermektedir. İthalattaki artış nedeniyle ticaret açığı 1993 boyunca yüksek kalırken, 1994'deki reel devalüasyon ihracat performansını artırmış ve ithalatı yavaşlatmıştır. Buna rağmen, izleyen yıllarda bu durum tersine dönmüş ve ticaret açığı 1996'da rekor bir seviyeye ulaşmıştır. Bu tersine dönüşün temel nedeni, 5 Nisan istikrar paketinin kısa dönemli sermaye girişlerini ve Türk lirasının değer kazanmasını önlemek amacı güden herhangi bir reform içermemesidir.

Aslında, Grafik 5.2'de 1995-1996 döneminde kısa dönemli sermaye girişlerinin kriz öncesi dönemdeki düzeyi aştığı ve bunun sonucunda bir yandan ülke parasının yabancı paralar karşısında değerlendiği, diğer yandan da uluslararası rezervlerin yükseldiği görülmektedir. Finansal kriz sonrasında döviz kurunun değerlenmesi ve uluslararası rezervlerin yükselişi Grafik 5.3'te görülebilir.

Krizin sonrasında bile hükümet spekülatif sermaye artışlarını sınırlayamamıştır. Bunun nedeni, istikrar paketinde uzun dönemli ve sürdürülebilir gelirler toplamak amacıyla gerekli önlemlerin bulunma-

GRAFİK 5.2

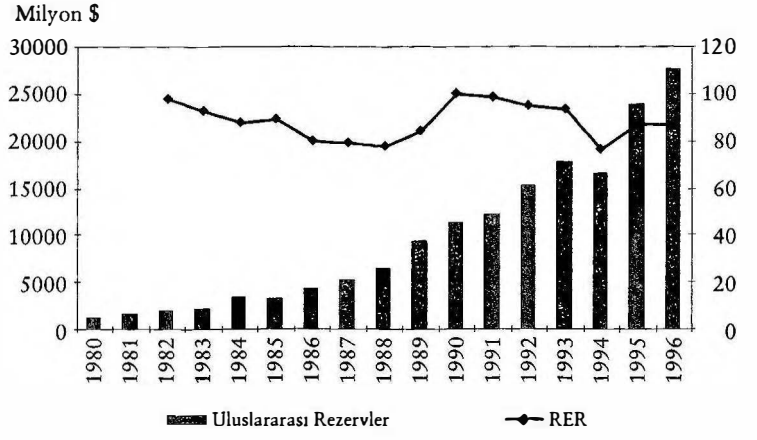
1994 Krizi Öncesi ve Sonrası Aylık Ekonomik Göstergeler



Kaynak: DPT, Temel Ekonomik Göstergeler, 1997; TCMB, 3 Aylık ve Aylık Bülten, çeşitli sayılar

GRAFİK 5.3

1994 Krizi Öncesi ve Sonrası Aylık Ekonomik Göstergeler



Not: Grafik 5.3'teki RER (reel döviz kuru) ve uluslararası rezervler ile ilgili göstergeler yıllık olarak verilmiştir.

Kaynak: DPT, Temel Ekonomik Göstergeler, 1997; TCMB, 3 Aylık ve Aylık Bülten, çeşitli sayılar

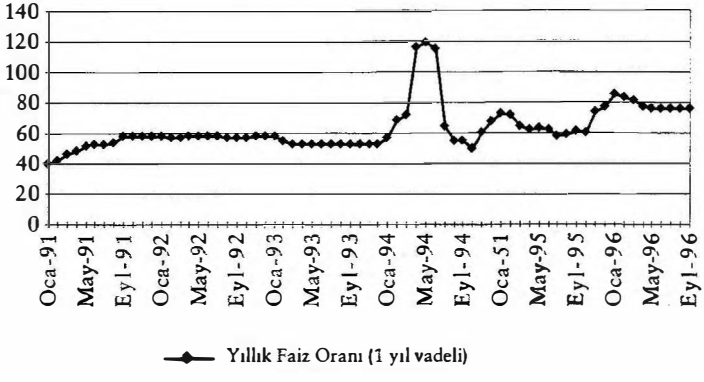
masıdır. Hükümet, kısa dönemli borç servislerini kısa dönemli sermaye girişleri yoluyla ödemek zorunda kalmıştır. Türkiye 1995-1996 yıllarında yüksek faiz oranı (Grafik 5.4) ve ülke parasının değerlenmesi (Grafik 5.3) nedeniyle spekülatif sermaye girişlerine yüksek kazanç sağlamaya devam etmiştir. Kısa dönemli borç servislerinin yeni borçlanma yoluyla karşılanmasının yarattığı kısır döngü ekonominin temel sorunu olmaya devam etmiştir.

Grafik 5.4, hükümetin 1993'ün ikinci yarısında faiz oranlarını düşürme girişimini ve 1994'ün ikinci yarısında krizi ortadan kaldırmak amacıyla faiz oranlarındaki radikal yükselişi göstermektedir. Kriz sonrasında faiz oranları, kriz öncesindekinden daha yüksek bir düzeyde olmuştur. Fakat, kriz öncesi dönemde olduğu gibi, 1996'nın ikinci yarısında da hükümet bütçe açığını düzeltmeden faiz oranlarını düşürme girişimini tekrarlamıştır.

5 Nisan istikrar paketinde, 1995 yılı için ek bir refah vergisi uygulamaya konulmuştur. Bu vergi sonucunda 1995 yılında geçici bir gelir artışı yaşanmıştır. Bununla birlikte, güçsüz koalisyon hükümeti gerekli vergi reformlarını gerçekleştirememiştir. Grafik 5.5'te bütçe açığın-

GRAFİK 5.4

1994 Krizi Öncesi ve Sonrası Aylık Ekonomik Göstergeler



Kaynak: DPT, Temel Ekonomik Göstergeler, 1997; TCMB, 3 Aylık ve Aylık Bülten, çeşitli sayılar

GRAFİK 5.5

1994 Krizi Öncesi ve Sonrası Aylık Ekonomik Göstergeler



Kaynak: DPT, Temel Ekonomik Göstergeler, 1997; TCMB, 3 Aylık ve Aylık Bülten, çeşitli sayılar

da 1995 yılı boyunca kaydedilen düşüşün yanı sıra, Ağustos 1996 sonrasında kriz öncesi dönemdekine benzer artış görülmektedir.

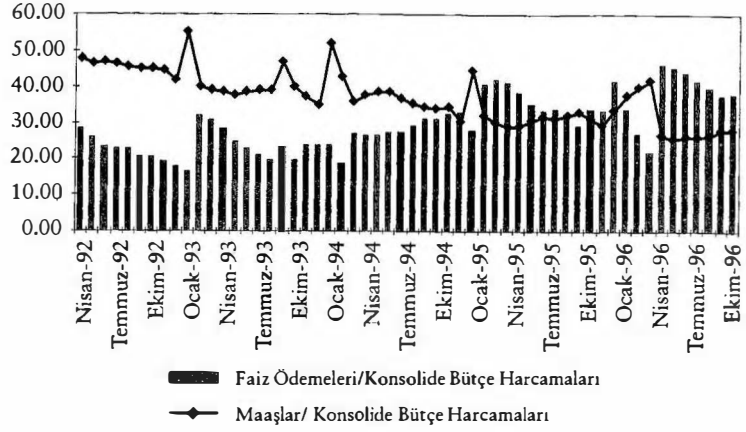
Grafik 5.6'da, 1996'nın ikinci yarısında bütçe harcamaları içinde faiz ödemelerinin oranının yaklaşık %50 dolayında olduğu görülmektedir. Faiz ödemelerinin toplam bütçe harcamaları içindeki payı öngörülmeyen bir seviyeye ulaştığından, 1995-1996 döneminde ücretlerin ve kamu yatırımlarının payı hızla düşmüştür. İstikrar paketi, gelir dağılımında önemli bir değişime yol açmış ve ücretlilerden rantiyelere doğru gelir transferi yoğunlaşırken, büyük sanayi firmaları faaliyetlerini sanayiden finans sektörüne kaydırmışlardır.

Türkiye'de ücretlerin döngüsel hareketinin analizinde her ocak ayında bir yükseliş görülmektedir. Fakat 1993'de ücretler Ocak ve Mart aylarında olmak üzere iki kez önemli oranda yükselmiştir. Ancak krizden sonra gelir kaybına uğrayan grup yine ücretlilerdir. Ücretlilerin payındaki sürekli düşüş Grafik 5.6'da görülebilir.

Nisan 1994 dönemindeki Türk parası ile yabancı paralar ara-

GRAFİK 5.6

1994 Krizi Öncesi ve Sonrası Aylık Ekonomik Göstergeler

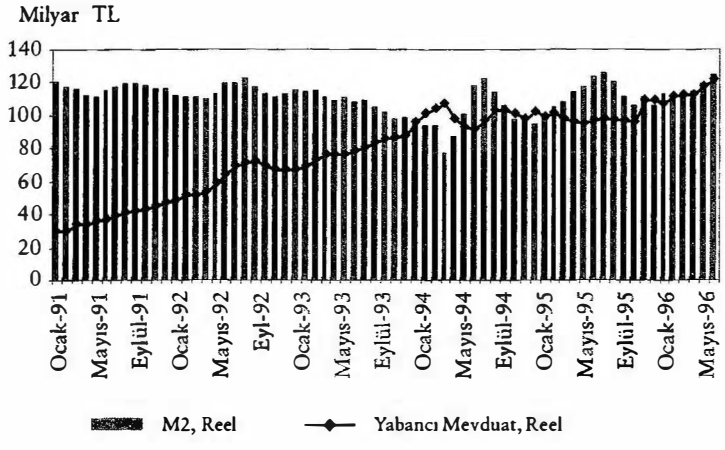


Kaynak: DPT, Temel Ekonomik Göstergeler, 1997; TCMB, 3 Aylık ve Aylık Bülten, çeşitli sayılar

sındakı yüksek ikame eğilimi, 1995'de durulmuştur. 1996 yılında ise ekonomide dolarizasyonla yeniden karşılaşılmıştır (Grafik 5.7). Yabancı paraların ekonomide giderek önem kazanması, Merkez Bankası'nın 1996 yılında para politikalarını yürütebilmesinde kısıt oluşturmuştur. Merkez Bankası, pratikte dışsal bir değişken olduğu anlaşılan döviz kuru üzerindeki kontrolünü yine kaybetmiştir. Döviz kuru ile reel ekonomi ve cari denge arasındaki ilişki tıpkı kriz öncesinde olduğu gibi ciddi biçimde tehlikeli bir noktaya gelmiştir.

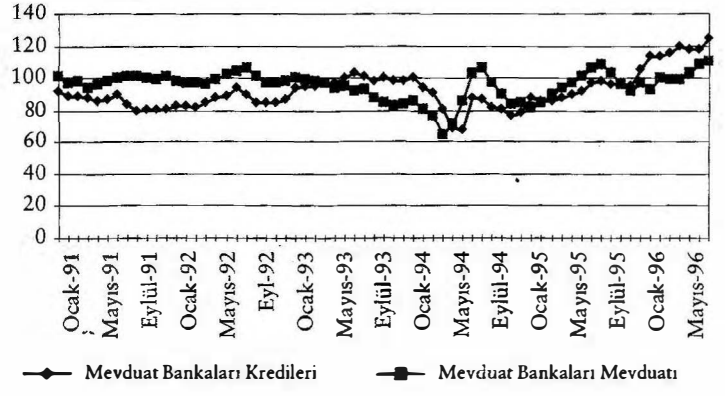
Kriz öncesinde ortaya çıkan ve kriz sonrasında tekrarlanan başka bir ilginç gelişme de kredilerdeki genişlemedir. Grafik 5.8'de 1993 yılında bankaların, açık pozisyonları nedeniyle, kredi stoklarının toplam mevduatlarından daha yüksek olduğu görülebilir. Kriz sonrasında, mevduatların kredi stokunun üzerinde olduğu normal duruma geri dönülmüştür. 1996'nın ikinci yarısında ise kredi stokları mevduatlara göre yine büyük ölçüde yükselmiştir ve bu da yeni bir kredi patlamasının sinyalidir.

GRAFİK 5.7
1994 Krizi Öncesi ve Sonrası Aylık Ekonomik Göstergeler



Kaynak: DPT, Temel Ekonomik Göstergeler, 1997; TCMB, 3 Aylık ve Aylık Bülten, çeşitli sayılar

GRAFİK 5.8
1994 Krizi Öncesi ve Sonrası Aylık Ekonomik Göstergeler



Kaynak: DPT, Temel Ekonomik Göstergeler, 1997; TCMB, 3 Aylık ve Aylık Bülten, çeşitli sayılar

5.F. SONUÇ

Finansal serbestlik sonrasında karşılaşılan sermaye girişi dalgası, hem cari açık hem de bütçe açığı açısından makroekonomik koşulların kötüleşmesinde, ülke parasının yabancı paralar karşısında reel olarak değerlenmesinde, faiz oranlarındaki yükselişte ve Türkiye'deki para arzı ve kredi stokundaki genişlemede önemli bir rol oynayarak dengesizlikleri artırmıştır. Bu dengesizliklerle beraber, hükümetin sıcak para karşısındaki yanlış politikası ve yanlış kriz yönetimi 1994 krizinde kritik bir rol oynamıştır.

Sermaye girişleri konusunda uygulanan yanlış politikalar açısından bakıldığında, Türkiye, sadece hükümetlerin sermaye girişleri karşısında uyguladıkları pasif politikalardan dolayı değil, aynı zamanda sermaye girişlerini bazı toplumsal kesimlere transfer yapmak amacıyla kullanmalarından dolayı da ilginç bir vakadır. Türkiye örneğinin ayırt edici özelliği, spekülatif sermaye girişleri sonucunda artan likiditenin kamu sektöründe harcamaların finansmanı için kullanılmasıdır. Hazine bonolarının yüksek faizlerinden en büyük avantajı rantiyeler sağlarken, büyük sanayi firmaları üretimden kaynaklanmayan kârlar elde etmeyi sürdürmüşlerdir. Ayrıca, faiz gelirlerinin vergiden muafiyeti ve kurumlar vergisindeki düşüş eğilimi hem finansal hem de sanayi gruplarını desteklemiştir. Ücretliler ise hem kamu sektöründe, hem de özel sektörde yüksek ücretlerle desteklenmiştir. TL'nin değerlenmesi ithal girdi maliyetlerini düşürerek sanayideki ücret artışının neden olacağı kârlardaki azalmayı telafi edebilmiştir.

Krizin kötü yönetimi konusunda Türkiye örneği, temel ekonomik dengesizlikleri düzeltilmeksizin faiz oranlarını düşürme çabalarının, faiz oranlarında sıçrama ve uluslararası rezervlerde düşüş ile sonuçlanacağını göstermiştir. Faiz oranlarını yapay biçimde düşürme girişimi, ülkenin kredi notunun uluslararası kuruluşlarca düşürülmesi şeklinde bir dış tepki yaratmıştır. Diğer taraftan, ülke içinden gelen tepki yabancı paraya hücum şeklinde olmuştur. Sonuç, eskisinden bile daha yukarı seviyelere tırmanan faiz oranları, devalüasyon ve enflasyon, üretimde daralma, reel ücretlerde erozyon ve işsizlikte artıştır.

Türkiye'deki finansal serbestleşme tecrübesi yakından incelendiğinde hem cari işlemlerde, hem de kamu maliyesinde istikrarsızlık yaratan aşırı spekülatif sermaye girişlerinin yarattığı tehlike ortaya çıkmaktadır. Türkiye örneği, dünyada iyice entegre olmuş finansal piyasaların bulunduğu bir ortamda popülarite artırma politikalarının içerdiği tehlikeleri de gün ışığına çıkartmaktadır.

Kriz sonrası döneme ait veriler Türkiye'nin kamu finansmanında sermaye girişlerine olan büyük bağımlılığının devam ettiğini göstermektedir; bu kez bu bağımlılığın nedeni büyüyen faiz ödemeleri ve borç servisleridir. Türkiye ekonomisinin kriz sonrası dönemde, özellikle 1996'nın ikinci yarısından sonraki panoramasında yüksek kamu açıkları, yüksek cari açık, TL'nin reel olarak değerlenmesi, yüksek para ikamesi, rezervlerin yeterliliğindeki kuşkular ve kredilerdeki patlamayla birlikte büyük makroekonomik istikrarsızlıklar görülmektedir. Temel soru, Türkiye'nin yeni bir finansal kriz yaşayıp yaşamayacağıdır. Varolan makroekonomik istikrarsızlıklar, yanlış yönetim, siyasi gerilim, uluslararası bir siyasi ya da iktisadi sorun durumunda yeni bir finansal krizin ortaya çıkabileceği sinyalini vermektedir.

1996'nın birinci yarısından sonra ortaya çıkan siyasi istikrarsızlıkların etkisi de unutulmamalıdır: Güçsüz Refahyol koalisyonu sonrasında Haziran 1996 - Haziran 1997 döneminde ANAP-DSP ve DTP'nin oluşturduğu bir başka güçsüz koalisyon, ülkeyi 1998 seçimlerine hazırlamak üzere iktidara gelmiştir. Pek çok seçim öncesi dönemde olduğu gibi, yaşanmakta olan siyasi atmosfer siyasetteki popülist davranışları keskin bir şekilde artırabilir ve yeni bir finansal krizi tetikleyebilir.



İKİNCİ BÖLÜM

Kara Delik: Türkiye Ekonomisinde Yatırım Politikaları

6

Finansal Sermaye Akımlarının Yatırımlar Üzerindeki Etkileri*

6.A. GİRİŞ

Neoklasik teori, yerli tasarrufların yetersiz kaldığı durumlarda yabancı tasarrufların yerli yatırımlar ve büyüme için önemli bir kaynak oluşturacağını kabul etmektedir. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi (dış finansal serbestlik) tasarrufların sermaye darboğazı çeken ülkelere akmasına neden olacaktır, yani istenilen büyüme hızına ulaşmak için yurtiçi tasarrufları yeterli olmayan gelişmekte olan ülkelerde faiz oranı yükselecek tasarruf fazlası olan ülkelerin tasarrufları bu ülkelere çekilebilecektir. Bu süreç, gelişmekte olan ülkelerde faiz oranları uluslararası faiz oranı düzeyine inene kadar devam edecektir. Global tasarruf oranları faiz oranına karşı ne kadar duyarlı iseler bu süreç o kadar hızlı işleyecektir. Sermaye hareketlerinin serbestleşmesini öneren yaklaşım, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile gelişmekte olan ülkelerde bazı sorunların ortaya çıkmaması için önce kamu ve para piyasası dengesinin sağlanmış olması gerektiğini belirt-

(*) Bu makale, değerli hocalarım Prof.Dr. Korkut Boratav ve Prof.Dr. Oktar Türel'e armağan kitabı (Köse, Şenses ve Yeldan, 2003) içinde yer alan makalemin II. bölümünün genişletilmiş halidir.

mektedir (Reisen ve Fischer, 1993; Fischer ve Reisen, 1992; Dornbusch, 1983).

Neoklasik yaklaşımı eleştirenlere göre, bu görüş iki temel varsayımdan yola çıkmaktadır. Bunlardan birincisi finansal pazarların etkin çalıştığının kabulüdür. İkincisi ise, finansal serbestleşmenin tasarrufların dünya ölçeğinde dağılımını düzenleyeceği ve faiz oranını ülkeler arasında eşitleyeceği kabulüdür. Halbuki, finansal pazarların etkin çalışmaması, finansal piyasaların tasarruf ve yatırımlardan bağımsız hareket etmesi günümüz piyasaları için daha geçerlidir. Ayrıca, gelişmekte olan ülkelere akan sermaye miktarı arttıkça yatırımların getirisi gelişmiş ülkelerin düzeyine inmemekte, ülkeler arasında yatırımların getirisi bir yakınlaşma eğilimine girmemektedir (UNCTAD, 1992; Akyüz, 1993a).

Eatwell (1996)'a göre finansal serbestliğin beklenen 5 önemli sonucu bulunmaktadır. Bu beklentiler şunlardır: Tasarruflar yatırımlara yönelirken ulusal sınırları aşacak ve en verimli yatırımlara yönelecekler; finansal sistemde rekabeti artırarak kredi maliyetlerini düşürecek, finansal araçları artırarak risk yönetimini kolaylaştıracak, uzun dönemde yüksek büyüme ve yatırım olanağı sağlayacak ve piyasalar hükümetlerin daha sağlıklı politikalar izlemesinde etkili olacaklar. Ancak yazar yaptığı sınamalar ile bu beklentilerin hiçbirinin geçerli olmadığını göstermektedir. Eatwell (1996)'a göre yurtiçi tasarruflar yurtiçi yatırımlar ile sınırlı kalmakta, faiz oranları 1980'lerden sonra yükselme göstermekte, risklerin iyi yönetiminden çok, risklerin bir taraftan diğer tarafa transfer edilmesi sözkonusu olmaktadır. En önemlisi, aynı çalışmada, toplam 54 ülke için yapılan incelemeye göre yatırımların GSMH'ye oranları 1960-1971 döneminden itibaren düşme eğilimi gösterdiği, GSMH büyümesinin ise % 30 ile % 60 arası azaldığı sergilenmektedir.

Bu makalenin amacı, finansal serbestliğin ve yabancı sermaye akımlarının yatırımlar üzerindeki etkilerinin incelenmesidir. O nedenle, makalede önce, sermaye akımlarının ekonomi üzerindeki etkilerinin yatırımlara ilişkin sonuçları dikkate alınarak bir inceleme yapılacaktır.

Makalenin ikinci kısmında yabancı akımlar ile yatırımlar arasındaki ilişkileri inceleyen ampirik çalışmaların bulgularına yer verilecektir.

6.B. SERMAYE AKIMLARININ YATIRIMLAR ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Yabancı sermaye akımlarının yatırımlar üzerindeki etkileri birçok iktisadi kanal ve mekanizma aracılığıyla gerçekleşmektedir. Bu makalede yabancı sermaye akımlarının faiz oranı ve döviz kuru, kamu yatırımları, dış borçlar, bankacılık sektörünün performansı ve tüketim harcamaları aracılığıyla yatırımlar üzerindeki etkileri ele alınacaktır.

a) Faiz Oranı ve Döviz Kurundaki Gelişmelerin Yatırımlar Üzerindeki Etkileri

Yabancı sermaye akımlarının artması ile birlikte, neoklasik beklentinin tersine, birçok gelişmekte olan ülkede faiz oranının düşmemesinin en önemli nedeni, bu akımların gelişmekte olan ülkelerde reel yatırımlara yönelmemiş olması, daha çok spekülatif yatırımlara yönelmiş olmasıdır. Sadece kısa dönemli kazançlara yönelik oldukları için, spekülatif sermaye girişi reel yatırımlara dönüşmemekte ve yatırımların getirisinin azalması yönünde bir gelişme ortaya çıkmamaktadır (UNCTAD, 1992). Bu nedenlerle, sermaye hareketlerini serbestleştiren gelişmekte olan ülkelerde, yatırımların getirisi uluslararası getiri oranına inme eğilimi göstermemektedir.

Buna ek olarak, yerleşikler arasında dövize dayalı işlemlerin artması ve ekonomide bir dolarlaşma ortaya çıkması, para politikasının uygulanması konusunda zorluklar doğurmaktadır. Dolarlaşma yerli paraya güvenin azalması anlamına gelmekte ve faiz oranının yükselmesine katkıda bulunmaktadır. Artan yabancı dış varlık, merkez bankasının sterilizasyon için yüksek faize başvurmak zorunda kalmasına neden olmaktadır. Diğer yandan, aşağıda inceleneceği gibi, özellikle aşırı dış borçlanmanın olduğu, kamu açıklarının arttığı ve kamunun faiz yükünün çok yükseldiği ekonomilerde sermaye akımının yarattığı borç yükü nedeniyle, faiz oranı yükselmektedir.

Neoklasik yaklaşıma göre, faiz oranının artması ile tasarrufların üzerindeki baskının kalkması finansal araçları artırır, finansal derinleşme sağlar ve finansal sektöre etkinlik getirir, diğer yandan fon maliyetleri düşer ve yatırımlar artar. Bunu eleştiren yaklaşımlara göre, faiz oranı reel yatırımlarla finansal yatırımlar arasında tercih yapılmasını belirleyen bir faktördür ve finansal araçların getirisinin yüksek olması reel yatırımları azaltıcı rol oynar (Taylor, 1991; Cho ve Khatkhate, 1989). Spekülatif akımların artması tasarrufların rantiyelerin eline geçmesine neden olarak spekülatif fırsatları daha da artırmakta, artan faiz oranları ile birlikte gelişmekte olan ülkelerde geri dönmeyen borçların ve borç ödeyememezlik oranlarının artması sözkonusu olmakta, gelecekteki faiz oranlarının belirsizliği bankaların risklerini artırmakta ve aracılık maliyetlerini yükselterek yatırım kararlarını olumsuz etkilemektedir (Villanueva ve Mirakhor, 1990; Akyüz, 1993a)

Çeşitli çalışmalarda banka kredilerinin reel maliyetinin kullanıcı açısından yükselmesinin yatırımlar üzerinde olumsuz bir etkisi olduğu sonucuna varılmaktadır (Melo ve Tybout, 1986; Greene ve Villanueva, 1991; Serven ve Salimano, 1993). Faiz oranının, bir başka deyişle sermayenin kullanım maliyetinin artması yatırımları olumsuz etkilemekte, yapılan birçok ampirik çalışma (Blejer ve Khan, 1984; Serven ve Salimano, 1992a; Rama, 1993; Larrain ve Vergara, 1993; Agosin, 1994; Frenkel vd, 1993; Ffrench-Davis vd., 1994) reel yatırımlarla faiz oranı arasında farklı yönde bir ilişki olduğunu göstermektedir. Faiz oranı yatırım ilişkisi, Türkiye açısından başka birçok çalışmada ele alınmıştır. Örneğin, Celasun ve Tansel (1993) 1972-1988 yılları arasında, Conway (1990) 1962-1986 yılları arasında Anand vd. (1990) 1970-1986 yılları arasında reel faiz oranı ile özel yatırımlar arasında negatif ve anlamlı bir ilişki bulmaktadırlar.

Diğer yandan aşırı sermaye girişi sonucu yerli para yabancı paralar karşısında değer kazanmaktadır. Bu olgu Latin Amerika ülkeleri için olduğu kadar Güney Doğu Asya ülkeleri için de geçerlidir (Calvo, 1994; Goldstein, 1998). Aşırı spekülatif sermaye girişi ile döviz kurunun aşırı değerlenmesi sonucu cari açığın büyümesi nedeniyle ortaya

çıkan devalüasyon beklentileri ve belirsizlik, geri dönüşün mümkün olmadığı reel yatırım kararlarının olumsuz etkilenmesinin nedenlerini oluşturmaktadır (Serven ve Salimano, 1993; Bartola ve Caballero, 1990; Cabalero ve Corbo, 1988).

Böylece gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan ve süreklilik arz eden yüksek faiz oranı ve değerli döviz kuru spekülatif sermaye akımlarına arbitraj olanakları sağlamaktadır. Bu olgu sermaye girişlerine bir süreklilik kazandırarak kısır döngü yaratmakta ve faiz oranının sürekli yükselmesine ve döviz kurunun değerlenme sürecinin devam etmesine neden olarak gelişmekte olan ülkelerde reel yatırım kararlarını olumsuz yönde etkilemektedir. Yatırım kararları için önemli bir araç olan faiz oranı ve döviz kuru kullanılabilir bir politika aracı olmaktan çıkmaktadır (Akyüz ve Helds, 1993; Banuri ve Schor, 1992; Akyüz, 1993a).

Aşağıda inceleneceği gibi, yerli paranın yabancı paralar karşısında reel olarak değer kazanması, bir anlamda ticarete konu olan ve olmayan malların göreli fiyatlarının ikincisi lehine değişmesi demektir. Bu olgu ticarete konu olmayan sektörlerde kârlılık, üretim ve yatırım artışını beraberinde getirmektedir (Yentürk, 1998; Joumard ve Reisen, 1992; Corbo ve De Melo, 1987; Rebelo ve Veigh, 1995; Radelet ve Sachs, 1998; Ghost ve Pangestu, 1999).

b) Bankacılık Sektöründeki Gelişmelerin
Yatırımlar Üzerindeki Etkileri

Aşırı sermaye akımları ve yükselen faiz oranları ile kaynak dağılımındaki etkinliğin bozulması sözkonusu olmaktadır. Çünkü bu ülkelerde geri dönmeyen borçlar ve borç ödeyememezlik oranları artmaktadır. Ayrıca kamu açığının ve borçluluğunun yüksek olduğu ülkelerde bankaların yüksek faiz elde etmek amacıyla kamuya borç vermeleri kaynak tahsisinin etkinliğini azaltabilmektedir. Bankalar Türkiye'de olduğu gibi kamu kâğıdı ticareti yapan kurumlar haline gelmektedirler.

Finansal serbestlik bankaların dışarıdan borç alıp içeride kullanmalarını beraberinde getirmektedir. Yüksek arbitraj olanağı olduğu durumlarda bankaların açık pozisyon ile çalışmaları devalüasyon bek-

lentilerinin arttığı dönemlerde döviz atağı olgusunu yaratmakta ve bankacılık sektörü krizi başlatmaktadır.

Dış finansal serbestlikle birlikte yerli bankalar uluslararası sermaye piyasaları ve yerli yatırımcılar arasında bir aracılık rolü oynadıkları için yabancı sermaye girişleri bankaların kredi stokunu artırıcı rol oynamaktadır. Aşırı sermaye girişleri bankaların kredilerini artırıcı etki yapmakta ve kredi patlamaları ile sonuçlanmaktadır (Sachs vd., 1996; Wyplosz, 2001; Radelet ve Sachs, 1998). Kredi patlamaları ise ticarete konu olmayan sektörlerde, tüketici kredilerinde ve gayrimenkul alımlarında yoğunlaşmaktadır. Toplam talep artışını etkileyen bu faktör, özel bankaların kredilerindeki artışların aynı bankaların mevduat artışından daha hızlı olmalarından kaynaklanmaktadır. Toplam talepteki artış ise, aşağıda inceleneceği üzere, ticarete konu olmayan sektörlerde bir yatırım artışı ortaya çıkarmaktadır.

Finansal sektörde ortaya çıkan kırılganlık, firmaların finansal yapılarında da kendini yatırımları olumsuz etkileyecek şekilde göstermektedir. Finansal serbestlikle birlikte krediler tüketici ve gayrimenkule yönelmekte, ortaya çıkan vade yapısındaki kısalma reel yatırımlara yönelik kredilerin aleyhine olmaktadır. Finansal sektör ve rantiyelerin gelirleri artmakta, finansal sektör şişmekte ve reel sektörde elde edilen kârların en önemli kısmı da giderek finansal kârlardan oluşmaya başlamaktadır (UNCTAD, 1990). Faiz oranlarındaki belirsizliğin, riskleri ve buna bağlı olarak aracılık marjlarını artırması nedeniyle fon maliyeti yükselmekte, yüksek faiz ile birlikte firmaların borçluluk yapısı bozularak kaynakların yatırımlardan çok borç faizi ödemekte kullanılması sonucu ortaya çıkmaktadır (Akyüz, 1993a).

c) Kamu Yatırımlarındaki Azalma ve Dış Borçlardaki Artışın Yatırımlar Üzerindeki Etkileri

Yukarıda belirtildiği gibi, yabancı spekülatif sermayeye sağlanan arbitraj olanaklarının neden olduğu spekülatif sermaye girişi yeniden yüksek faizle borçlanma ve döviz kurunda değerlenmeye neden olmakta ve ciddi bir kısır döngü yaratmaktadır. Faiz oranını gittikçe ve kaçınılmaz

olarak artıran bu süreç kamu açığını daha da artırmaktadır. Öyle ki, bu olgu kamu birincil dengesinin sağlandığı ülkelerde dahi kendini göstermektedir (UNCTAD, 1992; Calvo vd., 1993). Kamu transfer harcamalarının faiz ödemeleri nedeniyle artmasının kamu açığını artırmaması kamunun birincil fazla vermesini gerektirmektedir. Bu olgu, kamunun yatırım ve cari harcamalarının kısılmasına neden olmaktadır. Kamu yatırımlarının özellikle ticarete konu olmayan sektörlerdeki altyapı yatırımları olması özel sektör yatırımları üzerinde olumsuz etkiler yaratabilmekte, kaynak yetersizliği nedeniyle kamunun eksik bıraktığı altyapı yatırımlarına özel sektörün yönelerek ticarete konu olmayan sektörlerde yatırım artışını körüklemesi olgusu kendini göstermektedir.

Diğer yandan, gerek kamunun gerekse özel sektörün aşırı borçlanması 1990'lı yıllarda kriz yaşayan gelişmekte olan ülkelerin en önemli kriz göstergesi olarak bulunmaktadır. Özellikle kısa dönemli borçların uluslararası rezervlere oranı birçok çalışma tarafından en önemli kriz göstergesi olarak kabul edilmektedir. Kısa dönemde borçların ödenebilmesi için yeterli likit kaynak olmadığının görülmesi uygulanan politikalardan vazgeçileceğinin göstergesi olarak ele alınmaktadır (Radelet ve Sachs, 1998; Rodrik ve Velasco, 1999; Goldstein, 1998).

Aşırı sermaye girişi ile birlikte, gelişmekte olan ülkelerden önemli oranlarda sermaye kaçışı yaşanmaktadır, özellikle artan cari açık, kısa dönemli borç ve kamu açığı nedeniyle ortaya çıkan devalüasyon, kriz beklentileri ve belirsizlik sermaye kaçışının en temel nedenlerini oluşturmaktadır. Bir anlamda, aşırı borçlanma sermaye kaçışının başlatıcısı olmakta ve buna bağlı olarak yurtdışına sermaye çıkışının ve makroekonomik dengesizliklerin artacağı beklentisi reel sektöre yapılacak olan yatırımları ve doğrudan yatırımlara yönelik sermaye girişini olumsuz etkilemektedir.

d) Tüketim Talebinde Ortaya Çıkan Artışın Yatırımlar Üzerindeki Etkileri

Yoğun spekülatif sermaye girişi, gelişmekte olan ülkelerde yurtiçi harcamaları artırarak iç talebi şişirmektedir. Finansal serbestliğin geliş-

mekte olan ülkeler üzerindeki etkilerini inceleyerek kredi büyümesine dayalı tüketim artışının bu ülkelerde ortaya çıktığını gösteren çok sayıda çalışma vardır (Wyplosz, 2001; Goldstein, 1998; Kaminsky vd., 1998; Radelet ve Sachs, 1998; Hamman, 2001).

Artan iç talebin yatırımlar üzerinde olumlu bir etki yaratabilmesi mümkündür. Nitekim bazı gelişmekte olan ülkelerde sermaye akımlarının artması sonucu yatırımlarda bir artış görülmektedir, ancak sektörel olarak incelendiğinde bu artışın ticarete konu olmayan sektörlerdeki artıştan kaynaklandığı görülmektedir (Boratav vd., 1996). Ghost ve Pangestu (1998) Endonezya'da yaşanan 1997 krizini inceledikleri çalışmalarında özel sermaye akımlarının likidite ve kredi arzını artırdığı ve bu yol ile özel tüketimdeki büyümenin çok hızlandığını göstermektedir. Aynı çalışmaya göre, özel sektöre verilen kredilerin yabancı sermaye akımları ile finanse edilen kısmı hızla artış göstererek ekonomide bir tüketim artışına yol açmakta, bu gelişmenin reel sektöre etkisi ise ticarete konu olmayan yatırımların aşırı artması olmaktadır.

Yukarıda da belirtildiği gibi, aşırı sermaye girişi sonucu yerli para yabancı paralar karşısında değer kazanmaktadır. Yerli paranın yabancı paralar karşısında reel olarak değer kazanması, bir anlamda ticarete konu olan ve olmayan malların göreli fiyatlarının ikincisi lehine değişmesi demektir. Dolayısıyla, yerli paranın reel olarak değer kazandığı bir ortamda, ticarete konu olmayan sektörlerdeki üreticiler artan yurtiçi özel tüketim talebini değerlendirerek ticarete konu olan sektörlere oranla daha yüksek fiyat ayarlamaları yapabilmektedirler. Ticarete konu olmayan sektörlerde uluslararası rekabetin olmaması, yatırım maliyetindeki artışların da ürün fiyatlarına yansıtılarak telafi edilebilmesi, kârlılığı artırarak yatırım kararlarını olumlu etkilemektedir. Ticarete konu olan sektörlerin bağlı kaldıkları uluslararası tek fiyat ise bu sektörlerde maliyet artışlarının fiyatlara yansıtılmasını bir ölçüde önlemektedir. Bu olgular, yurtiçi göreli fiyatların ve yatırımların ticarete konu olmayan sektörler lehine değişmesi anlamına gelmektedir. Diğer yandan, ticarete konu olan sektörlerin ürünlerine yönelik talep artışı, değerli kur nedeniyle büyük oranda ithal ürünlerle karşı-

lanabilmektedir. Böylece, artan iç talebin ticarete konu olan sektörlerdeki yatırımlar üzerindeki olumlu etkisi yerli paranın değerlenmesi sonucu artan tüketim malı ithalatı nedeniyle sınırlı kalmaktadır.

Özetle, finansal serbestlikle birlikte faiz oranının yükselmesi, kamu yatırımlarının azalması, dış borçların artması, bankacılık sektörünün kırılganlaşması, firmaların finansal yapılarının bozulması gibi birçok faktör yatırımları olumsuz etkilerken, yine finansal serbestlikle ortaya çıkan döviz kurundaki değerlenme ve tüketim talebinin yükselmesi gibi olguların ancak ticarete konu olmayan sektörler üzerinde olumlu etkileri ortaya çıkmaktadır.

6.C. SERMAYE AKIMLARININ YATIRIMLAR ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ KONUSUNDA AMPİRİK BULGULAR

Bu kısımda yerli tasarrufların yetersiz kaldığı durumlarda yabancı tasarrufların yerli yatırımlar ve büyüme için önemli bir kaynak oluşturup oluşturmayacağı konusunda yapılmış ampirik çalışmaların incelenmesine yer verilecektir.

Frenkel vd. (1993)'nin 1980-1988 yılları için beş Latin Amerika ülkesi (Arjantin, Brezilya, Kolombiya, Şili, Meksika) üzerine yaptıkları çalışmanın sonucuna göre, bu ülkelerde büyüme için yurtiçi tasarrufların yetmediği durumlarda başvurulan yabancı tasarruflar, yurtiçi tasarruflarla birleşerek yatırımları artırmak yerine, yurtdışına yapılan kaynak transferini artırıcı etki yapmaktadır. Aynı şekilde artan faiz ödemeleri ulusal tasarrufların yurtiçi tasarruflardan daha düşük olmasına neden olmaktadır. Buna bağlı olarak aynı çalışmada yazarlar yabancı tasarrufların düştüğü dönemlerde yurtiçi tasarrufların arttığını göstermişlerdir.

Latin Amerika ülkelerinde gerek yurtiçi tasarrufların artması gerekse tasarrufların yatırımlara dönüşmesi konusunda önemli sorunlar olduğunu gösteren başka çalışmalar da vardır. Örneğin Calvo vd. (1993)'ne göre Latin Amerika ülkelerine yönelen aşırı sermaye girişinin rezerv birikimi şeklinde oluşmayan kısmı cari açıklara gitmekte ve ithal mallara olan talepte ve toplam tüketimde bir artış meydana gel-

mekte, yurtiçi tasarruflar azalmaktadır. Ffrench-Davis vd. (1994)'ne göre de yabancı sermaye akımlarının Latin Amerika ülkelerine yatırımları artırıcı etkisi olmamıştır. Çünkü bu ülkelerde bir yandan yurtiçi harcamalardaki artış, çıktı ve gelirdeki artıştan daha büyük olmuştur, diğer yandan toplam yatırımlardaki artış, dış tasarrufların artışından daha düşük olmuştur.

Bu çalışmaların yanı sıra panel data yöntemiyle çeşitli ülke grupları için tasarruf fonksiyonu tahmin eden çalışmaların arasında tasarruf denklemine açıklayıcı değişken olarak dış tasarrufları katan çalışmalar vardır. Örneğin Fry (1980) ve Giovannini (1985) ulusal tasarruflarla yabancı tasarruflar arasında negatif ve anlamlı ilişki bulmuşlardır. Schmidt-Hebbel ve Webb (1992) 1980-1987 yılları için yaptıkları özel tüketim ve hanehalkı tasarruf denklemi tahminlerinde, yabancı tasarrufların özel tüketimi artırdığını ve hanehalkı tasarruflarını azalttığını göstermişlerdir.

Dış tasarrufların yatırımları artıracağı görüşüne karşılık aşırı borçlanmanın yurtiçi tasarrufları ve yatırımları azaltacağı görüşü Latin Amerika ülkeleri için doğrulanmaktadır. Agosin (1994) 1977-1992 yılları arasında sekiz Latin Amerika ülkesi için panel data yöntemiyle yaptığı özel, kamu ve makina-teçhizat yatırımlarını tahmin eden denklemlerinde dış borç servisiyle yatırımlar arasında negatif ve anlamlı bir ilişki göstermektedir. Aynı şekilde Serven ve Solimano (1992b)'ya göre aşırı dış borçlanma nedeniyle ortaya çıkan dışarıya kaynak transferinin yarattığı belirsizlik ve makroekonomik istikrarsızlık dış borç yüküyle yatırımlar arasında negatif bir ilişkiye neden olmaktadır. Nitekim yazarlar 1976-1988 yılları için Türkiye'nin de dahil olduğu 15 gelişmekte olan ülkeyi (Arjantin, Bolivya, Brezilya, Şili, Kolombiya, Kosta Rica, Kenya, Kore, Meksika, Peru, Singapur, Tayland, Türkiye, Uruguay ve Zimbabve) kapsayan ve panel data yöntemini kullanarak yatırım denklemi tahminleri yaptıkları çalışmalarında, özel yatırımlar ile dış borç yükü arasında negatif ve anlamlı bir ilişki göstermişlerdir.

Finansal serbestliğin, yatırımları artıracağı beklentisini sınayan Eatwell (1996) 54 ülke için yatırım/GSMH oranlarını 1960-71; 1972-

1981 ve 1982-1991 dönemleri açısından karşılaştırmıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre finansal serbestliğin arttığı son dönem yatırım oranları, 19 ülkede artma gösterirken 35 ülkede azalma göstermektedir. Son dönemde (birinci döneme göre) OECD ülkelerinde yatırım oranlarında artma gösteren ülke sayısı 4 iken azalma gösteren ülke sayısı 16'dır. 10 Latin Amerika ülkesinin 9 adedinde iş̧e yatırım oranları son dönemde azalma göstermektedir.

Konuyu Türkiye açısından inceleyen Yentürk (1996) yabancı tasarrufların yurtiçi yatırımları finanse etmekte kullanılıp kullanılmadığı hipotezini test etmek üzere dört gelişmekte olan ülkeyi 1970-1993 dönemi için incelemiştir.[1] Bu çalışmada yabancı tasarruf ve yurtiçi yatırımlar arasında uzun dönemli ilişkinin test edilmesi amacıyla eşbütünleşme (cointegration) testi kullanılmıştır. Türkiye, Arjantin, Şili ve Meksika'nın incelemeye dahil edildiği çalışmada Engle-Granger eşbütünleşme testinin sonuçlarına göre durağanlaştırılmış yabancı tasarruf ve yurtiçi yatırımları arasında bir eşbütünleşme bulunamamıştır. Bu nedenle çalışmanın sonucunda uzun dönemli ve kalıcı bir yatırım artışı için yabancı tasarruflarla yetinilemeyeceği belirtilmektedir.

Ülengin ve Yentürk (2001) Türkiye için yabancı tasarrufların toplam harcama kategorileri üzerindeki etkilerini araştıran çalışmalarında, 1987.1-1997.4 dönemi arasında, yabancı tasarrufların yatırımlar için ek kaynak oluşturmaktan çok özel tüketim harcamaları üzerinde olumlu etki yarattığını ortaya koymaktadırlar.[2] Sözü edilen bu çalışmada nedensellik ilişkisi ve dürtüye tepki fonksiyonları incelenmiştir. Sonuçlara göre yabancı tasarruflar özellikle özel tüketimi etkilemekte, özel tüketim ise uzun dönemde yatırımlar üzerinde etkide bulunabilmektedir. Yabancı tasarruflara verilen bir şok kendisini ve özel tüketimi artırmakta ancak yatırımlar üzerinde etki yaratmamaktadır. Bu sonuçlara dayalı olarak, yatırımların tüketimin etkisi altında olduğu bu nedenle de Türkiye'de artış gösteren yatırımların daha çok ticarete konu olmayan sektörlerin yatırımları olduğunun anlaşılabileceği belirtilmektedir.

1 Ayrıca bu kitabın 15. makalesine bakınız.
2 Ayrıca bu kitabın 9. makalesine bakınız.

Calvo ve Vegh (1999) sabit kur uygulamalarının çeşitli makro büyüklükler üzerindeki etkilerini incelerken ele aldıkları sabit kur uygulamaları döneminin (t dönemi) ortalama değerinin, t döneminden önceki ve sonraki yıllarda nasıl bir değişim gösterdiğini izlemişlerdir. Bu çalışmaya göre t ile t+3 arasında yatırım/GSYİH oranları yükselmektedir. Bu yükselme t ile t+1 arasında yükselen özel tüketim/GSYİH oranını izlemektedir. Her iki oran da yükselme dönemlerinden sonra ciddi bir düşüş ile karşı karşıya kalmaktadır. Yatırımların tüketim ile yakın ve gecikmeli ilişkisi ticarete konu olmayan yatırımların bir artış gösterdiği yönünde ipucu vermektedir. Nitekim Rebelo ve Vegh (1995) çalışmalarında ticarete konu olmayan sektörlerde büyümenin ortaya çıktığını gösteren bulgulara yer vermektedir. Ghost ve Pangestu (1998) Endonezya'da sermaye akımlarının tüketim ile birlikte ticarete konu olmayan sektörlerin yatırımlarını hızla artırarak ekonomiyi kırılgan hale getirdiğini öne sürmektedir.

Çimenoğlu ve Yentürk (2002)'ün çalışmalarında,[3] Türkiye'deki özel tüketim harcamalarının hareketleri sıradan en küçük kareler (SEKK) yöntemiyle tahmin edilmeye çalışılmış ve yabancı sermaye akımlarının özel sektör tüketim harcamaları üzerindeki etkisi gösterilmiştir. Denklem, 1987-2001 dönemi için çeyrek dönemler itibariyle tahmin edilmiştir. Denklemden elde edilen sonuçlara göre Türkiye'de özel tüketim harcamalarının açıklayıcıları arasında net yabancı sermaye akımları da bulunmaktadır. Bunun dışında, tüketimi açıklamak için gelir düzeyini temsilen GSYİH ve kriz dönemlerini temsilen de kriz kuklası açıklayıcı değişken olarak kullanılmıştır. Denklemden elde edilen bulgulara göre, net sermaye girişlerindeki artışlar, özel tüketim harcamalarını artırıcı yönde etkide bulunmaktadır.

Yapısal bir denklemle saptanan bu ilişkinin yatırımlar açısından ne anlama geldiği, aynı çalışmada ele alınmakta ve yabancı sermaye akımları, özel sektör tüketim harcamaları ve özel sektör yatırım harcamaları arasındaki etkileşim Vektör Ardışık Bağlanım (VAB) model-

3 Ayrıca bu kitabın 4. makalesine bakınız.

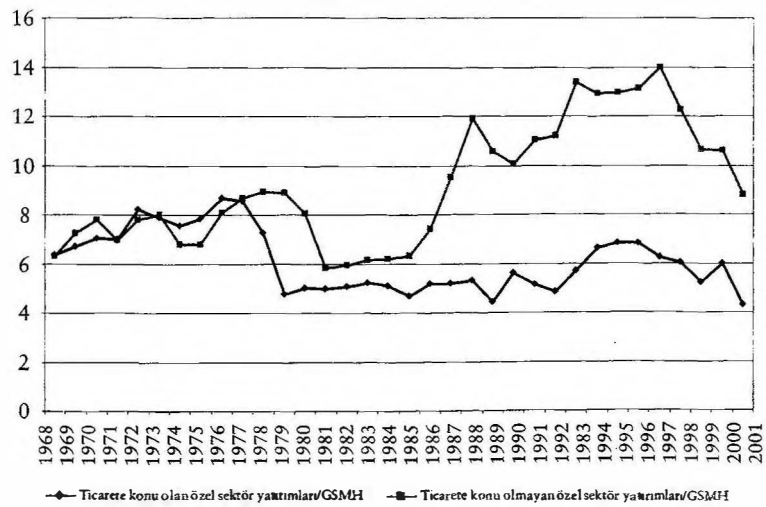
lemesiyle irdelenmektedir. Elde edilen sonuçlara göre, net sermaye akımlarındaki artışların reel özel tüketim harcamaları üzerinde üç, reel özel yatırımlar üzerinde ise dört çeyreklik bir pozitif etkisi olabilmektedir. Böylece özel tüketim harcamalarındaki artışın özel yatırım harcamalarını tetiklediği gösterilmektedir.

Yabancı tasarrufların özel tüketim ve yurtiçi yatırımlar üzerindeki etkileri incelendikten sonra aynı çalışmada yabancı tasarrufların göreli özel yatırımlar (ticarete konu olan/ticarete konu olmayan) üzerindeki etkileri değerlendirilmeye çalışılmıştır. Grafik 6.1'de sektörlerin göreli yatırımlarının trendi izlenebilir.

Gerçekten de, Türkiye'de 1980 sonrası özel kesim yatırımlarının ticarete konu olan ve ticarete konu olmayan sektörler arasında dağılımının incelenmesi ilginç sonuçları ortaya çıkarmaktadır: 1980 yılından sonra yatırımların sektörel dağılımında ortaya çıkan gelişmeler yapısal uyum politikalarından beklenenin tersine bir gelişme göster-

GRAFİK 6.1

Özel Sektör Yatırımlarının Sektörel Dağılımı



Kaynak: DPT, Temel Ekonomik Göstergeler, 2002.

mektedir. Çizimden Türkiye'de yatırımların ticarete konu olan ve olmayan sektörler arasında nasıl dağıldığı izlenebilir. 1980 yılından önce ticarete konu olan özel sektör yatırımlarının GSMH içindeki payı 1971-1976 arası % 7.9; 1977-1979 arası % 6.9 civarındadır. Bu oran 1980 yılında % 5'e düşmüş ve 15 yıl aynı düzeyde kalmış ve 1993 yılından itibaren % 6'ya yükselmiştir. 1999'da % 5'e 2001'de ise % 4'e gerilemiştir.

Halbuki özel sektör ticarete konu olmayan sektörlerin GSMH içindeki payı 1981 yılında % 6'ya düşmüş, 1985 yılında artış göstermeye başlayarak 1994 yılında % 13'e yükselmiştir. Bu oranı 1998 yılına kadar korurken, kriz yılları olan 1999-2000 arasında yine % 11'e gerilemiştir. 2001 yılında ise % 9'un altına düşmüştür. Özetle denilebilir ki, dışa açılma politikaları ile birlikte, Türkiye'de içe dönük sektörlerin yatırım oranlarında bir artış görülürken, dışa açık sektörlerin yatırım paylarında bir sabitlik sözkonusu olmuştur.

Dışa açılma ile birlikte yatırımların ve kârlılığının ticarete konu olan sektörlerde yoğunlaşacağına ilişkin neoklasik beklentinin tersi bir durum Türkiye için geçerli çıkmaktadır. Burada, Türkiye dışında, bazı gelişmekte olan ülkelerin konu ile ilgili verilerini incelemekte yarar olacaktır. Tablo 6.1, iki Latin Amerika, dört Güney Doğu Asya ülkesinin ticarete konu olmayan sektörlerinin göreli fiyatlarını vermektedir.

İncelenen yedi ülkenin ticarete konu olmayan sektörlerinin göreli fiyatlarına bakıldığında, 1970 ile 1993 yılları arasında sadece Endonezya için bir azalma görülmekte, diğer altı ülkenin ticarete konu olmayan mallarının göreli fiyatları yükselmektedir. Göreli fiyatlardaki ticarete konu olmayan sektörler lehine artış 1990-1999 yılları arasında daha da belirginleşmektedir. Bu olgu, dışa açılma ile birlikte fiyat artışlarının, kârlılıkların ve bunlara bağlı olarak yatırımların ticarete konu olan sektörlerde artış göstereceği önermesini tartışmalı hale getirmektedir.[4]

4 Bu gelişmenin nedenleri bu kitaptaki 10. makalede ele alınmaktadır. Ayrıca bu konudaki tartışmalar için bkz. Kravis, Heston ve Summers, 1982; Summers ve Heston, 1991; Yotopoulos, 1990; Felix, 1994.

TABLO 6.1
Ticarete Konu Olmayan Sektörlerin Göreli Fiyatları
(1970=100)

	1973	1983	1986	1990	1993	1996	1999
Arjantin	97	98	105	106	120	115	126
Meksika	102	107	106	114	119	114	120
Endonezya	121	91	93	85	90	91	138
Kore	109	99	106	123	133	140	138
Filipinler	110	93	89	86	102	104	109
Tayland	103	109	119	114	117	120	122
Türkiye	108	105	109	123	154	149	176

Notlar: TÜFE/TEFE >1 fiyatların ticarete konu olmayan sektörlerin lehine değiştiği kabul edilmektedir. Endonezya için son yıl 1998'dir.
Kaynak: Dünya Bankası, World Tables 2000; IMF, Intern. Financial Statis. 2000'den hesaplanmıştır.

Özetle, bu makalede ele alınan çalışmalar, yabancı tasarruflar ile yatırımlar arasında tamamlayıcılık olduğuna ilişkin bulgular sergilememektedir. Çalışmalardan elde edilen sonuçlar yabancı tasarrufların daha çok tüketim ve yurtdışına kaynak transferini artırdığını göstermektedirler. Diğer yandan, incelenen çalışmalar yabancı tasarrufların tüketim talebini teşvik ve yerli paranın değerlenmesi yolu ile ticarete konu olmayan sektörlerin yatırımlarında bir artışa yol açtıklarını ortaya koymaktadır. Bu sonuç yabancı sermaye akımlarının artması ile bazı ülkelerde yatırımlarda görülen değişikliklerin ticarete konu olmayan sektördeki gelişmelerden kaynaklandığına işaret etmektedir.

6.D. SONUÇ VE ÖNERİLER

Türkiye'ye yabancı sermaye, özellikle spekülatif amaçlı yabancı sermaye girişi diğer gelişmekte olan ülkeler gibi, 1990'lı yıllarda artış göstermiştir. Bu artışın yatırımlar ve yatırımların sektörel dağılımı üzerindeki etkileri kitabın bu makalesinde ele alınmıştır.

Sergilenen genel sonuçlara göre, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonucu ortaya çıkması beklenen temel sonuçlar gelişmekte

olan ülkelerde kendini göstermemektedir. Yabancı sermaye akımları yüksek faiz oranı, değerli yerli para, aşırı dış borç yükü, kamu yatırımlarındaki azalma, bankacılık sektöründe ve firmalarda ortaya çıkan kırılganlıklar aracılığıyla yatırımları olumsuz etkilemektedir. Konu ile ilgili ampirik çalışmaların en sık rastlanan sonuçlarına göre, yabancı sermaye akımları yatırımlar ile bir tamamlayıcılık ilişkisi göstermemekte ve daha çok tüketim için kaynak oluşturmaktadır. Bu durumda, Türkiye'de yatırımların artırılması için yabancı sermaye akımlarına güvenmenin yersiz olacağını belirtmek yanlış olmayacaktır.

Türkiye için yapılan ampirik çalışmalar yabancı sermaye akımlarının yurt içi yatırımları tüketim artışı aracılığıyla etkilediğini bunun da yatırımların sektörel dağılımında ticarete konu olmayan sektörlerin göreli yatırımlarında bir artışa neden olduğunu göstermektedir. Kaynakların ticarete konu olmayan sektörlere yönelmesi, özellikle imalat sanayii yatırımlarında ortaya çıkan durgunluk, ülke ekonomisinin geleceği için çok ciddi sorun yaratmaktadır.[5] Bunlardan en önemlisi dünya ülkeleri arasındaki rekabetin en temel unsuru olan üretim süreçlerini tümden değiştirebilecek ve varolan sabit sermaye stokunu tümüyle atıl hale getirebilecek yeni teknolojik gelişmeler günümüze damgasını vurmuşken Türkiye'nin bu gelişmelere yeterince ayak uyduramamış olmasıdır.

Türkiye'nin yıllardır karşılaşmakta olduğu dış ticaret açığı sorununun uzun dönemli tek çözümü yapısal rekabet gücünü artırabilecek şekilde dışa açık sektörlerin yatırım oranlarını yükseltmekten geçmektedir. Aksi takdirde dış ticarette rekabet gücü kazanmak için Türkiye'nin elinde bir tek devalüasyon ve ücretlerin düşürülmesi kalmaktadır ki, bu politikanın enflasyon, makroekonomik ve sosyal dengeler üzerindeki olumsuz etkisi bilinmektedir.

5 Kaynakların ticarete konu olan sektörlere yönelmesi amacıyla başvurulması önerilen politikalar için bu kitabın 10. makalesine bakınız.

7

Türkiye'de Tasarruf-Yatırım-Büyüme İlişkisinin Yönü

Nurhan Yentürk - Ahmet Çimenoğlu

7.A. GİRİŞ

Tasarrufların yatırımların belirleyicisi mi olduğu, yoksa ilişkinin pasif bir bileşeni mi olduğu tartışması ekonomi yazınında önemli bir yer tutmaktadır. Bu konuda ekonomi yazınındaki farklı yaklaşımlar kadar, ilginç ve farklı sonuçlara ulaşılan ampirik çalışmalar mevcuttur. Konu, özellikle gelişmekte olan ülkelerde uygulanabilecek politika seçenekleri açısından çok önemlidir. Bu çalışmada tasarruf-yatırım-büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin Türkiye açısından incelenmesi amaçlanmaktadır.

Türkiye'de, uzun yıllardır kemer sıkma politikaları uygulanmaktadır. Kamu harcamalarının kısıtlanarak kamu tasarrufu yaratılmaya çalışılması, özel kesim tasarruflarını düşüreceği kaygısı ile vergilerin artırılmaması, sosyal güvenlik reformları ve özelleştirme çalışmaları hep tasarrufların yatırımları ve büyümeyi belirleyeceği kabulünden yola çıkarak uygulanmaktadır. Ancak, son yıllarda, büyüme ve yatırımların sektörel dağılımı esas olarak iç talep ve yabancı tasarrufların etkisi altında gelişmektedir. Kemer sıkma politikalarının izin vermemesi nedeniyle, insan sermayesi ya da fiziksel yatırımları teşvik etmeye

dayalı olarak yatırımlardan başlayacak bir büyüme ve tasarruf artışı politikası ise uygulanamamaktadır. Bu çalışmanın sonucunda elde edilmesi amaçlanan nedensellik ilişkisinin sonuçları, hangi politikanın ön plana çıkması gerektiği konusunda ipuçları verecektir.

Makalenin birinci kısmında tasarruf, yatırım ve büyüme ilişkisinde iktisat teorisindeki belirleyici teorik tartışmalara yer verilmektedir. İkinci kısım, farklı teorik yaklaşımlardan türetilen farklı politika önermelerinin özetlenmesine ayrılmıştır. Üçüncü kısımda tasarruf, yatırım ve büyüme arasındaki ilişkileri inceleyen çalışmaların ampirik sonuçları değerlendirilmektedir. Dördüncü kısım Türkiye ekonomisinde tasarruf, yatırım ve büyüme arasındaki ilişkilerin yönünü Granger nedensellik sınaması çerçevesinde test etmektedir.

7.B. TASARRUF-YATIRIM-BÜYÜME İLİŞKİSİNDE TEORİK YAKLAŞIMLAR

Tasarrufların yatırımların belirleyicisi mi olduğu, yoksa ilişkinin pasif bir bileşeni mi olduğu tartışması iktisat yazınında önemli bir yer tutmaktadır. Keynes esas olarak tasarrufları sistemin pasif bir bileşeni olarak tanımlarken, neoklasik iktisatta yatırım kararlarının gelir ve faiz oranlarına bağlı olarak belirlendiği kabul edilmektedir. Ayrıca yaşam-evresi (life-cycle) ve sürekli gelir modellerinde bugünkü gelir ve gelecekteki gelir (faiz oranı) tüketimin de temel belirleyicileridir. Bu durumda hem yatırım, hem de hanehalkı tasarrufları, faiz oranı ve gelir tarafından ortak olarak belirlenmekte ve neoklasik teoride yatırım mı tasarrufu, tasarruf mu yatırımı belirlemektedir sorusu cevapsız gibi görünmektedir (Gordon, 1995).

Her ne kadar, her iki yaklaşımda uç durumlarda (klasiklerde tasarruf fonksiyonunun faizlere duyarsız olması durumu, Keynesgillerde cimrilik ikilemi -thrift paradoxu- olması halinde) bu iki değişken arasındaki ilişki iki yönlü olabiliyorsa da, uzun dönemde neoklasikler yatırımların tasarruf eğilimi tarafından belirlendiğini öngörmektedirler (Marglin, 1987). Tasarrufların milli gelire oranı değiştiğinde faiz oranları ya da tasarruf miktarında ortaya çıkacak olan değişiklik yatırım-

ları düzenleyecektir. Yani yatırımlarda otonom bir değişiklik beklenmemektedir. Yapısalcı makroiktisat ise, yatırımlardaki artışının tasarrufları ve üretimi harekete geçirdiğini kabul etmek eğilimindedir. Bu eğilimde rol oynayan esas faktörler ise gelir dağılımı ve finansal gelişmelerdir (Gordon, 1995).

Yatırım ve tasarruf ilişkisinde büyüme temel araç olarak ortaya çıkmaktadır. Bu konudaki teorik tartışmalar kısaca şöyle özetlenebilir: Büyüme ve yatırımlar arasındaki ilişkinin yönü konusunda neoklasik teoride fiziki yatırımların büyümeyi sadece durağan durumda (steady state) etkilediği kabul edilir. Yeni büyüme teorilerinde (içsel büyüme) ise sabit sermaye birikimi uzun dönemde, özellikle fiziki sermaye, insan sermayesi ve teknik gelişme arasındaki köprü aracılığıyla büyümeyi etkileyen temel faktör olarak kabul edilir (Romer, 1986; Chenery vd., 1986).

Büyüme ile tasarruflar arasındaki ilişki ise esas olarak teoride tüketim fonksiyonları çerçevesinde ele alınmaktadır. Keynesgil mutlak gelir hipotezine göre, gelir arttıkça gelirin daha büyük bir bölümü tasarruf edilecektir. Yaşam-evresi (life-cycle) hipotezi Keynesgil yaklaşımdan farklı olarak gelecekteki geliri de dikkate alır. Buna göre, bir tüketicinin yaşamının ilk ve son yıllarında düşük bir geliri vardır. Çalışma hayatı süresince geliri artar ve en tepeye yükselir. Gelirinin arttığı yıllarda bireylerin tasarrufları artar, diğer yıllarda ise tasarrufları azalır. Yüksek büyüme hızı daha yüksek tasarrufları beraberinde getirecektir, çünkü yüksek büyüme hızı, tasarruf eğilimi yüksek olan çalışanların gelirlerini tüketim eğilimi yüksek olan emeklilere göre daha çok yükseltecektir (Modigliani, 1966; Sachs ve Larrain, 1993). Tobin (1967)'e göre ise geleceğin belirsiz olduğu durumda, sabit bir tasarruf oranı sözkonusu olabilir. Gelecekteki gelirin artması beklentisi bugünkü tüketimi artırabilir. Bu nedenle büyüme ile tasarruflar arasındaki ilişki geçerli olmayabilir. Ancak likidite kısıtı gelecekteki gelir artışına karşılık bugün borç alınabilmesine her zaman olanak vermez, bu durumda bugünkü gelirin tasarrufları belirlediği tezi geçerlilik kazanır (Masson vd., 1998; Sachs ve Larrain, 1993).

7.C. TASARRUF-YATIRIM-BÜYÜME İLİŞKİSİNİN POLİTİKA SONUÇLARI

Tasarrufların yatırımları belirlemesi ya da tersinin geçerli olması konusu, iktisat politikaları uygulamaları ile ilgili farklı önermelerin ortaya çıkmasına neden olacak kadar önemlidir. Özellikle bütçe açığının ortadan kaldırılması politikalarının arkasında tasarrufların yatırımları belirlediği görüşü yatmaktadır, çünkü bütçe açığı negatif kamu tasarrufu anlamına gelmekte, bu da ortalama tasarrufları düşürücü, dolayısıyla yatırımlar için kullanılacak kaynakları azaltıcı etki yapmaktadır. Kemer sıkma politikalarında bütçe açığının kapatılmasına verilen önem esas olarak bu varsayımdan kaynaklanmaktadır.

Sadece bütçe açığının kapatılması politikası değil, ayrıca bu açığın nasıl kapatılacağı politikaları da tasarruf-yatırım ilişkisinin yönüne bağlı olarak farklı bir şekil almaktadır. Eğer tasarruflar yatırımları belirliyorsa ve büyüme için yatırım yapmak gerekiyorsa, o zaman bütçe açığı vergileri artırarak değil harcamaları kısarak sağlanmalı denmektedir (Palley, 1996). Çünkü artan vergiler özel tasarrufları düşürecektir. Özellikle yüksek gelirli kesimden başlayarak vergilerin artırılacağı ve yüksek gelirli kesimin tasarruf eğiliminin yüksek olduğu kabul edildiğinde tasarrufları azaltacaktır. Aynı şekilde kamuya dayalı sosyal güvenlik sisteminin özel tasarrufları azaltıcı etki yaptığı kabul edildiğinden, tasarrufların yatırımları belirlediği durumda, sosyal güvenlik sistemi yatırımları ve büyümeyi daraltıcı olarak kabul edilmektedir (Palley, 1996).

Böylece tasarrufların yatırımı belirlediği ortamda kemer sıkma politikaları politika tasarımının temel öğesi olurken, yatırımların tasarrufları artırmasının öngörüldüğü durumlarda yatırımların teşvik edilmesi politikası ön plana çıkmaktadır. Yukarıda belirtildiği gibi eğer yatırımlar büyümeyi yönlendiriyor ve büyüme tasarrufları etkiliyorsa o zaman büyüme politikaları öncelikle fiziksel yatırımları artırmaya yönelik olarak tasarlanacaktır. Eğer en önemli nedensellik büyümeden başlıyor ve tasarrufları, oradan da yatırımları etkiliyorsa insan sermayesi, teknolojik yenilik ve fikirlere dayalı bir büyüme politikası teşvik edilmelidir (Shmidt-Hebbel ve Serven, 1997).

7.D. TASARRUF-YATIRIM-BÜYÜME İLİŞKİSİNİ İNCELEYEN ÇALIŞMALAR

İlgili yazında tasarruf, yatırım ve büyüme arasındaki ilişkileri inceleyen çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmaların gerek incelemeye dahil ettikleri ülkeler ve dikkate aldıkları yıllar, gerek kullandıkları ekonometrik yöntemler farklılık göstermektedir. Diğer yandan sınadıkları hipotezler ise bu çalışma çerçevesinde incelemeye çalıştığımız yatırım, tasarruf ve büyüme arasındaki ilişkilerin tümünü kapsamamaktadır. Özellikle bu değişkenler arasında nedensellik testi (causality test) yapan çalışmalarda birçok ölçüm ve sınama sorunu da bulunmaktadır.[1]

Bu çalışmalar arasında yatırım ve tasarruf ilişkisini inceleyen çalışmaların başlatıcısı niteliğinde olan Feldstein ve Horioka (1980)'ya göre yurtiçi tasarruflar ile yurtiçi yatırımlar arasındaki ilişki çok yakın çıkmaktadır. Bu çalışmaya göre ele alınan 24 OECD ülkesinde, 1960 ile 1974 yılları arasında yurtiçi tasarruflar ve yurtiçi yatırımlar arasında yüksek korelasyon elde edilmektedir. Bu çalışmadan sonra yapılan birçok çalışma Feldstein ve Horioka (1980)'da elde edilen sonuçları teyit eder nitelikte çıkmaktadır (Dooley vd., 1987; Baxter ve Crucini, 1993; Obstfeld, 1994; Feldstein ve Bacchetta, 1991). Bu çalışmalar esas olarak her iki değişken arasındaki korelasyonları incelemektedirler, çünkü bu çalışmaların temel amacı yurtiçi tasarrufların yurtiçi yatırımlar ile korelasyon içinde olup olmadığını sınayarak uluslararası sermayenin hareketliliğine ilişkin sonuçlara varmaktır.

Yukarıda sözü edilen çalışmalar ilişkinin yönü konusunda bir bilgi vermemektedir. Ancak, tasarruflar ile yatırımlar arasında neden olma ilişkisini inceleyen çalışmalar da mevcuttur. Bu çalışmaların temel amacı yukarıda tanımlanmakta olan politika değişkenlerinden hangisinin geçerli olabileceğinin ortaya çıkarılmasıdır. Örneğin, Palley

---

1 Sözkonusu çalışmalarda VAB modelleri ve dinamik panel data modellerinin karşı karşıya olduğu metodolojik sorunlar ve bunları aşma yöntemleri için Shmidt-Hebbel ve Serven (1997)'deki tartışmalar önemlidir. Tasarruf verilerinin taşıdığı sorunlar için Schmidt-Hebbel ve Serven, (1999)'a bakılabilir.

(1996) klasik zaman serisi analizleri ile incelenen yatırım-tasarruf ilişkisini Vektör Ardışık Bağlanım (VAB) modeli çerçevesinde ele alarak bu eksikliği doldurmaktadır. ABD için ve 1947-1995 yılları arasında üçer aylık veriler kullanarak gerçekleştirilen bu çalışmada elde edilen sonuçların ortaya çıkardığı ilişki yatırımların tasarruflardan bağımsız hareket etmekte olduğudur. Bu sonuç, tasarruf yönlü politikaların etkinliğini şüpheli hale getirmektedir. Bunun yerine, eğer amaç sermaye oluşumunu artırmaksa, iktisat politikasının tümüyle yatırımları artırmak yönünde olması gerektiği çalışmanın önerileri arasındadır. Argimon ve Roldan (1994) benzer bir şekilde yatırımlar ile tasarruflar arasında nedensellik testini uygulamışlardır. Yazarlar Fransa, İspanya, İtalya, Danimarka ve Belçika'da 1960-1988 yılları arasında nedensellik testinin yönünü tasarruflardan yatırımlara olarak elde etmişlerdir.

Gordon (1995) yatırım-tasarruf modelini, gerek neoklasiklerin gerek yapısalcıların temel değişkenlerini dahil ederek Vektör Ardışık Bağlanım (VAB) modeli çevresinde incelemeyi amaçlamaktadır. Elde ettiği bulgular ABD ekonomisi için tasarrufların yatırımları harekete geçirdiği görüşünü şüpheye düşürmektedir. Bunun yerine çalışmada, tam tersine yatırımları artırmak için yapılacak her türlü girişimin sadece yatırımları artırmakla kalmayacağı aynı zamanda tasarrufları da besleyeceği sonucuna ulaşılmaktadır. Benzer şekilde Schmidt (2001) tasarruflar ile yatırımlar arasındaki nedensellik ilişkisini 5 ülke (ABD, İngiltere, Japonya, Fransa ve Kanada) için incelemiştir. Schmidt (2001)'in Feldstein ve Bacchetta (1991)'daki yaklaşımlarına Johansen MLE (maximum likelihood) yaklaşımını dahil ederek geliştirdiği modelin sonuçlarına göre, tasarrufları artırma politikalarının yatırımlar üzerinde çok sınırlı etkisi bulunmaktadır.

Tasarruflar ile yatırımlar arasındaki ilişki dışında tasarruflar ve yatırımlar ile büyüme arasındaki ilişkileri ele alan ampirik çalışmalar bulunmaktadır. Tasarruflar ile büyüme arasındaki ilişkileri çeşitli ülkeler için inceleyen ilk çalışma Modigliani (1970)'ye aittir. Bu çalışmadan günümüze gerçekleştirilen çalışmalarda büyüme, tasarrufları belirleyen faktörler arasında kabul edilip denklemlere dahil edilmekte ve

aralarında yakın bir ilişki ortaya konmaktadır. Benzer şekilde 21 sanayileşmiş ve 40 gelişmekte olan ülkenin verileriyle tasarrufları etkileyen faktörleri tahmin eden Masson vd. (1998) gelirdeki büyüme ile özel tasarruflar arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulmuşlardır. Büyümeyi, tasarrufları açıklayan faktör olarak ele alan çalışmaların dışında bu iki değişken arasında nedensellik ilişkisini çeşitli ülkeler için ele alan Carrol ve Weil (1994)'e göre, büyüme tasarrufların artmasına neden olmakta, tersi ise geçerli olmamaktadır.

Benzeri bir şekilde, Loayza vd. (2000) özel tasarrufların büyüme ile birlikte arttığını ve bu etkinin gelişmekte olan ülkelerde daha büyük olduğunu ileri sürmektedir. Yazarların hesaplarına göre gelişmekte olan ülkelerde gelirde % 10'luk bir artış tasarrufları ikiye katlayabilmektedir. Attanasio vd. (2000) çok sayıda ülke için yaptıkları zaman serisi çalışmalarında büyümenin tasarruflara neden olduğu sonucuna ulaşmaktadırlar.

Son olarak, büyüme ile yatırımlar arasındaki nedensellik ilişkisini inceleyen çalışmalardan ilişkinin yönünü büyümeden yatırımlara doğru bulan çalışmaların yanı sıra (Blomstrom vd., 1996), sabit yatırımları büyümeyi harekete geçiren faktör olarak bulan çalışmalar da mevcuttur. Örneğin De Long ve Sumıners (1991)'e göre fiziksel yatırımları artırmaya yönelik süreçler insan sermayesinde de gelişmeye yol açacaklardır. Büyüme ile yatırımlar arasındaki kuvvetli ilişki Levine ve Renelt (1992)'de ve Khan ve Reinhart (1990)'da da sergilenmektedir. Diğer yandan Asya kaplanlarında ve özellikle Güney Kore'nin büyümesinde yatırımların temel rolüne dikkat çeken birçok çalışma bulunmaktadır (Chang, 1994; Amsden, 1993 ve 1994; Westphall vd., 1988; Pack ve Page, 1993).

Türkiye ile ilgili ampirik çalışmalar incelendiğinde, tahmin edilen tasarruf denklemlerinde ve yatırım denklemlerinde büyüme önemli bir faktör olarak çıkmaktadır. Örneğin Türel (1993)'in Türkiye için 1980-1992 yıllarını kapsayan çalışmasında özel tasarruf oranını açıklayan faktörler sadece sürekli ve arızi gelir değişkenleridir. Yatırım denklemlerinde büyümenin açıklayıcı bir değişken olarak bulunduğu

çalışmalar mevcuttur (Yentürk, 1998; Celasun ve Tansel, 1993; Conway, 1990; Annad vd., 1990; Akıncı, 1993). Diğer yandan tasarruflar ile yatırımların arasındaki ilişkiyi ele alan çalışmalardan Yıldırım (2001)'a göre tasarruflar ile yatırımlar eşbütünleşmiş (cointegrated) çıkmaktadır. Çimenoğlu (2002)'na göre yurtiçi yatırımlar ile yurtiçi tasarruflar 1962-2000 yılları arasında yakın ilişki içinde bulunmaktadır.

7.E. ÇALIŞMANIN MODELİ VE BULGULARI

Tasarruf-yatırım-büyüme ilişkisinde Türkiye için yapılmış korelasyon ve eşbütünleşme sınamaları olmasına rağmen, bu değişkenler arasında nedensellik ilişkisini test eden çalışmalar yapılmamıştır. Bunun en temel nedeni tasarruf-yatırım ilişkisini inceleyen çalışmalarda hanehalkı tasarruflarının kullanılmasının kabul görmesi (Gordon, 1995) ve bu verilerin Türkiye için üretilmemesidir. Ancak bazı çalışmalarda firmaların tasarruf davranışları ile hanehalklarının tasarruflarını belirleyen etkenlerin birbirinden farklı olmadığı ileri sürülmektedir (Sachs ve Larrain, 1993). Ayrıca tasarruf-yatırım ilişkisi incelenirken özel tasarruf ve özel yatırım verilerinin kullanıldığı çalışmalar da bulunmaktadır (Schmidt, 2001). Özellikle 1990 sonrası Türkiye ekonomisini kapsayan çalışmalarda firmaların yüksek faiz oranı nedeniyle faaliyet dışı kârlara yöneldikleri (İSO, 2000) öngörüldüğünde, özel tasarruflar ile özel yatırımlar arasındaki ilişkinin yönünün gözlemlenmesi yanlış olmayabilir.

Tablo 7.1'deki veriler kullanılarak, 1972-2002 arası yıllık özel yatırım, özel tasarruf ve büyüme arasındaki nedensellik ilişkisi incelenmiştir. İncelemede kullanılan yöntem, Granger'in nedensellik sınamasıdır. Granger sınamasında X değişkenindeki hareketin Y değişkenindeki harekete neden olup olmadığı sorusu, önce Y'nin cari değerinin ne kadarının Y'nin geçmiş değerleri ile açıklanabildiğinin ve daha sonra, X'in gecikmeli değerlerinin dahil edilmesiyle Y'nin daha iyi açıklanıp açıklanamadığının test edilmesiyle yanıtlanmaktadır. Bu çerçevede, X'in Granger anlamında Y'ye neden olması dendiğinde anlaşılması gereken, Y'nin X'in sonucu olduğu ya da aralarında yüksek korelasyon

TABLO 7.1
Türkiye'de Tasarruf, Yatırım ve Büyüme

	Yurtiçi tasarruflar/ GSMH (özel, %)	Yurtiçi sabit sermaye yatırımları/ GSMH (özel, %)	Yurtiçi tasarruflar/ GSMH (toplam, %)	Yurtiçi sabit sermaye yatırımları/ GSMH (toplam, %)	Büyüme (GSMH)
1972	11.1	11.2	20.1	19.5	9.2
1973	11.6	11.0	20.3	19.1	4.9
1974	11.0	9.6	18.4	17.8	3.3
1975	8.5	10.1	17.4	20.1	6.1
1976	11.2	11.7	19.3	22.8	9.0
1977	11.7	11.8	18.0	24.1	3.0
1978	10.6	11.1	15.9	21.7	1.2
1979	13.5	9.7	16.2	20.4	-0.5
1980	10.6	8.5	15.9	19.5	-2.8
1981	9.4	7.2	18.0	18.9	4.8
1982	9.2	7.3	18.2	18.9	3.1
1983	9.2	7.5	16.5	19.0	4.2
1984	9.2	8.2	16.5	17.9	7.1
1985	9.1	8.4	18.9	20.0	4.3
1986	11.2	9.8	21.8	23.1	6.8
1987	17.3	14.7	23.9	24.7	9.8
1988	20.4	17.3	27.2	26.1	1.5
1989	17.3	14.9	22.0	22.4	1.6
1990	18.6	15.7	22.0	22.6	9.4
1991	20.6	16.2	21.4	23.7	0.3
1992	22.4	16.0	21.6	23.4	6.4
1993	25.4	19.1	22.7	26.3	8.1
1994	24.2	19.6	23.1	24.5	-6.1
1995	22.0	19.8	22.1	24.0	8.0
1996	21.3	20.0	19.8	25.1	7.1
1997	20.4	20.2	21.4	26.3	8.3
1998	24.6	18.1	22.7	24.3	3.9
1999	27.9	15.6	21.2	22.1	-6.1
2000	23.4	15.8	18.2	22.8	6.3
2001	27.3	12.7	17.4	19.0	-9.5
2002	23.1	11.3	16.5	17.2	7.8

Notlar: 1987 yılından sonra hesaplama yöntemi değişmektedir. 2002 tahmini verilerdir.
Kaynak: 1972-1983 için; 5. Beş Yıllık Kalkınma Planı Öncesinde Gelişmeler, 1972-1983, Sosyal ve Ekonomik Gelişmeler, DPT; 1984-1988 için; 6. Beş Yıllık Kalkınma Planı Öncesinde Gelişmeler, 1984-1988, DPT; 1989 ve sonrası için www.dpt.gov.tr

bulunduğu değil, X'in öncelik ve bilgi kapsamı açısından Y'nin açıklanmasında etkili olduğudur.

Türkiye için ilgili değişkenlerin üç aylık verileri olmaması nedeniyle, yıllık veriyle çalışıldığı ve sınırlı sayıda gözlem bulunduğu için, Granger sınamasında kullanılacak olan gecikmeli değer sayısının belirlenmesi oldukça önemli bir konu olmuştur. Sınamanın doğası gereği, gecikmeli değerlerin mümkün olduğunca çok olması, geçmiş bilginin kestirime dahil edilmesi anlamında, az sayıda gecikmeli değer ile çalışmaktan daha iyi olarak kabul edilmektedir. Ancak, kullanılan gecikmeli değer sayısı seçilirken, değişkenlerin birbirlerini etkileme süreleri ile ilgili genel bilgi ve kabullerin de değerlendirmeye alınması gerekmektedir. Bu çerçevede, özel tasarruflar, özel yatırımlar ve büyüme arasındaki ikili Granger nedensellik sınamalarının yapılacağı bu bölümde, değişkenlerin bir gecikmeli değeri ile çalışılması tercih edilmiştir.

Granger sınamasında özel tasarruf ve özel sektör sabit sermaye yatırımı serileri, gayrisafi milli hasıla (GSMH)'ye oran olarak kullanılmıştır. Sınamaya yönelik testler yapılmadan önce, değişkenlerin her birinin durağanlık sınaması yapılmış ve özel tasarrufların ve özel sektör sabit sermaye yatırımlarının GSMH'ye oranlarından oluşan serilerde birim kök saptanmıştır. Bu nedenle, Granger sınamasında bu verilerin birinci farklarıyla çalışılmıştır. Üçüncü değişken olan GSMH'nin büyüme hızı ise durağan olarak bulunmuştur.

Granger nedensellik sınamasının sonuçları Tablo 7.2'de sunulmuştur. Testlerde, özel tasarruf ve özel sektör sabit sermaye yatırımlarının milli gelire oranı hesaplanırken, iki değişik milli gelir tanımı kullanılmıştır. Bunlardan birincisi GSMH, ikinci ise özel sektörün harcanabilir geliridir.[2] Test sonuçları, her iki durumda da değişmemektedir. Bu yüzden, Tablo 7.2'de sadece, özel tasarrufların ve özel sektör sabit sermaye yatırımlarının GSMH'ye oranları kullanılarak elde edilen sonuçlar gösterilmiştir.

Tablo 7.2'den de izlenebileceği gibi, özel sektörün tasarrufları

2 Özel sektörün harcanabilir gelir verileri, DPT'nin yıllık programlarda sunduğu Genel Denge tablolarından alınmıştır.

TABLO 7.2
Tasarruf-Yatırım-Büyüme Arasındaki Nedensellik Sınamaları

(I(1) saptanan serilerin bir gecikmiş değeri kullanılmıştır)
Dönem: 1972-2002
Gecikmiş Değer: 1

Sıfır hipotezi	Gözlem	F-istatistiği	Olasılık
TASARRUF - YATIRIM			
D(DSPGNP), D(DGFIPGNP)'nin nedeni değildir	29	0.178	0.677
D(DGFIPGNP), D(DSPGNP)'nin nedeni değildir		3.726	0.065
BÜYÜME - YATIRIM			
RGNPGR, D(DGFIPGNP)'nin nedeni değildir	29	0.460	0.504
D(DGFIPGNP), RGNPGR'nin nedeni değildir		0.077	0.784
BÜYÜME - TASARRUF			
RGNPGR, D(DSPGNP)'nin nedeni değildir	29	15.234	0.001
D(DSPGNP), RGNPGR'nin nedeni değildir		0.754	0.393

DGFIPGNP : Özel sektörün yurtiçi sabit sermaye yatırımlarının GSMH'ye oranı
DSPGNP : Özel sektörün yurtiçi tasarruflarının GSMH'ye oranı
RGNPGR : GSMH'nin yıllık büyüme hızı

ve yatırımları arasında, %10'luk anlamlılık düzeyinde yatırımlardan tasarruflara doğru bir nedensellik saptanmıştır. GSMH büyümesi ile özel yatırımlar arasında ise nedensellik saptamak mümkün olmamıştır. Büyüme ile özel sektörün tasarrufları arasında, büyümeden tasarruflara doğru bir nedensellik olduğu, ancak ters yönde bir nedensellik saptanmadığı görülmektedir. Bir başka deyişle, büyümede gözlenen değişiklikler, sonraki dönemlerde özel sektörün tasarruflarındaki değişimlerin açıklanmasında rol oynamaktadır.

7.F. SONUÇ

Yukarıda test sonuçlarından da görülebileceği gibi, bu çalışmada elde edilen sonuçlara göre Türkiye'de büyümede gözlenen değişiklikler, sonraki dönemlerde özel sektörün tasarruflarındaki değişimlerin açıklanmasında rol oynamaktadır. Bu bulgu, tasarrufların artırılmasında

büyüme politikalarının önemini ön plana çıkarmaktadır. Tasarrufların büyüme ve yatırımlar üzerinde değişim yaratabileceğine ilişkin bir bulguya ise rastlanmamaktadır.

Aynı çalışmada büyüme ile yatırımlar arasındaki nedensellik ilişkisi konusunda her iki yönde de istatistiki olarak anlamlı bir sonuç bulunamamaktadır. Ancak çok güçlü olmasa da özel sektörün tasarrufları ve yatırımları arasında, %10'luk anlamlılık düzeyinde yatırımlardan tasarruflara doğru bir nedensellik saptanmıştır.

Bu nedenle çalışmada büyümenin tasarrufları etkilediği sonucu dikkate alınarak tasarrufları artırmanın gerek insan sermayesi, teknolojik yenilik ve fikirlere dayalı bir büyüme politikasının, gerekse fiziksel yatırımları artırmaya yönelik politikaların teşvik edilmesinden geçtiği söylenebilir.

8

Düşük Ücretler Yatırımları Teşvik Ediyor mu? Türk İmalat Sanayiinde Bölüşüm ve Birikim İlişkisinin Analizi*

NURHAN YENTÜRK - ÖZLEM ONARAN

8.A. GİRİŞ

Gelirin sermaye lehine dağılımı ve ücretin gelirden aldığı payın düşük olmasının, yatırım eğilimini artıracağı, neoklasik teorinin beklentilerindendir. Bu yaklaşımda özellikle, emeğin gelirden aldığı payın artmasının maliyet etkisi ön plana çıkarılmakta, talep etkisi göz ardı edilmektedir. Dolayısıyla bu yaklaşıma göre, gelirin ücret aleyhine dağılımı kâr beklentilerini geliştirecek ve buna bağlı olarak yatırımları artıracaktır. Ancak bu yaklaşım ücretlerin talep etkisini göz ardı etmektedir. Ekonomide hızlandıran prensibi olarak adlandırılan bu etkiye göre gelirin emek lehine dağıtılması efektif talebi ve buna bağlı olarak yatırımları artıracaktır.

Taylor (1991) kâr beklentilerinin artmasının ekonomide yatırımları artıracağını öneren rejimleri -neoklasik beklenti- "exhilarasyonist" olarak tanımlamakta, hızlandıran prensibinin etkin olduğu re-

---

(*) Bu makale 2001 yılında, "Do Low Wages Stimulate Investments? An Analysis of the Relationship between Wages and Investments in Turkish Private Manufacturing Industry", başlığıyla *International Journal of Applied Economics* dergisinin 15. cilt, 4. sayısında İngilizce olarak yayımlanan makalenin büyüme ilişkileri eklenerek geliştirilmiş şeklidir.

jimleri ise "stagnasyonist" olarak tanımlamaktadır. Bu ikinci rejimde gelirin düşük tasarruf eğilimi olan kesimlerin lehine dağıtılması efektif talebi artıracak ve ücretlerin milli gelir içindeki payının artması yatırımları artırıcı etki yaratacaktır (Taylor, 1991; Fontaine, 1993). Bu nedenle "stagnasyonist" rejimlerin varlığında ücretlerin azalması yatırımları ve dinamik bir büyümeyi engelleyecektir.

Benzer bir çerçevede, Taylor'un bu analizinin geliştirilmiş şekli Bhaduri ve Marglin (1990)'in çalışmalarında yer almaktadır. Bhaduri ve Marglin (1990) kâr maksimizasyonundan çok efektif talebin yatırımlar üzerindeki etkisini dikkate almaktadır. Bu analize göre ücret paylarındaki azalma kâr paylarını artıracaktır, ancak buna bağlı olarak toplam üretimin artması, artan kâr payının yatırımlarda yaratacağı artışın, ücret paylarının azalması ile ortaya çıkan tüketim azalışından daha yüksek oranda olmasına bağlıdır. Böyle bir durum kâr-çekişli (profit-led) rejim olarak adlandırılmaktadır. Benzeri şekilde, Bhaduri ve Marglin'e göre ücretlerin azalması ile ortaya çıkacak talep azalışı kârlılığın yaratacağı yatırım artışından daha yüksek olursa toplam üretimde bir azalma sözkonusu olacaktır. Böyle bir durum ücret-çekişli (wage-led) bir rejim olarak adlandırılmaktadır.

Diğer yandan, Bhaduri ve Marglin özellikle gelişmekte olan ülkelerde kapasite kullanım oranının çok önemli olduğunu vurgulamaktadır. Atıl kapasite olması durumunda yüksek kâr paylarına rağmen, yeni yatırım yapma eğilimi olmayabilir. Ayrıca ekonomik daralma dönemlerinde ve atıl kapasite durumlarında stagnasyonist rejimlerin varlık göstermesine, ekonomik büyüme dönemlerinde ise exhilarationist rejimlerin varlık göstermesine muhtemel gözüyle bakmaktadırlar.

Bu makalenin amacı Bhaduri ve Marglin (1990)'in hipotezleri ışığında, Türk imalat sanayiinde ücret-çekişli ya da kâr-çekişli ücret-yatırım rejimlerinden hangisinin hakim olduğunun saptanması ve artan kârlılığa rağmen yatırımlarda duraklamanın sürmesinin nedenlerinin ekonometrik bir analiz çerçevesinde incelenmesidir.

Makalenin ilk kısmında ilgili göstergelerin yıllar itibariyle gelişimine kısaca değinildikten sonra, ikinci kısmında, Türk imalat sana-

yii, yukarıda belirtilen çeşitli dönemlerde, içine girdiği büyüme kalıbı çerçevesinde incelenmektedir. Bu inceleme ile Türk imalat sanayiinde büyüme kalıbının yeni yatırımlara ve verimliliğe dayalı olarak gelişmekte olup olmadığı, kapasite kullanım oranındaki artışa dayalı bir gelişmenin ne oranda ve hangi dönemlerde etkili olduğu sorusuna cevap aranmaktadır.

Üçüncü kısımda, bölüşümdeki gelişmelerin, doğrudan kârlılık etkisiyle kapasite kullanım oranı üzerindeki etkilerini ayrıştırarak, yatırımları nasıl etkilediği ampirik olarak incelenmektedir. Bu amaçla Bhaduri ve Marglin (1990) tarafından tanımlanan kâr-çekişli ve ücret-çekişli rejimlerden hangisinin Türk imalat sanayii için geçerli olduğu sorusuna ekonometrik yöntemler kullanılarak cevap bulunmaya çalışılacaktır. Bu amaçla Türk imalat sanayii için, 1973-1995 dönemine ait 26 alt sektör ve 23 yılı kapsayan panel veriye dayanarak tek yönlü lineer bir sabit etki modeli ile bir yatırım denklemi tahmin edilecektir. Diğer yandan, dış ticaret serbestleşmesinin yatırımlar üzerinde öne sürülen olumlu etkileri yaratıp yaratmadığını incelemek amacıyla ihracat yönelimli sektörler ile diğer sektörler için yatırım denkleminin sonuçları karşılaştırılacaktır. Amaç, yıllar boyunca Türk özel imalat sanayiinde yaşanmakta olan yatırım durgunluğunu açıklamakta kârlılık, kapasite kullanım oranı ve efektif talep gibi faktörlerin etkilerini tespit etmektir.

8.B. TÜRK İMALAT SANAYİİNDE BÖLÜŞÜM VE BİRİKİM GÖSTERGELERİ

Özel imalat sanayii yatırımlarında 1980'lerde gerçekleşen azalma, kâr oranlarındaki artışa ve ihracat patlamasına rağmen devam etmiş ve 1990'larda bu azalma daha da belirginleşmiştir. Tablo 8.1, özel imalat sanayiinde yatırımlar, büyüme, verimlilik ve gelir dağılımında yaşanan gelişmeleri göstermektedir. Tablo 8.1'de de görülebileceği gibi, imalat sanayii ihracatındaki ciddi artışlar düşük ücret politikalarına, kapasite kullanım oranının yükseltilmesine dayanmıştır. İhracat yönelimli büyüme stratejisi izlendiği dönemlerde, imalat sanayii ihracatı ve katma değerindeki artış, yeni yatırımlarla desteklenmemiştir.

TABLO 8.1
Özel İmalat Sanayiinde Yatırımlar, Büyüme ve Gelir Dağılımı

	1971-76	1977-79	1980-88	1989-93	1994-95
Yatırım/Katma değer	22.33	18.53	16.28	14.37	14.39
Kâr/Katma değer	67.1	67.17	76.93	79.17	85.74
Katma değerdeki yıllık % değişim	17.42	-0.01	7.37	16.32	-3.23
Kapasite kullanım oranı	64.85	60.63	65.72	76.17	74.41
İhracattaki yıllık % değişim	38.85	10.23	35.07	7.56	22.15
İşçi başına reel ücretteki yıllık % değişim	9.49	-0.73	-4.79	19.07	-13.79
Verimlilikteki yıllık % değişim	11.65	-3.13	2.27	15.97	-5.9

Notlar: Veriler 10 veya daha fazla işçi çalıştıran özelimalat sanayi firmalarını kapsamaktadır.
İhracat verileri toplam imalat sanayii ihracatı ve ABD dolarıdır.
Verimlilik işçi başına reel katma değerdeki yıllık % değişim olarak hesaplanmıştır.
Kaynak: İmalat Sanayii İstihdam, Ödemeler, Üretim ve Eğilimler Anketi, 1971-95, DİE; kapasite kullanımoranı için DPT (1998) ve Altıok (1993),

Yapısal uyum reformlarının en önemli hedefi efektif talebin kaynağını iç piyasadan dış piyasaya kaydırarak ülkenin küresel ekonomiye eklemlenmesini sağlamak olmuştur. Gelirler politikası bu sürecin önemli bir parçası olarak işlev görmüştür. Bununla beraber, neoklasik beklentilerin tam aksine, kâr payındaki artışlar yatırımlarda hiçbir ciddi ilerleme yaratmamıştır. Bu gözlem bu tip politikaların talep üzerinde yarattığı etkilerle ilgili şüpheler yaratmaktadır. Tablo 8.1'de de görüldüğü gibi, 1980 sonrası dönemde imalat sanayii katma değerinin büyüme hızının 1971-76 dönemine göre düşmüş olması, talebin yatırımları teşvik etmek açısından rolünün önemine işaret etmektedir. İşçilerin alım gücünde yaşanan dramatik erime sonucu ücretlerden yapılan iç tüketimin azalmış olması büyüme oranlarının ihracat patlamasına rağmen göreli olarak düşük bir seviyede seyretmesinin arkasındaki önemli bir nedendir. Bununla beraber, yatırımların kâr oranı en yüksek seviyelerindeyken ve büyümenin de hızlandığı 1989-93 döneminde dahi duraklamış olması, firmaların yüksek kârlara rağmen imalat sanayiine yatırım yapmak konusundaki tereddütü ile ilgili başkaca ne-

denlerin de varlığına işaret etmektedir. 1990'larda sermaye hareketlerinin serbestleşmesinin ardından finansal getirilerdeki yükselme bu nedenlerin en başta geleni olarak görünmektedir.

Sonuç olarak yatırımla bölüşüm arasındaki ilişki yapısal uyum politikalarının uygulandığı dönemin gelirler politikasının uzun dönemli büyüme potansiyelini güçlendirmek konusundaki yetersizliği ile ilgili önemli bir delil sunmaktadır. 1980 sonrası dönem boyunca imalat sanayiinin hem ihracata hem de iç piyasaya yönelik sektörlerinde, verimlilik artışları yeni yatırımlardan çok artan kapasite kullanım oranlarına dayanmıştır.[1] Verimlilik artışları yatırımlara dayanmadığı takdirde, bunların uzun ömürlü ve kalıcı olması ve dolayısıyla ücretlere yansıması da beklenemez.

8.C. TÜRK İMALAT SANAYİİNDE BÜYÜME GÖSTERGELERİ

1980 yılında dışa açılma politikaları ile birlikte, imalat sanayii ihracatında ciddi bir artış yaşanmıştır. Daha sonraki yıllarda uygulanan çeşitli politikalardan etkilenen imalat sanayii, yatırımlar dışında verimliliği, istihdamı ve ücretleri açısından ilginç gelişmeler göstermiştir. İmalat sanayiinin, uygulanan politikalar boyunca, yatırımlar, verimlilik ve istihdam açısından yaşadığı gelişmelerin incelenmesi ve bu gelişmelerin ücretlerle ilişkilendirilmesi, imalat sanayiinin bütünlüklü bir fotoğrafının gözler önüne serilmesinde yardımcı olacaktır.

İmalat sanayii büyüme kalıplarına ilişkin tanımlar yatırımlardaki, verimlilikteki ve istihdamdaki büyümelere dayalı olarak yapılabilir (Boratav vd., 1996; Yentürk, 1997). İmalat sanayii geneli ve alt sektörlerinde hem yatırımların hem de verimliliğin artış gösterdiği sektörleri yoğun büyüyen; sadece verimliliğin artış gösterdiği ve yatırımların katma değere oranının % 18'in altında kaldığı sektörleri kapasite kullanımına dayalı büyüyen; yatırımların yükseldiği, verimliliğin sabit ya

1 Onaran (1999) ve Yentürk ve Onaran (2000) özel imalat sanayiinin 26 alt sektöründe endüstriyel büyüme kalıplarını incelemekte, ve en yaygın rastlanan kalıbın kapasite kullanım oranına dayalı büyüme olduğu sonucuna varmaktadır. Bu sonuç sektörlerin dış ticaret yönelimlerine göre değişmemektedir.

da azalan bir durum gösterdiği sektörleri yaygın büyüme gösteren sektörler olarak tasnif etmek mümkündür (Tablo 8.2).

TABLO 8.2
Büyüme Kalıbı Tanımları

	1	2	3	1-2	1-3
	gr(PRODVA)	gr(L)	I/VA		
1a	+	+	+	Dinamik etkinlik	Yoğun büyüme
1b	+	+	-	Dinamik etkinlik	Kapasite kullanımına dayalı büyüme
2a	+	-	+	Statik etkinlik	Yoğun büyüme
2b	+	-	-	Statik etkinlik	Kapasite kullanımına dayalı büyüme
3a	-	+	+	Durgun	Yaygın büyüme
3b	-	+	-	Durgun	Emek kullanımına dayalı büyüme
4a	-	-	+	Daralan	Atıl birikim
4b	-	-	-	Daralan	Birikimsiz

Notlar: Eksi işareti azalma ya da sabitlik göstergesidir.
gr(PRODVA): Verimlilikte (sabit fiyatla, işçi başına katma değer) yıllık % büyüme
gr(L): İstihdamda yıllık % büyüme
I/VA: Yatırım/katma değer. I/VA 0,18'in altındaysa negatif işaret almaktadır.

Diğer yandan hem verimlilik hem de istihdamın arttığı sektörlere dinamik-etkin, verimliliğin yükseldiği ancak istihdamın artmadığı sektörlere statik-etkin sektörler denebilir. Negatif verimlilik artışı ile istihdam artışının birarada rastlandığı duruma durgun kalıp, her ikisinin de azaldığı duruma ise daralan kalıp tanımlaması yapılabilir. Yatırımlar artarken hem istihdam hem de verimlilik azalıyorsa atıl birikim tanımından söz edilebilir. Yatırımlar azalırken istihdam artıyorsa emek kullanımına dayalı bir kalıp ve sonuç olarak her üç gösterge azalıyorsa daralan ve birikimsiz bir kalıptan söz edilebilir.

Üçüncü bir grup kalıp ücretler ile verimlilik arasındaki ilişkileri tanımlamaktadır. Eğer ücretlerdeki artış verimlilikteki artışı aşıyorsa emek-yönelimli sanayileşme politikalarının geçerli olduğu, eğer reel üc-

retlerdeki artış verimliliğin arkasında kalıyorsa sermaye-yönelimli bir kalıbın geçerli olduğu söylenebilir. Tablo 8.3 yatırım oranları (I/VA), verimlilik artışları (gr(PRODVA), istihdam ve verimlilik ücret farkı (GrGAP)gibi göstergeleri çeşitli alt dönemler itibariyle vermektedir.

Tablo 8.3'ün ilk dört sütununda hesaplanan verilere bağlı olarak, son üç sütunda dönemlere göre büyüme ve bölüşüm tasnifleri yapılmıştır.

a) Büyüme Kalıbı Analizi

Büyüme kalıbı analizi Tablo 8.2'de verilen tanımlara göre yapılmıştır:

- 1974-76 döneminde dinamik ve yoğun büyüme kalıbı görülmektedir. Yani verimlilik istihdam ve yatırımlar birlikte artmaktadır.
- 1977-79 döneminde durgun ve yaygın büyüme kalıbı görülmektedir. Yani verimlilik düşerken istihdam artmakta ve daha önceki dönemlere oranla yüksek yatırım/katma değer oranı görülmektedir.
- 1980 durgun ve emek kullanımına dayalı bir kriz yılıdır. Yani bu dönemde verimlilik büyük oranda düşmekte, istihdam artmakta ve yatırım/katma değer oranı ciddi bir azalma göstermektedir.
- 1981-87 ihracata yönelik büyüme dönemi, bir bütün olarak dikkate alındığında kapasite kullanımına dayalı dinamik bir büyüme kalıbı göstermektedir. Yani, hem verimlilik hem de istihdam artmakta, ama yatırım oranı durgun kalmaktadır.
- 1988, ihracat artışının durduğu diğer bir kriz yılıdır. Bu yıl verimliliğin de düştüğü durgun ve emek kullanımına dayalı bir büyüme kalıbı göstermektedir.
- Finansal serbestlikten sonraki 1989-93 dönemi statik ve kapasite kullanım oranına dayalı bir büyüme kalıbı göstermektedir. Yani verimlilik artmakta ancak istihdam artmazken yatırımlar düşük kalmaktadır.

TABLO 8.3
Özel İmalat Sanayiinde Büyüme ve Bölüşüm Kalıpları

Dönem	gr(PRODVA) (1)	Gr(L) (2)	I/VA (3)	GrGAP (4)	(1) ve (2)	(1) ve (3)	(4)
1974-76	18.04	3.25	0.245	5.92	Dinamik	Yoğun	Sermaye yönelimli
1977-79	-3.13	3.27	0.185	-2.4	Durgun	Yaygın	Emek yönelimli
1980	-20.5	3.28	0.105	11.43	Durgun	Emek kullanımına dayalı	Sermaye yönelimli
1981-82	5.68	6.07	0.147	2.49	Dinamik	Kapasite kullanımına dayalı	Sermaye yönelimli
1983-87	7.03	4.66	0.178	8.6	Dinamik	Kapasite kullanımına dayalı	Sermaye yönelimli
1988	-5.53	5.9	0.175	4.14	Durgun	Emek kullanımına dayalı	Sermaye yönelimli
1989-93	15.97	0.49	0.144	-3.1	Statik	Kapasite kullanımına dayalı	Emek yönelimli
1994	-6.93	-3.24	0.142	24.64	Daralan	Birikimsiz	Sermaye yönelimli
1995	-4.87	8.79	0.146	-8.85	Durgun	Emek kullanımına dayalı	Emek yönelimli
1996	-9.02	9.45	0.193	-15.98	Durgun	Yaygın	Emek yönelimli
1997	8.44	12.59	0.181	1.39	Dinamik	Yoğun	Sermaye yönelimli

Notlar: 10'dan fazla işçi çalıştıran özel imalat sanayii firmalarını kapsamaktadır.
gr(PRODVA): Verimlilikte (sabit fiyatla, işçi başına katma değer) yıllık % büyüme
gr(L): İstihdamda yıllık % büyüme
I/VA: Yatırım/katma değer
gr(w): İşçi başına reel ücretlerde yıllık % büyüme
grGAP: gr(PRODVA)-gr(w); Reel verimlilikle reel ücretler arasındaki fark
Kaynak: DİE, İmalat Sanayiinde İstihdam, Ödemeler ve Üretim İstatistikleri, çeşitli yıllar.

- 1994 kriz yılı daralma yaşanırken, 1995 yılı verimlilikte ciddi bir düzelme olmaksızın istihdamın arttığı durgun ve emek kullanımına dayalı bir büyüme kalıbı göstermektedir.
- Yatırım oranları ancak 1996 yılından itibaren bir toparlanmaya işaret etmekte, ancak yatırımlardaki bu artışa rağmen istihdam artışıyla beraber verimlilik düşmektedir. Verimliliğin de arttığı dinamik ve yoğun bir büyüme kalıbı 1997'ye kadar gözlenmiştir. 1994 yılındaki bölüşümdeki bozulma ve iktisadi krizin etkileri 1997 yılına gelindiğinde ancak etkisizleştirilebilmiştir.

b) **Bölüşüm Kalıbı** Analizi

Bölüşüm kalıbı analizine göre, eğer verimlilik ücretlerden daha yüksekse yani GrGAP pozitif ise sermaye yönelimli, negatifse emek yönelimli olarak kabul edilmektedir.

- İthal ikameci politikaların izlendiği 1974-76 dönemi verimliliğin ücretlerden daha hızlı bir artış gösterdiği sermaye-yönelimli dönemdir.
- 1977-79 dönemi ithal ikameci politikaların krizle sonuçlandığı ve verimliliğin ücretlerin gerisinde kaldığı emek-yönelimli dönemdir.
- 1980 kriz yılında ücretler çok hızlı düşmekte verimlilik ise daha hafif düşmektedir. Bu dönem sermaye-yönelimli bir dönem olmaktadır.
- 1981-82 döneminde, ücretler verimliliğin gerisinde kalmakta ve yine sermaye-yönelimli dönem özelliği taşımaktadır.
- 1983-87 döneminde verimlilikteki artışlara rağmen ücretler düşüş göstermekte ve bu dönem de önceki iki dönem gibi sermaye-yönelimli bir dönemdir.
- 1988 yılındaki ekonomik durgunluk yine sermaye-yönelimli bir dönem yaşanmış olması ile sonuçlanmıştır.
- 1989-1993 döneminde, 1977-79 döneminden sonraki ilk

emek-yönelimli dönemi görmekteyiz. Bu dönemde ücret artışları verimlilik artışlarının üzerinde olmuşken, bu trend 1994 yılında yine tam tersine dönerek sermaye-yönelimli hale gelmiştir.

- 1995 yılı 1994 yılına göre ücretlerin toparlandığı, emek-yönelimli bir dönem olarak gözükmektedir. Bu toparlanma 1996 yılında da devam etmiştir. 1997 yılında verimlilik artışlarının hızlanması sonucu bölüşüm tekrar sermaye yönelimli olarak değişmiş, ücret artışları verimlilik artışlarının gerisinde kalmıştır.

Sonuç olarak, 1980 yılından sonra, verimlilik yeni yatırımlara dayalı olarak gelişmekten çok, kapasite kullanım oranındaki artışa dayalı olarak gerçekleşmiştir. Yatırımlara dayalı olmayan verimlilik artışlarının kalıcı ve uzun soluklu olması beklenemeyeceği gibi, verimlilik artışlarının ücrete yansıtılması sözkonusu olmamaktadır. Bu olgu 1980 yılından sonra tek emek-yönelimli dönemin 1989-93 dönemi olmasından da anlaşılmaktadır.

Türkiye'de izlenen yapısal uyum politikaları düşük istihdam artışları ve uygulanan iktisat politikalarının yatırımlar üzerindeki olumsuz etkisiyle tanımlanabilir. Düşen ücretlere rağmen istihdamda görülen yavaş artış oranlarının nedeni, verimlilik artışlarının yeni yatırımlardan çok kapasite kullanım oranına dayalı bir büyümenin yaygın olmasından kaynaklanmaktadır.

8.D. BÖLÜŞÜM VE YATIRIMLAR ARASINDAKİ İLİŞKİ: AMPİRİK BİR İNCELEME

Neoklasik teoriye göre, gelirin sermaye lehine yeniden dağıtımı ve dolayısıyla ücretlerin gelirden aldığı paydaki bir azalma sermaye birikim oranını artırır. Bu yaklaşımda ücretlerin maliyet etkisi vurgulanırken, efektif talebin esas bileşeninin ücret gelirleri olduğu gerçeği ihmal edilmektedir. Keynesgil makroiktisat ücretlerin hem maliyet hem de toplam talebi belirleyen bir faktör olarak ikili işlevine işaret ederek, neoklasik yaklaşımın önemli bir boşluğuna işaret eder.

Atıl kapasitenin var olabileceğinin kabulü, ücret payı arttığında, eğer talep etkisi kârlılık etkisinden güçlüyse, yatırımların da artma olasılığını yaratmaktadır. Kalecki (1971)'nin çalışmalarını takiben, Rowthorn (1981), Dutt (1984), Taylor (1985 ve 1991), Blecker (1989 ve 1999) ve Marglin ve Bhaduri (1990) yatırımlarla bölüşüm arasındaki ilişkiyi inceleyen teorik modeller geliştirmiştir. Bu modellere dayanarak, Bowles ve Boyer (1995), Bhaskar ve Glyn (1995), Stockhammer (2000), Stockhammer ve Onaran (2001) gelişmiş ülkeler açısından, Sarkar (1992), Seguino (1999) ve Onaran ve Stockhammer (2001) gelişmekte olan ülke deneyimlerine dayanarak talep ve kârlılığın toplam yatırımlar üzerindeki etkilerini tartışmaktadır.

Teorik modeller arasında, Marglin ve Bhaduri (1990)'nin çalışması kapasite kullanım oranı ve kâr payının yatırım üzerindeki etkisini göz önünde bulundurarak, bir dizi birikim ve büyüme rejimi tanımlamayan daha genel bir çerçeve sunmaktadır. Daha yüksek bir ücret payının daha yüksek bir birikim oranını beraberinde getirdiği birikim rejimi ücret-çekişli, tersi ise kâr-çekişli olarak tanımlanmaktadır. Bölüşümdeki bir değişimin, yatırım ve tüketim üzerinde yarattığı etkilerin göreli büyüklüğü ise toplam ekonomik etkinlikteki nihai değişimin yönünü belirler. Eğer ücret payının düşmesini takiben toplam üretim artarsa, bu tip bir büyüme rejimi "exhilarasyonist" olarak tanımlanmaktadır. "Exhilarasyonist" bir büyüme rejiminde, kâr payındaki artışın yatırımlar üzerinde yarattığı olumlu etki, tüketim talebindeki düşüşü telafi etmeye yetecek kadar yüksek olacaktır. "Stagnasyonist" olarak tanımlanan tersi durumda ise, yatırımlardaki artış tüketim talebindeki daralmayı telafi etmeye yetmeyecek ve yüksek bir kâr payı toplam üretimin azalmasına neden olacaktır. Bu modellerde atıl kapasitenin varlığı çok önemli bir faktördür; atıl kapasite olan durumlarda yüksek kâr paylarına rağmen yatırım yapma eğilimi düşük olacaktır. Aynı şekilde ekonomik duraklama dönemlerinde "stagnasyonist", ekonomik genişleme dönemlerinde ise "exhilarasyonist" bir büyüme rejiminin gözlenme olasılığı daha yüksek olacaktır.

Türkiye imalat sanayiinde genellikle yüksek kâr paylarına rağ-

men yatırım oranlarının düşük kaldığı gözlenmektedir. Yatırımların kâr payına olan tepkisizliği sanayide atıl kapasitenin varlığıyla yakından ilişkilidir. Bu bulgular özel imalat sanayiinde ücret çekişli bir birikim rejiminin varlığıyla ilgili ipuçlarına işaret etmektedir. Bu tezi sınamak amacıyla, Marglin ve Bhaduri (1990)'nin sunduğu teorik çerçeveye dayanarak, yatırım/katma değer oranı kâr payının ve bir çarpan teriminin fonksiyonu olarak tahmin edilecektir.

Bu modele göre, yatırım oranı kâr beklentilerinin bir fonksiyonudur. Kâr beklentileri ise, diğer faktörlerin yanı sıra gözlenen kâr oranına bağlıdır. Kâr oranı kâr payı (kâr/katma değer) ve kapasite kullanım oranıyla belirlenmektedir. Kapasite kullanım oranının etkisi dikkate alınmadığında, yatırımların atıl kapasiteye olan duyarlılığı göz ardı edilmiş olacaktır. Dolayısıyla yatırım/katma değer oranı (I/VA) kâr payı (P/VA) ve kapasite kullanım oranının etkisini yakalayacak olan bir çarpan teriminin (z) fonksiyonudur:

$$I/VA=I(P/VA, z) \quad (1)$$

Bu fonksiyonda çarpan terimi ücretlerin talep etkisini, kâr payı da ücretlerin maliyet etkisini yansıtmaktadır.

Yatırım fonksiyonunda, hem çarpan teriminin, hem de kâr payının katsayılarının pozitif olması beklenmektedir. Kâr payının katsayısı sadece kârlılığın etkisini değil, aynı zamanda iç finansmanın yatırım kararları üzerindeki etkisini yansıtmaktadır (Fazzari ve Mott, 1986; Hubbard, 1998; Bhaskar ve Glyn, 1995; Stockhammer, 2000).

Kâr beklentilerinin büyük oranda geçmiş yılların kâr oranına bakılarak belirlendiği varsayılarak, denklemin tahmininde değişkenlerin bir yıl gecikmeli değerleri kullanılacaktır. Bu daha önce yapılmış post-Keynesgil çalışmalarla da tutarlıdır (Bhaskar ve Glyn, 1995; Bowles ve Boyer, 1995; Stockhammer, 2000). Bu yatırım kararıyla fiziki yatırım arasındaki zaman boyutu gözönünde bulundurulduğunda oldukça gerçekçi bir varsayımdır. Teknik olarak ise, gecikmeli değerlerin kullanılması eşanlılık sorunlarının giderilmesi açısından da avantajlıdır. Yine de alternatif olarak bugünkü değerler ve enstrüman de-

ğişkenler kullanarak da tahminler tekrarlanacak ve sonuçların tutarlılığı tartışılacaktır.

Ayrıca uyum maliyetlerini de gözönünde bulundurarak, yatırım/katma değer değişkeninin bir gecikmeli değeri de denkleme eklenecektir. Fakat gecikmeli yatırım değişkeninin, tahminlerde genellikle en anlamlı değişken olduğu ve diğer değişkenlerin açıklayıcı gücünü olumsuz etkilediği bilindiğinden, tahminler gecikmeli bağımlı değişken çıkarılarak da tekrarlanacaktır.

Bu çerçevede özel imalat sanayiinde yatırım/katma değer oranı (lnI/VA, logaritmik olarak) kendi gecikmeli değerinin, kâr payının (P/VA) bir gecikmeli değerinin ve çarpan terimi olarak da katma değerdeki artış oranının (dlnVA) gecikmeli değerinin bir fonksiyonu olarak, 1975-95 dönemi için 26 alt sektöre ait panel veri kullanılarak lineer bir tek yönlü sabit etki modeliyle tahmin edilecektir:

$$lnI/VA_{it} = \alpha_i + \beta_1 * lnI/VA_{it-1} + \beta_2 * P/VA_{it-1} + \beta_3 * dlnVA_{it-1} \qquad (2)$$

α_i sektöre özgü kukla değişkendir. Değişkenlerin ve veri kaynaklarının detaylı açıklaması EK 8.A'da sunulmaktadır.

Panel veri kullanımı sektörler arası farklılıkların da dikkate alınması açısından bir avantaj sunmaktadır. Bu nokta özellikle sektörlerin dış ticaret yönelimi açısından önemlidir. Bu amaçla Denklem (2)'ye her sektörün ihracat yoğunluğunu gösteren bir değişken de eklenecektir.

Tahmin sonuçları Tablo 8.4'te yer almaktadır. Model 1'de birikim, kâr payı ve büyüme değişkenlerinin birinci gecikmeli değerleri kullanılmaktadır. İkinci gecikmeli değerleri ise anlamlı sonuç vermemiştir. Yatırım kararlarının alınması ile gerçekleştirilmesi arasında geçen zaman gözönünde bulundurulduğunda, bu anlamlı bir varsayımdır. Yatırımların birinci gecikmeli değeri yatırımların tamamlanmasının bir süreç olduğu varsayımıyla tutarlı bir şekilde artıdır. Büyüme oranının gecikmeli değeriyle ifade edilen çarpan terimi de yüksektir.

Kâr payının gecikmeli değeri ise katsayısı artı olmakla beraber, istatistiki olarak anlamlı değildir. Yapısal uyum dönemi boyunca yük-

TABLO 8.4
Özel İmalat Sanayii İçin Tahmin Edilmiş Yatırım Denklemi

Bağımlı değişken: ln(Yatırım/Katma değer) (lnI/VA)
Gözlem sayısı=546 (26 alt sektör * 21 yıl) (1975-1995)

	Model 1	Model 2	Model 3(2)	Model 4(3)	Model 5
LnI/VAit-1	0.193 (4.5)*	0.189 (4.4)*	0.182 (4.2)*	0.198 (4.6)*	0.193 (4.5)*
P/VAit-1	0.325 (0.5)	1.419 (1.4)	-	-	0.242 (0.4)
DlnVAit-1	0.51 (2.6)*	0.533 (2.7)*	0.59 (2.9)*	-	0.514 (2.6)*
P/VAit	-	-1.226 (-1.2)	1.009 (1.2)	0.438 (0.5)	-
DlnVAit	-	0.444 (2.0)**	-	0.097 (0.2)	-
X	-	-	-	-	0.17 (0.4)
r	-0.02	-0.02	-0.01	-0.01	-0.02
R2 –Uyarlanmış	0.19	0.19	0.18	0.19	0.18
F (p-değeri)	5.43 (0.00)	5.24 (0.00)	5.18 (0.00)	5.24 (0.00)	5.24 (0.00)
Std. Sapma	1.21	1.2	1.22	1.2	1.21
Log likelihood	-932.1	-932.1	-894.1	-932.1	-932.1

Notlar: Tahmin yöntemi panel veri ile tek yönlü doğrusal sabit etki modelidir.
*, ** ve *** sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerini göstermektedir.
r otokorelasyon katsayısıdır.
Model 3'de kâr payı için kendi birinci ve ikinci gecikmeli değerleri enstrüman değişken olarak kullanılmıştır.
Model 4'te hem kâr payı hem de büyüme için kendi birinci ve ikinci gecikmeli değerleri enstrüman değişken olarak kullanılmıştır.

sek kâr oranlarının, beraberinde yüksek yatırımları getirmediği yönündeki gözlemlerin ışığında kâr payının katsayısının anlamsız olması şaşırtıcı değildir.

Yatırımların özellikle kârlılığın arttığı bir dönemde kâr payındaki değişimlere duyarsız kalması, düşük yatırımların ardındaki gerekçenin firmaların finansman kısıtı olmadığını, tersine firmaların yatırım yapmamayı seçtiğini göstermektedir. Türkiye'de finansal piyasaların serbestleştirilmesinin ardından finansal enstrümanların çok daha kârlı ve esnek bir yatırım alanı haline gelmesi bu tercihin arkasındaki mantığı ortaya koymaktadır. Aynı şekilde, ithal girdi maliyetlerinin artması, kamunun altyapı yatırımlarının yetersizliği, nitelikli işgücü eksikliği, makroekonomik istikrarsızlık sonucu ortaya çıkan belirsizlik ve riskler de yine beklenen kâr oranını aşağı çekmekte ve Türkiye'de yatırımların düşük kalmasına yol açmaktadır.

Sonuçlarımız gecikmeli değerlerin farklı bileşkelerinin kullanıldığı durumlarda da değişmemektedir. Model 2'de eşanlılık problemleri bir kenara bırakılarak bugünkü değerler de eklendiğinde kâr payının katsayısı yine anlamsız olmaktadır ve hatta kâr payının bugünkü değerinin katsayısı eksi hale gelmektedir. Denklem sadece değişkenlerin düzeyleriyle tahmin edildiğinde de her iki katsayı anlamsız olmaktadır. Özellikle büyüme değişkenine yatırımların bir yıl gecikmeyle tepki vermesi beklenen bir sonuçtur, çünkü yatırımcılar talep artışlarının kalıcı olduğundan emin olmadan üretim kapasitelerini artırmak istemeyeceklerdir. Bu nedenle her iki değişkenin de bir yıl gecikmeli değerinin kullanılması iktisadi açıdan daha anlamlı olacaktır.

Model 3 ve 4'te görüldüğü gibi, kâr payı ve büyüme oranının bir ve iki yıl gecikmeli değerlerinin enstrüman değişkenler olarak kullanılması da sonuçları değiştirmemektedir. Hem çarpan değişkeninin katsayısının istikrarlı bir şekilde pozitif ve anlamlı çıkması hem de kâr payının anlamsız çıkması, gelişmiş ülkeler için yapılmış çalışmalarda da görülmektedir (Bhaskar ve Glyn, 1995; Ford ve Poret, 1991; Stockhammer, 2000).

Sonuçlar ihracat yönelimli dönem boyunca güçlü bir yatırım artışına dayanmayan büyüme modelini açıklamak açısından da anlamlıdır. Yeni yatırımlardansa varolan atıl kapasitenin kullanımına dayanan ihracat patlaması ücretlerdeki azalmadan kaynaklanan iç talep

daralmasını telafi etmekte yetersiz kalmıştır. İhracatta çok yüksek artışların yaşandığı bir dönemde imalat sanayiinde katma değer artış hızının bir önceki döneme göre yavaşlamış olması bu iddianın en çarpıcı kanıtıdır ve yatırımlardaki duraklamaya da önemli bir açıklama getirmektedir.

Atıl kapasitenin varlığı ve düşük ücretlere dayanan ihracat stratejisi, firmaların uluslararası rekabet güçlerini artırmak için yatırım yapma eğilimi göstermemelerinin ardındaki temel nedenlerdir. Sektörün ihracat yöneliminin yatırım oranı üzerinde herhangi bir olumlu etki yaratıp yaratmadığını sınamak amacıyla Model 5'te Model 1'deki değişkenlere ek olarak sektörün ihracatının toplam üretimi içindeki payı da kullanılmıştır. Model 5'in sonuçlarından görülebileceği gibi, sektörün ihracat yoğunluğu yatırım oranı üzerinde anlamlı bir etki yaratmamaktadır. İhracat yönelimi kontrol edildikten sonra dahi sektörlere özgü farklılıkları ifade eden sabit etkiler anlamlı olmaya devam etmektedir.

8.E. SONUÇ

Bu çalışmanın sonuçlarına göre, Türk imalat sanayii geneli ve alt sektörlerinde, kapasite kullanımına dayalı bir büyüme en sık rastlanan büyüme kalıbıdır. Aynı zamanda, ücret oranlarının düştüğü dönemlerde bile yatırım oranlarında ciddi bir artış olmadığı görülmektedir. Ayrıca bu çalışmanın sonuçlarına göre, Bhaduri ve Marglin (1990)'de kullanılan teorik çerçeveye dayalı olarak, Türk imalat sanayiinde ücret-çekişli bir rejim etkin olmaktadır. Çalışmanın sonuçları, Türkiye'nin yapısal uyum sürecinin yatırımları hızlandırmadığını ve gelirin sistematik olarak ücretlerden kârlara doğru yeniden dağıtımını temel alan bu politikaların olumsuz etkilerini sergilemektedir. Yatırımların kâr payına olan duyarsızlığı, talebe olan duyarlılığıyla tam bir zıtlık içindedir. Yeni yatırımlardansa varolan fazla kapasitenin kullanımına dayanan ihracat patlaması, ücretlerdeki azalmadan kaynaklanan iç talep daralmasının olumsuz etkilerini dengeleyememiştir. İhracatta çok yüksek artışların yaşandığı bir dönemde imalat sanayiinde katma de-

ğer artış hızının bir önceki döneme göre yavaşlamış olması bu iddianın en çarpıcı kanıtıdır ve yatırımlardaki duraklamaya da önemli bir açıklama getirmektedir.

Bu çalışma, Türk imalat sanayiinde "stagnasyonist" bir rejimin ve ücret-çekişli bir büyüme modelinin geçerli olduğuna ilişkin bulguları ortaya koymakta ve yapısal uyum programlarının ücretlerin daraltılmasına dayandırılmasından doğacak olan sorunları gözler önüne sermektedir. Çalışmaya göre iki önemli sonuçtan söz edilebilir: Birinci sonuca göre, ücret azalması yatırımları güçlendirememekte, bu şekilde düşürülen maliyetler iç talebi daralmakta, ihracat artışı ise bu azalmayı telafi edememektedir. İkinci sonuca göre, yatırımların güçlenmesi, düşük ücretlere dayanan bir dış rekabet gücü artırma politikasına değil, nitelikli işgücüne ve verimlilik artışlarına dayanan bir politikaya gereksinim duymaktadır.

EK 8.A

Veri kaynağı: 10 ve daha fazla kişi çalıştıran özel imalat sanayii şirketlerine ait 26 alt-sektör temelinde (3-basamaklı sınıflama) sınıflanmış anket verileri, DİE İmalat Sanayii İstihdam, Ödemeler, Üretim ve Eğilim Anketi, 1973-1995 dönemi için disket ortamında sağlanmıştır. Tahmin dönemi veri kısıtıyla belirlenmiştir.

Değişken listesi:
$lnIVA_{it}$: Sectör i'de t anında reel (sektörel bazda TEFE ile indirgenmiş) gayrısafi sabit sermaye yatırımlarının reel katma değere oranı.
PVA_{it}: Sectör i'de t anında kâr/katma değer (% olarak).
$dlnVA_{it}$: Sectör i'de t anında katma değerin birinci logaritmik farkı (sektörel bazda TE-FE ile indirgenmiş)
X_{it} = Sectör i'de t anında ihracat yoğunluğu (ihracat/üretim) (İhracat için kaynak: 1975-79 için Uygur (1990), 1980-88 dönemi için Hazine Dış Ticaret Müsteşarlığı, disket ve-rileri; 1989-95 için DİE, disket verileri).

i=1,...,26; t=1975-95.

Modelin belirlenmesi ve tahmin yöntemi:
Tahmin tekniği olarak panel data için tek yönlü sabit etki modeli kullanılmıştır. Verilerin basitçe havuz veri olarak kullanılması bütün sektörler için ortak bir sabit terim tahmin edecekken, sabit etki modelinde sektörler arasındaki sistematik farklılıklar sektöre özgü kukla değişkenle yakalanmaktadır. Ana metindeki Tablo 8.4 tahmin sonuçlarını göster-mektedir. Likelihood oran ve F sınamaları gruplararası ortak bir sabit terim hipotezini sa-bit etki modeli lehine %1 anlamlılık düzeyinde reddetmektedir. Ayrıca bu model tek yön-lüdür, yani zamana özgü yıl kukla değişkenleri kullanılmamıştır. İki yönlü model likeli-hood oran and F testleri sonucunda tek yönlü model lehine reddedilmiştir (1% anlamlı-lık düzeyinde). Tek yönlü sabit etki modelinin genel şekli şöyledir (Greene, 1993):

$$y_{it} = \alpha_i + \beta' x_{it} + \varepsilon_{it},$$

$$E[\varepsilon_{it}] = 0,\ Var[\varepsilon_{it}] = \sigma^2_e$$

Sektörler bir örneklemden rassal olarak seçilmiş alt gruplardan değil, örneklemin tama-mından oluştuğu için sabit etki modeli, sektörler arası farklılıkların rassal bir terimle ya-kalandığı rassal etki modeline oranla verinin doğasına daha uygundur. Zaten Haussman testinin sonuçları da rassal etki modelini 1% anlamlılık düzeyinde reddetmektedir. Ay-rıca test sonuçları hata terimleri arasında istatistiksel olarak anlamlı derecede otokore-lasyon olmadığını göstermektedir.
Panel veri için birim kök sınaması Levin ve Lin (1992)'in yöntemini kullanan Fielding ve Mizen (1998)'e göre yapılmıştır. Test iki yönlü bir sabit etki modeline dayanmaktadır. Sa-bit etki ve zaman etkilerinin dışında test zaman serileri için geçerli olan yöntemi içermek-tedir. Bu testing sonuçlarına göre kullandığımız değişkenlerde birim kök yoktur.

9

Yurtiçine Sermaye Akışının Derneşik Harcama Kategorileri Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği*

NURHAN YENTÜRK - BURÇ ÜLENGİN

9.A. GİRİŞ

1990'larda gelişmekte olan ülkelere sermaye girişinde önemli bir artış görülmektedir. Nitekim, bütün gelişmekte olan ülkeler için, sermaye hesabı fazlası (net hata ve noksanlar dahil) 1994'de 142.2 milyar dolara gerilemeden önce 1987'de 48.7 milyar dolardan 1993'de rekor seviyesi olan 162,9 milyar dolara yükselmiştir. (Corbo ve Hernandez, 1996). Ayrıca 1990'larda gelişmekte olan ülkelere giren özel sermayenin bileşimi de portfolyo ve diğer kısa vadeli sermaye akışı lehine değişmiştir (Dünya Bankası, 1997).

Gelişmekte olan ülkelere giren sermayenin bileşimi ve miktarındaki değişikliklerle birlikte yurtiçine giren sermayenin derneşik harcama kategorileri üzerindeki etkisinin araştırılması önem kazanmıştır. Bu makalenin amacı, yabancı tasarrufun Türkiye'deki tüketim ve yatırım üzerindeki etkilerini tartışmaktır. Birinci kısımda yurtiçine sermaye akımının yatırım kararına etkisi üzerine yapılan tartışmalara yer

(*) Bu makale 2001 yılında, "Impacts of Capital Inflows on Aggregate Spending Categories: the Case of Turkey"başlığıyla *Applied Economics* dergisinin, 33. cildinde İngilizce olarak yayımlanan makalenin kısaltılmış halidir.

verilmektedir. İkinci kısımda Türkiye için yabancı tasarruf, özel tüketim ve özel yatırım arasındaki ilişkiyi ve nedenselliği araştırmak için kurulan Vektör Ardaşık Bağlanım (VAB) modeli sergilenmektedir.

9.B. YABANCI TASARRUF, TÜKETİM VE YATIRIM

Neoklasik teori, yabancı tasarrufun yurtiçine akımının yatırım ve büyüme için yeni kaynak yaratacağı görüşünü savunur. Dış finansal serbestlik, sermaye akışının, sermaye darboğazı yaşayan gelişmekte olan ülkelere doğru toplanmasını sağlayarak kaynakların uluslararası dağılımını etkinleştirecektir. Sermaye kıtlığı çeken gelişmekte olan ülkeler yurtiçine sermaye akımını teşvik etmek için sermaye fazlası olan ülkelere göre faiz oranlarını yükseltecekler ve böylece gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere doğru olan sermaye akımı sağlanacaktır. Bu akım, yatırımların getiri oranları birbirine yaklaşana kadar devam edecektir. Global tasarrufun, yatırım oranlarına yönelmesi arttıkça, yukarıda sözü edilen yaklaşma sürecinin daha hızlı olması beklenmektedir.

Neoklasiklerin bu yaklaşımına yapılan eleştiriler iki başlık altında özetlenebilir.[1] Birincisi neoklasik yaklaşımın finansal piyasaların etkin çalıştığını, ikincisi ise tasarrufların global ölçekte dağıldığını ve yatırımların getiri oranlarının eşitlendiğini kabul etmesidir. Aslında finansal piyasalar hem global tasarruf ve yatırımdan bağımsız çalışırlar, hem de piyasaların çalışması etkin değildir.

Neoklasik yaklaşıma yapılan diğer eleştiri faiz oranlarının düşmesi ile ilgilidir. Finansal serbestlik ile birlikte faiz oranları yükselmekte ve ülkelerarası yatırım oranlarının yakınsaması sözkonusu olmamaktadır. Özellikle yurtiçine sermaye akışındaki aşırılık, kamu açığının, kamu faiz ödemelerinin ve dış borçların artmasıyla ilişkili olarak faiz oranlarını yükseltir. Sermaye girişinin esasen rantiyelerin spekülatif hareketlerinden etkilenmesi ve yüksek para ikamesi yüksek reel faiz oranlarının diğer nedenleridir. Sermaye girişinden etkilenen yüksek

1 Bu konularda geniş ve yeni tarihli bir literatür taraması kitabın 6. makalesinde yer almaktadır.

faiz oranı gelişmekte olan ülkelerde reel yatırım kararlarını olumsuz yönde etkiler.

Gelişmekte olan ülkelerde yurtiçine spekülatif sermaye akışının aniden yükselmesiyle birlikte yerli paranın değer kazanma eğilimi cari işlemler açığını büyütür, belirsizlik ve devalüasyon beklentisine neden olur. Bu gelişmeler sermayenin kaçışını teşvik eder (Vos, 1993) ve yurtiçi yatırımlar için gerekli olan kaynakları azaltır. Diğer yandan, artan aşırı dış borç ile birlikte artan dış faiz ödemeleri, yurtiçi tasarrufların önemli bir bölümünün yurtdışı transferlerin finanse edilmesi için kullanılmasına neden olur. Öte yandan, yurtiçine giren sermaye genellikle yurtiçi tüketimi ve tüketim mallarının ithalatını finanse etmek için kullanılır (Frenkel vd., 1993; Agosin, 1994; Calvo, 1994; Ffrench-Davis vd., 1994). Tüketimin artması ticarete konu olmayan mallara yönelik üretimin ve yatırımın artmasına sebep olur. Ayrıca yurtiçine sermaye girişindeki ani yükselme ve yerli paranın değer kazanması ticarete konu olan sektörlere yönelik yatırımları olumsuz etkiler (Corbo ve De Melo, 1987; Joumard ve Reisen, 1992).

Ampirik çalışmalardan elde edilen sonuçlar, birçok gelişmekte olan ülkede yabancı tasarruf ve yurtiçi/ulusal tasarruf arasındaki tamamlayıcılığın varolduğu yönünde çıkmamaktadır.[2] Daha sık rastlanan ekonometrik sonuç yabancı tasarruf, tüketim ve yurtdışına net faktör transferleri arasındaki pozitif bir ilişkidir. Yabancı tasarrufun yurtiçi yatırımı finanse etmek için kullanılması hipotezini test etmek amacıyla, makalenin bundan sonraki kısımlarında, Türkiye'deki yabancı tasarruf, tüketim ve yurtiçi yatırım arasındaki ilişkilerin yönü ve uzun dönemdeki gücü incelenmektedir.

9.C. YABANCI TASARRUF VE DERNEŞİK HARCAMA KATEGORİLERİ ARASINDAKİ İLİŞKİNİN İNCELENMESİ

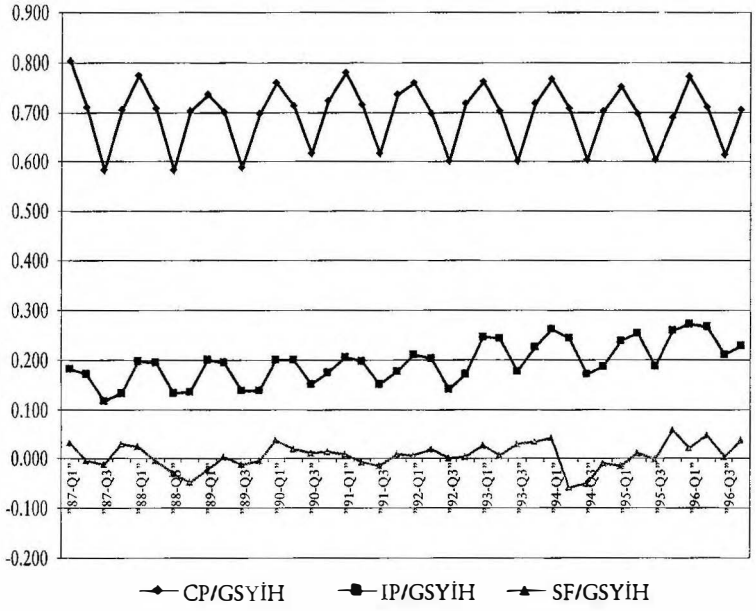
Bu makalede incelenen zaman serileri mevsim etkisinden arındırılmamış üçer aylık yabancı tasarruf (SF), özel tüketim(CP) ve özel yatırımdır (IP).

2 Bu ampirik çalışmaların sonuçları için kitabın 6. ve 15. makalelerine bakılabilir.

Bütün değişkenlerin 1987.1'den 1997.4'e kadar olan dönemdeki verileri gayri safi milli hasılaya oranlanarak kullanılmıştır. Yabancı tasarruf, özel tüketim ve özel yatırım serileri Grafik 9.1'de gösterilmiştir. Serilerin güçlü genel eğilimler (yukarı ya da aşağı doğru kalıcı hareketler-trend) taşımadığı görülmektedir. Yabancı tasarruf dışındaki diğer değişkenler CP ve IP, kendilerine özgü mevsimsel bir davranış sergilemektedirler.

Değişkenlerin mevsimsel davranışları Franses (1994)'in önerdiği gibi basit bir grafiksel teknikle gösterilebilir. Üçer aylık vektör çizimi (VQ) (Vector of quarters plot) dört farklı vektördeki büyüme oranlarını gösterir, her bir vektör belirli bir çeyreğe denk gelir. Grafik 9.2

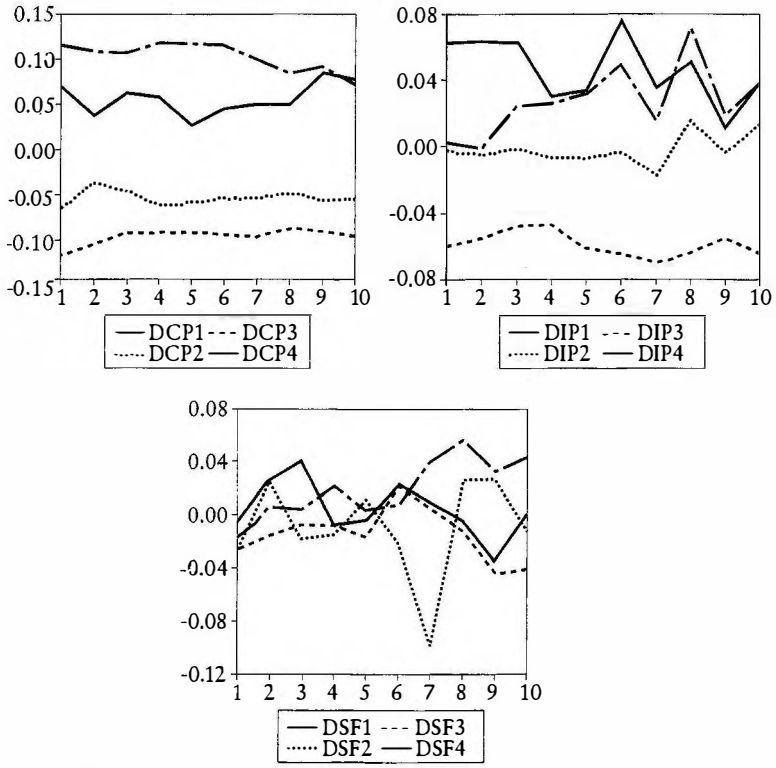
GRAFİK 9.1
Türkiye'de Yabancı Tasarruf (SF), Özel Tüketim (CP) ve Özel Yatırım (IP) (GSYİH'ya oranlar)



Not: Yabancı tasarrufların (SF) hesaplanmasında cari açıklar kullanılmıştır.
Kaynak: www.dpt.gov.tr

GRAFİK 9.2

SF, CP ve IP için VQ Çizimleri



SF, CP, ve IP'ye ait VQ çizimlerini göstermektedir. CP ve IP için VQ çizimi, birinci ve dördüncü çeyreklerin genişleme çeyrekleri, ikinci ve özellikle üçüncü çeyreklerin daralma çeyrekleri olduğunu işaret eder. SF'nin VQ çizimi belirgin bir mevsimsel davranış göstermemektedir. Çizimler zaman içinde birbirini kesme eğilimi gösterdiğinden, bütün değişkenler için değişken bir mevsimsel davranıştan bahsedilebilir.

Mevsimsel kukla değişkenlerinin kullanılması zaman içinde değişen bir mevsimsel davranış sözkonusu olduğundan uygun bir yakla-

şım değildir. Franses vd. (1995) mevsimsel davranış değiştiğinde bu modellerle üretilen deterministik mevsimsel hareketlerin ve çıkarsamaların istatistiksel olarak geçersiz olabileceğini göstermiştir.

Zaman içinde değişen mevsimsel davranış mevsimsel veri üreten sürecin bir veya birden fazla birim kök içerebileceğini işaret eder. İlgili yazında, sıfır frekansının yanı sıra diğer mevsimsel frekanslardaki birim kökün varlığının araştırılmasına önem verildiği görülmektedir. Bu makalede birim kök ve mevsimsel birim kök testleri için alternatif prosedürler arasından Hylleberhg vd. (1990) tarafından önerilen prosedür (bundan böyle HEGY) kullanılmıştır. HEGY yaklaşımı birim kökün varlığının mevsimsel ve sıfır sıklıklarında test edilmesini sağlar.

Üç aylık değişkenlerde durağanlığı sağlamak için $(1-B^4)$ filtresi kullanılabilir. $(1-B^4)$ filtresi mevsimsel birim kökleri ve sıfır frekansındaki birim kökü ortadan kaldırır. Eğer sadece sıfır frekansında birim kök bulunursa, serinin birinci farklarının alınması seriyi durağan hale getirmek için yeterlidir. Olası deterministik etkileri gözden kaçırmamak için HEGY test regresyonunda mevsimsel kukla değişkenlerin deterministik trendin bulunduğu (SD,Tr) ve bulunmadığı (SD) versiyonları kullanılmıştır. HEGY test regresyonunun gecikme uzunluğu dört olarak belirlenmiştir. HEGY test regresyonunun etkinliğini temin etmek için, regresyonun hata terimlerine Lagrange Multiplier ardışık bağımlılık sınaması uygulanmıştır.

Tablo 9.1 CP, IP ve SF'nin HEGY regresyonlarına dayanan birim kök sınama istatistiklerini gösterir. Sıfır frekansındaki birim kökün varlığının sınanmasında Π_1 için hesaplanan t değeri kullanılır. Π_2 altı aylık (biannual) frekansdaki birim kökün varlığını sınamak için kullanılır. Yıllık frekansdaki bir çift birim kökün varlığını sınamak için Π_3 ve Π_4'ün ortak sınaması yapılmıştır. (Ho: $\Pi_3 \cap \Pi_4=0$ sıfır hipotezi F testi ile sınanır). Bütün değişkenler sıfır, altı aylık ve yıllık frekanslarda birim kök taşıyabilirler.

Sınamalarda HEGY(1990)'deki eşik değerleri kullanılmıştır. Bu durum incelediğimiz serilerdeki mevsimsel davranışların kaynağının tek başına deterministik bir süreç olmadığını göstermektedir. Bir

TABLO 9.1
Mevsimsel Birim Kök Sınaması

Değişken	Deterministik bileşenler	t_1	t_2	F_{34}
CP	I,SD	-3.06	-0.74	0.509
	I,SD,Tr	-2.34	-0.44	0.341
IP	I,SD	-0.20	-1.60	5.38
	I,SD,Tr	-2.59	-1.45	4.16
SF	I,SD	-2.81	-1.76	6.02
	I,SD,Tr	-2.72	-1.83	4.74

başka deyişle bu serilerin stokastik mevsimsellik gösterdiğini söyleyebiliriz.

SF, CP ve IP serileri sıfır, yıllık ve altı aylık frekanslarında birim kök taşıdıklarından, bu üç serinin her bir sıklıkta ortak bir birim kök taşıyıp taşımadıklarını sınamak için eşbütünleşim sınaması yapılır. Sıfır frekansındaki eşbütünleşim sınaması ve altı aylık frekansındaki mevsimsel eşbütünleşim sınaması Engle vd. (1993)'nin iki adımdan oluşan prosedürü kullanılarak yapılmıştır. İki adımlı prosedürden elde edilen t istatistikleri Tablo 9.2'de gösterilmiştir.

Sonuçlar sıfır ve biannual sıklıklarında eşbütünleşik ilişkinin olmadığını işaret eder. Eşik değerleri Engle ve Yoo (1987)'da mevcuttur.

HEGY mevsimsel birim kök sınamalarının ve iki adımlı eşbütünleşim sınamasının sonuçlarına dayanarak, VAB modeli dördüncü

TABLO 9.2
Eşbütünleşim Sınaması

Deterministik bileşenler	Geçikme uzunluğu	t_1	t_2
I, SD	4	-1.89	-1.52
I, SD, Tr	4	-1.82	-1.46
I	4	-1.97	-1.69

farklara uygulanır. İlk olarak model altı geçikme uzunluğu seçilerek tahmin edilmiştir. Daha sonra modelin boyutunu küçültmek için herbir değişkenin bütün denklemlerdeki bir geçikmeli ortak anlamlılığı F sınaması kullanılarak sınanmıştır. Bütün değişkenlerin beş ve altı geçikmeleri istatistik bakımından anlamlı değildir. Model dört geçikme uzunluğu ile tekrar tahmin edilmiştir.

Varsayımların geçerliliğini kontrol etmek için hata terimlerinde ardışık bağımlılık, değişen varyans ve normallik sınanmıştır. Sınamaların sonuçları Tablo 9.3'te gösterilmiştir. Hata terimlerinin ardışık bağımlı olduğuna, değişen varyansına veya normal dağılımdan saptığına dair bulgular yoktur. Sıralı (recursive) hata terimleri zaman içinde kararlıdır. Yapısal bir değişim sözkonusu değildir.

SF, CF ve IP arasındaki ilişkiler, şokların eşdönem korelasyon matrisi, Granger nedensellik sınaması ve sistemin dürtüye tepki fonksiyonu (impulse-response function) ile analiz edilebilir. Üç değişkenin hareketlerinin kaynağı aynı ise, şoklar arasındaki eşdönem korelasyonlarının yüksek olması ve değişkenler arasında Granger nedenselliğinin bulunmaması beklenmektedir.

Geçici sistemlerde nedenselliğin modellenmesine ilişkin alterna-

TABLO 9.3
VAB Hata Terimlerine Uygulanan Diagnostik Sınamalar

Değişkenler	LB(6)	BP(6)	ARCH(6)	Normallik
SF4	2.87	1.26	1.36	0.21
	(0.72)	(0.98)	(0.27)	(0.89)
CP4	2.86	1.42	1.21	0.91
	(0.72)	(0.99)	(0.34)	(0.63)
IP4	6.58	1.17	1.05	1.39
	(0.25)	(0.94)	(0.43)	(0.49)

Not: Normallik Jarque-Bera normallik sınamasını gösterir. LB hata terimleri arasındaki ardışık bağımlılığı sınamak için kullanılan Ljung-Box sınamasıdır. ARCH Hata terimlerinin ARCH'ı için kullanılan Lagrange multiplier sınamasıdır. BP the Breusch-Pagan sınaması değişken varyansı sınamak için kullanılmıştır.Parantez içindeki değerler p-değerlerini gösterir.

TABLO 9.4
VAB Hata Terimlerinin Korelasyon Matrisi

Değişkenler	SF4	CP4
CP4	0.3221 (0.3227)	
IP4	0.2545 (0.4398)	0.1423 (0.6698)

Not: Parantez içindeki değerler p-değerlerini gösterir.

tif yaklaşımlar olmasına rağmen, Granger nedenselliği basit ve kolay uygulanabilen bir sınamadır. Ayrıca Granger anlamında nedensel bir sıralamanın bulunması modelde bir sıralama yapılmasına ve bu sıralamanın kestirimlerde kullanılmasına yardımcı olur. Geçikme uzunluklarını bulmak için FPE ve SB kriterleri kullanılmıştır. Her iki metod da optimum geçikmenin altı (6) olduğu sonucunu vermektedir. Tablo 9.4 ve 9.5 sırasıyla eşdönem korelasyon matrisini ve Granger nedensellik sınamalarının sonuçlarını göstermektedirler.

Eşdönem korelasyonlar küçük ve istatistiksel olarak önemsizdir. Granger nedensellik sınamaları, SF4'nin CP4'ün nedeni olduğunu ve CP4'ünde IP4'ün nedeni olduğunu işaret eder. Değişkenler arasında geri

TABLO 9.5
Granger Nedensellik Sınamaları

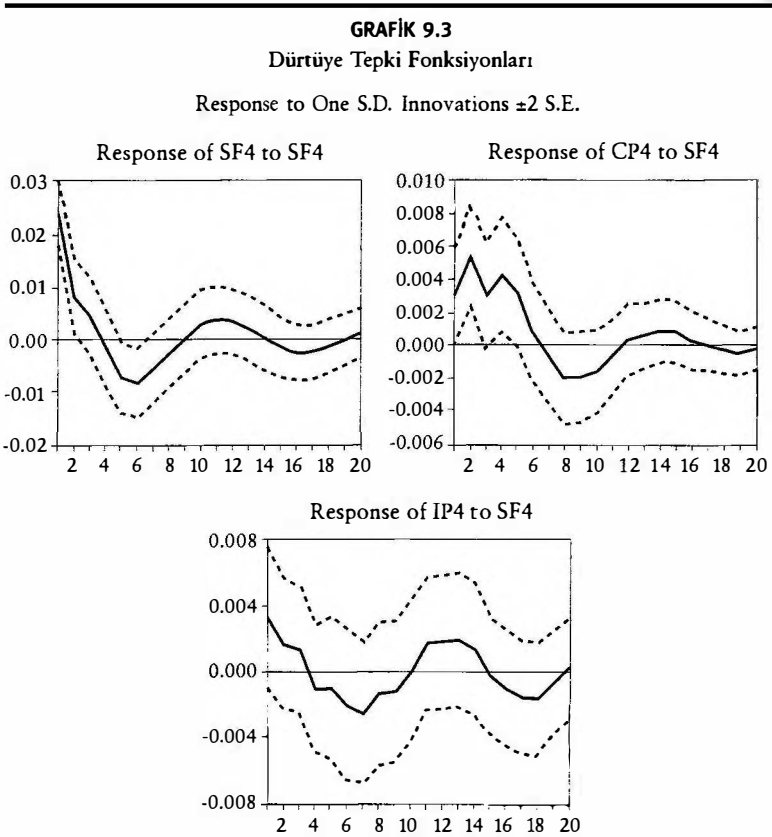
Sıfır hipotezi	F-istatistiği	Olasılık
SF4, CP4'ün Granger nedeni değildir	3.4086	0.02
SF4, IP4'ün Granger nedeni değildir	0.3763	0.82
CP4, SF4'ün Granger nedeni değildir	0.3366	0.85
CP4, IP4'ün Granger nedeni değildir	7.4552	0.05
IP4, SF4'ün Granger nedeni değildir	0.4371	0.78
IP4, CP4'ün Granger nedeni değildir	1.4931	0.23

Not: Parantez içindeki değerler p-değerlerini gösterir.

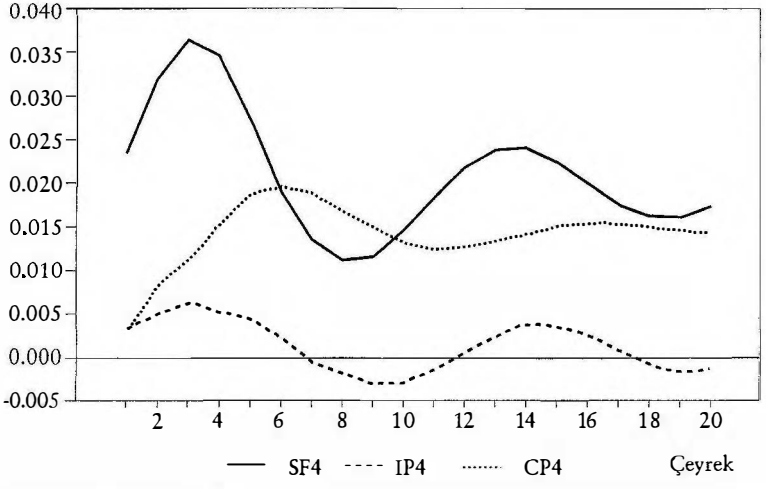
beslenme sözkonusu değildir. Granger nedensellik sınaması, kısıtlı bir bilgi setiyle (iki değişkenli) yapılmıştır ve dışlanmış değişkenler sonuçları etkileyebilir. Öte yandan sabit varyans ardışık bağımlılık ve parametre kararlılığı gibi temel bozuk terim sınamaları Granger nedensellik sınama denklemlerine uygulanmamıştır. Bu yüzden Granger nedensellik sınamalarının sonuçları, sistem yaklaşımı kullanılarak kontrol edilmelidir.

Bulduğumuz sonuçlar Grafik 9.3'te görülen dürtüye tepki fonksiyonu çizimleri ile doğrulanmaktadır. Bu fonksiyonların kullanılması her bir değişkenin sistemdeki diğer değişkenlerden birine bir standart

GRAFİK 9.3
Dürtüye Tepki Fonksiyonları



GRAFİK 9.4
SF4'e Birikimli Tepkiler



sapma değerinde verilen rassal şoktan kaynaklanan dinamik davranışlarının gözlemlenmesini sağlamaktadır. Choleski dekompozisyon metodu şokların varyans-ortak varyans matrisini ortogonalize etmek için kullanılır. Choleski dekompozisyonunun uygulamasının tek bir yolu olmamasına rağmen makroekonomik teoriye uygun olarak değişkenlerin çeşitli sıralamaları denenmiştir. Sıralamanın değiştirilmesi sonuçlarda önemli bir değişikliğe yol açmamıştır.

Bu makalede SF4 $\Rightarrow$ CP4 $\Rightarrow$ IP4 sıralaması kullanılmıştır. Dürtüye tepki fonksiyonları etrafındaki iki standart sapmalı güven aralığı Monte Carlo simulasyon tekniği uygulanarak bulunmuştur. SF4'e uygulanan şokun CP4 üzerinde en azından dört çeyrek için pozitif bir etkisi vardır. Bir yıl sonra sıfır çizgisi % 95 güven aralığı içindedir. IP4'ün SF4'e verilen dürtüye tepkisi ilk birkaç çeyrek için pozitiftir fakat % 95 güven aralığı sıfır çizgisini içerir. SF4'e kümülatif tepkiler Grafik 9.4'tedir. SF4'e uygulanan şok SF4 üzerinde kalıcı bir artışa sebep olur. Fakat IP4 üzerinde etkisi yoktur.

9.D. SONUÇ

Bu makalede, yabancı tasarrufun Türkiye'deki derneşik harcama kategorileri üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre, 1987-1997 arasında sonra yabancı tasarruflar yurtiçi yatırımlar için ek kaynak yaratmak yerine, özel tüketim harcamalarını finanse etmek için kullanılmıştır. VAB modelinde değişkenlerin zaman serisi özellikleri kullanılmıştır. Yabancı tasarruf, özel tüketim ve özel yatırım zaman serileri mevsimsel davranış göstermektedirler. Mevsimsel birim kök sınamaları serilerin mevsimsel birim kök taşıdıklarını göstermektedir. Sıfır frekansında eşbütünleşim ve altı aylık frekansda mevsimsel eşbütünleşme olduğuna dair bulgular yoktur.

Makalede, VAB modeli dördüncü farklarda uygulanmıştır ve Granger nedenselliği, sistemin dürtüye tepki fonksiyonu analiz edilmiştir. Sonuçlar uzun dönemde yabancı tasarrufun esas olarak özel tüketimi etkilediğini ve özel tüketimin de özel yatırımı etkileyebileceğini göstermektedir. Yabancı tasarruflardaki bir şok yabancı tasarrufun kendisinde ve özel tüketimde kalıcı bir artışa sebep olmakta, fakat şokun özel yatırım üzerinde bir etkisi olmamaktadır. Ampirik çalışmaların sonuçlarına dayanarak, yatırımlardaki artışın tüketimin hızlandırıcı etkisinden kaynaklandığı, bu nedenle tüketiminin hızlandırıcı etkisinin, esas olarak ticarete konu olmayan sektörlerin yatırımlarını artırdığı sonucuna varılabilir.[3] Bu makaleden elde edilen ana sonuca göre, Türkiye'de ticarete konu olan sektörlerin yatırımlarında ve rekabet gücünde kalıcı bir artışa ulaşmak için yabancı tasarrufa güvenmek yeterli olmayacaktır.

---

3 Bu kitabın 6. makalesinde bulunan Grafik 6.1 ticarete konu olmayan sektörlerin yatırımlarındaki artışı göstermektedir. Ancak ticarete konu olan ve olmayan sektörlerin yatırım verileri üçer aylık olarak yayımlanmadığı için VAB modeline dahil edilememiştir.

10

Türkiye'de Uygulanan İktisat Politikaları ve Yatırımlar*

10.A. GİRİŞ

Büyüme ve sanayileşmeye dayalı bir iktisadi gelişme sürecini hedefleyen Türkiye, 1963 yılından itibaren iki temel sanayileşme politikası izleyerek bu amacına ulaşmaya çalışmıştır. Bunlardan birincisi 1963-1979 arası izlenen ithal ikameci sanayileşme, ikincisi ise 1980 yılından günümüze izlenen dışa açılma politikalarıdır.

Bu çalışmanın amacı, uygulanan iktisat politikaları sonucu yatırımlarda ortaya çıkan gelişmelerin incelenmesidir. Güncelliği korumak için 1980 sonrası ihracata yönelik sanayileşme amacıyla uygulanmaya konulan yapısal uyum politikalarının yatırımlara etkileri üzerinde durulacaktır. Çalışmada özel kesim yatırımlarının gelişimi ve bunların sektörel dağılımlarını etkileyen faktörler incelenmektedir.

1980 sonrası özel kesim yatırımlarının ticarete konu olan ve ticarete konu olmayan sektörler arasında dağılımının incelenmesi ilginç sonuçları ortaya çıkarmaktadır: 1980 yılından sonra yatırımların sektörel dağılımında ortaya çıkan gelişmeler yapısal uyum politikaların-

(*) Bu makale, 1998 yılında "Ajustement et Accumulation: La Turquie" başlığıyla *Canadian Journal of Development Studies* dergisinin XIX. cilt, 1.sayısında Fransızca olarak yayımlanmıştır.

dan beklenenin tersine bir gelişme göstermektedir. Bu kitaptaki 6. makalede yer alan Grafik 6.1'den Türkiye'de yatırımların ticarete konu olan ve olmayan sektörler arasında nasıl dağıldığı izlenebilir. 1981 yılında ticarete konu olan özel sektör yatırımlarının GSYİH içindeki payı (TPGDP) % 5 civarındadır. Bu oran 10 yıl aynı düzeyde kalmış ve 1990 yılında % 6'ya yükselmiştir. Halbuki özel sektör ticarete konu olmayan sektörlerin GSYİH içindeki payı (NTPGDP) 1981 yılında % 6'ya düşmüş, 1985 yılında hızlı bir artış göstererek 1994 yılında % 15'e yükselmiştir.

Dolayısıyla, dışa açılma politikaları ile birlikte, Türkiye'de içe dönük sektörlerin yatırım oranlarında bir artış görülürken, dışa açık sektörlerin yatırım paylarında bir sabitlik sözkonusu olmuştur denilebilir. Bu makalenin amacı ticarete konu olan ve olmayan sektörlerin yatırımlarına etki eden faktörleri ayrı ayrı incelemektir. En temel iki faktörden söz edilebilir. Birincisi ticarete konu olan ve olmayan sektörlerin göreli fiyatlarının gelişimi ile yapısal uyum politikalarının her iki sektörün göreli kârlılıklarına etkileri (birinci kısım); ikincisi gelirin kârlar ve ücretler arasındaki dağılımının ticarete konu olan ve olmayan sektörlerin yatırım kararları üzerindeki farklı sonuçlarıdır (ikinci kısım).

10.B. TİCARETE KONU OLMAYAN SEKTÖRLERİN GÖRELİ FİYATLARI VE YATIRIMLARI

Makalenin amacına uygun olarak, analizi ticarete konu olan ve olmayan sektörlerin yatırımları çerçevesine yerleştirdiğimizde, neoklasik analizin, dışa açılma ile birlikte yatırımların ve kârlılığının ticarete konu olan sektörlerde yoğunlaşacağı beklentisinin tartışılması ön plana çıkmaktadır. Bu tezi incelemeye geçmeden önce gelişmekte olan bazı ülkelerin konu ile ilgili verilerini hatırlamakta yarar olacaktır. Bu kitabın 6. makalesinde yer alan Tablo 6.1, iki Latin Amerika, dört Güney Doğu Asya ülkesinin ticarete konu olmayan sektörlerinin göreli fiyatlarını vermektedir. Bu tablonun sonuçlarına göre incelenen yedi ülkenin ticarete konu olmayan sektörlerinin göreli fiyatları, 1970 ile 1993 yılları arasında sadece Endonezya için bir azalma göstermekte, diğer

altı ülkenin ticarete konu olmayan mallarının göreli fiyatları yükselmekteydi. Göreli fiyatlardaki ticarete konu olmayan sektörler lehine artış 1990-1993 yılları arasında daha da belirginleşmekteydi.

Bu olgu, dışa açılma ile birlikte kârlılıkların ticarete konu olan sektörlerde artış göstereceği önermesini tartışmalı hale getirmektedir. Burada sorulması gereken soru ticarete konu olmayan sektörlerde ortaya çıkan fiyat artışlarının nedenlerinin neler olduğudur?

a) Birleşmiş Milletler'in "Uluslararası Karşılaştırmalar Programı" (UKP)'nın çeşitli aşamalarını kullanarak yapılan çalışmalarda, gelişmekte olan ülkelerde ticarete konu olmayan malların fiyatlarının gelişmiş ülkelerinkilere göre düşük olduğu görülmektedir. Dışa açılmadan önceki yıllarda, gelişmekte olan ülkelerin ticarete konu olmayan sektörlerinin fiyatları uluslararası fiyatların çok altında, ticarete konu olan sektörlerin fiyatları uluslararası fiyatların çok üzerinde iken, dışa açılma ile birlikte, ticarete konu olan sektörlerin fiyatları düşmekte ve ticarete konu olmayan sektörlerin fiyatları yükselmektedir (Kravis vd., 1982; Sumıners ve Heston, 1991; Yotopoulos, 1990; Felix, 1994).

UKP verilerine benzer bir sonuç, satın alma gücü paritesi bazında ve dolar bazında ölçülen iki ayrı kişi başına ulusal gelir arasındaki farkın giderek azalmasından çıkmaktadır. Çünkü, ticarete konu olan malların ucuz olması nedeniyle, gelişmekte olan ülkelerde satın alma gücü paritesi bazında ve dolar bazında ölçülen kişi başına gelirden birincisi daha yüksek çıkmakta ancak dışa açılma ile bu fark giderek azalmaktadır (IMF, 1993).

b) Böyle bir gelişmenin ikinci nedeni gelişmekte olan ülkelerde mark-up fiyatlamanın yaygın olmasından kaynaklanmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerde ticarete konu olmayan sektörlerin fiyatlarının hızla yükselmesinin bu sektörlerdeki mark-up fiyatlama ile yakından ilişkisi vardır. Her ne kadar her iki sektörde de mark-up fiyatlama sözkonusu ise de, dışa açılma ile birlikte yerli fiyatlardaki değişmeler ticarete konu olan ve olmayan sektörlerde farklı faktörlerin etkisi altında kalmaktadır; esas olarak ticarete konu olan sektörler

uluslararası fiyatlardan yoğun olarak etkilenmeye başlamaktadır. Ticarete konu olan sektörlerden ihracata yönelik olanlarında, göreli bir mark-up azalması yaşanmaktadır. Çünkü bu sektörler fiyatlarını uluslararası "tek" fiyata doğru düşürmek zorunda kalmaktadırlar.

Ticarete konu olmayan sektörlerin fiyatları ise esas olarak mark-up fiyatlama ile belirlenmekte ve bu sektörlerde girdi maliyetlerindeki artış (döviz kuru ve faiz oranı) fiyatlara yansıtılabilmektedir. Bu olgu, dışa açılma ile birlikte, ticarete konu olmayan sektörlerin yatırım mallarında ortaya çıkan fiyat artışından daha az etkilenmelerine katkıda bulunarak, kârlılığın ve yatırımların ticarete konu olmayan sektörlerde yoğunlaşmasına neden olmaktadır.

c) Üçüncü neden hizmet sektörü içinde yoğun olarak bulunan kamu sektörünün yapısal uyum politikaları ile birlikte özel sektöre devredilmeye başlanması ile ilgilidir. Yeterli kaynak ayrılamadığı için eğitim, sağlık gibi kamu hizmetlerinin yetersiz ve kalitesiz olmaya başlaması, özel sektöre rekabetin olmadığı ve yüksek kârlılığın geçerli olduğu bir alan yaratmaktadır.

d) Dördüncü neden dış finansal serbestlik ile ilgilidir. Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve gelişmekte olan ülkelere yabancı spekülatif sermaye girişinin artması ile ortaya çıkan talep artışı, ticarete konu olan sektörlerde esas olarak ithalat ile karşılanırken, ticarete konu olmayan sektörlerde fiyat ve yatırım artışı olarak karşılanmaktadır. Bu olgu da ticarete konu olmayan sektörlerde kârlılığın artmasının bir nedeni olmaktadır (Boratav vd., 1996; Calvo, 1994; French-Davis vd., 1994; Frenkel ve Fanelli, 1991).

Özetle, yukarıda tartışılan nedenlerle dışa açılma ile birlikte, yapısal uyum politikalarının beklentilerinin tersine, ticarette konu olmayan sektörlerin fiyatlarında ve yatırımlarında bir artış ortaya çıkmaktadır. Yukarıda tartışılan nedenler Türkiye ekonomisi için oldukça geçerli nedenlerdir. Örneğin dışa açılmadan önceki dönemde yüksek kârlılık ve yüksek fiyatlamanın olması, ekonominin sahip olduğu oligopolistik yapı, kamu yatırımlarının çok hızla azalması ve 1990 yılında ortaya çıkan aşırı sermaye girişinin iç talebi artırması, TL'nin de-

ğerlenmesinin tüketim malı ithalatını kamçılaması Türkiye için sözkonusu olmuştur (Yentürk, 1992; Şenses, 1989; Kaytaz vd., 1993; Yentürk, 1995).

Makale, her iki sektörün kârlılığı ile yatırım eğilimleri arasındaki ilişkinin saptanması için iki ayrı denklem tahmini ile devam etmektedir. Bu amaçla her iki sektör için ayrı ayrı sektörel kârlılık indeksleri üretilmiştir. Sektörel kârlılıklar her iki sektörün yatırım mallarının fiyatlarındaki artışı ne oranda ürün fiyatlarına yansıtabildiklerini göstermektedir. Ürün fiyatları olarak ticarete konu olmayan sektörler için hizmet deflatörü, ticarete konu olan malların fiyatları için toptan eşya fiyat indeksi kullanılmıştır.

Tablo 10.1, ticarete konu olmayan sektörlerin kârlılığının (PRONT) ticarete konu olan sektörlerin kârlılığına (PROT) oranla daha hızlı arttığını göstermektedir. Bu olgu ticarete konu olmayan sektörlerin yatırım malları fiyatlarında ortaya çıkan artışı ürün fiyatlarına daha kolayca aktarabildiklerini göstermektedir. Tablo 10.1'in son sütununda verilen sektörlerin göreli kârlılıkları (PRORNT= PRONT/PROT) 1980 yılından sonra artış göstermiş, bu artış finansal serbestlik yılı olan 1989'dan sonra daha da hızlanmıştır.

Ticarete konu olan ve olmayan sektörlerin yatırım denklemleri Ek 10.A'da verilmektedir.[1] Görülebileceği için ticarete konu olmayan sektörlerin yatırım oranları ile (NTPGDP) göreli kârlılıkları (PRORNT) arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki çıkmaktadır (model 1, denklem 1-6). Diğer yandan ticarete konu olmayan sektörlerin yatırım oranları (TPGDP) ile göreli kârlılıkları (PRORNT) arasında bir ilişki gösterilememiş ancak reel döviz kuru (RER) ile arasında bir ilişki ortaya konulabilmiştir (model 2, denklem 1,2,3,5,6,7).

10.C. GELİRİN FONKSİYONEL DAĞILIMI VE YATIRIMLAR

Gelirin sermaye lehine dağılımının ve ücretin gelirden aldığı payın düşük olmasının, yatırım eğilimini artıracağı neoklasik teorinin beklenti-

1 Kullanılan değişkenler ve kısaltmalar için Ek 10.B'ye bakınız.

TABLO 10.1
Ticarete Konu Olan ve Olmayan Sektörlerin Kârlılığı

	PRONT	PROT	PRORNT
1970	98.73	143.00	69.04
1975	117.40	133.31	88.07
1980	101.06	126.39	79.96
1981	105.58	117.37	89.95
1982	107.63	117.41	91.67
1983	108.58	114.53	94.81
1984	110.58	117.63	94.00
1985	119.13	118.79	100.19
1986	103.23	114.82	89.91
1987	100.00	100.00	100.00
1988	100.51	98.54	102.00
1989	110.88	103.32	107.32
1990	116.15	110.93	104.70
1991	119.79	110.95	107.98
1992	122.71	113.21	108.38
1993	201.83	111.16	181.57

Notlar: PRONT: Hizmet def/ticarete konu olmayan sektörlerin yatırım deflatörü
PROT: Toptan eşya fiyat indeksi/ticarete konu olan sektörlerin yatırım deflatörü
PRORNT: PRONT/PROT
Kaynak: Hizmet defllatörü ve toptan eşya fiyat indeksi: DİE, Yatırım deflatörü: DPT

lerindendir. Bu yaklaşımda özellikle, emeğin gelirden aldığı payın artmasının maliyet etkisi ön plana çıkarılmaktadır. Dolayısıyla, gelirin ücret aleyhine dağılımı ticarete konu olan sektörlerde kâr beklentilerini ve buna bağlı olarak yatırımları artıracaktır. Ancak bu yaklaşım ücretlerin talep etkisini göz ardı etmektedir. Ekonomide hızlandıran prensibi olarak adlandırılan bu etkiye göre gelirin emek lehine dağıtılması efektif talebi artıracaktır. Yani ücretlerin milli gelir içindeki payının artması yatırımları artırıcı etki yaratacaktır. Taylor gelirin ücretler aleyhine dağılımı sonucu kâr beklentilerine dayalı bir gelişme gösteren rejimleri "exhilarasyonist", hızlandıran prensibinin geçerli olduğu ve gelirin ücret lehine bir dağılımının ekonomide bir büyüme yarattığı re-

TABLO 10.2
Özel Yatırım Oranları (TIP) ve Gelirin Ücretler ve Kârlar Arası Dağılımı (YKYL)
(dönem ortalamaları)

	TIP	YKYL
1970-1974	16.20	2.29
1975-1979	18.11	2.22
1980-1984	11.82	2.90
1985-1989	14.61	2.90
1990-1993	18.64	1.47

Notlar: TIP: Özel sektör yatırımları/GSYİH;
YKYL: Kârlar/ücretler (tarım dışı)
Kaynak: GSYİH: DİE; TIP: DPT; YKYL: Özmucur, 1995.

jimleri ise "stagnasyonist" olarak adlandırmaktadır (Taylor, 1991; Fontaine, 1993).[2]

Bazı çalışmalar gelişmekte olan ülkelerde "stagnasyonist" bir rejimin geçerli olduğunu ileri sürmektedir (Boratav vd., 1996; You, 1995). Tablo 10.2, beş alt dönem için özel yatırımların GSYİH'ye oranı (TIP) ile fonksiyonel gelir dağılımı (YKYL) arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Ele alınan 5 dönemden dördüncü dönem hariç diğer dönemler iki değişken arasında farklı yönde bir ilişkiye işaret etmektedir.

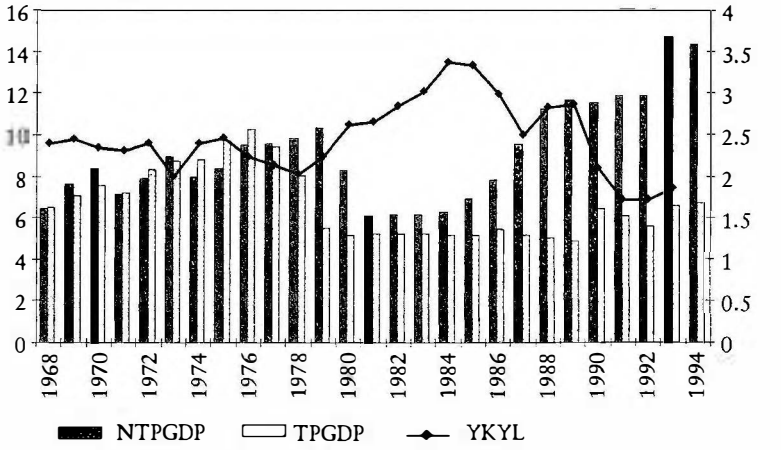
Makalenin amacına uygun olarak incelemenin ticarete konu olan ve olmayan sektörler ile gelirin fonksiyonel dağılımı açısından yapılması gerekmektedir. Ticarete konu olmayan sektörler her zaman iç talebe yönelik büyüyen sektörler olduklarından ücret lehine bir dağılımından olumlu etkilenirken, ticarete konu olan sektörler için gerek maliyet gerek talep etkisi birlikte ortaya çıkabilir. Dolayısıyla ücretler ile ticarete konu olan sektörlerin yatırım oranları arasındaki ilişkinin ne olabileceği belirli değildir.

Grafik 10.1'de görüldüğü gibi emek gelirinin sermaye gelirine

2 Bu konunun daha etraflı incelemesi için 8. makaleye bakınız.

GRAFİK 10.1

Özel Sektör Yatırımlarının Sektörel Dağılımı ve Gelirin Fonksiyonel Dağılımı



Kısaltmalar ve kaynaklar için Ek10.B'ye bakınız.

oranı 1980 yılında düşmeye başlamış, 1986 yılında hafif bir artış göstermiş ve 1989 yılından sonra ciddi bir artış trendi içine girmiştir. Gelirin ücretler lehine bir dağılımı ile ticarete konu olmayan sektörlerin yatırımları arasında sıkı bir ilişki görülmektedir. Ancak gelirin fonksiyonel dağılımı ile ticarete konu olan sektörlerin yatırımları arasında bir ilişki gözlemlemek mümkün olmamaktadır.

Makalede yapılan ekonometrik denklem tahminleri, aynı zamanda gelirin fonksiyonel dağılımının iki farklı yatırım türü üzerindeki etkilerini de incelemeyi amaçlamaktadır. Ek 10.A'da görülebileceği gibi, gelirin ücret aleyhine dağılım (YKYL) ile ticarete konu olmayan sektörlerin yatırımları (TPGDP) arasında negatif ve güçlü bir ilişki ortaya koymaktadır (model 1, denklem 1-6). Diğer yandan ücretlerin düşmesi ile ticarete konu olan sektörlerin yatırımları arasında bir ilişki görülmemektedir (model 2, denklem 1).

Bir anlamda Türkiye'de ücretlerin düşmesi ticarete konu olan

sektörlerin yatırımlarını teşvik etmemektedir. Bunun birinci nedeni ilk bölümde tartışılan olgudur: Dışa açılma ile birlikte ücretlerin düşmesi yine dışa açılma ile birlikte ortaya çıkan göreli fiyatlardaki azalmayı telafi edememektedir. Bir diğer neden bu sektörleri olumsuz etkileyen dışsal ekonomilerin dışa açılma süresince etkili olmasıdır. Örneğin, altyapı sorunları, yüksek maliyetli ve kalitesiz girdi sorunları, bilgi birikimi ve nitelikli işgücü eksikliği, AR+GE çalışmalarının yetersizliği bunların arasında sayılabilir (Duruiz ve Yentürk, 1993).

Ayrıca, dışa açılma politikalarının büyük ölçekli firmaları teşvik eder şekilde tasarlanmış olmaları ve ihracat teşviklerinin üretici firmalardan çok, büyük ölçekli dış ticaret firmalarına yönelmiş olmalarına değinmek gerekmektedir (Kirkpatrik ve Öniş, 1991). Bu olgular ticarete konu olan üretici sektörlerin ve firmaların uluslararası rekabet gücünü azaltan etkenler olmakta ve kârlılık ile yatırımlar ticarete konu olmayan sektörlere yönelmektedir.

10.D. SONUÇLAR VE POLİTİKA ÖNERİLERİ

Yapısal uyum politikalarının, beklentilerinin tersine, 15 yıl süren bir dışa açılma dönemi boyunca ticarete konu olmayan sektörlerin yatırımlarına doğru bir yönelme ortaya çıkmıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre, ticarete konu olmayan sektörlerde, yatırım mallarının fiyatlarında ortaya çıkan artışı ürün fiyatlarındaki artışlarla telafi etmek mümkün olmuştur. Bir başka deyişle Türkiye'de ticarete konu olmayan sektörlerde kârlılık artışı ve buna bağlı olarak yatırım artışı daha güçlü olmuştur.

Gelirin fonksiyonel dağılımı ile iki sektörün yatırım trendleri arasındaki ilişkinin incelenmesi, ücret aleyhine bir dağılımın ticarete konu olan sektörlerde yatırımları artırmadığını, ticarete konu olmayan sektörleri ise olumsuz etkilediğini göstermiştir.

Dışa açılma ile birlikte ticarete konu olan sektörlerin yatırımlarını artırmak için neler yapılabilir? Bu çalışmanın çerçevesi içinde kalan üç önemli politika önerisi ortaya atılabilir:

a) Ticarete konu olmayan sektörlerin kârlılığını azaltmak amacıyla spekülatif sermaye girişi ile mücadele etmek;
b) Ticarete konu olan sektörlerin maliyetlerini düşürecek ve risklerini azaltacak, kârlılık artırmaya yönelik politikalar izlemek;
c) Ticarete konu olan sektörlerde rekabet gücünü nitelikli işgücü üzerine oturtmak ve verimlilik ile ücretleri ilişkilendirebilmek.

a) Kısa dönemli yapıya sahip olmaları nedeniyle spekülatif sermaye girişleri reel yatırımlara yönlendirilememekte ve tüketim hacmini artıran bir etki yaratmaktadır. Bu olgu kısa dönemli sermaye girişlerinin yoğun olduğu durumlarda ticarete konu olmayan sektörlere yönelik yatırımları kârlı hale getirmektedir. Ayrıca, tümüyle dış finansal hareketlere bağlı olarak döviz kurunun değerlenmesi dışa dönük faaliyetleri ve ihracat artışını olumsuz etkilemektedir.

Kısa dönemli spekülatif sermaye girişini yavaşlatmak amacıyla sterilizasyon uygulaması Türkiye için yeterli olmamıştır. Sermayenin ülke içinde kalma süresinin uzatılması, döviz kredilerinin ihracata yönelik yatırımlara ayrılması ve spekülatif sermaye girişlerinin vergilendirilmesi başvurulabilecek politikalar olarak görülmektedir.

b) Ticarete konu olan sektörlerin kârlılığının artırılması bu sektörlerdeki maliyetlerin ve risklerin azaltılmasını gerektirmektedir. Bu uygulamaya daha çok Güney Doğu Asya ülkeleri başvurmaktadırlar. Diğer yandan yatırımlara yönelik doğrudan teşviklerin uygulanması GATT anlaşmasıyla oldukça sınırlandırılmış olmakla birlikte AR+GE'ye yönelik teşvikler kabul görmektedir. Türkiye'de AR+GE harcamaları GSMH'nin % 0.4'ü civarındadır (TÜBİTAK, 1997). Kurulacak olan sektörel AR+GE kurumları ve üniversite sanayi işbirliği yeni teknolojilerin etkin kullanımı ve geliştirilmesi, yeni ürünlerin geliştirilmesi için bilgi birikimini geliştirecektir. Bilgi birikiminin yeterli olmaması ihracatçı sektörlerde yeni teknolojilerin kullanılmasının önündeki en önemli engel olarak gösterilmektedir (Duruiz ve Yentürk, 1993). Ayrıca, bu kurumlar rekabet öncesi araştırmaları destekleyerek

ihracatçı sektörlerin maliyetlerini ve risklerini azaltıcı işlev görebilirler (Jonston ve Edwards, 1987; US Congress, 1990).

c) Göreli fiyatların ve kârlılığın ticarete konu olan sektörler aleyhine geliştiği, nitelikli işgücü eksikliği gibi yapısal dışsallıkların uluslararası rekabet gücünü olumsuz etkilediği durumlarda, reel ücretlerin azaltılmasının yatırım kararlarını olumlu yönde etkilediği söylenememektedir. Buradan iki önemli sonuç çıkarılabilir. Birincisi, ücretler verimliliklerine göre saptanmalı ve siyasi kararlara bağlı olarak düşürülmemelidir. Çünkü siyasi kararlara bağlı olarak düşürülen ücretlerin yakın gelecekte yine siyasi kararlarla artırılabileceği beklentisi geri dönülemeyen karakterde olan yatırımların yapılmasını olumsuz yönde etkilemektedir. İkinci olarak eğitim sistemi nitelikli işgücünü yetiştirmek açısından yeterli değildir ve yapısal bir dönüşüme gereksinim vardır.

EK 10.A

Model 1: NTPGDP denkleminin tahmini (1970-1993)

								R^2	F	DW
Denklem 1										
NTPGDP =	3,06 C	- 1,64 YKYL	+ 0,02 DPRORNT	+ 8,04 TUK	- 0,05 RIR	+ 0,04 $PAD_{(-1)}$		0,94	49,48	2,13
t	(0,74)	(-4,74)	(2,15)	(1,99)	(-4,04)	(8,20)				
Denklem 2										
NTPGDP =	9,53 C	- 1,33 YKYL	+ 0,02 DPRORNT	+ 0,04 $CY_{(-1)}$	- 0,06 RIR	+ 0,04 $PAD_{(-1)}$		0,93	37,14	1,79
t	(7,80)	(-3,58)	(2,00)	(0,68)	(-3,14)	(7,78)				
Denklem 3										
NTPGDP =	9,72 C	- 1,40 YKYL	+ 0,02 DPRORNT	- 0,05 RIR	+ 0,04 $PAD_{(-1)}$	+ 0,05 $NTGGDP_{(-1)}$		0,93	37,24	1,77
t	(7,86)	(-3,83)	(1,83)	(-3,22)	(6,71)	(0,32)				
Denklem 4										
NTPGDP =	-3,72 C	- 1, 34 YKYL	+ 0,02 DPRORNT	+ 14,33 TUK	+ 0,01 CPIE	- 0,06 RIR	+ 0,04 $PAD_{(-1)}$	0,92	32,91	1,77
t	(-0,68)	(-3,20)	(2,12)	(2,68)	(0,59)	(-3,90)	(4,87)			
Denklem 5										
NTPGDP =	-6,29 C	- 1,26 YKYL	+ 0,02 DPRORNT	+ 26,01 TUK	+ 0,03 $PAD_{(-1)}$	- 42,39 CRPGDP		0,92	37,96	2,22
t	(-1,23)	(-2,90)	(2,00)	(4,72)	(5,17)	(-4,05)				
Denklem 6										
NTPGDP =	5,93 C	- 1,52 YKYL	+ 0,02 DPRORNT	+ 5,51 TUK	+ 0,03 $PAD_{(-1)}$	+ 0,04 CPIU		0,92	32,56	1,59
t	(1,19)	(-3,82)	(2,16)	(1,13)	(5,47)	(3,16)				

Model 2: TPGDP Denkleminin Tahmini (1970-1993)

	R^2	F	DW
Denklem 1			
TPGDP = 13,69 C - 0,35 YKYL + 0,001 DPRORNT - 0,05 RER + 0,11 $CY_{(-1)}$ - 0,06 CPIU	0,86	20,18	2,14
t (13,59) (-0,65) (0,11) (-3,38) (2,00) (-7,44)			
Denklem 2			
TPGDP = 13,34 C - 0,06 RER + 0,13 $CY_{(-1)}$ - 0,06 CPIE	0,86	37,78	2,14
t (15,52) (-6,49) (2,69) (-8,71)			
Denklem 3			
TPGDP = 7,64 C - 0,04 RER + 5,56 TUK - 0,06 CPIE	0,83	23,11	1,91
t (1,66) (-4,02) (1,27) (-7,84)			
Denklem 4			
TPGDP = 6,68 C + 0,23 $CY_{(-1)}$ - 0,03 CPIE - 0,06 RIR	0,76	15,14	2,1
t (9,98) (2,95) (-3,11) (-2,87)			
Denklem 5			
TPGDP = 14,48 C - 0,06 RER + 0,13 $CY_{(-1)}$ - 0,06 CPIE - 0.20 $NTGGDP_{(-1)}$	0,86	29,66	2,35
t (11,80) (-6,65) (2,83) (-7,14) (-1,28)			
Denklem 6			
TPGDP = 12,84 C - 0,06 RER +0,12 $CY_{(-1)}$ - 0,06 CPIE + 3,25 CRPGDP	0,85	27	2,15
t (6,43) (-6,29) (0,12) (-8,42) (0,28)			
Denklem 7			
TPGDP = 7.28 C - 0,02 RER + 0,24 $CY_{(-1)}$ + 0,02 CPIU	0,65	8,73	1,68
t (6,17) (-1,56) (2,75) (0,98)			

Notlar: Kısaltmalar ve veri kaynakları için Ek A'ya bakınız. Denklem açıklamaları için "Ek 10.A için notlar" a bakınız.

EK 10.A İçin Notlar

Denklem tahminlerine geçmeden önce her değişken için durağanlık testleri yapılmıştır. "Augmented Dickey Fuller" testinin sonucu PRORNT'nin birinci farkının kullanılması gerektiği görülmüştür. Bağımsız değişkenler arasında mültikolinearite testleri yapılmış ve aralarında mültikolinearite bulunan değişkenlerden biri denklemlerden düşürülmüştür. Aralarında mültikolinearite olan değişkenler: RER-RIR; CRPGDP-RIR; CPIU-RIR; CY-CRPGDP. t student testleri parantez içinde gösterilmiştir. R^2, DW, F testleri denklemlerin sonunda verilmiştir.

Model 1:
Model 1'in 6 denklemi (YKYL) ile (NTPGDP) arasında negatif bir ilişki göstermektedir (denk:1-6).
(NTPGDP) ile (PRORNT) arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki çıkmaktadır (denk: 1-6). NTPGDP ile ($TUK_{(-1)}$) arasında positif ve anlamlı ilişki çıkmaktadır (denk: 1,4,5,6). Diğer bir anlamlı ilişki ($PAD_{(-1)}$, denk: 1-6) ile arasında gözükmektedir. (RIR)'ın NTPGDP üzerindeki etkisi negatif ve anlamlıdır (denk: 1-4).
$CY_{(-1)}$ (denk: 2), $NTGGDP_{(-1)}$ (denk: 3) ve CPIE (denk: 4) t (student) testi anlamlı sonuca işaret etmemektedir. CRPGDP (denk: 5) ve CPIU (denk: 6) anlamlı sonuç vermekte ama Ek 2'de açıklanandan tersine işaret çıkmaktadır.
Bu durumda 1 nolu denklem en anlamlı denklem olarak kabul edilebilir çünkü tüm değişkenlerin t testleri anlamlıdır, işaretleri beklenen yöndedir, R^2 0. 94'tür ve otokorelasyon yoktur.

Model 2:
1 nolu denklem YKYL değişkeni ile TPGDP arasında anlamlı bir ilişki bulamamaktadır. Aynı şekilde kârlılık ile arasında anlamlı bir ilişki bulunamamaktadır.
Diğer yandan TPGDP ile RER arasında anlamlı ve beklenen yönde bir ilişki bulunmaktadır (denk: 1,2,3,5,6,7).
$TUK_{(-1)}$ (denk: 3), $NTGGDP_{(-1)}$ (denk: 5), CRPGDP (denk: 6) CPIU (denk:7) TPGDP'taki değişimleri anlatmakta kullanılabilir değişkenler olarak çıkmamaktadır..
2 ve 4 nolu denklemlerde bulunan tüm değişkenlerin t testleri uygundur ve otokorelasyona rastlanmamaktadır. Ancak 2 nolu denklemin açıklayıcı gücünü gösteren R^2 0.86 ve 4 nolu denkleminkinden daha yüksektir.

EK 10.B Kullanılan Değişkenlerin Tanım ve Kaynakları

TPGDP= Özel sektör ticarete konu olan sektörlerin yatırımlarının GSYİH içindeki payları, sabit 1987 fiyatlarıyla. GSYİH verileri DİE yeni verileridir. Yatırım serileri yeni GSYİH serilerinden üretilmiş DPT yatırım serileridir.

NTPGDP= Özel sektör ticarete konu olmayan sektörlerin yatırımlarının GSYİH içindeki payları, sabit 1987 fiyatlarıyla. GSYİH verileri DİE yeni verileridir. Yatırım serileri yeni GSYİH serilerinden üretilmiş DPT yatırım serileridir.

YKYL= Tarım dışı gelirlerin ücret dışı ve ücret arasındaki dağılımı. Ücret lehine bir dağılımın ticarete konu olmayan sektörlerin yatırımlarını artırması, ticarete konu olan sektörlerin yatırımları üzerinde ise bir etkisi olmaması beklenmektedir. Kaynak: Özmucur, 1995.

DPRORNT= Göreli kârlılık değişkeninin (PRORNT) birinci farkı. Durağanlık testleri sonucunda PRORNT değişkeninin birinci farkının kullanılması gerektiği ortaya çıkmıştır.

PRORNT= Bu değişken ticarete konu olmayan sektörlerin göreli kârlılığını göstermektedir. PRORNT={(Servis deflatörü/ticarete konu olmayan sektörlerin yatırım fiyatları indeksi) / (Toptan eşya fiyat indeksi/ ticarete konu olan sektörlerin yatırım fiyatları indeksi)}. PRORNT ile ticarete konu olmayan sektörlerin yatırım oranları arasında pozitif ve ticarete konu olan sektörlerin yatırım oranları arasında negatif bir ilişki beklenmektedir. Kaynak: yatırım fiyatı indeksleri: DPT; toptan eşya fiyat indeksi ve servis defatörü DİE.

RER= Reel döviz kuru. Bu değişken ithal yatırım malı fiyatlarının etkisini görmek amacıyla denklemlere dahil edilmiştir. İç fiyat olarak GSYİH deflatörü, dış fiyat olarak Almanya ve ABD % 50 tartılı fiyat indeksi kullanılmıştır. Ticarete konu olan sektörlerin yatırımları ile reel döviz kuru arasında negatif bir ilişki beklenmektedir. Ticarette konu olmayan sektörler maliyet artışlarını ürün fiyatlarına yansıtabildikleri oranda arasında negatif etki ortadan kalkacaktır. Kaynak: Nominal döviz kuru: Dünya Bankası, World Tables; ABD ve Almanya fiyat indeksleri: IMF, IFS; GSYİH deflatörü: DİE.

CPIE= Beklenen enflasyon üç aylık gerçekleşen enflasyonun (tüketici fiyat indeksi) hareketli ortalaması olarak hesaplanmıştır. Kâr beklentilerini azaltacağı nedeniyle her iki tür yatırım kararları ile CPIE arasında nefatif bir ilişki beklenmektedir. Kaynak: Tüketici fiyat indeksi: TCMB.

CY ve TUK= Hızlandıran prensibi üretim artışı ile yatırım artışı arasında sıkı bir ilişkinin olduğunu kabul etmektedir. Bu çalışmada hızlandıran etkisini temsilen iki tip değişken kullanılmıştır. Birincisi üretim artışıdır (CY). İkincisi kapasite kullanım oranıdır (TUK). TUK, Y trend/Y oranından hesaplanmıştır. Burada Y trend üretimin en yüksek olduğu iki yılın (1977 ve 1990) tepe noktalarına teğet geçecek şekilde hesaplanmıştır. Trendin altında kalan yıllarda atıl kapasite olduğu varsayılmaktadır. Atıl kapasite ile her



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

Türkiye Dünyanın Neresinde? Karşılaştırmalı IMF Uygulamaları

11

Arjantin Krizi: Dış Borç ile Tango*

11.A. GİRİŞ

Son yirmi yılda yaşanan ekonomik krizlerden payını alan ülkeler arasında, asi ve söz dinlemeyen gelişmekte olan ülkeler olduğu kadar, IMF politikalarını harfiyen uygulayan ülkeler de yer alıyor. IMF politikalarını izleme konusunda en başarılı olan Arjantin ekonomisi de bunlardan birisi ve 1990, 1995, 2001 yıllarında 3 ekonomik kriz ile başı çekiyor. Bu çalışmanın amacı Arjantin ekonomisinin yapısını ve krizlerini (özellikle 2001 krizini) incelemek ve bu incelemeyi yaparken IMF politikalarını değerlendirmek ve Türkiye için dersler çıkarmaktır.

11.B. ARJANTİN: NASIL BİR ÜLKE?

29 milyon kişi ile 2.8 milyon kilometrekareye yayılmış olan Arjantin'de şehir nüfusu 17 milyon civarındadır. Okuma yazma oranı, 15 yaşındaki nüfusun oranı olarak bakıldığında % 97'yi bulmaktadır (Dünya Bankası, 2001). Uzun yıllar süren Peronist Rejim nedeniyle katı denebilecek bir emek piyasası ve oldukça güçlü işçi sendikaları

(*) Bu makale, 2002 yılında, aynı başlıkla *İşletme ve Finans* dergisinin 193. sayısında yayımlanmıştır.

mevcuttur. Ancak içinde bulunduğumuz yıllarda Arjantin nüfusunun 2/3'ü gelirleriyle temel barınma, gıda, giysi harcamalarını ancak karşılayabilmektedir (Infoamerica, 2002).

Arjantin ekonomisinin incelenmesinde kamu hesapları ile ilgili olarak bilinmesi gereken önemli bir nokta bulunmaktadır. Eyaletler ile federal hükümet arasında yapılan anlaşmaya göre, federal hükümet eyaletlere hükümet gelirinin artmasından ya da azalmasından bağımsız olarak, belirli bir transfer yapmak zorundadır. Örneğin 1999 yılında hükümet her ay, her eyalete en az 1.5 milyon dolarlık bir transfer yapmaktadır (TPCG, 2001). Eyaletler ile hükümet arasındaki bu ilişki nedeniyle hükümet harcamalarının % 57'si eyaletlere yapılan transferlerden oluşmaktadır. Diğer yandan gelir vergisini çok zor toplayan Arjantin, satış vergileri ile yetinerek esas itibariyle birçok gelişmekte olan ülke gibi, düşük gelir düzeyi gruplarından vergi toplayabilmektedir (Infoamerica, 2002).

Ülkenin iktisadi olarak 4 önemli yapısal sorunundan söz edilebilir:[1]

i) İhracat/GSYİH oranı düşük ve % 10'lar civarında, esas itibariyle tarım ürünleri ihracatçısı;

ii) Sanayi işgücü verimliliği çok düşük, 1980-1996 arası verimlilik artışı % 16 ile sınırlı kalmış durumda (Dünya Bankası, 2001);

iii) Tasarruf/GSMH oranı en düşük ülkelerden biri, 1990-2000 arası tasarrufların milli gelire oranı % 15 civarında;

iv) Yurtdışına sermaye kaçışının en yoğun olduğu ülkelerden biri, 1990-2000 arası ödemeler bilançosu net hata ve noksan kaleminden yıllık çıkışlar ortalama 3 milyar dolar civarında.

11.C. İSTİKRAR POLİTİKALARI TARİHİ

a) 1984-1986, Austral Planı

1980'li yılların Arjantin'i dışa kapalı, yüksek gümrük vergileri ile korunan, bu nedenle de yurt içi fiyatların dünya fiyatlarının oldukça üze-

1 Aksi belirtilmedikçe veriler Institute of International Finance, 2001 veri tabanından alınmıştır.

rinde olduğu, ülkede tüketim eğiliminin yüksek olduğu, kamu sektöründe ciddi bir açığın ve büyük miktarlarda dış borcun mevcut olduğu bir ülkedir (Fanelli vd., 1989).

1984 sonunda uygulamaya konulan Austral planı % 500'ler civarındaki enflasyonu yenmek amacıyla IMF'ye verilen bir niyet mektubu sonucu üzerinde anlaşmaya varılan bir istikrar programıdır. Programda para piyasası reformu, kamu açıklarının kapatılması ve dış borç anlaşmaları bulunmakta ve ücret, fiyatlar, döviz kuru ve kamu ürünleri fiyatlarının dondurulması öngörülmektedir. Haziran 1985 - Mart 1986 süresince 10 ay fiyat dondurma uygulaması ile birlikte enflasyonun iki haneli rakamlara düşmesi mümkün olmuştur.

Ancak, Nisan 1986 tarihinde ülke yöneticileri bir ikilem ile karşı karşıya kalmışlardı: Artık fiyat dondurulmasından vazgeçilmesi gündeme gelmişti ve bu süre boyunca göreli fiyatlar arasında ortaya çıkan çarpıklığın enflasyon üzerinde nasıl bir etkisi olacağı tam da kestirilemiyordu. Ama enflasyon hafızasının silinmesi için daha uzun süreli bir fiyat dondurulmasına gidilmesi göreli fiyatlarda ortaya çıkmış olan çarpıklığı daha da artıracaktı. Bu tartışma, fiyatların dondurulmasının kaldırılması ile sonuçlandı ve Nisan 1986 - Eylül 1986 arasında sürecek olan sürünen kur (crawling peg) uygulamasına geçildi (Fanelli vd., 1989). Sürünen kur uygulaması bir krizle nihayet buldu. Eylül 1987 tarihinde rezervlerde % 75'e varan bir düşüş ve aylık % 10' un üzerinde bir enflasyon oldu (Calvo ve Vegh, 1999).

Sabit kur sistemi ya da fiyatların dondurulması politikaları uygulayan gelişmekte olan ülkelerde, sözkonusu süre içinde ekonomide var olan yapısal dengesizliklerin giderilememesi durumunda, fiyatların serbest bırakılması ile birlikte enflasyonda bir fırlama ortaya çıkabilmektedir. 1987 yılında Arjantin'de olduğu kadar, aynı yılda Brezilya'da ve Meksika'da çok yüksek enflasyonla sonuçlanan bu tür politika uygulamaları olmuştur. Kalıcı reformlar yapılamadığı sürece fiyatların yapay olarak aşağı çekilmesi ve göreli fiyat dengesinin bozulması, aşağı çekilen fiyatları bir yay gibi germekte ve süre dolduğunda fiyatlar öncekinden çok daha yükseklere fırlayabilmektedir.

Austral planı süresince fiyatların dondurulması ile birlikte KKBG (kamu kesimi borçlanma gereği) düşürülebilmiş, ancak kamu harcamalarının kalıcı ve yapısal reformlara bağlı olarak düşürülebilmesi ve gelirlerinin artırılması mümkün olmayınca fiyat dondurulmasından vazgeçilmiş ve KKBG'nin milli gelire oranı % 20'ye fırlamıştır. Diğer yandan, dönem içerisinde Arjantin ekonomisinin en temel sorunlarından olan düşük ihracat - düşük tasarruf - yüksek borç denklemi çözülememiştir ve hatta fiyatların dondurulduğu dönem boyunca bu sorunlar pekişerek ihracat ve tasarruf eğilimi azalmıştır.

b) 1989-1990, Hiperenflasyon ve Bonex Planı

Austral planının başarısızlıkla sonuçlanmasından hemen sonraki yıllarda ekonomide herhangi bir düzelme gözlemlenmemektedir. Örneğin 1989 yılında KKBG/GSMH % 20, toplam dış borç/GSMH % 87 olarak kalmakta ve 1989 yılı % 5000 hiperenflasyon, üretimde % 7 daralma, anlamını tümüyle yitirmiş bir ulusal para birimi ile sonuçlanmaktadır. Uygulamaya konulan ve kamu borçlarının vadesinin yayılmasını amaçlayan Bonex planı da işe yaramamış ve ekonomide derin bir çöküntü yaşanmıştır.

c) 1991, Konvertibilite Planı

1990 yılında yaşanan hiperenflasyonu yenebilmek, enflasyon beklentilerini kırabilmek ve yabancı sermayenin karşı karşıya olduğu riski azaltarak ülkeye dış kaynak girişini sağlayabilmek için bir fiyat çapası uygulaması, gerek IMF gerek Arjantin yöneticileri tarafından kaçınılmaz olarak görülmüştür. Bu nedenle, para kurulu ve döviz kurunun nominal çapa olarak uygulanması 1991 yılında yürürlüğe giren Konvertibilite planının omurgasını oluşturmaktaydı. 1991 sonunda 1 dolar = 1 peso sabit kuru kabul edilerek para politikası otomatiğe bağlanmış ve parasal tabandaki her türlü genişleme döviz girişi ile sınırlandırılmış oldu.

Bu tür döviz kuruna dayalı istikrar politikaları dış kaynak girişi olduğu sürece ayakta kalabildikleri için Konvertibilite planında ya-

bancı sermaye ile yerli sermaye yatırımları arasındaki tüm ayırımlar kalkıyor ve yabancı sermayenin yurtdışına kâr transferi tümüyle serbestleştirilerek yabancı sermaye girişi teşvik ediliyordu. Ayrıca plan, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve özelleştirme konularında radikal reformlar içermekteydi. Bu kararlar sonucunda da Arjantin 1991 yılında hemen yüksek sermaye girişine sahne oluyor ve uluslararası kredi kuruluşları tarafından itibarı iade ediliyordu.

Özetle, Arjantin 90'lı yıllar boyunca, neoliberal ekonomistlerin gelişmekte olan ülkeler için önerdikleri istikrar politikaları uygulamalarına bir örnek teşkil ediyordu. Gerçekten de Arjantin tüm Latin Amerika ülkelerinden daha fazla vergi reformu, daha fazla mali reform, daha fazla ticari ve finansal serbestleşme ve uluslararası sermayeye daha sıkı bir eklemlenme için en fazla gayret eden ülkeydi (Stiglitz, 2002; Rodrik, 2002).

Makalenin buraya kadarki kısımlarında, 1980'li yıllarda izlenen sabit kur dönemine değin, Arjantin ekonomisinde izlenen istikrar programları özetle aktarılmaya çalışıldı. Bundan sonraki kısımlarda Arjantin ekonomisinde sabit kur dönemi boyunca ortaya çıkan gelişmeler ve ekonomide yaşanan 1995 krizi ve 2001 krizi derinlemesine tartışılacaktır.

11.D. SABİT KUR DÖNEMİ VE KRİZLERİ

Döviz kurunun nominal çapa olarak kullanılmasının yerli paranın değerlenmesi sürecini doğuracağı bilinmektedir (Amadeo, 1996; UNCTAD, 2001). Bunun neden olacağı dış ticaret açığı ve bunun doğuracağı devalüasyon beklentisi gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan bir olgudur (Yentürk, 2001 ve kitabın 3. makalesi). Yerli paranın değerlenmesi ve dış ticaret açığının büyümesi sonucunda programın başarısının dış kaynak girişine çok sıkı bağlı olması kaçınılmaz olmaktadır. Sabit döviz kuru ve gelişmiş ülkelerinkine oranla yüksek faiz oranının varlığı nedeniyle, 90'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelere giren sermaye çok yüksek getiriler elde etmekte ve yerli paranın değerlenme sürecini pekiştirmektedir (Calvo vd., 1996; Kuczinsky, 1992).

Calvo ve Vegh (1999) yaptıkları çalışmada, döviz kuruna dayalı istikrar politikalarının uygulanması ile gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan sonuçları yerli paranın değerlenmesi, tüketim ve iç talebe dayalı bir büyüme artışı, dış ticaret açığının artması olarak özetlemektedirler. Politikaların uygulanmasının ilk aşamasında görülen bu gelişmeleri, ikinci aşamada üretimde bir daralma izlemektedir. Bir başka deyişle, sanal büyüme olarak adlandırılabilecek olan ekonomik gelişmeler, belirli bir dönem sonra dış ticaret açığını sürdürülemez bir noktaya getirmekte, kaybolan rekabet gücü ve reel sektördeki yıpranma ekonomide daralma sürecini teşvik etmektedir. Bu süreç ne kadar uzun yaşanırsa uluslararası rekabeti artırmak ve reel sektöre yatırımları teşvik etmek için gerekli olan devalüasyon oranı o kadar büyümektedir.

Arjantin IMF politikalarını izlemek konusunda ne kadar örnek bir ülke ise, yukarıda sözü edilen eleştirel yaklaşımlar için de o ölçüde örnek bir ülkedir. Aşağıda, önce sanal büyüme sonra daralma önermesi Arjantin'de yaşanan 1995 ve 2001 krizleri açısından ayrı ayrı ele alınacaktır.

a) 1991-1995 Dönemi ve 1995 Krizi

Arjantin ekonomisindeki bu dönem, ekonomide uluslararası rekabet gücünün kaybedildiği, ekonomide dolarlaşmanın arttığı, büyümenin kaynaklarının esas itibariyle tüketime dayandığı gibi bazı özellikleri taşımaktadır.

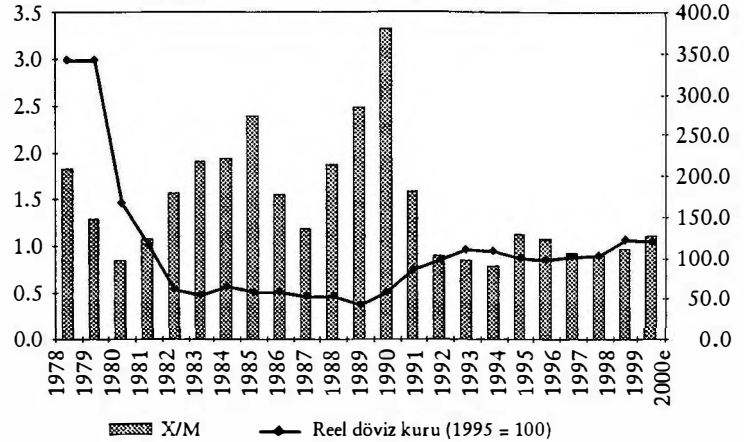
Reel Döviz Kuru ve Ödemeler Bilançosundaki Gelişmeler

1 dolar = 1 peso uygulanması ile birlikte kaçınılmaz olarak reel döviz kurunda değer kazanma[2] süreci başlamış ve bununla birlikte X/M oranı düşmüştür (Grafik 11.1). Geleneksel olarak düşük olan Arjantin ihracatının biraz altında kalan bir ithalat miktarı bulunmaktadır. 1980-1990 yılları arasında ihracatın ithalatı karşılama oranı çok yüksektir. Bir başka deyişle Arjantin dış ticaret fazlası vermektedir. Bu

2 Institute of International Finance tarafından yapılan reel döviz kuru hesabında en çok ticaret yapılan 6 ülkenin döviz kurlarındaki değişiklikler dikkate alınmaktadır (IIF, 2001)

GRAFİK 11.1

İhracatın İthalatı Karşılama Oranı ve Reel Döviz Kuru



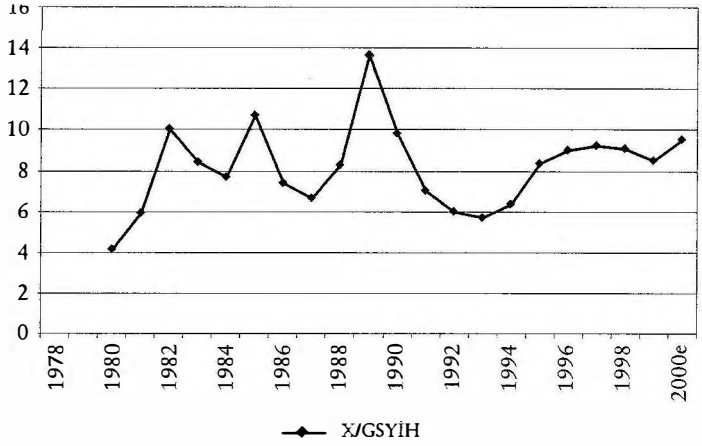
Kaynak: IIF, Institute of International Finance, 2001.

trend 1991 yılı sabit kur politikası ile birlikte değişmekte ve ithalat çok hızlı büyüyerek ihracatın ithalatı karşılama oranı 3'ten 1'e düşmektedir.

Arjantin geleneksel olarak tarım ürünleri ihracatında uzmanlaşmış bir ülkedir. Dışa kapalı dönemden miras kalan dünya fiyatlarının üzerinde ürün fiyatı, düşük verimlilik gibi faktörlerin yanı sıra ABD ve AB'nin caydırıcı tarım politikaları nedeniyle ihracat/GSMH oranının 1991-1995 yılları arasındaki ortalamasının % 6 civarında kaldığı görülmektedir (Grafik 11.2). İthalatının % 90'ı imalat sanayii ürünlerinden oluşmaktadır. Tarım, maden ve petrol ithalatı ise geri kalan % 10 oranını paylaşmaktadır. 90'lı yıllarda ithalatta görülen hızlı artış reel döviz kurunun değerlenmesi kadar, aşağıda inceleneceği gibi tüketim eğiliminin yükselmesinden de etkilenmektedir.

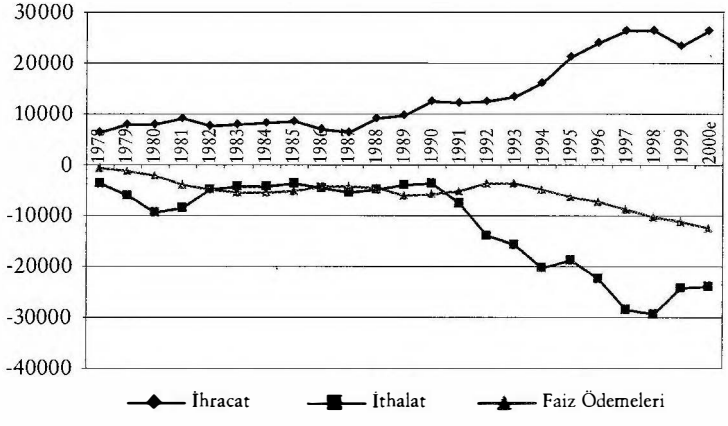
Arjantin'in denk olan dış ticaretine rağmen ciddi bir açık veren cari işlemler kalemi belki de diğer gelişmekte olan ülkelere örnek teşkil edebilecek en önemli sorunlarından bir tanesini oluşturmaktadır. Grafik 11.3'te görüldüğü gibi ithalatı hızla artmasına ve ihracatı yavaşlamış olmasına rağmen, Arjantin dış ticaret açığı vermemekte an-

GRAFİK 11.2
İhracatın GSYİH İçindeki Payı



Kaynak: IIF, Institute of International Finance, 2001.

GRAFİK 11.3
İhracat, İthalat ve Faiz Ödemeleri



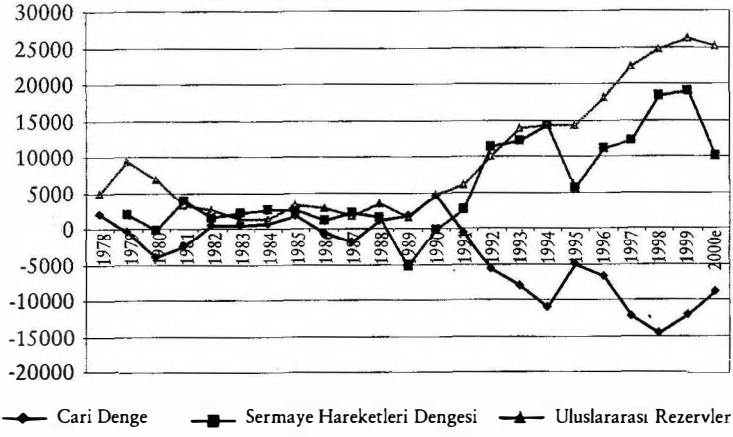
Kaynak: IIF, Institute of International Finance, 2001.

cak ithalatı kadar hızla artan faiz ödemeleri bulunmaktadır. Özellikle 1980'li yıllarda aldığı dış borçların faiz ödemeleri 1990'lı yıllarda ödemeler bilançosunun en sorunlu noktasını teşkil etmektedir. Zaten rekabet gücü düşük olan Arjantin'in cari dengeye ulaşması için ihracatı ile ithalatını finanse etmesi yetmemekte, aynı zamanda ithalatının yarısı kadar tutan faiz ödemelerini de finanse edebilmesi gerekmektedir. 1980'li yıllarda önemsiz bir kalem olan faiz ödemeleri vadesi geldiği için ve birikimli etkisi ile çok ciddi bir açık nedeni olmaktadır. Özellikle Türkiye gibi ihracatının ithalatını karşılamasında büyük güçlükleri olan ülkelerin 1990'lı yıllarda aldıkları dış borçların 2000'li yıllarda böyle bir etki yaratma olasılığı dikkatlerden kaçırılmamalıdır. Bu nokta, istikrardan sonra büyüme ve borç ödeme hedeflerinin de IMF reçetelerini uygulayan ülkelerin gündeminde olmasını gerektirmektedir (Rodrik, 2002).

Diğer yandan 1991 yılı ile birlikte cari açığın hızla artmasını, bu açıktan daha hızlı artan sermaye girişleri izlemektedir (Grafik 11.4). Cari açığın gerektirdiğinden daha yüksek sermaye girişi özellikle sabit

GRAFİK 11.4

Ödemeler Bilançosunun Kalemleri



Kaynak: IIF, Institute of International Finance, 2001.

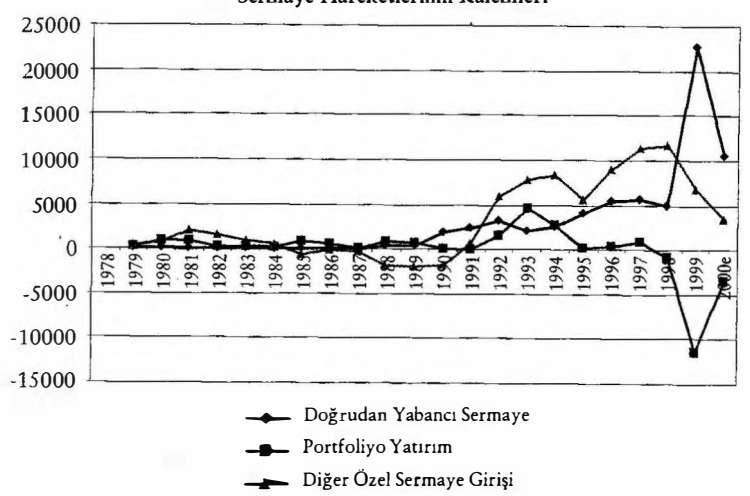
kur güvencesi ve yüksek faiz oranının yarattığı cazip ortamdan kaynaklanmaktadır. Her yıl yaklaşık 5 milyar dolar civarında cari açığın gerektirdiğinden fazla sermaye girişi ortaya çıkmakta, rezervlerdeki artış ve dolarlaşmanın ekonominin gündemindeki baş yerini almaya başlamasına neden olmaktadır.

1990'lı yılların ilk yarısında giren yabancı sermayenin dağılımına bakıldığında en hızlı artışın kısa dönemli ve özel sermaye girişlerinden kaynaklandığı görülmektedir. Doğrudan yabancı sermaye girişleri ise ilgili politikaları izleyen birçok ülkenin aksine önemli bir düzeye ulaşmaktadır (Grafik 11.5).

Büyüme ve Kaynakları

Grafik 11.6'ya göre, net dış kaynak girişi artış göstermektedir. Bu artış, yurt içi tasarruflarda bir azalma ve tüketimde bir artış ile paralellik göstermektedir. Daha önce tartışıldığı gibi yabancı tasarruflar, özellikle kısa dönem niteliği taşıyanlar, tüketim için ek kaynak işlevi gör-

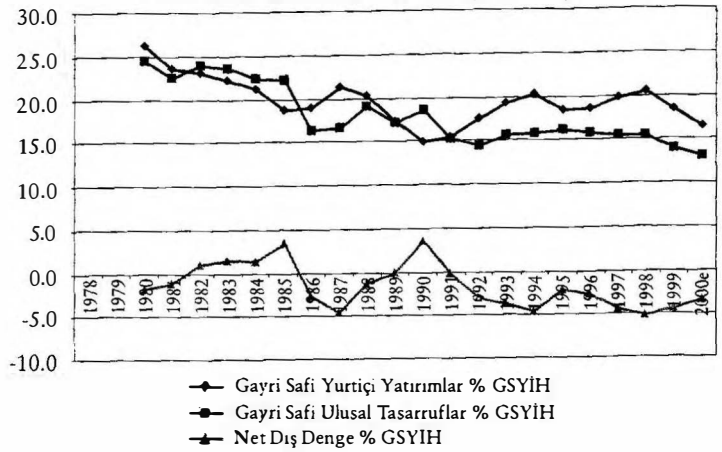
GRAFİK 11.5
Sermaye Hareketlerinin Kalemleri



Kaynak: IIF, Institute of International Finance, 2001.

GRAFİK 11.6

Yatırım ve Tasarrufların GSYİH İçindeki Payları



Kaynak: IIF, Institute of International Finance, 2001.

mektedirler. Arjantin'de de durum böyledir. 1991-1999 arası GSYİH'-daki büyüme ortalaması 4,7 iken, özel tüketimdeki büyümenin ortalaması 5,17 olarak çıkmaktadır. Diğer yandan kredi hacmi Mart 1991-Eylül 1994 arasında % 154 büyümektedir (Yeldan, 2002). Bunun yanı sıra, Arjantin'de hiperenflasyon döneminde çok düşen ücretler 1990-1996 arasında artış göstermektedir (Infoamerica, 2001).

1991-1994 arasında sırasıyla % 10, % 9, % 6, % 6 olan ciddi reel büyüme görülmektedir. Özellikle hizmetler, dayanıklı tüketim malları ve otomotiv sanayii üretiminde önemli bir artış görülmektedir. Bunların, yukarıda değinildiği gibi, iç talebin artmasından etkilenen sektörler olduğu dikkate alınmalıdır. İç talebin artış gösterdiği bu dönemde yapılan yatırımların daha çok içe dönük sektörlere yönelik olması değerli yerli para olgusu ile birleşince ithalattaki artışın nedenleri kolayca gözler önüne serilmektedir.

Grafik 11.6'dan görülebileceği gibi yatırımların oranı 1990'lı yılların ilk yarısında % 20 civarında kalmaktadır ki bu oran 1980'li yılların gerisindedir (Grafik 11.6). Bu oranın kısıtlı artışının birinci ne-

deni yabancı sermaye girişinin özellikle özelleştirme kaynaklı olup kamuya akmasıdır. İkinci neden yerli özel şirketlerin yabancı sermaye tarafından satın alınması sonucu yurtiçine giren kaynağın yerli yatırımcılar tarafından yeni yatırımlarda kullanılmaktan çok yurtdışına kaçırılmasının yaygın olmasıdır.

Yurtiçi büyümenin, düşük yurtiçi tasarruflar nedeniyle yabancı dış kaynağa bağımlı olması ülke ekonomisini her türlü uluslararası gelişmeye ve sermaye hareketlerinin gösterdiği yönelimlere çok bağımlı kılmaktadır ve o nedenle de büyüme bıçak sırtıdır. Bu bıçak sırtı durum, içeride ya da dışında ortaya çıkabilecek olan ekonomik ve siyasi bir gelişme ile birlikte, kısa dönemli spekülatif sermayenin hızla ülke dışına çıkması ve likidite sıkıntısına düşülmesi için yeterli olan zayıf zemini hazır etmektedir.

Diğer yandan, hızlı büyüme ve talep artışına rağmen ciddi bir işsizlik artışı yaşanmıştır. Bu işsizlik artışı esas itibariyle özelleştirme kaynaklı olmuştur. 1991 yılında % 6 olan işsizlik oranı 1994 yılında %12'ye yükselmiştir.

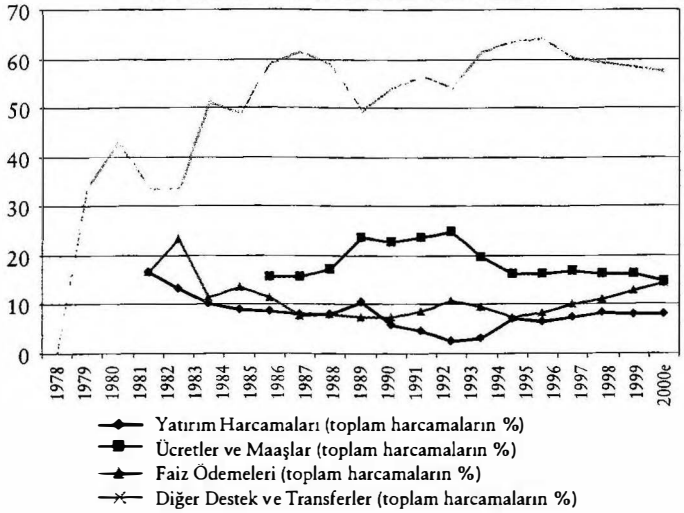
... ve Kriz

Arjantin ekonomisinde 1991-1994 yılları arasında, aynı dönemde Meksika ve Türkiye ekonomilerinde görülen her türlü kriz yaratıcı dengesizlik bulunmaktadır: Cari açığın üzerinde sermaye girişi, reel döviz kurunda değerlenme, dolarlaşma, dış ticaret açığı, yurtiçi tasarruflarda düşüş ve tüketim patlaması. Üstüne üstlük, bu dönemde Arjantin sürdürdüğü para kurulu uygulaması ile yerli paranın değerlenmesi sürecini daha da mutlak kılmaktadır.

Arjantin'de kamu hesaplarında 1991-1994 döneminde bir olumsuz gidişat olmamışsa da, kamu açıklarının en önemli nedeni olan eyaletlere transferler kaleminde olumlu bir gelişme yaşanacak reform yapılamamıştır. Kamu hesaplarındaki, esas itibariyle siyasi kaynaklı bu kalemle ilgili zafiyet süregelmiştir (Grafik 11.7). Aynı zafiyet vergi gelirlerinin artırılamamış olmasında da görülebilir. Sadece diğer harcama kalemlerinde bir daralmaya dayalı kısa dönemli bir açık

GRAFİK 11.7

Merkezi Hükümet Harcamalarının Kalemleri



Kaynak: IIF, Institute of International Finance, 2001.

azaltına politikası güdülmüştür. Nitekim 1995 yılı ile birlikte kamu açıklarındaki yükselme de bunun sonucudur.

Yukarıda sayılan dengesizliklere siyasi çekişmeler ve yolsuzluklar da eklenince 1995 yılında işlerin yine kötüye gittiği görülebilir. Dış kaynak girişinin olmazsa olmaz koşul olduğu bu süreçte risklerin yeniden Arjantin ekonomisine hâkim olmaya başladığı görülebilir. Diğer yandan 1994-95 yıllarında dünya ekonomisini saran, Meksika ve Türkiye'de de kendini gösteren kriz ve devalüasyon, Arjantin'i de etkileyecek şekilde sermayenin Latin Amerika ülkelerini terk etmesiyle sonuçlanmıştır. Grafik 11.5'ten de görüldüğü gibi, özel kısa dönemli sermaye ve portföy yatırımlarında ani kaçışlar 1994-1995 yıllarında kendini göstermektedir.

Meksika'nın devalüasyonla sonuçlanan krizine rağmen, Arjantin para kurulu ve sabit kur uygulamasından vazgeçmeyerek uluslararası rekabet gücünde yeniden bir yıpranma ve artan cari açık ile yolu-

na devam etmeye gayret etmiştir. Ancak sürdürülmeye çalışılan sabit döviz kuru politikasının maliyeti ekonomide küçülme ve işsizlikte artış (1995 yılında - % 2,8 küçülme, işsizlik oranı %16,4) olarak kendini göstermiştir.

b) 1998 - 2002 Dönemi ve 2002 Krizi

1991-1994 yılları arasında ortaya çıkan gelişmeler özetle:

Sabit kur uygulaması ve yavaş düşen enflasyona bağlı olarak değerli reel döviz kuru, => rekabet gücü kaybı, dış ticaret açığı ve yüksek miktarda sermaye girişi => tüketim artışı => hizmet ve içe dönük sektörlerde yatırım ve büyüme => reel sektörün rekabet gücünde azalma şeklinde özetlenecek bir döngü oluşturmuştur.

Bu döngü bir yandan devalüasyon beklentisi ile yabancı sermayeyi kaçırırken diğer yandan dış borç servisinin yapılamaması olasılığını artırdığı için aynı sonucu kuvvetlendirmektedir. Dış kaynak girişine sıkı sıkıya bağlı olan bu politikalar para kurulu uygulaması ile de birleşince ekonomide daralma süreci kaçınılmaz olmaktadır.

Bu olumsuz yurtiçi gelişmelere dönemin dış gelişmelerini de eklemek gerekmektedir. Bilindiği gibi, 1995-2000 yılları arasında Türkiye, Meksika ve Arjantin'in 1994-95 yıllarında girdiği krizleri, 1997-1998 Güney Doğu Asya ülkeleri ve Rusya, 1999 Brezilya krizleri izledi. Özellikle Brezilya parasının devalüe edilmesi ile birlikte Arjantin'in zaten düşük olan rekabet gücüne ciddi bir darbe daha vurulmuş oldu.

Aşağıda incelenecek olduğu gibi, dış ticaret açığı büyüdü ve dış borç servisi olağanüstü arttı. Büyüme durdu, 1990'lı yıllarda sabit kur rejimi ile beraber Arjantin'e yatırım yapan yabancı yatırımcılar için riskli bir süreç başladı. Ülke riski diğer gelişmekte olan ülkelerinkine göre arttı. Rezervler düştü, sermaye çıkışları hızlandı. Hükümete gelen ve para kurulunun mimarı olan Cavallo'nun para kurulu uygulamasını revize ederek sürdürme çalışmaları sonuç vermedi ve Arjantin'e borç vermek için yatırımcıların talep ettikleri faiz olağanüstü yükseldi. Ülke dış kaynak bulamaz ve borçlarını döndüremez duruma düştü ve özetle iflas etti.

Ekonomik Daralma

1995 krizi ve daralmasından sonra büyüme hızı yine 1997 yılında % 8'e çıkmışken 1998'de büyüme 3.8, 1999 yılında da -3.4 olmuştur ve ekonomik daralma süreci kendini göstermiştir. Bu süreçte %14'lere yükselen işsizlik de ekonomik daralmanın en önemli sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Şehirlerde her beş kişiden birinin işini kaybetmesi sözkonusu olmuş, özelleştirme sonucu kamuda işini kaybedenlerin sayısı 250 bin civarına çıkmıştır.

1998 ve sonrasında görülen daralmadan en çok küçük-orta ölçekli şirketlerin nasibini aldığı bilinmektedir. Bunun temel nedeni esas olarak yabancı sermayeli bankaların daha çok yabancı sermayeli firmaları muhatap alıp kredileri bu firmalara yönlendirmiş olmalarıydı. Ekonomik daralmada kredi yoksunu yerli küçük-orta ölçekli firmalar çökmüştür (Stiglitz, 2002).

1998 yılında % 15 civarında olan tasarruf oranı sonraki iki yılda % 13'ler düzeyine kadar düşmektedir. Zaten düşük olan tasarruf oranındaki bu gerileme yatırımların yabancı kaynaklardan finanse edilmesi gereğini artırmaktadır (Grafik 11.6). Ancak dış kaynak girişi açısından incelendiğinde, portfolyo yatırımlarda ve kısa dönemli özel sermaye girişlerinde ise ciddi bir kaçış ile birlikte yatırım ve büyüme için gerekli kaynakların tümüyle tükendiği görülmektedir. Grafik 11.5'te görüldüğü gibi, bu sermaye çıkışlarının dışında kalan ve dikkat çeken bir diğer gelişme 1999 yılında 22 milyar dolar, 2000 yılında 10 milyar dolar civarında bir doğrudan sermaye girişinin gerçekleşmiş olduğudur. Doğrudan sermaye girişleri trendi incelendiğinde Arjantin'de bu girişlerin zaten yüksek olduğu ve 1991-1998 arası yıllık ortalama 5 milyar dolar civarında olduğu görülmektedir. Ancak 1999 ve 2000'de görülen sermaye girişi birçok gelişmekte olan ülkenin rüyasında bile göremeyeceği bir miktardır.

Bu yüksek girişler önemli özelleştirmeler sayesinde yapılmıştır. Arjantin'in 1999 yılında özelleştirme geliri 17 milyar dolar civarındadır. Bu yabancı sermaye girişinin nasıl kullanıldığı aşağıda incelenmektedir.

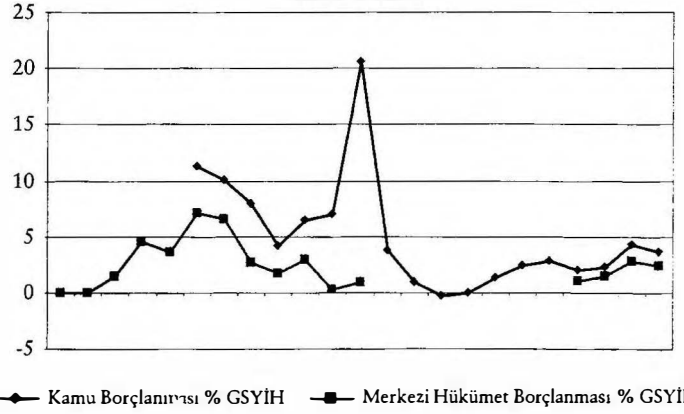
Kamu Hesapları

Kamu hesaplarında net olarak görülen bir nokta vardır; o da kamunun bu özelleştirmeler sonucu elde ettiği kaynağı yatırımlara yönlendiremediğidir. Yani 32 milyar dolar civarında doğrudan yatırım girişi sağlanan 1999-2000 yılında yatırım oranı düşme göstermektedir. Dolayısıyla büyük çaplı bir özelleştirme de Arjantin'de görülen ekonomik daralmayı engelleyici bir sonuç yaratamamıştır.

Yine diğer ilginç bir nokta bu özelleştirme gelirlerinin kamu açıklarını kapamaya da yaramamış olduğudur (Grafik 11.8). Grafikte görüldüğü gibi, 1990-1994 arasında kapanan kamu açığı/GSYİH oranı, 1995 sonrası % 2 civarında açık vermiş, 1999-2000 yıllarında ise bu açık % 4 civarına çıkmıştır. Kamu gelirlerinin, özellikle vergilerin ekonomideki daralma ile birlikte azalması ve hükümet bütçesinden eyaletlere yapılan transferlerin toplam kamu harcamaları içindeki payın düşürülememiş olması (Grafik 11.7) kamu açıklarının artmasında en önemli iki faktördür.

Arjantin'in kamu hesaplarında görülen bu sorunların yanı sıra çok ciddi bir başka yapısal zafiyeti de mevcuttur. 1990 yılından itiba-

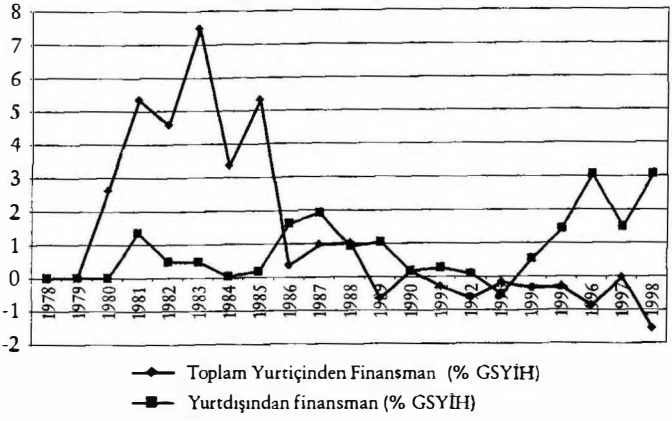
GRAFİK 11.8
Kamu Borçları



Kaynak: IIF, Institute of International Finance, 2001.

GRAFİK 11.9

Kamu Açığının Finansmanı



Kaynak: IIF, Institute of International Finance, 2001.

ren kamu açığı finansmanı esas olarak yurtdışından sağlanmakta ve yurtiçi kaynaklarından fon bulması ise mümkün olamamaktadır (Grafik 11.9). Bu bir yandan özel kesim yurtiçi tasarrufların çok düşük olmasından, diğer yandan 1989 yılındaki hiperenflasyonun yurtiçi tasarrufların kamuya borç olarak verilmesi konusunda büyük bir güvensizlik yaratmış olmasından kaynaklanmaktadır. 1990 yılındaki hiperenflasyondan sonra 1990 öncesi iç borçların vadeleri yüksek faizle uzatılmış ancak kamuya yurtiçi kaynaklardan borç bulunmasının önü kapatılmıştır (Eichengreen, 2001).

Dış Borç

1998 yılı ile birlikte ekonominin daralması, yabancı kaynakların yurtdışına çıkış eğilimi göstermeleri, yatırım ve tasarruf eğiliminin azalmaya devam etmesi, kamu açıklarının artması ve yurtiçi kaynakların kamuya borç verilmemesi ile gerek büyüme ve kamu açıklarını kapama, gerekse dış borçları ödeme konularında ekonomi çıkmaz yola sürüklenmeye başlamıştır. Borç servisi/ihracat oranının %80'lere kadar dayanmasının (Grafik 11.10) dış borçların çevrilemeyeceği sin-

yalini güçlü olarak verdiği söylenebilir. Böylesine riskli hale gelmesi nedeniyle yabancı kaynakların Arjantin'e borç vermekten kaçınmaya başlaması çok şaşırtıcı olmamaktadır.

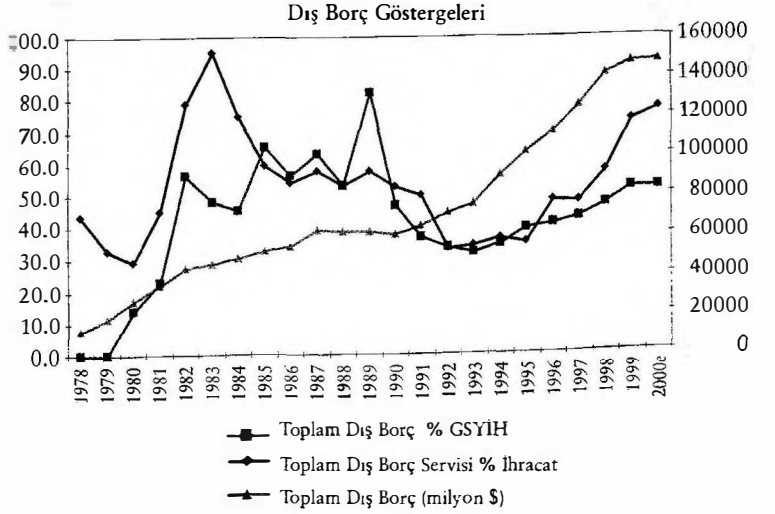
Toplam dış borcu, dolar cinsinden 140 milyar dolar civarında bulunmakta ve oran olarak GSYİH'nın % 50'si kadar olmaktadır (Grafik 11.10). Bu oranın düşük olması pesonun dolar karşısında aşırı değerli olmasından kaynaklanmaktadır. Bu oranın 2002 yılında yapılan devalüasyondan sonra % 80 civarına çıkması beklenmektedir. Bu borçların önemli bir bölümünün kamu borçları olmasına rağmen son yıllarda özel kesimin payı hızla artmıştır.

Para Piyasası

Dış kaynak çıkışı para kurulu uygulamasını sürdüren ekonomide parasal tabanda ciddi bir daralma ve likidite sıkıntısı yaratmıştır. Diğer yandan uluslararası rezervlerde 2001 yılının ilk 7 ayında % 40 bir azalma yaşanmıştır. Kriz çanlarının çaldığını gösteren en önemli

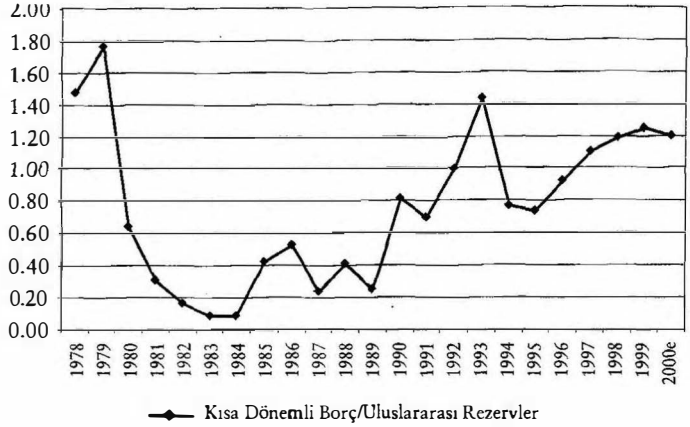
GRAFİK 11.10

Dış Borç Göstergeleri



Kaynak: IIF, Institute of International Finance, 2001.

GRAFİK 11.11
Kısa Dönemli Borçların Uluslararası Rezervlere Oranı



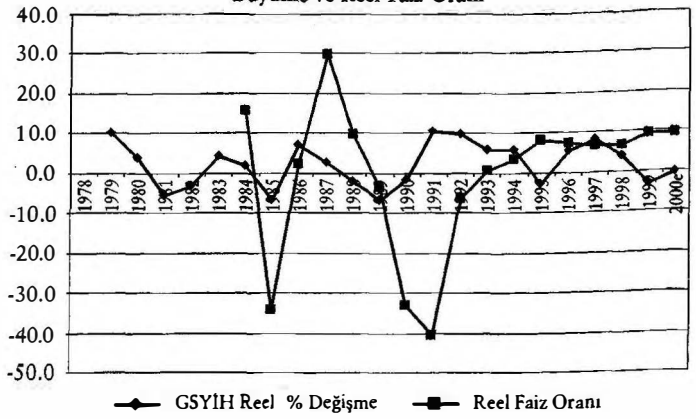
Kaynak: IIF, Institute of International Finance, 2001.

bulgulardan birisi olan kısa dönemli dış borç/uluslararası rezervler oranı 1998 sonrası 1,20 civarına tırmanmıştır (**Grafik 11.11**).

Yabancı sermayenin yurtdışına çıkması, yurtiçi sermayenin de yurtdışına kaçması ve ülkenin dış borçlarını ödemek açısından giderek riskli hale gelmesi faiz oranında bir sıçramaya neden olmuştur. Reel faiz oranı ekonomideki büyümenin daha üzerinde seyretmeye başlamıştır (**Grafik 11.12**). Bütün bunlara ek olarak 1999 yılında Brezilya'nın yaşadığı kriz ve devalüasyon Arjantin parasındaki reel değerlenme sürecini hızlandırarak rekabet gücünde olumsuz gelişmeyi hızlandırmıştır.

...ve Kriz
Büyüme durdu,
Uluslararası rekabet gücü azaldı,
Kamu açığı arttı,
Dış borç servisi döndürülemez oldu,
Dış borçları ödeyebilme riski yükseldi,
Dış kaynak yurtdışına çıktı,

GRAFİK 11.12
Büyüme ve Reel Faiz Oranı



Kaynak: IIF, Institute of International Finance, 2001.

Faizler yükseldi,
Risk primi yükseldi,
Likidite sıkışması oldu,
Ve Arjantin ekonomisi iflas etti.

Arjantin'deki krizi idare etmeye çalışan IMF 2001 yılındaki kötü gidişat sonunda 8 milyar dolarlık bir ek kaynak hazırladı ve esas olarak bütçe açığının sıfırlanması bu kaynağın verilmesi için ulaşılması gereken hedef olarak konuldu. Bu hedefe ulaşmak için işsizliğin % 15'e çıktığı bir dönemde kamu çalışanları ve emekli maaşlarında % 13'lük bir indirim yapıldı. Her ne kadar Arjantin'in ekonomi yönetimi (Cavallo ve de la Rua) dış borçlarını ödemede kararlı olduklarını aldıkları sıfır bütçe açığı kararıyla gösterdilerse de, halkın yoğun tepkisi belirleyici oldu ve ekonomi yönetiminin istifası ile 2001 yılının sonunda ekonomide 10 yıldır uygulanan sabit kur rejiminden vazgeçildi.

11.E. SONUÇ

IMF politikaları sürdürülen ülkelerde aşırı borçlanarak istikrar sağlanabilmektedir. Döviz kuru, faiz oranı, enflasyon oranı, parasal tabandaki

genişleme gibi temel fiyatlar ve büyüklüklerin tümüyle dış kaynak girişine bağlı olduğu bu politikalarla dış ticaret, kamu, para piyasasında bir istikrar ve denge sağlanabilse bile (değerli bir kur ile dış ticaret dengesini kurabilen, dolarlaşma ile para piyasasını ve mali sistemini dengede tutabilen pek az ülke bulunmaktadır) artan dış borç oranı en önemli dengesizlik unsuru haline gelmektedir. Bu nedenle istikrar sağlansa bile dış borçların ödenebilmesi için belirli bir ekonomik büyüme gerekli olmaktadır ki bu da istikrar politikalarının uygulandığı süre içinde reel sektörün yerle bir olduğu bir durumda olanaksız gibi gözükmektedir.

Ekonomik büyüme hedefini hiçbir şekilde içinde barındırmayan IMF istikrar politikaları, ülkelerin dış borçlarını çeviremeyecek bir noktaya gelmelerini ise kuvvetli olarak kendi içinde barındırmaktadır. Dış borçların ödenemeyeceğine ilişkin beklentilerin artması dış kaynak kaçışı, risk artışı gibi gelişmeleri körükleyerek ülkeyi hızla krize sokabilmektedir.

1994 yılından beri çok çeşitli coğrafyalarda yaşanmakta olan krizlerden sonra Arjantin örneğinin pekiştirdiği önemli bir sonuç vardır: Global finansal sistem IMF istikrar politikaları da dahil olmak üzere reformdan geçirilmelidir. Yaşanan tüm krizler, yapıları çok farklı ülkelerin de finansal krizlerle karşı karşıya kalmaları, gelişmekte olan ülkelerin tek başlarına alacakları önlemlerin yeterli olmayacağını göstermektedir.

Arjantin örneğinin gösterdiği diğer birkaç önemli sonuç vardır: Esnek kur sisteminin sürdüğü bir dünyada sabit kur sistemi uygulanması da çok riskli olmakta ve başlangıçta sağlanıyor gibi görünen istikrarın gelecekte çok önemli dengesizlikleri doğurmasına neden olabilmektedir. Yabancı sermaye girişinin de her zaman yurtiçi yatırımlara kanalize olarak büyümede katkısı olamadığı Arjantin örneğinin bir sonucudur. Devasa doğrudan yatırım girişlerinin olduğu son üç yılda Arjantin'de yurtiçi yatırımlar düşüş göstermektedir. Özellikle yerli bankaların gerekli düzenlemeler olmaksızın yabancı sermayeye satılması yurtiçi firmalara yönelik kredi olanaklarının artmaması gibi bir sonuç yaratabilmektedir. Özelleştirme sonucu elde edilen yabancı ser-

maye girişi de yatırıma dönüşecek bir kaynak yaratamadığı gibi özel firmaların yabancı sermayeye satılması yurtdışına sermaye kaçışını teşvik edebilmektedir. Bunun dışında uzun yıllar verilen faiz dışı bütçe fazlasının da dış borç yaralarını tedavi edecek güçte olmadığı Arjantin örneğinde ortaya konulmaktadır.

Tüm bu sonuçlardan yola çıkılarak Türkiye için çıkarılacak dersler nelerdir?

Kısa Dönemde

Türkiye istikrarı henüz tam olarak yakalayabilmiş değildir. Dış ticaret açığı, kamu açığı sürmekte, finansal sistemin reformu hâlâ dış kaynak tüketmeye devam etmektedir. 2001 yılının ekonomik daralma artan işsizlik ve yüksek enflasyon ile geçirildiği ve atlatıldığı düşünülen kriz konusunda bıçak sırtında olunduğu unutulmamalıdır. Tam olarak istikrara kavuşulduğunda dış borçları ödeyebilecek büyümenin sağlanabilmesinin çok zor bir süreç olduğu bilinmelidir. Arjantin örneğinin gösterdiği gibi, uzun seneler dahi sürdürülecek bir faiz dışı bütçe fazlası politikası borçları geri ödeyebilmekte her zaman yeterli olmayabilir. Reel sektöre rekabet gücünün kazandırılamamasının en önemli nedeni 1980'li yıllardan beri Türkiye'de uygulanan politikaların reel sektörün yatırım olanakları ve rekabet gücünü ihmal eder nitelikte olmalarıdır.

Uzun Dönemde

Bugün sanki çok önemli bir sorun değilmiş gibi görünen faiz ödemeleri önümüzdeki on yılda cari açığın en önemli kalemi haline gelebilir. Aynen 1980'li yıllarda Arjantin ekonomisinde bir sorun teşkil etmeyen faiz ödemelerinin bugün cari açığın açık vermesindeki en önemli kalem olması gibi. Özellikle büyüme dönemlerinde ithalatını ihracatı ile finanse edemeyen Türkiye'nin bir de faiz ödemelerini yerine getirecek şekilde bir rekabet gücü kazanabilmesi nasıl sağlanacaktır? Gerek Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı, gerekse 18 Ocak 2002 tarihinde verilen niyet mektubu bu konulara cevap verememektedir.

12

Türkiye ve Güney Kore Ekonomik Krizi: Benzerlikler ve Farklılıklar*

12.A. GİRİŞ

1994 yılında Türkiye, 1997 yılında G. Kore ekonomileri önemli birer ekonomik kriz yaşadılar. Her iki ülkede yaşanan ekonomik krizlerin başlangıç, süreç ve sonuçları açısından birçok benzerliği olduğu gibi, birçok farklılığı olduğu da görülmektedir. Bu çalışma her iki ülkede yaşanan krizlerin farklı ve benzer yönlerini ortaya koymayı amaçlamaktadır. Cevabı bulunması gereken en ilginç soru Türkiye'de devalüasyon sonucunda hiçbir özel sektör firması iflas etmezken Güney Kore'de neden bu kadar çok özel sektör iflası yaşanmış olduğudur.

12.B. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ: YÖNÜ VE TÜRÜ

Kitabın birinci ve ikinci bölümlerindeki makalelerde incelendiği gibi, 1990'lı yıllarda uluslararası sermayenin gelişmekte olan ülkelere doğru yönelmesinin en önemli nedeni gelişmiş ülkelerde yaşanan daralma sonucu faiz oranlarında sürekli bir düşüş ortaya çıkması ve gelişmek-

(*) Bu makale 1998 yılında, aynı başlıkla *Foreign Policy* dergisinin Bahar sayısında yayımlanmıştır.

te olan ülkelerdeki yüksek faiz oranlarıdır. Bir diğer çalışma ise sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelere yönelmesini spekülatif sermayenin getiri yaratma konusunda sahip oldukları otonomiye bağlamaktadır. Çünkü gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye girişi faiz oranlarını yükseltip yerli parayı değerlendirerek kendisine bir arbitraj oranı yaratabilmektedir.

90'lı yıllarda sermaye hareketlerinin gösterdiği bir diğer değişiklik gelişmekte olan ülkelere giren sermayenin uzun dönemli sermaye girişinden çok, portfolyo yatırımı ya da kısa dönemli sermayede yoğunlaşmasıdır. Örneğin Asya ülkelerine 1983-1989 arası net portfolyo yatırımı 10 milyar dolar iken 1990-1994 arasında 63 milyar dolara yükselmiştir (Dünya Bankası, 1997; Park ve Song, 1997). G. Kore'de 1991-1994 arası net portfolyo yatırımları 27.2 milyar dolardır (Park ve Song, 1997). Türkiye'de bu rakam aynı dönem için 8 milyar dolardır (TCMB, 1996).

Diğer önemli bir ayırım toplam sermaye girişleri yanında diğer özel yatırımların gelişiminin ne olduğudur. Örneğin Türkiye ve G. Kore sermaye yatırımları (doğrudan ve portfolyo yatırımlar) ve diğer özel yatırımlar (banka kredileri ve diğer özel yatırımlar) açısından karşılaştırmak mümkündür. Tablo 12.1'de görüldüğü gibi (satır 1 ve 2), doğrudan ve portfolyo yatırımların çok üzerinde seyreden bir özel yatırım miktarı sözkonusudur ve bu olgu her iki ülke için de geçerlidir.

Sözkonusu sermaye girişlerinin nasıl kullanıldığı ve bu konuda ortaya çıkan farklılık her iki ülkeyi krize götüren yolun anlaşılmasındaki en önemli noktayı oluşturmaktadır. Çalışmanın bundan sonraki bölümlerinde bu nokta ayrıntılarıyla ele alınacaktır.

12.C. DIŞ AÇIK VE DIŞ BORÇ KARŞILAŞTIRMASI

Güney Kore ile Türkiye'yi birbirinden ayıran en önemli gösterge dış ticaret ilişkileri ile ilgilidir (Tablo 12.1, satır 3-7). İhracat miktarı, Güney Kore'de 1996 yılında 128 milyar dolar iken Türkiye'de 23 milyar dolardır. G. Kore GSYİH'sinin yaklaşık % 30'unu dış pazarlara satarken Türkiye bu açıdan % 15'lere ulaşamamaktadır. İthalat anlamında

TABLO 12.1

Güney Kore ve Türkiye Ekonomik Verilerinin Karşılaştırılması

	Kore						Türkiye					
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1991	1992	1993	1994	1995	1996
1 Sermaye yatırımı (milyar dolar)	-0.2	1.8	5.5	1.8	2.1	2.8	0.9	0.4	0.8	1.6	2.1	-0.2
2 Diğer özel yatırım (milyar dolar)	3.5	8.5	6	3	13.3	23.2	0.9	5.8	12	-7.7	5.2	8.1
3 İhracat (milyar dolar)	70	75	81	94	123	128	14	15	16	18	22	23
4 İhracat/GSYİH %	23.7	24.4	24.3	24.6	27.0	26.5	9.1	9.4	8.7	14.1	12.9	12.7
5 İhracat artışı		8.0	7.7	15.7	31.5	4.1	9.0	4.8	17.8	19.5	5.0	
6 İthalat (milyar dolar)	77	77.0	79.0	97.0	128.0	144.0	21	23.0	30.0	23.0	35.0	43.0
7 Cari denge/GSYİH %	-3.0	-1.5	0.1	-1.2	-2.0	-4.9	0.2	-0.6	-3.5	2.0	-1.4	-2.4
8 Toplam borç/GSYİH %	18.8	19.5	20.3	22.7	24.6	29.3	33.4	34.9	37.3	50.3	43.2	43.2
9 Kısa dönemli borç/toplam borç %	53.2	52.2	49.6	51.4	53.9	53.2	18.1	22.8	27.5	17.2	21.4	25.7
10 Özel sektör borcu/toplam borç %	47.3	40.0	42.6	48.2	46.2		9.9	12.4	16.5	16.0	18.7	23.2
11 Bütçe açığı/GSYİH %	1.6	0.5	-0.6	-0.3	-0.3	-0.5	5.3	4.3	6.7	3.9	4.1	8.2
12 Özel sektöre kred./toplam kred. %	97.9	97.2	96.9	97.5	98.3	98.5	60.6	62.9	63.7	50.7	61.7	64.2
13 Borç-özsermaye oranı						300			210	179	130	127
14 Geri dönmeyen kred./topl.kred. %						13				3.1	4.4	2.9
15 Yurtiçi yatırımlar/GSYİH %	38.9	36.6	35.1	36.1	37	38.2	22.6	23.1	26.4	21.2	25.2	26.1
16 Yurtiçi tasarruflar/GSYİH %	36.4	35.6	35.5	35.3	36	34.2	20.5	21.2	21.6	22.7	21.9	21.8
19 Enflasyon oranı	9.6	4.5	5.8	5.6	4.7	4.5	71.1	66.0	71.1	125.4	76.0	79.8
20 GSYİH büyümesi	9.5	9.1	5.1	5.8	8.6	9.0	0.9	6.0	8.0	-5.5	7.2	7.2

Notlar: Borç-özsermaye oranı Kore için imalat sanayi firmaları, Türkiye için 500 büyük firma (Türkiye için kaynak İSO, 1996).
Geri dönmeyen krediler Kore için 6 büyük banka, Türkiye için bankacılık sektörü ortalaması (Türkiye için kaynak OECD, 1996).

Kaynak: The Institute of International Finance, 1997.

incelediğimizde, 1996 yılında G. Kore 144 milyar dolar ithalat yapmışken Türkiye 43 milyar dolarlık ithalat yapmıştır.

İthalat ve ihracat göstergeleri değerlendirildiğinde G. Kore dış dünya ile yüksek oranda entegre olmuş bir ülkedir. Bir başka deyişle bu ülkenin dış pazarlardaki gelişmelerden yoğun olarak etkilenmesi sözkonusu. Halbuki, Türkiye G. Kore'ye oranla iç talep tarafından yönlendirilen bir ülkedir. İhracat artış hızları incelendiğinde ortaya çıkan en ilginç gelişme krizden hemen önceki yıllarda (Türkiye için 1993, G. Kore için 1996) ihracat artış hızında önemli bir daralma ortaya çıkmasıdır. Dış pazarlardaki daralma kadar yerli paranın değerlenmesi ile ortaya çıkan bu olgu her iki ülkede de cari açığı giderek bozmuş ve devalüasyon beklentilerini artırmıştır.

Karşılaştırma açısından diğer bir önemli farklılık yukarıda kaynakları ile türleri açıklanan yabancı sermaye girişinin içeride nasıl ve ne amaçla kullanıldığıdır.

Tablo **12.1**, satır 8-10'dan incelenebileceği gibi, G. Kore'nin 1996 yılındaki dış borç stoku 142 milyar dolardır. Türkiye'de ise bu miktar 80 milyar ile sınırlıdır. G. Kore çok önemli miktarda dış borç almış bir ülke olmasına rağmen GSYİH'sı Türkiye'ninkinin üç katı civarında olduğu için dış borç/GSYİH oranı açısından Türkiye'den daha olumlu bir durumdadır.

En önemli farklılık ise kısa dönemli borçlar ve özel sektör borçları ile ilgilidir. Kısa vadeli borçlarının GSYİH'ye oranı G. Kore'de % 50'nin üzerindedir. Türkiye'de de hızlı bir artış göstermiş olmasına rağmen % 25'lerin biraz üzerinde seyretmektedir. Özel kesimin borçlanma oranı açısından Türkiye ile G. Kore karşılaştırma götürmeyecek bir başka farklılık daha göstermektedirler. G. Kore'de özel sektör borcunun toplam borç içindeki payı % 50'lere ulaşmaktadır. Türkiye'de yine artış göstermesine rağmen özel sektörün borç payı % 25 civarında kalmaktadır.

12.D. ÖZEL SEKTÖR VE KAMU SEKTÖRÜ DENGELERİNİN KARŞILAŞTIRILMASI

Ülkelerin dış borçlanmalarını karşılaştırmanın ortaya çıkardığı olgu Türkiye'de kamunun önemli bir borç yükü altına girdiği, G. Kore'de ise özel kesimin önemli bir borç altına girdiğidir. Diğer yandan, bu borçluluk esas olarak G. Kore'de kısa dönemli bir özellik göstermektedir.

Türkiye'de 1990 yılından sonra aşırı ve yüksek faizli kamu borçlanması önemli bir faiz yükü oluşturmuştur. 1990 yılında faiz ödemelerinin GSYİH içindeki payı 3.5 iken 1996 yılında 9.9'a çıkmıştır (Kitabın 2. makalesi, Tablo 12.1, satır 18). Diğer yandan, konsolide bütçe harcamalarının neredeyse yarısı faiz ödemelerini karşılamak için kullanılmaktadır. Bu olgu önemli bir kısır döngü yaratarak faiz ödemeleri için yeniden bir borçlanmayı getirmektedir. Tablo 12.1 satır 11'de görüldüğü gibi kamu açığının GSYİH'ya oranı % 4 ile % 8 arasında oynamaktadır. Halbuki G. Kore bütçe açığı verileri incelendiğinde 1993 yılından beri bir bütçe fazlası olduğu görülmektedir.

Aşırı dış borçlanma ve faiz yükü tuzağına düşen kamu 1994 yılında iflas edince Türkiye'de üç basamaklı enflasyon ortaya çıkıyor. G. Kore'de ise kamu hesaplarında bir açık ortaya çıkmadığı gibi krizden sonrası için yapılan enflasyon beklentisi % 15 ile sınırlı kalmaktadır.

Merkez bankalarının varlıkları incelendiğinde G. Kore'de özel sektöre verilen kredilerin toplam kredilere oranının % 98'lerde seyrettiği görülmektedir. Türkiye'de ise bu oran % 65'ler civarındadır (Tablo 12.1, satır 12). Diğer yandan G. Kore'de kamu dengesi sürerken özel sektörün aşırı dış borçlanması sözkonusu olmuştur. Bir yandan gelişmiş ülkelerde düşen faiz oranlarından yararlanmak isteyen G. Kore'li yatırımcılar uluslararası pazarlardan borçlanırken, diğer yandan uluslararası yatırımcılar Kore gibi yükselen pazarlardaki şirketlerin paylarını ellerinde tutmaya yönelmişlerdi.

Kore'de özel sektörün aşırı borçlanmasını gösteren en önemli olgu Kore imalat sanayiinde firmaların ortalama borç-özsermaye oranının % 300'ün üzerinde olmasıdır. Aynı oran Türkiye'de krizden önce % 200 civarında çıkmaktadır. Diğer yandan bankaların geri dön-

meyen kredilerinin oranı G. Kore'de % 13'e ulaşmıştır. Bu oran Türkiye'de kriz yılı olan 1994'te bile % 4.4 ile sınırlı kalmıştır (Tablo 12.1, satır 13-14).

Türkiye'de aşırı borçlanma tuzağına düşmüş olan kamunun hesaplarında bozulma sonucu kamuda bir kırılganlık riski görülürken, G. Kore'de aynı tuzağa düşmüş olan özel sektörde bir kırılganlık riski ortaya çıkmıştır. Diğer yandan, aşırı sermaye girişi yerli paranın değerlenmesi ve dış pazarların daralması her iki ülkede bir dış ticaret dengesizliği doğurmuştur.

12.E. YATIRIM VE TASARRUF DENGELERİNİN KARŞILAŞTIRILMASI

Dış borcun yoğunlaştığı sektörlerin farklı çıkması kadar sözkonusu sektörlerin dış borcu nasıl kullandıkları da önemli bir noktadır. Kamunun aşırı borçlandığı Türkiye'de, kamu yatırımlarının 1980 yılından beri durmuş olduğu dikkate alındığında, giren sermayenin ya faiz ödemeleri ya da cari harcamalar olarak tüketim eğilimi en yüksek olan kesimin elinde toplandığı bilinmektedir. Türkiye'de bu olgu önemli bir iç talep patlaması yaratmıştır. Bunun % 100'ün üzerinde enflasyon ve % 130 devalüasyon yaşamış bir ülkede hiçbir özel sektörün iflas etmemiş olmasında önemli katkısı vardır. Özel finans kesim kârlılığının çok arttığı ve finans sektörünün hızla geliştiği bir ortamda özel sanayi kesimi gerek finansal kârları artırarak gerekse artan iç talep karşısında önemli bir sarsıntı geçirmeyerek 1994 krizini atlatabilmiştir.

G. Kore'de ise özel sektör sermaye girişi yatırımlara dönüştürülmektedir. Son yıllarda bu ülkenin ortalama yatırım eğilimi % 40 düzeyinde, Türkiye'ninki % 25 düzeyinde bulunmaktadır (Tablo 12.1, satır 15, 16). Diğer yandan Kore bankacılık sektöründe tüketici ve konut kredisi özel olarak pahalı, sanayi yatırım kredisi özel olarak daha ucuz tutulmuştur. Dolayısıyla Kore'de dış borçlar özel sektör kanalı ile büyük ölçüde yatırım harcamalarına yönelirken, Türkiye'de kamunun aracılığıyla tüketim harcamalarında kullanılmıştır. Bu nedenle özel kesim Türkiye'de krizden aşırı bir zarar görmezken G. Kore'de borçla-

nan özel kesim aşırı bir yatırım ve üretim eğilimi içine girmiş, duraklayan iç talebe azalan dış talep eklenince borçlu özel kesim iflas noktasına gelmiştir.

12.F. SONUÇ

Özetle denilebilir ki her iki ülkede de ortak nedenlerle bir dış ticaret açığı sözkonusu olmakta ve aşırı dış borçlanma borç tuzağına düşen kesimde bir dengesizlik doğurmaktadır.

Türkiye'de kamu daha önce aldığı yüksek faizli borçların faiz ödemeleri için borçlanmaya başlayacak kadar bir kısır döngü içine düşmüştür. G. Kore'de yüksek faizle borçlanarak yatırım yapan özel kesim, gerçekleşen üretim artışını mas edecek bir iç talep ve dış talep artışı ortaya çıkaramayarak tuzağa yakalanmıştır. Diğer yandan Türkiye kamu iflasını üç basamaklı enflasyon ile gösterirken, Kore'de özel kesimde ortaya çıkan dengesizlik özel sektör firmalarında yaşanan iflaslar ile kendini göstermektedir.

13

Kısa Dönemli Sermaye Girişinin Makroekonomik Dengeler Üzerine Etkileri: Türkiye ve Meksika İçin Bir Karşılaştırma*

13.A. GİRİŞ

Bu makalede, spekülatif sermaye girişlerinin ödemeler dengesi ve kamu dengesi üzerindeki etkileri Türkiye ve Meksika ekonomileri karşılaştırılarak incelenmektedir. Gelişmekte olan ülkelere sermaye girişinin yükseldiği 1990 yılında Meksika, hem dış denge hem de kamu dengesi olan bir ekonomiye sahip iken, Türkiye ekonomisinde her iki hesap açık vermekte idi. Bu iki ülkenin incelenmesi, sermaye hareketlerinin serbestleşmesinden önce, gelişmekte olan ülkelerde ekonomide dış denge ve kamu dengesi olması durumunda, sermaye girişlerinin olumsuz etkisi olmayacağını öne süren neoklasik yaklaşımın sınanmasına yardımcı olacaktır.

Kitabın birinci ve ikinci bölümündeki makalelerde de ele alındığı gibi, aşırı sermaye girişi sonucu ödemeler dengesi üzerinde ortaya çıkan gelişmelerin başında cari açıkların artması gelmektedir. Bilindiği gibi, net sermaye girişinin rezerv artışlarına gitmeyen kısmı cari açık-

(*) Bu makale, 1995 yılında, "Short-term Capital Inflows and their Impact on Macroeconomic Order: A Comparison between Turkey and Mexico" başlığıyla, *Boğaziçi Journal* dergisinin 9. cilt ve 2. sayısında yayımlanmış olan makalenin kısaltılmış halidir.

ları finanse etmekte kullanılmaktadır. Bir diğer deyişle, sermaye girişlerindeki artış cari açığın artmasına olanak vermektedir. Çünkü sermaye girişlerinin yükselmesi sonucu bir yandan döviz bulunabilirliği bir kısıt olmaktan çıkmakta, diğer yandan ise yerli paranın değerlenmesi nedeniyle ihraç mallarının fiyatı uluslararası fiyatlara göre yükselmekte, ithal malları ise ucuzlamaktadır. Diğer yandan spekülatif karakterli, kısa dönemli sermaye girişine dayalı kamu borçlarının artması, kamu faiz ödemelerini artırarak kamu açığının artmasında rol oynamaktadır. Bu gelişme, faiz oranlarını yükseltmekte ve birincil fazla veren ülkelerde bile giderek artan kamu açığına ve faiz oranlarının tekrar yükselmesine yol açan bir kısır döngüyü oluşturmaktadır.

Bu makalenin birinci kısmında Türkiye ve Meksika'nın 1987-1993 arasındaki dış dengesi ve kamu dengesine ilişkin veriler sergilenmekte ve sermaye akımı ile kamu açığı arasındaki nedensellik testinin sonuçlarına yer verilmektedir. İkinci kısımda sermaye girişlerinin bütçe açığına yol açan aktarma mekanizması Türkiye için ele alınmaktadır.

13.B. SPEKÜLATİF SERMAYE GİRİŞLERİNİN TÜRKİYE VE MEKSİKA ÜZERİNE ETKİSİ

Tablo 13.1 ve 13.2'nin birinci kısımlarından da görüldüğü gibi, gerek Türkiye ve gerek Meksika'da ithalat artışının hızlanması, dış ticaret açığının ve cari açığın hızla artması sermaye girişinin yükseldiği 1990 yılına denk düşmektedir. 1990 yılından önce Meksika'nın dış ticaret fazlası vardır ve cari açık büyük oranda 1980'li yıllardaki borç krizinden kaynaklanan faiz ödemelerinden etkilenmektedir. 1990 yılından sonra ise Meksika'da ticaret açığı çok büyümüş ve cari açığa olan katkısı faiz ödemelerinin katkısına eşit hale gelmiştir. Türkiye'de cari açık büyük oranda ticaret açığından etkilenmektedir.

Artan net sermaye girişinin doğrudan yatırım, portfolyo yatırımı ve kısa dönemli yatırımlar arasındaki dağılımı incelendiğinde, portfolyo yatırımlarının ve kısa dönemli sermaye girişinin Türkiye için 1990 yılında, Meksika için 1991 yılında sıçrama gösterdiği görülmektedir. Türkiye' de Körfez Savaşı yılı olan 1991'de kısa dönemli serma-

TABLO 13.1
Meksika Temel Ekonomik Göstergeler

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
I. (milyon dolar)								
İhracat	21804	27600	30692	35171	40711	42688	46196	51886
İthalat	16784	18812	28082	34766	41593	49967	62129	65367
Faiz ödemesi, net	-6880	-6209	-6132	-6648	-6555	-6309	-7451	-8547
Birincil açık	5506	10448	3756	827	-896	-8584	-17353	-14846
Cari açık	-1374	4239	-2376	-5821	-7451	-14893	-24804	-23393
Sermaye hareketleri	2716	-1189	-1163	3176	8163	24940	26542	30882
Doğrudan yatırımlar	2036	1184	2011	2785	2549	4742	4393	4901
Portfolyo yatırımlar	-1226	-1399	121	298	-3985	12138	19175	27867
Kısa dönemli yatırımlar	584	-5051	821	-963	2847	3343	6848	609
Rezerv değişmeleri	-985	-6924	7128	-272	-3414	-7822	-1161	-6083
II. (milyon peso)								
KKBG	12686	31000	48734	28455	-26914	12981	-4942	
Bütçe açığı	-10341	-27467	-37843	-25589	-19435	-1990	15959	4156
Faiz ödemeleri	-11168	-34463	-60919	-59264	-59917	-43354	-36514	-28870
Birincil açık	827	6996	23076	33675	40482	41364	52473	33026
III. (milyon dolar)								
Uluslararası rezervler (milyon peso)	6791	13715	6588	6859	10274	18095	19257	25340
Parasal taban	8444	14402	28874	23012	31135	39797	45535	50274
IV. (milyon peso)								
GSYİH (milyon dolar)	78787	193162	393727	512603	694872	877941	1034733	1140011
GSYİH	85313	87415	172612	194094	235918	285881	332135	367047
TÜFE	86.2	131.8	114.2	20.1	26.7	22.7	15.5	9.8
Döviz kuru	0.9235	2.2097	2.2810	2.6410	2.9454	3.0710	3.1154	3.1059

Notlar: Rezervlerdeki eksi işaret artış anlamına gelmektedir. Birincil açığın artı olması dışa kaynak transferi anlamına gelmektedir.

Kaynak: Ödemeler dengesi verileri: Banco de Mexico; Kamu ve Bütçe verileri:Mexico, National Institute of Statistics; Uluslararası Rezervler:Mexico, National Institute of Statistics; GSYİH: Mexico, National Institute of Statistics; TÜFE: IMF, International Financial Statistics; Parasal Taban: IMF, International Financial Statistics; Döviz Kuru: IMF, International Financial Statistics.

ye çıkışı olduğu bilinmektedir. Benzeri şekilde 1994 yılında yaşanan krizle birlikte kısa dönemli sermaye çıkışı yaşanmıştır. Meksika'ya 1990 yılından sonra uzun dönemli sermaye girişi de sözkonusu olmuş-

TABLO 13.2
Türkiye Temel Ekonomik Göstergeler

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
I. (milyon dolar)								
İhracat	7583	10322	11929	11780	13026	13667	14891	15610
İthalat	10664	13551	13706	15999	22581	21007	23082	19772
Faiz ödemesi, net	-1793	-2005	-2425	-2223	-2347	-2495	-2205	-2326
Birincil açık	328	1199	4021	3184	-278	2753	1262	-4504
Cari açık	-1465	-806	1596	961	-2625	258	-943	-6830
Sermaye hareketleri	2124	1891	-958	780	4037	-2397	3648	8963
Doğrudan yatırımlar	125	106	354	663	700	783	779	622
Portfolyo yatırımlar	146	282	1178	1586	547	648	2411	3917
Kısa dönemli yatırımlar	812	50	-2281	-528	3000	-3020	1396	3054
Rezerv değişmeleri	790	-969	-890	-2762	-1308	1029	-1484	-308
II. (milyar TL)								
KKBG	1869	4563	6226	12282	29324	65616	116493	215947
Bütçe açığı		-2598	-3860	-7502	-11954	-33516	-47434	-132436
Faiz ödemeleri		-2266	-4978	-8259	-13966	-24073	-40298	-116470
Birincil açık		-332	1118	757	2012	-9443	-7136	-15966
III.(milyon dolar)								
Uluslararası rezervler (milyar dolar)	4347	5212	6428	9283	11387	12150	15252	17761
Parasal taban	4588	6759	12084	20780	28746	43077	76773	128902
IV.(milyar dolar)								
GSYİH (milyar dolar)	51079	74722	129225	227324	393060	630117	1093368	1892606
GSYİH	67	73	71	98	134	124	128	131
TÜFE	34.60	38.80	73.70	63.30	60.30	66.00	70.10	66.10
Döviz kuru	757.8	1020.9	1814.8	2313.7	2930.1	5079.9	8564.4	14472.5

Not: Bkz. Tablo 13.1.
Kaynak: Ödemeler Bilançosu verileri: TCMB; Kamu ve bütçe verileri: HDTM; Uluslararası Rezerv-ler: TCMB; Parasal Taban: IMF, International Financial Statistics; GSYİH:DIE, HDTM; TÜFE: IMF, International Financial Statistics; Döviz Kuru: IMF, International Financial Statistics.

tur. Bunun nedeninin, arbitraj olanaklarından bağımsız olarak, NAF-TA'nın oluşumu ile beraber, düşük işgücü maliyetinden yararlanmak üzere Meksika'da yatırım yapan ABD firmaları, özelleştirmeye yöne-

lik giren yabancı sermaye ve ülkeye geri dönen yerli sermaye olduğu belirtilmektedir (Oks ve Wijnbergen, 1993).

Tabloların ikinci kısmı yabancı sermaye girişinin ödemeler dengesi üzerindeki olumsuz etkilerinin kamu dengesi olan (Meksika) ve olmayan (Türkiye) her iki ülkede de ortaya çıktığını göstermektedir. Meksika'da 1990 yılında, KKBG (kamu kesimi borçlanma gereği) negatiftir yani toplam kamu fazla vermiştir. KKBG'nin 1991 ve 1992 yıllarında ise GSYİH'ye oranı % 1'den düşüktür. Bütçe açığı ise, 1990 yılından sonra ya yok denecek kadar azdır ya da fazla vermektedir. Meksika bütçesinin faiz ödemeleri düşüldüğünde birincil fazla verdiği görülmektedir. Dolayısıyla kamu hesaplarının dengede olup olmamasından bağımsız olarak, Meksika'da spekülatif sermaye girişi cari açığı ortaya çıkan etkenlerden birini oluşturmuştur.

Türkiye'de KKBG'nin GSYİH'ye oranı (yeni seri) 1989 yılına kadar % 5 civarında iken 1990 yılından sonra % 10'a yükselmiştir. Konsolide bütçe açıklarının GSYİH'ye oranı 1989 yılında % 3 iken 1993 yılında % 7'ye kadar çıkmıştır. 1990 yılına kadar birincil fazla varken, bir başka deyişle bütçe açığı faiz ödemelerinden daha düşükken, 1990 yılından sonra birincil açık ortaya çıkmıştır. Bilindiği gibi, bunun nedeni 1990 yılından sonra bir yandan kamu faiz ödemeleri çok hızlı artarken diğer yandan cari harcamalarda bir artış olmasıdır. Özetle yukarıda yapılan karşılaştırmadan çıkabilecek sonuç, aşırı yabancı sermaye girişinin Meksika'da dengeleri bozarken Türkiye'de dengesizlikleri artırmış olduğudur.

Türkiye'de, dış finansal serbestlik uygulamasından öncesine uzanan bir cari açık ve kamu açığı sorunu bulunmaktadır. Bu nedenle, spekülatif sermaye girişinin yükselmesi ile kamu açığı arasındaki başlatıcılık ilişkisini net olarak görmek kolay değildir. Spekülatif sermaye girişi ile kamu açığı arasındaki ilişkiyi ele alırken hangisinin diğerindeki gelişmeleri açıklamakta daha etkili olduğunu incelemek gerekmektedir. Bu ilişkinin incelenebilmesi için net dış varlık (ANDV) ile bütçe açığı (AKBAC) verilerini kullanarak Granger nedensellik testi uygulanmıştır. Her iki verinin de mevsimlik düzeltme ve durağanlık analizi ya-

pılmıştır. Gerek net dış varlık (ANDV) gerekse bütçe açığı (AKBAC) Augmented Dicky-Fuller testine göre I(0) çıkmaktadır. Optimum zaman yapısı ise 5 aydır (Akaike's Information Criterion'a göre). Test Türkiye için 1990.01-1995.08. dönemlerini kapsayacak şekilde aylık verilerle yapılmış ve elde edilen sonuçlara göre net dış varlıklardan bütçe açığına doğru giden güçlü bir nedensellik bulunmaktadır (Tablo 13.3). Bir diğer deyişle, neoklasik teorinin öne sürdüğü gibi, Türkiye'de kamu açığı yüksek olduğu için sermaye girişi olmamış, sermaye girişinden kamu açığının artmasına doğru bir ilişki yaşanmıştır.

TABLO 13.3
Granger Nedensellik Sınamaları

Sıfır hipotezi	F-istatistiği	Olasılık
ANDV, AKBAC'nin Granger nedeni değildir	4.074495	0.0034
AKBAC, ANDV'nin Granger nedeni değildir	2.449915	0.0456

13.C. SERMAYE GİRİŞİNİN BÜTÇE AÇIĞINA AKTARILMA MEKANİZMASI

1989 yılından sonra Türkiye'de uygulanmaya konulan dış finansal serbestlik kamu açığının finansman şeklini değiştirmiştir. Çünkü 1989 yılından sonra iç borçlanma dış borçlanma miktarını geçmiştir. Tablo 13.4'ten de görülebileceği gibi, KKBG'nin finansmanında iç borçların oranı 1989 yılında % 80 civarında iken 1990 yılında % 87 oranına yükselmiştir. 1994 yılında hâlâ yüksek bir oranı koruyarak % 78 civarındadır.

Ayrıca, konsolide bütçe harcamaları içinde yurtiçi faiz ödemelerinin payı gittikçe artarken yurtdışı faiz ödemelerinin payı gittikçe azalmaktadır (Tablo 13.5). Bu iki olgu kamu sektörünün açığını kapamak için gittikçe daha çok miktarda dışarıdan borç alan iç ajanlardan borçlandığını göstermektedir. Diğer bir deyişle, kamu sektörünün dışarıdan doğrudan borçlanmasının yerini iç ajanlar aracılığıyla dolaylı olarak dışarıdan borçlanması almıştır (Altınkemer ve Ekinci, 1992; OECD, 1996; TCMB, 1995).

TABLO 13.4
Kamu Kesimi Borçlanma Gereği Finansmanı

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Merkez Bankası	22	12	9	10	11	27	14	20	16	4	1	16	15	17	17
Dış borçlanma	28	62	56	17	54	2	58	44	43	15	12	4	14	5	10
İç borçlanma	50	26	35	73	35	71	28	36	41	81	87	80	71	78	78

Kaynak: OECD, Economic Survey (Turkey) çeşitli yıllar.

Bu yeni tür finansman şekli 1989 yılından sonra kısa dönemli sermaye girişinin artmasına paralel olarak kısa dönemli bir karakter göstermektedir. Yurtiçi borçlanma türleri incelendiğinde 1-9 ay vadeli bonolar en önemli paya sahip iken 1-5 yıl vadeli tahvillerin payı düşme trendine girmektedir (Hazine Müsteşarlığı, 1996).

Finansal serbestliğin iç borçlanma ve kısa dönemli borçlanmada sistemli bir artış yaratması faiz oranını gittikçe yükselten bir sürecin ortaya çıkmasına katkıda bulundu. Bu faiz oranı, gerek yurtiçi gerek dış ajanların her ikisini de tatmin edecek kadar yüksek bir faiz oranı olmuştur. Boratav vd. (1995)'ne göre, doğru yatırım yapmış olan rantiyeler 1989 yılında % 47, 1990 yılında % 25, 1992 yılında % 18

TABLO 13.5
KonsolideBütçe Harcamaları
(yüzde paylar)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Cari harcamalar	40	37	39	35	34	31	37	30	35	43	49	46	51	42	39
Personel	31	25	31	23	22	20	22	18	24	32	39	37	42	35	30
Diger cari	10	12	8	12	12	12	15	12	11	11	10	8	9	7	8
Yatırım harc.	19	21	21	18	17	18	21	19	17	15	14	14	14	11	0
Transfer harc.	41	42	40	47	49	51	42	46	49	42	37	40	35	47	9
Borç faizleri	3	5	5	7	10	10	16	18	23	21	20	18	18	24	53
Dış borç faizleri						7	8	8	8	8	6	5	4	5	33
İç borç faizleri						4	8	10	15	13	14	13	14	19	7
Vergi iadeleri	1	2	1	7	9	12	14	14	11	9	6	6	5	2	26
KİT'lere transf.	15	12	13	10	6	3	2	3	5	3	2	8	4	5	0

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, Temel Ekonomik Göstergeler, 1996.

ve 1993 yılında % 18 getiri elde edebilmişlerdir. Sak, Türkiye'nin faiz oranını uluslararası faiz oranına bölerek bir reel faiz oranı hesaplamıştır. Bu çalışmaya göre 1989, 1990 ve 1992 için reel faiz oranı uluslararası faiz oranının % 14'ü kadar yüksek çıkmaktadır (Sak, 1995).

Türkiye'deki yüksek faiz oranı kamu açıklarını olumsuz olarak etkilemiş ve bir iç transfer sorununu da yaratmıştır (Önder vd., 1993, Altınkemer ve Ekinci, 1992). Tablo 13.5 konsolide harcamalarının yüzde dağılımını vermektedir. 1980 yılında faiz ödemelerinin payı en düşük düzeyde iken (% 3), 1994 yılında en büyük paya (% 33) çıkmaktadır. 1989-1994 yılları arasında uygulanan borçlanma politikası ve borçlandıkça faiz oranının yükselmesi ile ortaya çıkan kısır döngü sonucu, faiz ödemeleri 1994 yılında konsolide bütçe harcamaları içinde en yüksek paya sahip olurken, diğer transferler ve yatırım harcamaları azalmıştır.

1989 yılından sonra Türkiye ekonomisinin karşı karşıya kaldığı ikinci bir önemli sorun sermaye girişlerinin parasal büyüklükler üzerinde baskı yaratmaya başlamasıdır. 1988 yılında toplam varlıklar içinde yabancı varlıkların payı % 30 iken giderek yükselme göstermiş ve 1994 yılında % 53'e yükselmiştir (TCMB, Aylık İstatistik Bültenleri). 1990 yılından sonra bir para programı uygulanamamasının en önemli nedeni de yabancı varlıklarda görülen kontrolsüz artıştır (Ekinci, 1991).

Ülkeye giren yabancı sermayenin ithalat hacmini artırmasını ve yerli paranın değerlenmesini bir ölçüde de olsa önlemek için merkez bankalarının uluslararası rezerv biriktirmeleri, gerek Türkiye'de gerek diğer gelişmekte olan ülkelerde sözkonusu olmuştur. 1990 yılından itibaren Türkiye'de uluslararası rezervler hızla artmıştır. Daha önce de tartışıldığı gibi, net dış varlık girişinin parasal tabanı genişletmesi gibi olumsuz sonuçları olmuştur. Parasal tabandaki genişlemeyi emmenin yani bunun ekonomide enflasyonist bir genişlemeye neden olmamasının yöntemi, bu genişlemenin Merkez Bankası'nın piyasaya süreceği kâğıtlarla sterilize edilmesidir. Daha önceki makalelerde tartışıldığı gibi, bunun da faiz oranını ve kamu açığını artırıcı etkisi vardır. Ancak Türkiye'nin uyguladığı yöntem bir yandan faiz oranlarının artmasına neden olurken bir yandan enflasyonist genişlemeyi ortadan kaldırma-

mıştır. Bu yöntem parasal tabandaki genişlemenin Merkez Bankası tarafından sterilize edilmesi yerine, büyük oranda Hazine'nin kâğıtlarıyla likiditenin kamu tarafından kullanılır hale getirilmesidir.

Bu olgu, kamunun harcamalarını artırmak için kamu gelirlerinin artırılması gereğini doğurmaksızın, bir başka deyişle vergi reformu yapılmaksızın personel harcamalarının yükseltilmesi olanağını doğurmuştur. Nitekim 1990 yılından sonra faiz gelirlerinden alınan vergiler düşürülürken ve kurumlar vergisinin toplam vergiler içindeki payı azaltılırken (Kepenek ve Yentürk, 1996) kamu kesiminde ücretler artırılabilmiştir (Tablo 13.5).

Ücret artışlarının özel sektöre yansıması ise biraz daha farklıdır: Türkiye'de 1980'den uygulanan ihracata yönelik sanayileşme politikaları sonucu artan ihracat sanayileşmeyi ve yeni yatırımları beraberinde sürüklememiştir. Dolayısıyla bir ihracata yönelik sanayileşme olgusundan çok, düşük ücretlere ve başkaca mali teşviklere dayalı bir ihracat artışından söz edilebilir (Şenses, 1989; Öniş, 1993; Yentürk, 1992; Kepenek ve Yentürk, 1996). Bu nedenle 1980-1989 yılları arasında ücretlerin yıpranması süreci yaşanmıştır. 1989 yılından sonra ücretlerdeki kaybın telafi edilmesi, özellikle seçimlerle bağlantılı politik nedenlerle, gerekli olmuştur. Ücretlerdeki artışın özel kesimin kârlılığını azaltmayacak şekilde yansımasının sağlanması ise kârlılığın diğer bileşenlerinden olan girdi maliyetlerinin düşürülmesi ile sağlanabilmiştir. Boratav vd. (1994)'ne göre, imalat sanayiinde, 1980-1989 yılları arasında girdi maliyetlerinin katma değer içindeki payı artarken ücretler düşürülerek mark-up oranları sabit tutulabilmiştir. 1989 yılından sonra ise, imalat sanayii mark-up oranlarının sabit tutulabilmesi artan ücretlerin girdi maliyetlerindeki azalış ile birlikte telafi edilebilmesi sayesinde sağlanmıştır. Yentürk (1997)'e göre, 1989-1990 yılları için imalat sanayii alt sektörleri için ücret payları ve girdi payları karşılaştırıldığında, ücretlerle girdi maliyetleri arasında farklı yönde bir ilişki görülmektedir. Diğer bir deyişle ücretlerle girdi maliyetleri arasında değişim (trade-off) bulunmaktadır. Özellikle içe dönük sektörlerde girdi maliyetini en çok etkileyen unsur döviz kurudur. Bu nedenle ücretler-

le döviz kuru arasında bir değişimden söz edilebilir. Genel olarak 1980 yılından önce ve 1989 yılından sonra, değerli döviz kuru politikalarının uygulandığı dönemlerde değişim değerli döviz kuru ile yüksek ücretler arasında olmaktadır. 1980-1989 arasında TL'nin değer kaybettiği dönemde ise değişim devalüe edilmiş döviz kuru ile düşük ücretler arasında olmaktadır (Kirmanoğlu, 1994).

Özetle, spekülatif sermaye girişinin artmasının gelir dağılımı üzerinde değişik etkileri olmuştur. Birincisi, GSYİH içinde bankacılık ve finans sektörünün payının artması, faiz gelirlerinin yükselmesi ve finansal kesimden alınan vergilerin düşmesidir. İkincisi özellikle içe dönük imalat sanayii alt sektörlerinde yerli paranın değer kazanmasının ücretlerdeki artışı telafi edebilmesi nedeniyle kârlılığın artabilmesidir.

13.D. SONUÇLAR

Neoklasik teori, gelişmekte olan ülkelerde, ekonomide dengesizlik olması halinde sermaye girişlerinin olumsuz etkilerinin ortaya çıkabileceği görüşünü öne sürmektedir. Bu makalede incelenen Türkiye ve Meksika ekonomisi, sözkonusu görüşün geçerliliğini sarsmaktadır. Meksika açısından incelendiğinde, kamu dengesi olan ekonomilerde finansal serbestliğin dengesizlik yaratmayacağı görüşü geçerli çıkmamakta, konu Türkiye açısından incelendiğinde ise net dış varlık girişlerinin kamudaki ve dış açıktaki dengesizliği büyüttüğü görülmektedir.

Türkiye'de finansal serbestlik, bunun kötü yönetiminin yarattığı iç dengesizlikler ve iç transfer sorunu ekonomik sorunlar kadar sosyal sorunlar yaratabilecek düzeydedir. 1989 yılından sonra ücretlerde sağlanan artış kamu gelirlerini ve vergileri artırmak yerine dışarıdan borçlanmaya dayandırılmış, finansal sektör yüksek faiz oranları ve düşük vergilerle beslenmiş, imalat sanayiinin kayıpları ise yerli paranın değerlenerek girdi maliyetlerini ucuzlatması ile telafi edilmiştir. Diğer bir deyişle, hükümetler her kesim nezdinde popülarite artırmak amacıyla kısa-orta dönemde sürdürülemeyecek politikalar izlemişlerdir.

14

Yapısal Uyum Politikalarının Yatırımlar Üzerine Etkileri: Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Bir Karşılaştırma*

14.A. GİRİŞ

Kitapta yer alan daha önceki makalelerde, yapısal uyum politikaları ile yatırımlar arasındaki ilişkiler Türkiye açısından incelendi. Bu makalede, yapısal uyum politikalarının yatırımlar üzerindeki etkileri konusundaki tartışmalar 14 gelişmekte olan ülke açısından ele alınacaktır. Makalede 4 temel konu 14 gelişmekte olan ülke deneyimine dayanılarak incelenecektir: bunlar sırasıyla, yapısal uyum politikaları ile birlikte yatırımların göreli fiyatlarındaki gelişmeler, yatırımların ticarete konu olan-olmayan sektörler arasında ve reel-finansal sektör arasındaki dağılımı, ve gelirin ücret-kâr arasındaki bölüşümü ile yatırımlar arasındaki ilişkilerdir.

(*) Bu makale Paris-I Sorbonne üniversitesi, IEDES'e bağlı Centre de Recherche Economique'te 1995 yılındaki *Yapısal Uyum Politikaları, Bölüşüm ve Yatırımlar* isimli uluslararası çalışma grubu toplantılarında şekillenmiştir. 1996 yılında Sayın Boratav ve Sayın Türel ile "Ajustment, Distribution and Accumulation" başlığı altında UNCTAD'da sunulmuş araştırma raporunda İngilizce olarak yer almıştır.

14.B. YAPISAL UYUM POLİTİKALARI VE YATIRIMLARIN GÖRELİ FİYATLARI

Mal hareketlerinin serbestleşmesinin yatırımlar üzerindeki olumsuz sonuçları gerek Dünya Bankası'nın çalışmaları (Dünya Bankası, 1988; 1990; 1992) gerekse Dünya Bankası'nın yaklaşımını eleştiren çalışmalar tarafından (Taylor, 1988; Mosley vd., 1991; Fontaine, 1993; Agosin ve Tussie, 1993) ortaya konulmaktadır.

Örneğin Mosley vd. (1991)'in yapısal uyum politikalarını izleyen 20 gelişmekte olan ülke ile izlemeyen 20 gelişmekte olan ülke için yaptıkları karşılaştırmanın sonuçlarına göre, yapısal uyum politikalarını izleyen ülkelerde yatırımların GSMH'ye oranı % 17 düzeyinde kalırken, diğer gruptakilerin % 20'ye çıkmaktadır. Bu çalışmada aynı sonuca, yapılan ekonometrik sınamalar ile de ulaşılmakta ve yatırımlar ile yapısal uyum politikaları arasında negatif ve anlamlı bir ilişki ortaya çıkmaktadır. Aynı şekilde, Dünya Bankası, 1988-1990-1992'de yayımlanan "Adjustment Lending" raporlarında gelişmekte olan ülkelerde yatırımların azaldığı sonucuna ulaşmaktadır.

Her ne kadar Dünya Bankası raporları yatırımlarda ortaya çıkan olumsuz gelişmeleri politik belirsizlik ve reformların yavaş yapılması gibi nedenlerle "yatırımlarda bir dinlenme" olarak yorumluyorsa da, uygulanan yapısal uyum politikalarında köklü bir "yatırımları durduran sapma" (bias anti-investment) olduğu görüşleri ağırlık kazanmaktadır. Bu görüşler, gelişmekte olan ülkelerin yapısal uyum politikaları sonucu sağladıkları en önemli başarı olarak öne sürülen ihracat artışının, yatırımlardaki bir artışa bağlı olmadığı konusunda yoğunlaşmaktadır.

Özellikle, ihracata dayalı büyüme politikalarının en önemli uygulamalarından olan devalüasyonların yatırım mallarının göreli fiyatlarına etkisi incelendiğinde, olumsuz bir etkiden söz edilmektedir. Çünkü, yatırım malı ithalatı açısından gelişmekte olan ülkelerin dışa bağımlı olması nedeniyle, devalüasyonların göreli yatırım malı fiyatlarını hızla yükselttiği görülmektedir.

Örneğin, Kravis vd. (1982)'de 34 ülkenin tüketim, yatırım ve

kamu mallarının yerli fiyatları ile uluslararası fiyatları karşılaştırılmakta, düşük gelirli gelişmekte olan ülkelerde yatırım malları fiyatlarının uluslararası fiyatlardan sapmasının diğer mallara ve ülkelere göre daha yüksek olduğu gösterilmektedir.

Ayrıca, De Long ve Summers (1991) işçi başına çıktının düşük olduğu ülkelerde yatırım malları fiyatının daha yüksek olduğunu ve gelişmekte olan ülkelerin yatırım malı satın almak için gelişmiş ülkelere göre daha yüksek miktarda tüketim malı vermek zorunda olduklarını göstermektedirler. Aynı çalışmaya göre, gelişmekte olan ülkelerde yüksek yatırım malı fiyatları ile düşük büyüme oranları arasında negatif ve anlamlı bir ilişki çıkmaktadır.

Pfefferman ve Madarassy (1992)'ye göre 1979-88 arası 35 gelişmekte olan ülkede yatırım deflatörünün milli gelir deflatörüne oranı artmaktadır. Sözkonusu çalışmaya göre bu olgu Güney Doğu Asya yeni endüstrileşmiş ülkeleri için tersine çıkmakta ve 1979-86 arası göreli yatırım fiyatları azalmaktadır. Dünya Bankası'nın Güney Doğu Asya Mucizesi başlıklı çalışmasına göre, Güney Doğu Asya yeni endüstrileşmiş ülkelerinin göreli yatırım fiyatlarındaki azalma, bu ülkelerde yapısal uyum politikalarının yatırımlar üzerindeki olumsuz etkisinin hafiflemesine neden olmaktadır (Dünya Bankası, 1993).

Ayrıca, birçok gelişmekte olan ülkede düşme eğilimi gösteren yatırımların milli gelire oranları mal fiyatlarındaki gelişmeleri de içermekte ve yatırım malları fiyatlarının yükseldiği gelişmekte olan ülkelerde bu oran daha az fiziksel makina ve teçhizat yatırımı anlamına gelmektedir (UNCTAD, 1995).

Tablo 14.1'de ülkelerin yatırımlarının milli gelire oranları (GDI/GSYİH) ve göreli yatırım malı fiyatları (GDI def/GSYİHdef) izlenebilmektedir. Bu tabloya göre, GDI/GSYİH oranlarında 1979 sonrasında önemli bir düşme görülmektedir. Bu özellikle 79-83 ve 84-88 alt dönemleri için geçerlidir. Sözkonusu dönemlerde incelenen 14 ülkeden 10'unda yatırım oranları düşmektedir.

Tablo 14.1'de yatırım oranları düşen 10 ülkenin çoğunda (7' sinde) yatırımların göreli fiyatları artmaktadır (Brezilya, Meksika, Fas,

TABLO 14.1

Yatırım Mallarının Göreli Fiyatları (GDIdeflatörü/GSYİHdeflatörü) ve Yatırım Oranları (GDI/GSYİH)

		1970-73	1974-78	1979-83	1984-88	1989-93
Cezayir	GDI/GSYİH	30.63	48.14	46.87	37.08	28.29
	GDIdef/GSYİHdef	121.23	101.29	87.15	90.47	130.69
Arjantin	GDI/GSYİH	24.92	24.83	23-May	18.25	17.36
	GDIdef/GSYİHdef	80.09	102.04	97.68	87.56	80.13
Brezilya	GDI/GSYİH	28.34	31.98	25.55	21.29	19.76
	GDIdef/GSYİHdef	103.20	104.18	118.68	146.59	138.34
Şili	GDI/GSYİH	20.40	15.72	17.50	19.26	26.77
	GDIdef/GSYİHdef	48.09	118.00	42.58	87.74	86.59
Mısır	GDI/GSYİH	13.20	25.95	25.85	23.16	19.95
	GDIdef/GSYİHdef	78.19	104.98	101.31	93.99	82.98
Hindistan	GDI/GSYİH	22.13	23.53	24.32	23.91	24.71
	GDIdef/GSYİHdef	90.04	104.45	109.95	113.09	112.52
Endonezya	GDI/GSYİH	13.15	18.56	27.73	31-Oca	32.03
	GDIdef/GSYİHdef	113.40	95.66	76.79	91.91	71.72
Kore	GDI/GSYİH	23.55	28.34	29.88	29.86	36.44
	GDIdef/GSYİHdef	110.07	99.62	108.00	105.67	105.00
Meksika	GDI/GSYİH	25.64	27.90	28.83	20.36	37735
	GDIdef/GSYİHdef	92.05	99.92	124.97	116.89	104.24
Fas	GDI/GSYİH	20.15	30-Oca	25.27	22.37	22.77
	GDIdef/GSYİHdef	101.20	103.18	114.61	113.15	105.01
Filipinler	GDI/GSYİH	18.13	24.99	26.55	17.32	21.49
	GDIdef/GSYİHdef	99.74	97.58	89.50	85.37	89.96
Tayland	GDI/GSYİH	30.53	30.46	29.51	28.86	38.29
	GDIdef/GSYİHdef	94.73	97.59	112.70	119.24	115.61
Tunus	GDI/GSYİH	33.87	32.99	32.95	24.17	37859
	GDIdef/GSYİHdef	73.84	96.77	97.67	113.17	111.72
Türkiye	GDI/GSYİH	23.89	29.82	25.65	24.93	27.24
	GDIdef/GSYİHdef	97.94	100.83	105.31	138.22	114.84

Notlar: Brezilya 1989-1992.
GDI/GSYİH: (Gayri Safi Yurtiçi Yatırımlar/GSYİH) Sabit fiyat, dönem ortalaması.
GDI deflatörü/GSYİH deflatörü 1977=100 dönem sonu.

Kaynak: Dünya Bankası, World Tables, 1995'ten hesaplanmıştır.

Tayland, Tunus, Türkiye ve bir ölçüde Cezayir). Yatırım oranları artan 4 ülkeden 3'ünde (Şili, Endonezya ve Kore) yatırım mallarının göreli fiyatları düşmektedir. Dolayısıyla sadece Cezayir, Mısır, Hindistan ve Filipinler'de yatırım malı göreli fiyatı ile yatırım malları arasında farklı yönde ilişki görülmemekte, diğer 10 ülkede ise farklı yönde ilişki geçerli olmaktadır.

Yatırımların göreli fiyatları ile yatırım oranları arasındaki farklı yönlü ilişki 89-93 alt dönemi için de geçerli olmaktadır. 89-93 döneminde 12 ülkede (Cezayir ve Filipinler dışında) bir önceki alt döneme oranla göreli yatırım malı fiyatlarında bir azalma ortaya çıkmıştır. Bu olgu, bu yıllarda gelişmekte olan ülkelere akan spekülatif sermayenin ithal mal fiyatlarını ucuzlatmış olmasından kaynaklanmaktadır.

Tablo 14.1'e göre, 1989-1993 döneminde, 12 ülkenin 9'unda (Şili, Hindistan, Endonezya, Kore, Meksika, Fas, Tayland, Tunus, Türkiye) yatırım oranlarında bir artış yaşanmıştır. Ancak aşağıda incelenecegi gibi, bu artış esas olarak ticarete konu olmayan sektörlerde ortaya çıkmaktadır.

14.C. TİCARETE KONU OLMAYAN SEKTÖRLERİN GÖRELİ FİYAT VE YATIRIM ORANLARI

Neoklasik yaklaşıma göre, stabilizasyon politikaları ile birlikte ticarete konu olan sektörlerde kârlılık artacak ve yatırımlar bu sektörde yoğunlaşacaktır. Ticarete konu olmayan ve olan sektörlerde göreli fiyat değişmelerinin izlenmesi için en uygun gösterge reel döviz kuru olarak kabul edilmektedir. Neoklasik yaklaşıma göre, reel döviz kuru yatırımlar üzerine, özellikle sermaye mallarının göreli fiyatları aracılığıyla etkide bulunur. Reel devalüasyonlar ithal edilen sermayenin maliyetini ülke içinde üretilen ürünlerin fiyatlarına göre artırır ve ticarete konu olmayan sektörlerin kârlılığı ve yatırımları düşer. Ticarete konu olan sektörlerde ise ihrac edilecek ürünün fiyatına göre ithal edilen sermayenin maliyeti düşer ve bu sektörlerde kârlılık ile yatırımları artırır (Buffie, 1984; Serven ve Salimano, 1992a).

Ancak iki sektörün kârlılıklarının ve yatırımlarının nasıl gelişti-

ğini incelemek için reel döviz kurunun gösterge olarak alınmasının önemli bir sakıncası vardır. Çünkü, reel döviz kuru neoklasiklerin beklentilerinin tersine, sermayenin göreli maliyetini -ürünün uluslararası piyasalardaki fiyatlarına göre- artırarak ticarete konu olan yatırımları azaltabilir. Ticarete konu olmayan sektörlerde ise, tekelci yapıların varlığı durumunda, sermayenin maliyetindeki artış fiyatlara yansıyabilir ve ticarete konu olmayan sektörlerin yatırım kararlarını olumsuz etkilemeyebilir.

Tablo 14.2'de ticarete konu olmayan sektörlerin göreli fiyatları görülmektedir. İncelenen 14 ülkenin dördünde (Brezilya, Endonezya, Fas ve Tunus) ticarete konu olan malların göreli fiyatları düşme göstermektedir. Diğerlerinde 1979-1993 yılı arasında genel bir artış trendi gözlemlenmektedir ve 1990-1993 yılları arasında bu trend

TABLO 14.2
Ticarete Konu Olmayan Sektörlerin Göreli Fiyatları (1970=100)

	1973	1983	1986	1990	1993
Cezayir	123.43	95.99	108.20	93.93	101.80
Arjantin	96.50	97.50	105.02	106.35	120.17
Brezilya	89.55	87.80	84.92	92.78	-
Şili	100.38	102.74	100.97	-	-
Mısır	99.39	106.67	118.65	110.96	117.94
Hindistan	105.75	102.17	107.42	109.29	108.49
Endonezya	120.96	90.87	93.45	84.69	90.08
Kore	108.52	98.70	106.20	123.31	133.03
Meksika	101.54	107.24	105.77	114.14	119.27
Fas	97.76	94.18	92.43	93.76	98.52
Filipinler	110.23	93.17	89.36	85.65	101.58
Tayland	102.76	108.67	118.60	113.54	116.80
Tunus	104.88	97.31	98.29	98.24	99.66
Türkiye	107.75	104.74	109.04	122.50	153.90

Notlar: Ticarete konu olmayan sektörlerin göreli fiyatları: Cezayir, Arjantin, Brezilya, Şili ve Tunus için hizmet deflatörü/GSMH deflatörü olarak hesaplanmıştır. Diğer ülkeler için TÜFE/TEFE kullanılmıştır. Endonezya, Kore ve Tayland için son yıl 1992'dir.

Kaynak: Dünya Bankası, World Tables 1995'ten hesaplanmıştır. TEFE: IMF, International Financial Statistics, 1995.

mutlaklaşmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde dışa açılma ile birlikte ortaya çıkan bu artış trendi neoklasik teorinin kârlılığın ve büyümenin ticarete konu olan sektörlerde ortaya çıkacağı beklentisini sarsmaktadır.[1]

Diğer yandan, dışa açılma ile birlikte ticarete konu olmayan sektörlerin fiyatlarında bir artış ile birlikte yatırımlarında da bir artış ortaya çıkmaktadır. Bu olgu Tablo 14.3'te veri elde edilebilen beş ülke

TABLO 14.3
Ticarete Konu Olmayan Sektörlerin Göreli Fiyatları ve Sabit Sermaye Oluşumu

Mısır	1973	1975	1984	1987	1989
1.INTra/ITra	100.82	129.78	147.75	87.92	77.58
2.PNTra/PTra	99.39	97.79	113.52	124.96	111.02
Hindistan	**1970**	**1975**	**1984**	**1987**	**1991**
1.INTra/ITra	103.84	88.24	101.61	112.04	117.51
2.PNTra/PTra	109.88	107.95	103.39	109.33	109.65
Kore	**1970**	**1975**	**1984**	**1987**	**1990**
1.INTra/ITra	136.75	110.02	139.92	82.58	111.70
2.PNTra/PTra	109.72	94.29	100.26	108.88	123.31
Tunus	**1970**	**1975**	**1984**	**1987**	**1989**
1.INTra/ITra	135.61	94.15	112.91	116.42	121.58
2.PNTra/PTra	107.76	99.92	95.02	97.03	96.24
Türkiye	**1973**	**1975**	**1984**	**1987**	**1992**
1.INTra/ITra	70.48	64.37	116.04	176.59	177.73
2.PNTra/PTra	107.75	104.40	105.24	114.68	137.33

Notlar: 1. INtra/ITra=Ticarete konu olmayan sektörlerin yatırımları/olan sektörlerin yatırımları
2. PNtr/PTra= Göreli fiyatlar (ticarete konu olmayan sektörlerin olan sektörlere göre); Tunus için Hizmet deflatörü/GSYİH deflatörü; diğer ülkeler için TÜFE/TEFE kullanılmıştır.

Kaynak: Yatırımlar: Mısır, Hindistan, Kore, Tunus; BM, National Account Statistics; 1980-1992. Türkiye, DPT; TEFE: IMF, International Financial Statistics, 1995. Diğer deflatörler: Dünya Bankası, World Tables, 1995.

1 Göreli fiyatların, dışa açılma ile birlikte ticarete konu olan sektörlerin lehine gelişmesinin nedenleri bu kitabın 10. makalesinde yer almaktadır.

için incelenmektedir. Tablo 14.3'e göre, 1979 sonrası dönem için verilen toplam 15 gözlemin 12 tanesinde ticarete konu olmayan sektörlerin göreli yatırımlarında artma vardır.

Tablo 14.3'te ayrıca göreli fiyat hareketleri ile yatırımların paralellik gösterdiği görülmektedir. Toplam 15 gözlemden 11 tanesinde göreli fiyatlarla göreli yatırımlar birlikte hareket etmektedirler. Gözlemler 1979 öncesi 10 veri daha dikkate alındığında daha da yükselmektedir.

Bu durumda, dışa açılma ile birlikte ticarete konu olan sektörlerde bir yatırım artışı sağlanabilmesi, bu sektörlere yönelik yatırım teşvik politikalarının önemini tekrar gündeme getirmektedir. Çünkü, dışa açılma politikaları özellikle ihracatçı sektörlerde göreli kâr beklentilerini azaltmakta, bir başka deyişle, ihracatı artırmak için uygulanan politikalar kendi varlık koşullarını tüketerek, uzun dönemde yatırımları kârlı kılmak için teşvik gerektirmektedir.

14.D. FİNANSAL SERBESTLEŞME VE YATIRIM ORANLARI

Yapısal uyum politikalarının yatırımlar üzerindeki etkilerinin bütünlüklü bir incelenmesi, mal hareketlerinin serbestleşmesinin yatırımlar üzerindeki etkilerinin yanı sıra, iç ve dış finansal serbestliğin yatırımlar üzerindeki etkilerinin de ele alınmasını gerektirmektedir. Bu başlık altında, finansal serbestliğin yatırımların finansal ve reel kesimin yatırımları arasındaki dağılımını nasıl etkilediği ve Güney Doğu Asya yeni endüstrileşen ülkelerinin reel sektöre yatırımları artırmak için ne tür politikalar izledikleri incelenecektir.

a) Faiz Oranının Artması ve Finansal/Reel Kesim Faaliyetleri Üzerindeki Etkileri

McKinnon ve Show'a göre, faiz oranlarının artması ile tasarrufların üzerindeki baskının kalkması finansal araçları artırır, finansal derinleşme sağlar ve finansal sektöre etkinlik getirir. Bir yandan kaynak dağılımının etkinleşmesi ile sektörel getiri oranları birbirine yaklaşır, diğer yandan tasarrufların yükselmesi ile fon maliyetleri düşer ve yatırımlar artar.

Kaynakların finansal/reel sektör yatırımları arası bölüşüme etkisi açısından, bu yaklaşıma yönelik şu eleştirilerden söz etmek mümkündür:

- Finansal derinleşmenin etkinlik yaratabilmesi için bunların üretken yatırımlara dönüşmesi gerekmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ise tasarrufların açık veren sektörlere (kamu) kayarak cari harcamalara yönelmesi ya da rantiyelere yönelerek spekülatif harcamaları artırması sözkonusu olmaktadır (Akyüz, 1993a; Frenkel vd., 1993).
- Ayrıca, gelişmekte olan ülkelerde, faiz oranlarının artması ile beraber kaynak dağılımındaki etkinliğin bozulması sözkonusudur. Çünkü bu ülkelerde geri dönmeyen borçlar ve borç ödeyememezlik oranları artmaktadır (Villanueva ve Mirakhor, 1990).
- Faiz oranlarındaki belirsizliğin, riskleri ve buna bağlı olarak aracılık marjlarını artırması nedeniyle fon maliyeti yükselmekte, yüksek faiz ile birlikte firmaların borçluluk yapısı bozularak kaynakların yatırımlardan çok, borç faizi ödemekte kullanılması sonucu ortaya çıkmaktadır (Akyüz, 1993a).
- Faiz oranı reel yatırımlarla finansal yatırımlar arasında tercih yapılmasını belirleyen bir faktördür ve finansal araçların getirisinin yüksek olması reel yatırımları azaltıcı rol oynar (Taylor, 1991; Cho ve Khatkhate, 1989). Faiz oranının, bir başka deyişle sermayenin kullanım maliyetinin artması yatırımları olumsuz etkilemekte, yapılan birçok ampirik çalışma (Blejer ve Khan, 1984; Serven ve Salimano, 1992b; Rama, 1993; Larrain ve Vergara, 1993; Agosin, 1994) reel yatırımlarla faiz oranı arasında farklı yönde bir ilişki olduğunu göstermektedir.
- Finansal serbestlikle birlikte krediler tüketici ve gayri menkule yönelmekte, ortaya çıkan vade yapısındaki kısalma reel yatırımlara yönelik kredilerin aleyhine olmaktadır. Finansal sektör ve rantiyelerin gelirleri artmakta, finansal sektör şişmek-

te, aynı zamanda reel sektör kârının en büyük kısmını faaliyet kârından çok, finansal kâr olarak gerçekleştirmektedir (UNCTAD, 1990; Boratav vd., 1994).

- Ayrıca dış finansal serbestlikle birlikte gelişmekte olan ülkelere giren sermaye, rantiyeler tarafından yapılan kısa dönemli spekülatif yatırımlar olarak kalmakta, buna bağlı olarak faiz oranları çok yükselmekte ve reel yatırım kararları olumsuz yönde etkilenmektedir (UNCTAD, 1992).
- Spekülatif sermaye girişinin yarattığı aşırı borçlanma ve aşırı borç yükü, yurtiçi tasarrufların önemli bir oranının, yatırımlara dönüşemeden yurtdışına faiz ödemesi için kullanılmasına neden olmakta ve spekülatif sermaye girişi yatırımlardan çok tüketim için ek kaynak oluşturmaktadır (Frenkel vd., 1993; Agosin, 1994; Calvo, 1994; Ffrench-Davis vd., 1994). Örneğin, Latin Amerika ülkelerinde büyümenin kaynaklarına yatırımların yaptığı katkı özel tüketimin yaptığı katkıdan düşük çıkmaktadır (UNCTAD, 1995).
- Aşırı spekülatif sermaye girişi ile döviz kurunun aşırı değerlenmesi sonucu cari açığın büyümesi nedeniyle ortaya çıkan devalüasyon beklentileri ve belirsizlik, geri dönüşün mümkün olmadığı reel yatırım kararlarının olumsuz etkilenmesinin nedenlerini oluşturmaktadır (Serven ve Salimano, 1993; Bartola ve Caballero, 1990; Cabalero ve Corbo, 1988).
- Aşırı spekülatif sermaye girişi ile birlikte gelişmekte olan ülkelerden önemli oranlarda sermaye kaçışı yaşanmaktadır. Bir anlamda, belirsizlik ve makro ekonomik dengesizlik yaratması nedeniyle, aşırı borçlanma sermaye kaçışının taşıyıcısı olmakta (Vos, 1993) ve yatırımların artmasında olumsuz etkide bulunmaktadır.

Tablo 14.4 finansal-reel sektör yatırımları arasındaki değişimi (trade-off'u) göstermektedir. Veri bulunabilen 8 ülkenin 6'sında böyle bir değişimden söz edilebilir. Bu ülkeler, finansal getiri ile imalat sana-

TABLO 14.4
İmalat Sanayii Yatırımları (1) ve Faiz Kazançları (2)

		1977	1980	1984	1986	1988	1989	1990	1991
Şili	1	5.87	9.86	9.34	12.45				
	2	11.99	7.13	7.58	5.97				
Mısır	1	29.95	31.71	21.17	18.75	36.28	34.80		
	2	2.67	9.16	10.14	11.3	12.14			
Hindistan	1	18.55	18.94	22.75	20.30	20.06	19.49	19.25	19.16
	2	2.6	3.66	5.02	5.85	6.39	6.61	6.7	7.62
Endonezya	1	4.83	3.8	5.36	5.39				
	2	1.14	3.32	4.85					
Kore	1	22.29	21.57	27.99	31.28	29.76	26.32		
	2	5.52	3.44	3.8	3.63	3.52	3.64		
Filipinler	1	13.44	5.95	8.93					
	2	2.59	6.51	5.66					
Tunus	1	18.62	13.36	18.97	17.21	15.82	14.83		
	2	1.32	1.77	3.19	4.25	4.86			
Türkiye	1	33.11	29.01	23.09	19.64	15.12	13.49	18.50	17.22
	2	0.65	0.82	8.82	9.26	11.91	12.43	10.74	15.47

Notlar: İmalat sanayii yatırımları sabit sermayenin yüzdesi olarak alınmıştır. Faiz kazançları yabancı ve vadeli mevduat hesabının vadeli faiz oranı ile çarpımına kamu faiz ödemeleri eklenerek hesaplanmıştır.

Kaynak: Dünya Bankası, World Tables 1995 (disket)'ten hesaplanmıştır. Vadeli ve Yabancı mevduat ve vadeli faiz oranı; IMF, International Financial Statistics, 1995. Kamu faiz ödemeleri; IMF, Government Statistics 1983, 1992, 1995.

yii yatırımları ters yönde hareket eden Şili, Hindistan, Kore, Filipinler, Tunus ve Türkiye'dir. Mısır ve Endonezya'da finansal kazançlar ile imalat sanayii yatırımları birbirinden bağımsız hareket etmektedir.

b) Yatırımların Reel Sektörde Yoğunlaşmasında Güney Doğu Asya Ülkeleri Uygulamaları

Güney Doğu Asya ülkelerinde sabit sermaye yatırımlarının GSMH'ye oranı diğer gelişmekte olan ülkelere göre oldukça yüksek düzeylerde

seyretmiş, 1965 yılında Güney Doğu Asya ülkeleri ile Latin Amerika ülkeleri yaklaşık aynı düzeylerde yatırım oranlarına sahip iken 1990 yılında Güney Doğu Asya ülkeleri Latin Amerika ülkelerinin iki katı bir yatırım oranı düzeyine erişmiştir (Dünya Bankası, 1993). Güney Doğu Asya ülkelerinde yapılan yatırımların reel sektörlere yönelmesinde, uygulanan sanayi ve finans politikalarının önemli bir rolü vardır.

Güney Doğu Asya ülkelerinde yatırım oranlarının yüksek olmasının nedenlerinin başında, bu ülkelerde, reel sektöre yönelik yatırımlara sağlanan ciddi rantların olması gelmektedir (UNCTAD, 1994; Akyüz, 1994). Bu rantların artması, şirketlerin daha yüksek riskli yatırımları göze alabilmesine, diğer yandan yatırım finansmanını kendi kaynaklarından gerçekleştirebilmesine yol açmaktadır. Güney Doğu Asya ülkelerinde, reel sektöre sağlanan bu rantlar, birçok gelişmekte olan ülkede olduğu gibi, basit bir düşük ücret politikası ile sınırlı değildir.

Özetle, yatırım ve döviz kazandırıcı faaliyetlerin doğrudan teşvikinden (Chang, 1994; Amsden, 1993; Westphall vd., 1988), teknolojik gelişmeye ve insana yatırıma (Pack ve Page, 1993; Pack ve Westphall, 1986; DB, 1993) ve kamunun altyapıya etkin yatırımlarına (Dünya Bankası, 1993; Serven Salimano, 1992b; Taylor 1988; Larrain ve Vergara, 1993) kadar birçok alanda yaratılmış teşviklerle, Güney Doğu Asya ülkelerinin ürün fiyatlarının uluslararası fiyatlardan düşük olması sağlanarak (Lall, 1994; Amsden, 1994) reel sektöre yönelik yatırımlarda yüksek kârlılık güvence altına alınmıştır.

Güney Doğu Asya ülkelerinde finans sektörünün ve finansal politikaların amacı reel sektöre kaynak yaratmaktır. Bu ülkelerde, reel faiz oranı ve finansal aracılık marjının düşük tutulması (Dünya Bankası, 1993, Amsden ve Euh, 1990; Cho ve Khatkhate, 1989), hanehalkları ve bankacılık kesiminden, tasarruf eğilimi daha yüksek olan şirketlere (Honohan ve Atiyas, 1989; Akyüz, 1994) bir gelir transferi yapılmasını sağlamıştır.

Reel sektörü teşvik eden bu finans politikalarının uygulanmasına destek olan bir faktör daha vardır: Bu ülkelerdeki şirket yapısı ve sahipliğinin bankaları da kapsayan büyük gruplar olması ve buna bağ-

lı olarak grup içi bir sermaye pazarının olması, borç verenin riskinin ve faiz oranının düşmesine ve daha riskli yatırımların yapılabilmesine yardımcı olmaktadır (Akyüz, 1994).

Ayrıca bu ülkelerde, seçilmiş sektörlere, ihracat ve yatırım performansı kriterlerine bağlı olarak, kredi tayınlaması yapan yatırım bankacılığı sermaye piyasasının önemli bir unsurudur (Amsden, 1989; Westphall, 1990).

14.E. GELİRİN FONKSİYONEL DAĞILIMI VE YATIRIMLARIN GELİŞİMİ

Daha önceki makalelerde tartışıldığı gibi, gelirin tasarruf eğilimi yüksek kesimlerde toplanması ve ücretin gelirden aldığı payın düşük olmasının uluslararası ticarete konu olan sektörlerde yatırım eğilimini artıracağı neoklasik teorinin beklentilerindendir. Taylor neoklasik teorinin yaklaşımına karşı çıkmakta ve kâr beklentilerinin artmasının ekonomide yatırımları artıracağını öneren rejimleri "exhilarasyonist" olarak tanımlamakta, hızlandıran prensibinin etkin olduğu rejimleri ise "stagnasyonist" olarak tanımlamaktadır. Bu ikinci rejimde ücretlerin milli gelir içindeki payının artması yatırımları artırıcı etki yaratacaktır (Taylor, 1991).

Gelişmekte olan ülkelerde hangi rejimin geçerli olduğu ilgili yazında bir tartışma konusudur. Taylor'a göre "stagnasyonist" bir rejimde gelirin ücretliler lehine dağılımı sonucu artan talep, üretim artışı ile karşılanmakta ve enflasyon olmamaktadır. Yani kullanılmayan kaynakların varlığı, eksik istihdam durumu sözkonusudur. "Exhilarasyonist" rejimlerde ise üretim artmamakta artan talebe karşılık fiyat artışları ekonominin dengeye gelmesini sağlamaktadır, yani bir zorunlu tasarruf sözkonusudur. Bu rejimde üretim artışı önünde çeşitli engeller vardır. Gelişmekte olan ülkelerde ise her iki rejim bir arada görülebilir, çünkü bir yandan kullanılmayan kaynakların varlığından dolayı "stagnasyonist" rejim var olabilir, diğer yandan kamu tekelleri, piyasa bozuklukları gibi nedenlerle arz önünde kısıtlar vardır (Fontaine, 1993).

Burada, ücretlerin katma değer içindeki payı ücretler ile kârlar arasında bir bölüşüm göstergesi olarak kabul edilerek, kârlılık ile yatırımlar arasındaki ilişkiler incelenecektir. Tablo 14.5, imalat sanayii ücret/katma değer ve gayri safi yatırımlar/GSYİH oranlarını 10 ülke için vermektedir (diğer 4 ülkenin verileri, eksik yılları nedeniyle dönemselleştirme için uygun olmamıştır).

Tablo 14.5'in sonuçları incelendiğinde, yatırımların azaldığı 6 ülkeden sadece Brezilya ve Filipinler'de ücretlerin oranı artmaktadır. Diğer dört ülkede (Türkiye, Fas, Arjantin, Mısır) ücretler ile birlikte yatırımlar da azalmakta, bir başka deyişle, neoklasik beklentilerden farklı olarak, kârlılık artmakta, ancak yatırımlar azalmaya devam etmektedir. Bir anlamda bu dört ülkede yatırıma dönüşmeyen bir kârlılık sözkonusu olmaktadır (Akyüz ve Gore, 1994).

Bunun dışında kalan dört ülkede yatırımların arttığı görülmektedir. Bu dört ülkeden Hindistan ve Endonezya'da ücretlerin oranı azalırken yatırımlar artmakta, kârlılık beklentileri esas olarak ücret düşüklüğüne dayanmaktadır. Diğer 2 ülkede, Şili ve Kore'de ücret oranlarının artmasına rağmen yatırımlar artmaktadır. Bu, ücretlerin yüksekliğini telafi eden başka kârlılık faktörleri olduğuna işaret etmektedir. Kore'de verimlilik ve diğer teşvikler bunu sağlamaktadır denebilir. Şili'de ise durum farklıdır. Çünkü Şili esas olarak bakır ihracatçısı bir ülkedir ve dünya fiyatlarında son yıllarda görülen artış sonucu kârlılık artmış ve bakır ocaklarına yapılan yabancı sermaye ve kamu yatırımları yükselme göstermiştir (Lanzarotti, 1994).

14.F SONUÇLAR

Gelişmekte olan ülkelerin sağladıkları en önemli başarı olarak öne sürülen ihracat artışının, yatırımlardaki bir artışa bağlı olmadığını öne sürmek mümkündür. Özellikle, ihracata dayalı büyüme politikalarının en önemli uygulamalarından olan devalüasyonlar yatırım mallarının göreli fiyatlarını hızla artırarak yatırımlar üzerinde olumsuz etkide bulunmaktadır.

Kısa dönemli sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelere hız-

TABLO 14.5

Ücret/Katma Değer (W/VA) ve Yatırım Oranları/GSYİH Oranları (GDI/GSYİH)

	1974-1977	1978-1981	1982-1985	1986-1989	1990-1992
Arjantin					
W/VA	24.63	20.83	17.79	19.06	19.67
GDI/GSYİH	24.81	25.08	18.65	18.07	15.21
Brezilya					
W/VA	20.45	22.87	21.45	20.25	22.93
GDI/GSYİH	32.41	28.66	20.73	21.94	19.63
Şili					
W/VA	14.12	19.37	16.65	15.14	17.39
GDI/GSYİH	15.68	15.00	18.91	22.45	26.17
Mısır					
W/VA	49.41	57.40	58.50	45.19	30.81
GDI/GSYİH	25.75	26.19	25.94	21.36	19.82
Hindistan					
W/VA	45.99	49.16	48.80	45.60	38.21
GDI/GSYİH	23.24	24.94	23.15	24.49	24.78
Endonezya					
W/VA	25.19	22.59	24.99	21.73	19.61
GDI/GSYİH	18.06	23.99	31.42	30.64	32.59
Güney Kore					
W/VA	24.40	28.61	26.80	28.12	26.63
GDI/GSYİH	27.07	31.47	29.17	30.99	37.67
Fas					
W/VA	51.44	55.29	52.14	40.26	37.31
GDI/GSYİH	30.82	25.79	24.52	21.56	22.52
Filipinler					
W/VA	21.02	22.57	24.25	24.27	26.38
GDI/GSYİH	24.67	26.20	22.27	18.23	21.30
Türkiye					
W/VA	31.89	33.00	23.23	16.86	24.03
GDI/GSYİH	31.24	25.78	24.38	25.34	26.86

Not: Arjantin ve Brezilya için son dönem 1990-1991'dir.

Kaynak: Dünya Bankası, World Tables 1995'ten hesaplanmıştır.

la yöneldiği 1990'lı yıllarda yaşanan yatırım artışları ise, sıcak para girişinin neden olduğu talepteki şişmenin ticarete konu olmayan sektörlerin yatırımlarını artırmasından kaynaklanmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde, neoklasik beklentilerin tersine, yapısal uyum politikaları ile birlikte, göreli fiyat hareketleri ticarete konu olmayan sektörlerin lehine gelişmektedir. Bu olgu yatırımların dışa açık sektörlerden çok, ticarete konu olmayan sektörlerde yoğunlaşması sonucunu doğurmaktadır.

Ayrıca, iç ve dış finansal serbestlik sonucu artan faiz oranları yatırımların azalmasına ve yatırımların reel sektörlerden uzaklaşarak finansal sektörlere kaymasına neden olmaktadır. Yapısal uyum politikaları sonucu göreli fiyat hareketleri ve göreli getiri artışları uluslararası rekabete açık olan sektörler aleyhine gelişmektedir. Güney Doğu Asya ülkelerinde görülen istikrarlı yatırım artışı ise, ancak reel sektörlere sağlanan teşvikler ve finansal kaynakların reel sektör lehine kullanılabilmesi sonucu ortaya çıkmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerde, dışa açılma ile birlikte yaşanan ücretlerin katma değer içindeki payındaki gerileme, bu ülkelerde yatırımların artması için yeterli teşviki oluşturmamaktadır. Yatırımların Güney Doğu Asya ülkelerindekine benzer şekilde teşvik edilmemesi nedeniyle, birçok ülkede ücretlerin düşürülmesi sonucu artan kârlılığın yatırımlara dönüşmesi sağlanamamaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerin deneyimlerinden de görüldüğü gibi, yapısal uyum politikaları bir anlamda kendi varlık koşullarını tüketecek şekilde ticarete konu olan sektörlere yönelik yatırımları azaltmakta ve bu sektörleri teşvik politikaları yeniden gündeme gelmektedir. Ücretlerin düşürülmesi ise, ticarete konu olan sektörlere yapılacak yatırımları artırmakta belirleyici bir role sahip değildir.

15

Sermaye Girişlerinin Tasarruf ve Yatırımlar Üzerindeki Etkileri: Türkiye ve Latin Amerika Ülkeleri Arasında Bir Karşılaştırma*

15.A. GİRİŞ

Bu makalenin amacı sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelerde tasarruf ve yatırımlar üzerindeki etkilerini araştırmak ve konu ile ilgili olarak Türkiye, Meksika, Şili, Brezilya ve Arjantin deneyimlerini tartışmaktır. Makalede, sözkonusu ülkeler için yabancı tasarruflar, yurtiçi tasarruflar ve yatırımlar ile ilgili verilere dayanılarak dış tasarruflar ile yurtiçi yatırımlar arasındaki ilişki ekonometrik olarak sınanacaktır.

15.B. LATİN AMERİKA ÜLKELERİ İLE İLGİLİ YAPILMIŞ ÇALIŞMALAR

Yerli tasarrufların yetersiz kaldığı durumlarda yabancı tasarrufların yerli yatırımlar ve büyüme için önemli bir kaynak oluşturup oluşturamayacağı konusunda Latin Amerika ülkeleri için yapılmış birçok çalışma bulunmaktadır.

(*) Bu makale, 1996 yılında "Impacts of Capital Inflows in Saving and Investment: A Comparison of Turkey and Latin American Countries" başlığıyla *ODTÜ Gelişme Dergisi*'nin 23.cilt, 11. sayısında yayınlanmış olan makalenin kısaltılmış ve verilerinin yenilenmiş halidir.

Örneğin Frenkel vd. (1993) mantıklı bir büyüme oranı ile uyumlu tasarruf oranına ulaşmakta karşılaşılan zorluklardan (Smith kısıtı) ve tasarruflar ile yatırımlar arasındaki bağlantının güçlendirilmesindeki zorluklardan (Keynes kısıtı) söz etmektedirler. Frenkel ve diğerlerinin 1980-1988 yılları için beş Latin Amerika ülkesi (Arjantin, Brezilya, Kolombiya, Şili, Meksika) üzerine yaptıkları çalışmanın sonucuna göre, bu ülkelerde yabancı tasarruflar yatırımları artırmak yerine, yurtdışına yapılan kaynak transferini artırıcı etki yapmaktadır. Aynı şekilde yazarlar yabancı tasarrufların düştüğü dönemlerde yurtiçi tasarrufların arttığını göstermişlerdir (Frenkel vd., 1993).

Latin Amerika ülkelerinde gerek yurtiçi tasarrufların artması gerekse tasarrufların yatırımlara dönüşmesi konusunda önemli sorunlar olduğunu gösteren başka çalışmalar da vardır. Örneğin Calvo vd. (1993) ve Ffrench-Davis vd. (1994)'ne göre de yabancı sermaye akımlarının Latin Amerika ülkelerine yatırımları artırıcı etkisi olmamıştır.

Bu çalışmaların yanı sıra panel data yöntemiyle çeşitli ülke grupları için tasarruf fonksiyonu tahmin eden çalışmaların arasında tasarruf denklemine açıklayıcı değişken olarak dış tasarrufları katan çalışmalarda, bu iki değişken arasında negatif ve anlamlı bir ilişki bulunmaktadır (Fry, 1980; Giovannini, 1985; Schmidt-Hebbel ve Webb, 1992).

Agosin (1994) benzeri sonuçları 1968-1992 yıllarını kapsayacak şekilde, sekiz Latin Amerika ülkesi (Arjantin, Brezilya, Kolombiya, Şili, Meksika, Peru, Uruguay ve Venezuella) için bulmaktadır. Bu çalışmanın sonucuna göre, özellikle dış borç servisinin çok yükseldiği 1982 yılından sonra, bu ülkelerin hepsinde (tek istisna Peru) yurtiçi tasarruf oranından daha düşük oranda bir yatırım oranı gerçekleştirilmiştir yani yurt dışına önemli kaynak transferinde bulunulmuştur.

Bu çalışmada ayrıca, dış tasarrufların yatırımları artıracağı görüşüne karşılık aşırı borçlanmanın yurtiçi tasarrufları ve yatırımları azaltacağı görüşü Latin Amerika ülkeleri için doğrulanmaktadır. Aynı şekilde Serven ve Solimano (1992b)'ya göre aşırı dış borçlanma nedeniyle ortaya çıkan dışarıya kaynak transferinin yarattığı belirsizlik ve

makroekonomik istikrarsızlık dış borç yüküyle yatırımlar arasında negatif bir ilişkiye neden olmaktadır.

Sonuç olarak, uygulamalı çalışmalardan elde edilen sonuçlar[1] gelişmekte olan ülkelerde (özellikle Latin Amerika ülkelerinde) yabancı ve yurtiçi tasarruflar arasında bir tamamlayıcılık ilişkisi göstermemektedir. Hatta, yabancı tasarruflar, tüketim ve yurt dışına net faktör transferi arasında pozitif ilişkiler çalışmalardan elde edilen sonuçlar arasında çıkmaktadır. Ayrıca, artan yabancı borçlar yurtdışından kaynak bulmayı zorlaştırmaktadır ki bu nedenle yabancı kaynaklar yurt içinde tasarrufa dönüşeceklerine yurt dışına kaynak transferi olarak kullanılmaktadır.

Düşük yurtiçi tasarruf oranları, yabancı tasarruflar ile yurtiçi yatırımlar arasındaki zayıf ilişki gibi sorunlar Türkiye için de geçerlidir. Ancak Türkiye ile Latin Amerika ülkeleri arasındaki önemli bir farklılık yurtdışında yaşayan Türk işçilerinin ülkeye yolladıkları dövizlerin Türkiye'ye önemli bir kaynak girişi oluşturmasıdır. Bu olgu Latin Amerika ülkeleri için geçerli değildir.

İkinci önemli farklılık Türkiye'nin dışa açılma deneyimi Latin Amerika ülkelerinin deneyimlerinden oldukça sonra olmuştur. Latin Amerika ülkeleri 1973 petrol krizinden hemen sonra dışa açılma politikalarına geçmişlerdir. Aralarında bazı farklılıklar olmakla birlikte, 1974-1975 dönemi mal hareketlerinin serbestleşmesi, 1977-1981 dönemi ise sermaye hareketlerinin serbestleşmesi olarak özetlenebilir. Latin Amerika ülkelerinde 1980'li yıllarda yaşadıkları dış borç krizinin en temel nedeni olarak 1970 sonu 1980 başında bu ülkelere giren sermaye akımları olarak gösterilmektedir (Corbo vd., 1986; Calvo vd., 1993; Agosin ve Tussie, 1993). Türkiye 1980 yılında dışa açılma sürecine girmiştir. Bu nedenle Latin Amerika ülkeleri 1980 yıllarının başında aşırı borç krizi ve dış kaynak bulamama sorunu ile karşı karşıya kaldıklarında, Türkiye dış borçlanma ve dışarıya kaynak transferi sürecini başlatan dışa açılma politikalarını yeni uygulamaya başlamış bir ülkedir (Rodrik, 1991; Öniş ve Özmucur, 1991).

---

1 Bu sonuçların daha geniş bir sunumu kitabın 6. makalesinde yapılmaktadır.

15.C. TÜRKİYE VE LATİN AMERİKA ÜLKELERİ KARŞILAŞTIRMASI

Latin Amerika ülkelerinin 1980 yıllarında karşılaştıkları sorunlar, eğer aynı hatalar yapılırsa, 1990 yıllarında Türkiye için geçerli olabilecektir. Bu nedenle bu kısımda, Arjantin, Brezilya, Şili, Meksika ve Türkiye'nin yabancı tasarruf, yurtiçi tasarruf ve yurtiçi yatırım verileri karşılaştırmalı olarak incelenecektir (Tablo 15.1).

Tabloda her ülke için üç kısım bulunmaktadır. Bunlardan birincisi yurtiçi tasarruflar (GDS) ile ulusal tasarruflar (GNS) arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Burada yurtiçi tasarruflar ile ulusal tasarruflar arasındaki fark yurt dışına yapılan faktör ödemelerinden (NIFA, faiz ödemeleri, işçi dövizleri vb.) oluşmaktadır. İkincisinde yurtiçi tasarruflar ile yurtiçi yatırımlar (GDI) arasındaki ilişki görülebilir. Burada kaynak dengesi (RB) mal ve hizmet ticaretini göstermektedir. Üçüncü bölümde ise yabancı tasarruf girişinin en geniş göstergesi olarak cari açık (CAB) verilerine yer verilmektedir.

Yurtiçi Tasarruflar ile Ulusal Tasarrufların Karşılaştırılması

Tablo 15.1'in birinci bölümünün incelenmesi Latin Amerika ülkelerinde yatırımlar için harcanabilecek ulusal tasarrufların yurtiçi tasarruflardan daha düşük olduğunu göstermektedir. Bir başka deyişle bu ülkelerde özellikle dış borç faiz ödemeleri nedeniyle yurt dışına transfer yapılmaktadır. Türkiye'de, bunun tersi bir olgu görülmekte ve yurtiçi tasarruflardan daha yüksek bir ulusal tasarruf oranı görülmektedir. Türkiye yurtiçi tasarrufların üzerine yurt dışından kullandığı kaynakları da eklemektedir. Bu farklılığın iki temel nedeni vardır. Latin Amerika ülkeleri aşırı borçlanarak geçirdikleri 70'li yılların sonunda 80'li yıllar boyunca GSYİH'lerinin % 10'larına varan dış borç faiz yükümlülüğüne girmişlerdir. Türkiye'nin aşırı borçlanma yılları ise 1990'lardır. Diğer yandan Türkiye'nin yurtdışı kaynak kullanımına sahip olmasında en önemli faktör işçi dövizleridir. Her ne kadar bu pay giderek azalsa da Türkiye'nin ulusal tasarruflarını artırıcı bir etki yapmaktadır.

TABLO 15.1

Tasarruf-Yatırım Dengesi ve Yurt Dışına Kaynak Transferi

Arjantin	1960	1970	1975	1980	1985	1988	1990	1994	1995	1996	1997	1998	1999
GDS/GSYİH	23.48	25.31	29.29	23.84	23.05	21.96	19.73	16.90	17.56	17.49	17.22	17.40	17.17
NIFA/GSYİH	2.59	-3.76	1.35	-0.88	-5.37	-4.35	-4.39	-1.21	-1.54	-1.79	-1.96	-2.33	-2.63
GNS/GSYİH				22.97	17.69	17.61	16.04	15.67	15.99	15.67	15.23	15.04	14.49
GDS/GSYİH	23.48	25.31	29.29	23.84	23.05	21.96	19.73	16.90	17.56	17.49	17.22	17.40	17.17
RB/GSYİH	0.00	0.87	-0.15	-1.42	5.46	3.32	5.73	-3.04	-0.38	-0.59	-2.15	-2.48	-1.66
GDI/GSYİH	23.48	24.44	29.44	25.26	17.59	18.64	14.00	19.94	17.94	18.08	19.37	19.88	18.83
CAB/GSYİH				-6.20	-1.08	-1.25	3.22	-4.33	-2.01	-2.51	-4.21	-4.89	-4.35
Brezilya	**1960**	**1970**	**1975**	**1980**	**1985**	**1988**	**1990**	**1994**	**1995**	**1996**	**1997**	**1998**	**1999**
GDS/GSYİH	19.62	20.12	22.87	21.09	24.35	27.91	21.40	22.50	20.52	18.62	18.63	18.62	19.33
NIFA/GSYİH	0.00	-1.42	-1.37	-3.29	-5.33	-4.00	-2.48	-1.25	-1.03	-1.30	-1.75	-2.29	-2.48
GNS/GSYİH			21.54	17.87	19.09	23.94	18.92	21.27	19.49	17.29	16.88	16.32	16.79
GDS/GSYİH	19.62	20.12	22.87	21.09	24.35	27.91	21.40	22.50	20.52	18.62	18.63	18.62	19.33
RB/GSYİH	-0.06	-0.42	-3.97	-2.25	5.15	5.20	1.24	0.35	-1.76	-2.06	-2.63	-2.66	-1.11
GDI/GSYİH	19.68	20.54	26.84	23.35	19.20	22.72	20.17	22.15	22.29	20.67	21.26	21.28	20.45
CAB/GSYİH			-5.63	-5.46	-0.13	1.26	-0.82	-0.21	-2.58	-3.00	-3.79	-4.37	-3.34
Şili	**1960**	**1970**	**1975**	**1980**	**1985**	**1988**	**1990**	**1994**	**1995**	**1996**	**1997**	**1998**	**1999**
GDS/GSYİH	15.17	19.80	14.99	16.86	19.63	29.73	28.38	25.41	27.61	24.72	24.50	22.37	22.97
NIFA/GSYİH	-5.75	-5.21	-4.01	-3.50	-11.82	-7.46	-5.16	-4.36	-3.80	-3.35	-2.93	-2.05	-2.08
GNS/GSYİH			11.15	13.54	7.88	22.29	23.23	21.05	23.81	21.38	21.57	20.32	20.88
GDS/GSYİH	15.17	19.80	14.99	16.86	19.63	29.73	28.38	25.41	27.61	24.72	24.50	22.37	22.97
RB/GSYİH	-2.24	0.59	-1.97	-4.16	2.43	6.96	3.27	1.32	1.82	-2.16	-2.73	-4.11	1.83
GDI/GSYİH	17.41	19.20	16.97	21.02	17.19	22.77	25.11	24.10	25.79	26.88	27.23	26.48	21.14
CAB/GSYİH			-6.78	-7.15	-8.57	-0.96	-1.60	-3.11	-2.07	-5.12	-4.95	-5.68	-0.12
Meksika	**1960**	**1970**	**1975**	**1980**	**1985**	**1988**	**1990**	**1994**	**1995**	**1996**	**1997**	**1998**	**1999**
GDS/GSYİH	15.19	20.82	20.97	24.89	26.26	23.95	22.04	16.89	22.48	25.22	25.81	22.23	21.94
NIFA/GSYİH	-2.86	-1.19	-1.96	-2.49	-3.78	-2.72	-1.76	-2.18	-3.25	-2.82	-1.87	-1.74	-1.40
GNS/GSYİH				22.44	22.46	21.23	20.27	14.70	19.22	22.39	23.93	20.46	20.54
GDS/GSYİH	15.19	20.82	20.97	24.89	26.26	23.95	22.04	16.89	22.48	25.22	25.81	22.23	21.94
RB/GSYİH	-3.15	-1.90	-2.73	-2.27	5.08	1.39	-1.10	-4.83	2.66	2.11	-0.05	-2.03	-1.30
GDI/GSYİH	18.35	22.73	23.69	27.16	21.18	22.56	23.14	21.72	19.82	23.11	25.86	24.25	23.24
CAB/GSYİH				-4.66	0.43	-1.30	-2.84	-7.05	-0.55	-0.70	-1.86	-3.78	-2.93
Türkiye	**1960**	**1970**	**1975**	**1980**	**1985**	**1988**	**1990**	**1994**	**1995**	**1996**	**1997**	**1998**	**1999**
GDS/GSYİH		12.22	11.38	11.40	13.41	26.24	20.06	22.46	21.01	18.60	19.31	20.62	19.60
NIFA/GSYİH		2.94	5.56	4.54	3.68	2.34	4.03	2.89	3.83	3.84	4.49	5.32	3.73
GNS/GSYİH			16.95	15.94	17.08	28.58	24.09	25.33	24.86	22.45	23.80	25.95	23.34
GDS/GSYİH		12.22	11.38	11.40	13.41	26.24	20.06	22.46	21.01	18.60	19.31	20.62	19.60
RB/GSYİH		-1.83	-6.50	-6.76	-3.11	1.10	-4.28	0.98	-4.46	-5.95	-5.80	-3.56	-3.66
GDI/GSYİH		14.04	17.89	18.16	16.51	25.14	24.35	21.48	25.47	24.55	25.11	24.18	23.26
CAB/GSYİH			-3.53	-4.95	-1.51	1.76	-1.74	2.03	-1.37	-1.34	-1.41	0.99	-0.73

Not: Veri tanımları için Ek 15.A'ya bakınız.

Kaynak: Dünya Bankası, World Development Indicators, 2001.

Yurtiçi Tasarruflar ile Yurtiçi Yatırımların Karşılaştırılması

Yurtiçi tasarruflar ile yurtiçi yatırımlar arasındaki fark kaynak dengesi olarak anılır ve yurtdışına transferin bir diğer göstergesidir. Eğer işaret negatif ise mal ve hizmet ithalatının ihracatından daha yüksek olduğunu gösterir ki bu da yurtdışından kaynak kullanımının göstergesidir. Latin Amerika ülkelerinde 80'li yıllardan önce yurtdışından bir kaynak kullanımı sözkonusu olurken bu trend 80'li yıllarda ve 90'lı yılların başında tersine dönmüş ve bu ülkeler daha önceki yılların tersine dışarıya kaynak transferi yapmak zorunda kalmışlardır. Tablo 15.1'den görüldüğü gibi, incelenen Latin Amerika ülkelerinin 1985, 88 ve 90 yılları kaynak dengeleri hep pozitiftir, bir başka deyişle dışarıya kaynak transferinde bulunmuşlardır. Latin Amerika ülkeleri 1982 yılından itibaren girdikleri dış borç krizinden sonra dışarıdan kaynak kullanamaz duruma düşmüşler, ancak uzun bir dönem dışarı kaynak transferi yapıp yeniden güven sağladıktan sonradır ki, 1990'lı yılların ikinci yarısından itibaren yeniden dışarıdan kaynak kullanabilir hale gelmişlerdir.

1990'lı yılların ikinci yarısında tüm ülkelerde yeniden yurtiçine bir kaynak transferi olgusu ortaya çıkmakta, ihracatın üzerinde bir ithalat mümkün olabilmektedir. Yukarıda belirtildiği gibi bu olgu Latin Amerika ülkelerinin dış borç krizinden çıkmalarının dışında, 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelere yönelik spekülatif sermaye akımlarının artması, bu ülkelerde reel döviz kurunun değer kazanması ve dış ticaret açıklarının büyümesi ile ortaya çıkmaktadır. Bu gelişme Türkiye için de geçerlidir. Türkiye'nin mal ve hizmet ticareti açığının giderek büyümesi Tablo 15.1'den izlenebilmektedir. 90'lı yıllarda ulaşılan % 5 civarındaki açık, Latin Amerika ülkelerinin 1980 öncesinde bile vermediği kadar yüksek bir açıktır.

Özetle Türkiye, incelenen dönem boyunca, Latin Amerika ülkelerinden farklı olarak 1970-90 arası dışarıdan kaynak kullanacak şekilde mal ve hizmet ticareti açığı vermiş ve bu trend neredeyse hiçbir zaman ters dönmemiştir. Latin Amerika ülkeleri en azından 80'li yıllar boyunca ters dönmüş bir trend izlerlerken Türkiye dışarıdan kaynak

kullanmaya devam etmiş ve 90'lı yıllarda da bu trend artarak devam etmiştir. Dünyada bu kadar kesintisiz dışarıdan kaynak transfer eden başka bir ülke olmadığı söylenebilir. Bu da dış borç yükünün giderek arttığı ve 2000'li yıllarda benzeri bir dış kaynak kullanımının devam etmesinin çok mümkün olmayacağının işareti olarak kabul edilebilir. İncelenen dönemde yüksek bir yurtiçine kaynak transferi ile yatırım oranı en çok % 25 gibi bir düzeye çıkabilmiştir. Dışarıya kaynak transferinin başlaması durumunda bu oranın daha da düşebileceği beklenmelidir. Geleceği simgeleyen bu durum Türkiye'nin büyüme ve dış ticaretinde önemli bir olumsuzluk oluşturabilecektir.

Cari Açığın Kaynaklarının İncelenmesi

Cari açık en genel anlamda dış kaynak transferini tarif eder ve yabancı tasarruf kullanımının en genel tanımıdır. Cari açığın oluşmasında etki eden iki kaynak transferinden birisi yurtdışına yapılan faktör ödemeleri (esas olarak dış borç faiz ödemeleri) diğeri de mal ve hizmet ticareti açığıdır. Latin Amerika ülkeleri ile Türkiye arasındaki en önemli farklılıklardan bir tanesi bu ülkelerde faiz ödemelerinden kaynaklanan açığın ticaret açığından kaynaklanan açıktan daha büyük olmaya başlamasıdır. Örneğin 1999 yılı için bakıldığında Tablo 15.1'de ele alınan tüm Latin Amerika ülkeleri için ticaret açığının üzerinde bir yurtdışına net kaynak transferi (NIFA) görülmektedir. Türkiye'de ise ticaret açığı gelir transferinden kaynaklanan açığın üzerindedir. Türkiye'nin faiz ödemelerinde görülen hızlı artışın devam etmesi durumunda,[2] cari açığın artması ve bunu kapamak için gerekli rekabet gücü artırma çabaları ülkenin ekonomik geleceğinin önündeki en önemli sorunu teşkil edecektir.

Latin Amerika ülkelerinin geçmişte yaşadıkları sorunlar Türkiye için 2000'li yıllardaki ekonomik sorunları için bir örnek oluşturabilir. Türkiye'nin yüksek bir cari açığının olması yabancı tasarruf kullanımının yüksek olduğunu da göstermektedir. Yabancı tasarrufların

2 1984 yılında Türkiye'nin faiz ödemesi 1.586 milyon dolar iken, 1994 yılında 3.311 milyon dolar, 2001 yılında 5.497 milyon dolar olmuştur (www.tcmb.gov.tr).

yurtiçi yatırımlar için kaynak olarak kullanıldığı hipotezini test edebilmek amacıyla tabloda bulunan Latin Amerika ülkeleri ve Türkiye için sözkonusu iki değişken arasında 1966-1993 yıllarını kapsayan eşbütünleşme (cointegration) testi uygulanmıştır.[3]

Augmented Dickey-Fuller testine göre Türkiye, Arjantin, Şili ve Meksika birinci dereceden durağan çıkmışlardır. Ancak Brezilya için iki trend aynı dereceden durağan çıkmamaktadır. Bu nedenle Brezilya inceleme dışı bırakılmıştır. Engle-Granger eşbütünleşme testinin sonuçlarına göre her dört ülkede yabancı tasarruflar ile yurtiçi yatırımlar uzun dönemde birlikte hareket eden bir trende sahip değildirler (Tablo 15.2).

TABLO 15.2
Engle-Granger Eşbütünleşme Testi Sonuçları

1966-1993		Trendli			Trendsiz		
Gecikme (yıl)		2	4	6	2	4	6
MacKinnon							
Critical Values	% 1	-5.0	-5.1	-5.2	-4.4	-4.4	-4.5
	% 5	-4.2	-4.2	-4.3	-3.6	-3.6	-3.7
Dickey-Fuller T statistics							
DTDIGDP, DTFSGDP		-3.6	-2.4	-1.7	-3.5	-2.4	-1.7
DMDIGDP, DMFSGDP		-3.3	-2.2	-1.9	-3.2	-1.9	-1.6
DCDIGDP, DCFSGDP		-3.7	-3.0	-2.0	-3.4	-2.6	-1.8
DADIGDP, DAFSGDP		-3.3	-1.9	-1.5	-3.2	-1.8	-1.3

Notlar:
DTDIGDP, Türkiye, yurtiçi yatırımlar/GSYİH (birinci fark)
DTFSGDP, Türkiye, yabancı tasarruflar/GSYİH (birinci fark)
DMDIGDP, Meksika, yurtiçi yatırımlar/GSYİH (birinci fark)
DMFSGDP, Meksika, yabancı tasarruflar/GSYİH (birinci fark)
DCDIGDP, Şili, yurtiçi yatırımlar/GSYİH (birinci fark)
DCFSGDP, Şili, yabancı tasarruflar/GSYİH (birinci fark)
DADIGDP, Arjantin, yurtiçi yatırımlar/GSYİH (birinci fark)
DAFSGDP, Arjantin, yabancı tasarruflar/GSYİH (birinci fark)
Kaynak: Dünya Bankası, World Development Indicators,1995.

3 Bu testin özellikleri için bkz. Charemza ve Deadman, 1992.

15.D. SONUÇLAR

Türkiye'de dışarıya yapılan kaynak transferi bir artış göstermektedir, yatırımlara ayrılabilecek kaynaklar ise azalma eğilimindedir. Bu olgulara ilişkin olarak bu makaleden elde edilen üç temel neden şunlardır: Dış borç yükündeki yükseliş, işçi dövizleri girişlerindeki azalış ve yabancı tasarrufların yurtiçi yatırımlar ile birlikte hareket etmemesi.

Nitekim, bu makalede yapılan ekonometrik çalışmanın sonuçlarına göre, Türkiye'de ve Latin Amerika ülkelerinde yabancı tasarruflar ile yurtiçi yatırımlar arasında eşbütünleşme (cointegration) bulunmamaktadır. Bu nedenle, uzun dönemde yatırımları artırmak için yabancı tasarruflara güvenmek gerek Türkiye gerek Latin Amerika ülkeleri için yeterli olmayacaktır.

Makalede varılan diğer sonuca göre, Türkiye 1988-1989 ve 1994 yılı dışında sürekli olarak yurtdışından kaynak kullanmaktadır. Bir başka deyişle, 70'li yıllardan günümüze, neredeyse kesintisiz olarak, yurtiçi tasarruflarının üzerinde bir yurtiçi yatırım yapma olanağı bulmaktadır. Bu olgu hiçbir Latin Amerika ülkesine nasip olmamıştır. Bu ülkeler mutlaka belirli bir dönem yurtdışına kaynak transfer edecek şekilde bir ihracat fazlası verdikten sonra yeniden dış borç bulabilecek güveni teşkil edebilmişlerdir. Türkiye ise süreli kaynak kullanabilecek siyasi ve iktisadi ilişkileri sürdürebilmiştir.

EK 15.A

GDS=GSYİH-C

GNS=GDS+NIFA

GNS=GDI+RB

CA=RB+NIFA+NOT

Burada;
GSYİH: Gayri safi yurtiçi hasıla
GDS: Gayri safi yurtiçi tasarruf
C: Toplam tüketim
NIFA: Yurtdışından net gelir (net income from abroad) faktör transferleri (faiz ve kâr transferleri ve bir yıldan aşağı olmak üzere yabancı ülkede yerleşiklere ödenen maaşları) diğer cari transferler ve işçi dövizleri
RB: Net kaynak transferi (faktör gelirleri hariç mal ve hizmet ihr. - mal ve hizmet ith.)
GDI: Gayri safi yurtiçi yatırımlar ve stok değişmeleri
NOT: Net resmi transferler
CA: Cari Açık RB+NIFA+NOT olarak tanımlanmaktadır. Cari açığın eksi ile çarpımı yabancı tasarrufları vermektedir.

Kaynakça

Aghevli, B. Boughton, J.B. Montiel, P.J. Villaneuva, D. ve Woglom, 6. (1990) "The role of national savings in the world economy", *IMF Occasional Paper*, no 67, Washington DC.

Agosin, R.M. (1994) "Saving and investment in Latin America", *UNCTAD Discussion Paper*, no 90.

Agosin, R.M. ve Tussie, D. (1993) *Trade and growth, new dilemmas in trade policy*, St. Martin Press, New York.

Akıncı, A. (1993) "İktisatta yatırım davranışı ve Türkiye'de özel sektör yatırımlarını etkileyen faktörler", Türkiye Kalkınma Bankası, İstanbul.

Akyüz, Y. (1991) "Financial liberalization in developing countries: A Neo-Keynesian approach", *UNCTAD Discussion Paper*, no 36.

Akyüz, Y. (1993a) "Financial liberalization: the key issues", *UNCTAD Discussion Paper*, no 56.

Akyüz, Y. (1993b) "Does financial liberalization improve the trade performance", Agosin ve Tussie, 1993 içinde.

Akyüz, Y. (1994) "Liberalisation financière, mythes et réalités", *Revue Tiers Monde*, volume XXXV, no 139, s. 521-555.

Akyüz, Y. ve Boratav, K. (2002) "The making of the Turkish financial crisis", *www.bagimsizsosyalbilimciler.org*

Akyüz, Y. ve Cornford, A. (1999) "Capital flows to developing countries and the reform of the international financial system", *UNCTAD discussion paper*, no 143.

Akyüz, Y. ve Gore, C. (1994) "The investment-profits nexus in East Asian industrialisation", *UNCTAD Discussion Paper*, no.91.

Akyüz, Y. ve Held, G. (1993) "Finance and the real economy, issues and case studies in developing countries", ECLAC/UNCTAD/UNU/WIDER.

Altınkemer, M. ve Ekinci, N. (1992) "Capital account liberalization: The case of Turkey", Paper prepared for ASSA-MEEA Meeting, 2-5, Ocak 1992, New Orleans.

Amadeo, E.J. (1996) "The Knife-edge of exchange-rate-based stabilization: Impact on growth, employment and wages", *UNCTAD Review*, 1996, s. 1-26.

Amsden, A. (1989) *Asia's next giant; South Korea and late industrialization*, Oxford University Press, New York.

Amsden, A. (1993) "Structuralist macroeconomics underpinnig of effective industrial policy: fast growth in the 1980s in five asian countries", *UNCTAD Discussion Paper*, no 57.

Amsden, A. (1994) "The World Bank's The East Asian miracle: Economic growth and public policy: Special Section", *World Development*, volume 22, no 4, s. 615-669.

Amsden, A. ve Euh, Y. (1990) "Republic of Korea's financial reform: What are the lessons?", *UNCTAD Discussion Paper*, no 30.

Annad, R. Chhibber, A. ve Wjinbergen, S. (1990) "External balance and growth in Turkey", Arıcanlı ve Rodrik, 1990 içinde.

Argimon, I. ve Roldan, J.M. (1994) "Saving investment and international capital mobility in EC countries", *European Economic Review*, volume 38, s. 59-67.

Arıcanlı T. ve Rodrik, D. (1990) *The political economy of Turkey*, Macmillan, Londra.

Apalaçi, S., A. Çimenoğlu, A. B. Emel, H. Ersel, B. Fırat, C. Tarhan, Y. Yücel, (2001) "Döviz kurunda oynaklık ve enflasyon", *http://www.ykb.com/hizmetler/ekonomi_raporlari /yayinlar/arastirma.doc*

Attanasio, O. Picci, L. ve Scorcu, A. (2000) "Saving-growth and investment", *Review of Economics and Statistics*, 82 (2), s. 182-211.

Baker, D. Epstein, G. ve Pollin, R. (1998) *Globalization and progressive economic policy*, Cambridge University Press.

Banuri, T. ve Schor, J. (1992) *Financial openess and national autonomy*, Oxford, Claredon Press / WIDER.

Bartola, G. ve Caballero, R. (1990) *Irreversibility of aggregate investment*, Colombia University, Processed.

Baxter, M. ve Crucini, M. (1993) "Expaining saving-investment correlations", *The American Economic Review*, volume 83, no 3, s. 417-436.

Bekaert, G., Harvey, C.R. ve Lundblad, C. (2001) "Does Financial Liberalisation Spur Growth?", *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No: 8245, Cambridge, MA.

Bernanke, B.S. ve Rotemberg, J.J. (1995) *NBER Macroeconomics Annual*, MIT press, Cambridge.

Bernheim, D. ve Shoven, B. (1991) *National saving and economic performance*, University of Chicago Press.

Bhaduri, A. ve Marglin, S. (1990) "Unemployment and the real wage: the economic basis for contesting political ideologies", *Cambridge Journal of Economics*, (14), s. 375-393.

Bhaskar, V. ve Glyn, A. (1995) "Investment and profitability: the evidence from the advanced countries", Epstein ve Gintis, 1995 içinde.

Blanchard, O. ve Fischer, S. (1989) *Lectures on macroeconomics*, MIT Press, Cambridge, Mass.

Bleaney, M. ve Fielding, D. (1995) "Investment, trade liberalization and structural adjustment", *Journal of Development Studies*, volume 32, no 2, s. 175-194.

Blecker, R. (1989) "International competition, income distribution and economic growth", *Cambridge Journal of Economics*, (13), s. 395-412.

Blecker, R. (1999) "Kaleckian macromodels for open economies", Johan ve John, 1999 içinde.

Blejer, M. ve Khan, M. (1984) "Government policies and private investment in developing countries", *IMF Staff Papers*, volume 31, no 2, s. 379-403.

Blomstrom, M., Lipsey, R.E. ve Zejan, M. (1996) "Is fixed investment the key to economic growth", *Quarterely Journal of Economics*, volume CXI, no 1, s. 269-276.

Boratav, K. (2000) "2000-2002 Yıllarında Türkiye ekonomisi", *İşletme ve Finans*, yıl 15, no 166, s. 31-37.

Boratav, K. Türel, O. ve Yeldan, E. (1994) "Distributional dynamics in Turkey under structural adjustment of the 1980s", *New Perspectives on Turkey*, (11), s. 43-69.

Boratav, K. Türel, O. ve Yeldan, E. (1995) "The Turkish economy in 1981-1992: A balance sheet, problems and prospects", *METU Studies in Development*, volume 22, no 1, s. 1-35.

Boratav, K. Türel, O. ve Yentürk, N. (1996) "Adjustment, distribution and accumulation", research paper, Cenevre, UNCTAD.

Bosworth, B. ve Collins, S. M. (1999) "Capital flows to developing economies: Implications for saving and investment", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1999, (1), s. 143-180.

Bowles, S. ve Boyer, R. (1995) "Wages, aggregate demand, and employment in an open economy: an empirical investigation", Epstein ve Gintis, 1999 içinde.

Bradford, C. (1993) *Mobilizing international investment in Latin America*, OECD Development Centre, Paris.

Bruno M. vd. (1991) *Lessons of economic stabilisation and its aftermath*, MIT Press, Cambridge MA.

Buffie, E.F. (1984) "Financial repression, the new structuralists and stabilization policy in semi-industrialized economies", *Journal of Development Economics*, 14 (3), s. 305-322.

Cabalero, R. ve Corbo, V. (1988) *Real exchange rate uncertainty and exports*, Colombia Uni., Working Paper 414.

Calvo, G. (1994) "The management of capital flows: Domestic policy and international cooperation", *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, volume IV, UNCTAD, s. 57-75.

Calvo, G. (1996) "Capital flows and macroeconomic management: The tequila lessons", *International Journal of Finance and Economics*, volume 1, no 3, s. 207-223.

Calvo, G. (1999) "Fixed versus flexible exchange rates", at *http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.htm.*

Calvo, G. Leiderman, E. ve Reinhart, C. (1993) "Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America", *IMF Staff Papers*, volume 40, no 1, s. 108-151.

Calvo, G. Leiderman, E. ve Reinhart, C. (1996) "Inflows of capital to developing countries in 1990s", *Journal of Economic Perspectives*, volume 10, no 2, s.123-139.

Calvo, G.A. ve Reinhart, C. (1999a) "Capital flow reversals, the exchange rate debate, and Dollarization", Eylül 1999, *http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.htm*.

Calvo, G.A. ve Reinhart, C. (1999b) "When capital inflows come to a sudden stop: Consequences and policy options", Eylül 1999, *http://www.bsos.umd.edu/econ/ ciecalvo.htm*.

Calvo, G.. ve Reinhart, C. (2000a) "Fear of floating", *National Bureau of Economic Research Working Papers*, no 7993, Kasım, Cambridge, MA.

Calvo, G. ve Reinhart, C. (2000b) "Fixing for your life", *National Bureau of Economic Research Working Papers*, no 8006, Kasım, Cambridge, MA.

Calvo, G. ve Vegh, C.A. (1999) "Inflation stabilization and BOP crises in developing countires", *Handbook of Macroeconomics*, 24. konu, North Holland.

Carrol, C. ve Weil, D.N. (1994) "Saving and growth: a reinterpretetion", *Carnegie-Rochester Series on Public Policy*, volume 40, s. 133-192.

Celasun, M. ve Tansel, A. (1993) "Distributional effects and saving investment behaviour in a liberalized economy: The case of Turkey", *METU Study in Development*, volume 20, no 3, s. 269-299.

Chang, H. (1994) *The political economy of industrial policy*, St. Martin Press, Londra.

Charemza, W.W ve Deadman, D.F. (1992) *New directions in econometric practice, Edward Elgar*, Londra.

Chenery, Y.H., Robinson, S. ve Syrquin, M. (1986) *Industrialization and growth, A comparative study*, Oxford University Press, New York.

Cho, Y.J. ve Khatkhate, D. (1989) "Lessons of financial liberalization in Asia: A comparative study", *World Bank Discussion Paper*, no 50.

Conway, P. (1990) "The record on private investment in Turkey", Arıcanlı ve Rodrik, 1990 içinde.

Corbo, V. Fischer, S. ve Webb, S. (1992) "Adjustment lending revisited", *A World Bank Symposium*, Washington DC.

Corbo, V. ve Hernandez, L. (1996) "Macroeconomic adjustment to capital inflows: Lessons from recent Latin American and East Asian experience", *The World Bank Research Observer*, volume 11, no 1, s. 61-85.

Corbo, V. ve De Melo, J. (1987) "Lessons from the Southern Cone policy reforms", *The World Bank Research Observer*, volume 2, no 2.

Corbo, V. De Melo, J. ve Tybout, J. (1986) "What went wrong with the recent reforms in the Southern Cone?", *Economic Development and Cultural Change*, volume 34, no 3, s. 606-639.

Cooper, R. (1999) "Should capital controls be banished", *Brooking Papers on Economic Activities*, (1), s. 89-141.

Cornford (2001) "The Basel committee's proposal for revised capital standards", *UNCTAD Discussion Papers*, no 156,

Crotty, J ve Eipstein G. (1999) "A defence of capital controls in the light of Asian financial crisis", *Journal of Economic Issues*, volume 33, no 2, s. 427-434.

Çimenoğlu, A. (2002) "International capital flows and their impact on the Turkish economy", Doktora tezi, İTÜ, İstanbul.

Çimenoğlu, A. ve Yentürk, N. (2002) "Impacts of internationa capital inflows on the Turkish economy", ODTÜ ekonomi kongresine sunulmuş bildiri, 11-15 Eylül 2002, Ankara.

De Long, J.B. ve Summers, L.H. (1991) "Equipment investment and economic growth", *Quarterely Journal of Economics*, volume 106, no 2, s. 445-502.

DİE (1996), *İstatistik Göstergeler*, Ankara, DİE.

Dooley, M. (2000) "A model of crises in energing markets", *The Economic Journal*, no 110, s. 256-272.

Dooley, M., Frankel, J ve Mathieson, D.J. (1987) "International capital mobility, what do saving-investment correlations tell us?", *IMF Staff Papers*, volume 34, no.3, s. 503-530.

Dooley, M., Fernandez-Arias, E. ve Kletzer, K. (1996) "Is debt crisis history? recent private capital inflows to developing countries", *The World Bank Economic Review*, (10), no1, s. 27-50.

Dornbush, R. (1983) "Panel discussion on the Southern Cone", *IMF Staff Papers*, volume 30, no 1.

DPT (1999) *Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-1998*, Ankara, DPT.

DPT (2000) *Temel Ekonomik Göstergeler, Mart 2001*, Ankara, DPT.

Duruiz, L. ve Yentürk, N. (1993) "Facing the challenge: Turkish automobile, steel and clothing industries' responses to Post-Fordist restructuring", *Development Policy Review*, volume 11, no 3, s. 289-304.

Dutt, A. (1984) "Stagnation, income distribution and monopoly power", *Cambridge Journal of Economics*, (8), s. 25-40.

Dünya Bankası (1988) "Adjustment lending: An evaluation of ten years of experience RAL", *Policy and Research Series*, no 1, Washington, D.C

Dünya Bankası (1990) "Adjustment lending: An evaluation of ten years of experience RAL", *Policy and Research Series*, no 14, Washington, D.C.

Dünya Bankası (1992) "Adjustment lending: An evaluation of ten years of experience RAL", *Policy and Research Series*, no 22, Washington, D.C.

Dünya Bankası (1993) *The East Asian miracle, A World Bank Policy Research Report*, Oxford University Press.

Dünya Bankası (1995) *World Tables, World Bank*, Washington DC.

Dünya Bankası (1997) *Private capital flows to developing countries: The road to financial integration*, Oxford University Press.

Dünya Bankası (1999) *World Development Indicators, CD. 1999*, Dünya Bankası.

Dünya Bankası (2001) *World Development Indicators, 2001*, World Bank.

Eatwell, J. (1996) "International financial liberalization: The impact on world development", *UNDP Office of development studies, Discussion Paper*, no 12.

Eatwell, J. vd. (1997) *New Palgrave Dictionary of Economics*, volume II, Macmillan.

Eatwell, J. ve Taylor, L. (1998) "The performance of liberalized capital markets", *CEPA Working Papers*, no 8.

Edwards, S. ve Végh, C.A. (1997) "Banks and macroeconomic disturbances under predetermined exchange rates", *Journal of Monetary Economics*, volume 40, no 2, s. 239-278

Edwards, S. (2001) "Capital mobility and economic performance: Are emerging economies different?", *National Bureau of Economic Research Working Paper*, no 8076, January, Cambridge, MA.

Eichengreen, B., Rose, A. ve Wyplosz, C. (1997) "Contagious currency crises", at *www.haas.berkeley.edu/~arose/RecRes.htm.*

Eichengreen B., Masson, P., Bredenkamp, H., Johnston, B., Hamann, J., Jadresic, E. ve Otker, I. (1998) "Exit strategies: Policy options for countries seeking greater exchange rate flexibility", *IMF Occasional Paper*, no 168, Washington, D.C.

Eichengreen, B. (2001) *Crisis prevention and management: A new lessons from Argentina and Turkey, Background paper for World Bank Global Development Finance*, 2002.

Ekinci, N. (1991) "Para politikası, faiz ve döviz kuru", *İşletme ve Finans Dergisi*, yıl 6, no 58, s. 42-49.

Ekinci, N. (2001) "Krizin anatomisi", *İşletme ve Finans Dergisi*, yıl 16, no 187, s.7-26.

Eltis, W. vd. (1970) *Induction, trade and growth*, Oxford, Claredon Press.

Engle, R.F. ve Granger, C.W.J. (1987) "Cointegration and error correction: representation, Estimation and Testing", *Econometrica*, (55), s. 251-276.

Engle R.F. ve Yoo B.S. (1987) "Forecasting and testing in cointegrated systems", *Journal of Econometrics*, (35), s.143-159.

Epstein, G. ve Gintis, H. (1995) *Macroeconomic policy after the conservative era: studies in investment, saving and finance*, Cambridge: University Press

Ersel, H. (1996) "The timing of capital account liberalisation: The Turkish experience", *New Perspectives on Turkey*, volume15, s. 45-64.

Ersel, H. (2000) "Ekonomik istikrar ve uyum programının neresindeyiz?" *İşletme ve Finans Dergisi*, yıl 15, no 173, s. 7-28.

Ersel, H. ve G. Sak, (1997) "Corporate sector behaviour under uncertainty: The case of Turkey in the 1990s, Economic Research Forum 4th Annual Conference on Regional Trade, Finance and Labour Markets in Transition", *Conference Proceedings*, s. 249-254, Eylül, Beyrut Lübnan.

European Economy (1990) *Saving, investment and the real investment rates*, no 46.

Fanelli, J.M. Frenkel, R. ve Winograd, C. (1989) *Stabilization and adjustment policies and programmes: Argentina*, Wider, Helsinki.

Fazzari, S. ve Mott, T. (1986) "The investment theories of Kalecki and Keynes: an empirical study of firm data, 1970-1982", *Journal of Post-Keynesian Economics*, 9(2), s.171-187

Feldstein, M. ve Horioka, H. (1980) "Domestic savings and international capital flows", *The Economic Journal*, (90), s. 314-329.

Feldstein, M.S. ve Bacchetta, P. (1991) "National saving and international investment", Bernheim ve Shoven, 1991 içinde.

Felix, D. (1994) "Industrial development in East Asia: What are the lessons for Latin America?" *UNCTAD Discussion Paper*, no 84.

Felix, D. (1995) "Financial globalization versus free trade: The case for the Tobin tax", *UNCTAD Discussion Paper*, no 108.

Fellner, W. (1967) *Ten economic studies in the tradition of I. Fisher*, John Wiley and Son, New York.

Fernandez-Arias, E. ve Montiel, P. J. (1996) "The surge in capital inflows to developing countries: An analytical overview", *The World Bank Economic Review*, volume 10, no 1, s. 51-77.

Ffrench-Davis, R. Titelman, D. ve Uthoff, A. (1994) "International competiteveness and the macroeconomics of capital account opening", *UNCTAD Review*, s. 107-123.

Fielding, D. ve Mizen, P. (1998) "Panel data evidence on the relationship between relative price variability and inflation in Europe", *University of Nottingham Discussion Papers in Economics, 98/4*, Nottingham.

Fischer, B. ve Reisen, H. (1992) "Towards capital account convertibility", *Policy Brief*, no 4, OECD, Paris.

Fischer, B. ve Reisen, H. (1993) *Liberalisation des mouvements de capitaux dans les pays en developpement*, OECD.

Flood, R.P., ve Marion, N.P. (1998) "Perspectives on the recent currency crisis literature", *IMF Working Paper*, no 130.

Fontaine, J-M. (1992) *Foreign trade reforms and development strategy*, Routledge, Londra.

Fontaine, J-M. (1993) "Demande et investissement dans le processus d'ajustement", *Revue Tiers Monde*, XXXIV-135, Temmuz-Eylül, s. 491-512.

Ford, R. ve Poret, P, (1991) "Business investment: recent performance and some implications for policy", *OECD Economic Studies*, (16), s.79-131.

Frankel, J., A., ve Rose, A.K. (1996) "Currency crashes in emerging markets: An empirical treatment", *Journal of International Economics*, volume 41, s. 351-366.

Franses, P.H. (1994) "A multivariate approach to modelling univariate seasonal time series", *Journal of Econometrics*, (63), s.133-151.

Franses, P.H., Hylleberg, S. ve Lee H.S.(1995) "Spurious deterministic seasonality", *Economics Letters*, (48), s. 249-238.

Frenkel, R. (1998) "Capital market liberalization and economic performance in Latin Amerika", *CEPA Working Paper*, no 1.

Frenkel, R., Fanelli, J.M. ve Rozenvurcel, G. (1993) "Growth and structural reforms in Latin America: Where we stand", *UNCTAD Discussion Papers*, no 62.

Fry, M.J. (1980) "Saving, investment, growth and the cost of financial repression", *World Development*, (8).

Ghosh, S. ve Pangestu, M.(1999). "Indonesia: Macro-financial linkages and build up of vulnerabilities", at *http://www.nber.org/~confer/2000/ currency/ ghosh.pdf*.

Giovannini, A. (1985) "Saving and interest rate in LDC", *Journal of Development Economics*, (18), s. 197-217.

Goldstein, M. (1998) *The Asian financial crisis*, Institute for International Economics, Washington D.C.

Gordon, D. (1995) "Putting the horse (back) before the chart: Disentagling the relationship between investment and saving", Epstein ve Gintis, 1995 içinde.

Greene, J. ve Villaneva, D. (1991) "Private investment in developing countries: An empirical analysis", *IMF Staff Papers*, 38(1), s. 33-58.

Greene, W. (1993) *Econometric analysis*, Londra, Prentice Hall.

Gujarati, D. (1999) *Temel ekonometri*, Literatür Yayıncılık, Ekim, İstanbul.

Hamman, J. (2001) "Exchange rate based stabilization: a critical look at the stylised facts", *IMF Staff Papers*, volume 48, no 1.

Harberger (1984) *World Economic Growth*, ISC Press, San Francisco.

Hazine Müsteşarlığı (1996) *Temel Ekonomik Göstergeler*, Ankara.

Hazine Müsteşarlığı (2001) "Turkey's transition program to a strong economy", Mayıs, *http://www.treasury.gov.tr*.

Honohan, P. ve Atiyas, I. (1989) "Intersectoral financial flows in developing countries", *World Bank PPR Working Paper*, no 164.

Hubbard, R. (1998) "Capital market imperfections and investment", *Journal of Economic Literature*, (36), s. 193-225.

Hylleberg, S., Engle, R.F., Granger C.W.J. ve Yoo, B.S. (1990) "Seasonal integration and cointegration", *Journal of Econometrics*, (44), s. 215-238.

Infoamerica (2002) "Regional trends", January 2002, *www.infoamerica.com.*

Institute of International Finance, (2001) *Capital flows to emerging market economies*, Ocak, Washington, D.C.

Institute of International Finance, (2002) *Capital flows to emerging market economies*, Eylül, Washington, D.C.

International Monetary Fund,(1993) *World Economic Outlook*, Annex VI, Mayıs 1993.

International Monetary Fund (1997) *Balance of Payment Statistics*, IMF.

International Monetary Fund (2000) *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Issues*, Eylül, Washington, D.C.

International Monetary Fund (2001) *Annual Report*, Eylül, Washington, D.C.

Isenman, P. (1980) "Inter-country comparisons of real incomes: Revised estimates and unresolved questions", *World Development*, volume 8, s. 61-72.

İSO (1995) "Türkiye'nin 500 büyük sanayi kuruluşu", *ISO Dergisi*, Eylül 1995, İstanbul Sanayi Odası, İstanbul

İSO (1996) "Türkiye'nin 500 büyük sanayi kuruluşu", *ISO Dergisi*, Eylül 1996, İstanbul Sanayi Odası, İstanbul.

İSO (2000) "Türkiye'nin 500 büyük sanayi kuruluşu", *ISO Dergisi*, Eylül 2000, İstanbul Sanayi Odası, İstanbul.

İstanbul Bilgi Üniversitesi (2003) *Prof. Dr. Gülten Kazgan'a Armağan: Türkiye Ekonomisi*, yayımlanmak üzere.

Johan, D. ve John T. (1999) *Foundations of international economics: post Keynesian perspectives*, Harvey Publisher, Londra.

Johnston, R.F. ve Edwards, C.G. (1987) *Entrepreneurial science: New links between corporations*, Universities and Government, Quorum Books, New York.

Jourmard, J. ve Reisen, H. (1992) "Real exchange rate overshooting and persistent trade effects", *The World Economy*, volume 19, no 3, s. 373-388.

Kalecki, M. (1971) *Selected essays on the dynamics of the capitalist economy 1933-1970*, Cambridge, Cambridge University Press.

Kaminsky, G. (1999) "Currency and banking crises: The early warnings of distress", *IMF Working Paper*, no 178, Washington, D.C.

Kaminsy, G. Lizondo, S. ve Reinhart, C.M. (1998) "Leading indicators of currency crises", *IMF Staff Papers*, volume 45, no 1, s. 1-47.

Kaminsky, G. ve Reinhart, C. (1999) "The twin crises: The causes of banking and balance of payments problems", *American Economic Review*, volume 89, no 3, s.473-500.

Kaytaz, M. Altın, S. ve Güneş, M. (1993) "Türk imalat sanayinde yoğunlaşma", Sanayi kongresinde sunulmuş bildiri, Ankara, TMMOB.

Kazgan, G. (2002) *Tanzimattan 21.Yüzyıla Türkiye ekonomisi*, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul.

Kazgan, G. vd. (1990) *Türkiye'de Gelir Dağılımı*, TOBB.

Kenen, P. (1994) Understanding Independence, Princeton University.

Kepenek, Y. ve Yentürk, N. (1996) *Türkiye ekonomisi*, Remzi Kitabevi, 8.baskı, Istanbul.

Kepenek, Y. ve Yentürk, N. (2000) *Türkiye ekonomisi*, Remzi Kitabevi, 12. baskı, İstanbul.

Keyman, F. (2002) "Globalizm ve Türk kapitalizminin küresel ekonomisi", *Toplum ve Bilim*, no 93, s. 83-110.

Keynes, J.M. (1936) *The general theory of employment, interest and money*, Londra, Macmillan.

Khan, H. S. ve Reinhart, C. (1990) "Private investment and economic growth in developing countires", *World Development*, volume 18, no 1. s. 19-27.

Klein M. ve Olivei, G (1999) "Capital account liberalisation, financial depth, and economic growth", *National Bureau of Economic Research Working Paper*, no 7384, Ekim, Cambridge, MA.

Kirkpatrick, C. ve Öniş, Z. (1991) "Turkey", Mosley, Harringan ve Toye, 1991 içinde.

Kirmanoğlu, H. ve Tuncel, N. (1990) "İmalat sanayiinde gelir bölüşümü ve kaynak kullanımı", Kazgan vd. 1990 içinde.

Kirmanoğlu, H. (1994) "Makroekonomik popülizm ve kriz", *Toplum ve Ekonomi*, no 7.

Köse, A.H., Şenses, F. ve Yeldan, E. (2003) *İktisadi kalkınma, kriz ve istikrar*, İletişim Yayınları, İstanbul.

Kravis, I.B., Heston, A. ve Summers, R. (1982) *World product and income, ICP Phase III*, John Hopkins University Press, Londra.

Kravis, I.B. ve Lipsey, R. (1983) "Towards an explanation of national price level", *Princeton Studies in International Finance*, no 52.

Krueger, A. (1981) "The framework of country studies", Krueger, Lary, Monson, ve Akrasanee, (1981) içinde.

Krueger, A. (1984) "Problems of liberalization", Harberger (1984).

Krueger, A., Lary, H.B., Monson, T. ve Akrasanee, N. (1981) *Trade and employment in developing countries: individual studies*, Chicago, The University of Chicago Press.

Kuczynski. P.P. (1992) *International capital flows to Latin America: What is the promise? Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics*, 1992.

Kuznets, S. (1957) "Quantitative Aspects of the Economic Growth of Nations: Industrial Distribution of National Product and Labor Force", *Economic Deve-*

lopment and Cultural Change, volume 5, s. 5-94.

Lall, S. (1994) "The East Asian miracle: Does the Bell Toll for industrial strategies?" Amsden, 1994 içinde.

Larrain F. ve Vergara, R. (1993) "Investment and macroeconomic adjustment: The case of East Asia", Serven ve Solimano, 1993 içinde.

Lanzarotti, M. (1994) "Taux de change, competitivite et rente dans l'apres-ajustement: Vers une maladie Chiliennne?", *International Symposium on "Rehabilitation de la Demande"*, 29 Eylül-1 Ekim. 1994, IEDES, Universite de Paris I, Paris

Levin, A. ve Lin, C. F. (1992) "Unit root tests in panel data: asymptotic and finite sample properties", *University of California Working Paper*, 92/23, San Diego.

Levine, R. ve Renelt, D. (1992) A sensitivity analysis of cross-country growth regressions, *American Economic Review*, volume 82, s. 942-963.

Loyanza, N. Schimdt-Hebel,K. ve Serven, S. (2000) "What drives private savings around the world?", *Review of Economics and Statistics*, 82(2), s. 165-181.

MacKinnon, R.I. (1973) *Money and capital in economic development*, Washington D.C.. The Brooking Institution.

McCarthy, F.D. (1990) "Problems of developing countries in the 1990s", *World Bank Discussion Paper*, no 97.

Mahdavi, S. (1995) "Some empirical evidence on the temporal relationships between foreign inflows and Aggregate Spending Categories ind the United States", *Journal of Post-Keynesian Economics*, volume18, no 1, s. 125-140.

Marglin, S. (1987) "Investment and accumulation", Eatwell vd. 1987 içinde.

Marglin, S. ve Bhaduri, A. (1990) "Profit squeeze and Keynesian theory", Marglin, ve Schor, 1990 içinde.

Marglin, S. ve Schor, J.B. (1990.) *The golden age of capitalism: reinterpreting the postwar experience*, s. 153-186, Oxford, Clarendon Press.

Masson, P.R., Bayoumi, T., ve Samiei, H. (1998) "International evidence of the determinants of private saving", *The World Bank Economic Review*, volume 12, no 3, s. 483-501.

McCarty, F.D. (1990) "Problems of developing countries in 1990s", *World Bank Discussion Paper*, no 97.

Melo, de, J. ve Tybout, J. (1986) "The Effect of financial liberalization on saving and investment in Uruguay", *Economic Development and Cultural Change*, 34(2), s. 561-587.

Metin, K., Voyvoda, E. ve Yeldan, E. (1999) "Dynamics of macroeconomic adjustment in a globalized economy: Growth, accumulation and distribution, Turkey 1969-1998", *Bilkent Üniversitesi Discussion*, paper no 99-5, Ankara.

Modigliani, F. (1966) "The life-cycle hypothesis of saving, the demand of wealth, and the supply of capital", *Social Research*, (33), s. 160-271.

Modigliani, F. (1970) "The life-cycle hypothesis of saving and intercountry difference in the saving ratio", Eltis vd. 1970 içinde.

Mosley, P. Harringan, J. ve Toye, J. (1991) *Aid and power*, volume 2, Londra, Routledge.

Mussa, M., Masson, P., Swoboda, A.,. Jadresic, E., Mauro, P. ve A. Berg, (2000) "Exchange rate regimes in an increasingly integrated world economy", *IMF Occasional Paper*, no 193, Ağustos, Washington, D.C.

Obstfeld, M. (1994) "International capital mobility in 1990s", Kenen, 1994 içinde.

Obstfeld, M. (1998) "The global capital market: Benefactor or menace?", *NBER Working Paper*, no 6559, Cambridge, MA.

Ocampo, J. O. (2000) "Recasting the international financial agenda", *CEPA Working Paper*, no 19.

OECD (1996) *Turkish economy*, OECD Paris.

Oks, D. ve Wijnbergen, S. (1993) "Mexico after the debt crisis: is growth sustainable?", Bradford, 1993 içinde.

Onaran, O. (1999) "The effects of structural adjustment policies on the labour market and income distribution in Turkey", Doktora tezi, İTÜ, İstanbul.

Onaran, O. ve Stockhammer, E. (2001) "The effect of distribution on accumulation, capacity utilization and employment: Testing the wage-led hypothesis for Turkey", *Eastern Economic Association Annual Meeting*, New York, 23-25 Şubat 2001.

Onaran, Ö. ve Yentürk, N. (2001) "Do low wages stimulate investments? An analysis of the relationship between wages and investments in Turkish private manufacturing industry", *International Journal of Applied Economics*, volume 15, no 4, s. 359-375.

OSD (2001) "Otomotiv sanayii 2001 yılı Ocak-Haziran dönemi sonuçları", *www.osd.org.tr/osdhaber.htm.*

Öniş, Z. (1993) "The dynamics of export-oriented growth in a second generation NIC: Perspectives on the Turkish case 1980-1990", *New Perspectives on Turkey*, (9), s. 75-100,

Öniş, Z. (1996) "Globalization and financial blow-up in the semi-periphery: Perspectives on Turkey's financial crisis of 1994", *New Perspectives on Turkey*, (15), s. 1-24.

Önis, Z. ve Özmucur, S. (1991) "Capital flows and external financing of Turkey's imports", *OECD Technical Papers*, no 36.

Önder, İ. Türel, O. Ekinci, N. ve Somel, C. (1993) *Türkiye'de kamu maliyesi, finansal yapı ve politikalar*, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, Istanbul.

Özatay, F. (1996) "The Lessons from the 1994 crisis in Turkey: public debt (mis)management and confidence crisis", *Yapi Kredi Economic Review*, volume 7, no. 11. s.21-37.

Özatay, F. (2000) "2000-2002 yıllarında Türkiye ekonomisi", *İşletme ve Finans Dergisi*, yıl 15, no 166, s. 17-23.

Özatay, F. ve Sak, G. (2002) *Banking sector fragility and Turkey's 2000-01 financial crisis, Brookings Trade Forum 2002*, Brooking Institution Press.

Özmucur, S. (1995) *Yeni milli gelir serileri ve gelirin fonksiyonel dağılımı, 1968-1994*, Araştırma raporu, İstanbul, Boğaziçi Üniversitesi.

Özmucur, S. (1996) *Income distribution, taxes and macroeconomic indicators in Turkey*, Istanbul, Boğazici University Press.

Pack, H. ve Westphall, L.E. (1986) "Industrial strategy and technological change: Theory versus reality", *Journal of Development Economics*, volume 22, no 1, s. 87-128.

Pack, H. ve Page, J.M. "Accumulation, exports and growth in the high performing asian economies", *WB Development Report* (1993) için hazırlanmış bildiri.

Palley, T. "The saving-invesment nexus: Why it matters and how it works", *CEPA Working Paper*, no 1 (1996).

Park, Y.C. ve Song, G.Y. (1997) "Managing foreign capital flows: The experience of the Korea, Thailand, Malaysia and Indonesia", *International and Monetary Issues of 1990s*, volume (8), UNCTAD.

Pfeffermann, G.P. ve Madarassy, A. (1992) "Trends in private investment in developing countries", *IFC Discussion Paper*, no. 14.

Radelet, S. ve Sachs, J. (1998) "The East Asian financial crisis", *Brooking Papers of Economic Activities*, volume 1, s. 1-89.

Rama, M. (1993) "Empirical investment equation in developing countries", Serven ve Solimano, 1993 içinde.

Rebelo, S.T. ve Vegh, C.A. (1995) "Real effects of exchange rate based stabilization: an analysis of competing theories", Bernanke ve Rotemberg, 1995 içinde.

Reinhart, C. ve Végh, C.A. (1995) *Do exchange ratebased stabilisations carry the seeds of their own destruction?*, mimeo, IMF, Ekim, Washington, D.C.

Reisen, H. ve Fischer, B. (1993) *Financial opening*, OECD, Paris.

Reisen, H. (1993) "Capital flows and their effect on the monetary base", *CEPAL Review, Aralık*, no 51, s. 113-122.

Rodriguez, F. ve Rodrik, D. (2000) "Trade policy and economic growth: A sceptic's guide to the cross-National evidence", *http://ksg.home.harvard.edu/~drodrik.academic.ksg /papers.html*.

Rodrik, D., (1991) "Premature liberalisation, incomplete stabilisation: The Özal Decade in Turkey", Bruno vd. 1991 içinde.

Rodrik, D. (1998) "Who needs capital-account convertibility", mimeo, *http://ksg.home.harvard.edu/~drodrik.academic.ksg /papers.html*.

Rodrik, D. (2000) "Can integration into the world economy Substitute for a De-

velopment Strategy?", Mayıs, *http://ksg.home.harvard.edu/~drodrik.academic.ksg/ papers.html*.

Rodrik, D. (2001) "The developingcountries: Hazardous obsession with global integration", Ocak, *http://ksg.home.harvard.edu/~drodrik.academic.ksg/ papers.html*.

Rodrik, D. (2002) "Arjantin çok çalışmalı çok", *İşletme ve Finans Dergisi*, yıl 17, no 191, s. 14-18.

Rodrik, D. ve van Ypersele, T. (1999) "Capital Mobility, Distributive Conflict and International Tax Coordination", *National Bureau of Economic Research Working Paper*, no 7150, Haziran, Cambridge, MA.

Rodrik, D. ve Velasco, A. (1999) "Short-term capital flows", *National Bureau of Economic Research Working Paper*, no 7364, Eylül, Cambridge, MA.

Romer, P (1986) "Increasing returns on long run growth", *Journal of Political Economy*, (4), s. 1002-17.

Rowthorn, R. (1981). "Demand, real wages and economic growth", *Studi Economici*, (18), s.3-53.

Sachs, J. D. ve Larrain, B. (1993) *Macroeconomics in the global economy*, Harvester and Wheatsheaf, New York.

Sachs, J.D., Tornell, A. ve Velasco, A. (1996) "Financial crises in emerging markets: The lessons from 1995", *Brookings Papers on Economic Activity*, (1), s. 147-215.

Sak, G. (1995) "Public policies towards financial liberalization: A general framework and an evaluation of the Turkish experience in the 1980s", *Capital Markets Board Publication*, no 22, Istanbul.

Sarkar, (1992) "Industrial growth and income inequality: an examination of 'stagnationism' with special reference to India", *Journal of Quantitative Economic*, 8(1), s. 125-38.

Schimdt, M.B. (2001) "Saving and investment: Some international perspectives", *Southern Economic Journal*, 2001, 68 (2), s. 446-456.

Schmidt-Hebbel, K. ve Webb, S.B. (1992) "Public policy and private saving", Corbo, Fischer ve Webb, 1992 içinde.

Schmidt-Hebbel, K. ve Serven, L. (1997) "Saving across the world", *World Bank Discussion Paper*, no 354.

Schmidt-Hebbel, K. ve Serven, L. *The economics of saving and growth*, Cambridge University Press (1999).

Seguino, S. (1999) "The investment function revisited: Disciplining capital in South Korea", *Journal of Post-Keynesian Economics*, 22(2), s. 313-38.

Senses, F. (1989) "The nature and main characteristics of recent Turkish growth in export of manufacturing", *The Development Economics*, 27(1), s. 19-33.

Serven, L. ve Solimano, A. (1992a) "Private investment and macroeconomic ad-

justment: A survey", *World Bank Research Observer*, volume, 7 no 1, Ocak. s. 95-113.

Serven, L. ve Solimano, A. (1992b) "Economic adjustment and investment performance in developing countries", Corbo, Fischer ve Webb, 1992 içinde.

Serven, L. ve Solimano, A. (1993) *Striving for growth after adjustment*, World Bank, Washington, D.C.

Shaw, E.S. (1973) *Financial deepening and economic development*, Oxford University Press, New York.

Summers, A. ve Heston, A. (1991) "The Penn World Table: An expanded set of international comparisons, 1950-1988", *The Quarterly Journal of Economics*, volume 106, Mayıs, s. 327-368.

Stiglitz, J. (2000) "What I have learned at the world economic crisis", *Insider*, 4.7.2000.

Stiglitz, J. (2002) *Argentina's collapse incited the largest default in history*, mimeo, Columbia Universty.

Stockhammer, E. (2000), "Accumulation and European unemployment", Doktora tezi, University of Massachusetts, Amherst.

Stockhammer, E. ve Onaran, O. (2001) *Testing a post-Keynesian macro model, Vienna University of Economics & Business Administration*, Workshop on Growth and Employment in Europe: Sustainability and Competitiveness, Kasım 2000.

Taylor, L. (1985) "A stagnationist model of economic growth", *Cambridge Journal of Economics*, (9), s. 383-403.

Taylor, L. (1988) *Varieties of stabilization experience*, Oxford, Clarendon Press.

Taylor, L. (1990) *Foreign resource flows and developing country growth: A three gap model*, in MacCarthy, F.D. (1990).

Taylor, L. (1991) *Income Distribution, Inflation and Growth: Lectures on structuralist macroeconomics*, MIT Press.

Taylor, M. P. ve Sarno, L. (1997) "Capital flows to developing countries: Long and short-term determinants", *The World Bank Economic Review*, volume 11, no 3, s. 451-470.

TCMB, *Yıllık Rapor*, çeşitli yıllar.

Temel, A. ve Kelleci, M. A. (1996) "The functional distribution of national income in Turkey, 1980-1995", *Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği Forum Dergisi*, 10.

Tobin, J. (1967) "Life-cycle saving and balance growth", Fellner, 1967 içinde.

Tornell, A. (1989) *Real vs. financial investment*, Mimeo, Columbia University.

TPCG (2001) "The Future of the federal transfers", *www.tpcg.com.*

TÜBİTAK (1997) *Türkiye'nin Bilim ve Teknoloji Politikasi*, Ankara, TÜBİTAK BTP 97/04.

Türel, O. (1993) "1980-1992 döneminde Türkiye'de finansal yapı ve politikalar", Önder, Türel, Ekinci ve Somel, 1993 içinde.

UNCTAD (1990) *Trade and Development Report*, 1990, Cenevre.

UNCTAD (1992) *Trade and Development Report*, 1992, Cenevre.

UNCTAD (1994) *Trade and Development Report*, 1994, Cenevre.

UNCTAD (1995) *Trade and Development Report*, 1995, Cenevre.

UNCTAD (2001) *Trade and Development Report*, 2001, Cenevre.

US Congress (1990) "Making Things Better: Competing in Manufacturing, OTA-ITE 443", Washington D.C, Office of Technology Assessment, 1990.

Uygur, E. (1990) "Policy, productivity, growth and employment in Turkey, 1960-89 and prospects for the 1990s", International Labour Office Mediterranean Information Exchange System on International Migration and Employment, no 90/4, Cenevre.

Uygur, E. (1994) "Türkiye'de ekonomik kriz: Oluşumu, seyri, geleceği", *İşletme ve Finans Dergisi*, volume 9, no 100, s. 42-54.

Ülengin, B. ve Yentürk, N. (2001) "Impacts of capital flows on aggregate spending categories: The case of Turkey", *Applied Economics*, volume 33, s. 1321-1328.

Villanueva, D. ve Mirakhor, A. (1990) "Strategies for financial reforms: Interest rate policies, Stabilization and Bank Supervision in Developing Countries", *IMF Staff Papers* (37), no 3.

Vos, R. (1993) "Prospects of financial flows to developing countries in the 1990s: The global macroeconomic trade-offs", International Monetary and Financial Issues for the 1990s, *UNCTAD*, volume II.

Westphall, L.E., Rhee, Y.W. ve GarryP. (1988) "Korean industrial competence: Where it come from?", *World Bank Staff Working Paper*, no 469, Washington D.C.

Westphall, L.E. (1990) "Industrial policy in an export-propelled economy: Lessons from South Korea experience", *Economic Perspectives*, volume 4, no 3, s.41-59.

Wijnbergen, S. (1983) "Interest rate management in LDCs, Journal of Development", *Economics*, volume 12, no 3, s. 433-452.

Williamson, J. (1990) *Latin American adjustment: How much has happened?* Institute of International Economics, Washington.

Wyplosz, C. (2001) "How Risky is financial liberalization in the developing countries?", *G-24 discussion paper series*, no 14, *UNCTAD*, Cenevre.

Yeldan, E. (1996) "Azgelişmiş ülkelere yonelik kısa vadeli sermaye akımlarının makroekonomik etkileri üzerine gözlemler", *Ekonom*, Eylül, 1966, s. 1-16.

Yeldan, E. (2001) *Küreselleşme sürecinde Türkiye ekonomisi*, İletişim Yayınları, İstanbul.

Yeldan, E. (2002) *Neo-liberalizmin gözde ekonomisi Arjantin çökerken*, mimeo, Bilkent Üniversitesi.

Yentürk, N. (1992) "Industrialization strategies foreign trade regimes and structural change in Turkey: 1980-1988", Fontaine, 1992 içinde.

Yentürk, N. (1994) *Türkiye ekonomisinde ihracatın ithalata bağımlılığı*, Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu (DEİK) için hazırlanmış Rapor, Mayıs, İstanbul.

Yentürk, N. (1995) "Short-term capital inflows and their impact on macroeconomic order: A comparison between Turkey and Mexico", *Boğaziçi Journal*, volume 9, no. 2, s. 67-84.

Yentürk, N. (1996) "Impacts of capital inflows on saving and investment: a comparison of Turkey and Latin American countries", *Middle East Technical University Studies in Development*, 23(2), s. 67-84.

Yentürk, N. (1997). *Wages, employment and accumulation in Turkish manufacturing industry*, Friedrich Ebert Stiftung Research Results, Istanbul.

Yentürk, N. (1998), "Ajustement et accumulation: La Turquie", *Canadian Journal of Development Studies*, volume XIX, no 1, s. 55-78.

Yentürk, N. (1999) "Short-term capital inflows and their impact on macroeconomic order:: Turkey in the 1990s", *Developing Economies*, volumeXXXVII, no 1, s. 89-113.

Yentürk, N. (2001) "Stabilization under the threat of global financial capital: The Turkish Experience", Middle-East Economic Association in ASSA Mettings'te sunulmuş bildiri, 5-7 Ocak, 2001, New Orleans.

Yentürk, N. (2003) Türkiye'de uygulanan iktisat politikalarının ihracatın ithalata bağımlılığı üzerindeki etkileri: Girdi-Çıktı tekniği ile bir inceleme, İstanbul Bilgi Üniversitesi, 2003 içinde.

Yentürk, N. ve Onaran, O. (1999) "The distribution of income between wages and profits in the Turkish manufacturing industry. Which one is rigid: Wages or profits?", *Istanbul Technical University, Faculty of Management, Discussion Papers in Management Engineering*, no 99/11, 1999.

Yentürk, N. ve Onaran, O. (2000) *Industrial growth patterns in Turkish manufacturing industry, Turkey- EU Business Research Centre Working paper*, Birmingham Business School, Şubat 2000.

Yıldırım, J. (2001) "Saving-investment correlation: evidence from Turkey", *Yapı Kredi Economic Review*, volume 12, no 1.

Yotopoulos, P. (1990) "Exchange rates and state-led capitalism: What can the NICs learn from Japan?", *CEPR publication*, no 212, Stanford University.

You, J. (1995) "Income distribution and growth", *Research Paper, UNCTAD*.

Zahler, R. (1992) "Monetary policy and open capital account", *CEPAL Review*, no 48, s. 156-166.

Genel Dizin

1973 petrol krizi 265
1991 Körfez Krizi 110
1994 krizi 22, 27, 41, 42, 53, 69, 84, 126, 234
1994 yerel seçimleri 119
1994 yılındaki finansal kriz 110, 114
1995 krizi 53
2000 krizi 21
2000 programı 44
2000 yılı istikrar programı 42, 43, 62
2001 krizi 21, 70
5 Nisan kararları 41, 68, 119, 120
AB 213
ABD 152, 213, 240
açık piyasa işlemleri 108, 118
açık pozisyonlar 83, 114, 135
açık veren sektörler 255
Adjustment Lending 248
AKBAC 241, 242
altyapı sorunları 197
ana akım 8
ANDV 241, 242
ani duruş 80
AR+GE 197, 198
ara mallar 49, 50, 52, 53
ara malları ithalatı 51
aracılık marjları 136
arbitraj 20, 59, 135, 136, 230, 240
Arjantin 9, 26, 139-141, 208-213, 215, 217-222, 224-228, 260, 263, 264, 266, 270
artan tüketim harcamaları 95
Asya kaplanları 153
aşırı borçlanma 226, 234, 256, 264-266
aşırı dış borç yükü 146, 233, 235
aşırı dolarlaşma 38
aşırı kamu borçlanması 38
aşırı sermaye girişi 16, 38, 39, 79, 102, 134, 137, 192
atıl birikim 164
atıl kapasite 47, 160, 169, 170, 173, 174
Austral planı 208-210

Bank Kapital 69
bankacılık 30, 40, 56, 60, 62, 67-69, 71, 78, 83, 100, 101, 139, 234, 246, 258
bankacılık krizi 59
bankacılık reformu 44, 67
bankacılık sektörü 19, 22, 72, 77, 83, 90, 111, 133-136, 146, 233
Belçika 152
bilgi birikimi 197
bilgi-teknoloji 56
binek otomobil 53
birikim 4, 5, 17
birincil açık 241
birincil denge 137
birincil fazla 19, 61, 137, 241
Birleşmiş Milletler 191
Bolivya 140
Bonex planı 210
bonolar 243
borcun borçla ödenmesi 40
borç faizi 97, 98, 101, 136, 255
borç ödeyememezlik 255
borç servisleri 127, 223
borç stoku 64
borçlanma 244, 255
bölüşüm 4, 5, 15, 163

bölüşüm kalıbı analizi 167
bölüşüm-yatırım 25
Brezilya 9, 60, 114, 139, 140, 209, 220, 225, 249, 252, 260, 263, 264, 266, 270
bugünkü gelir 148
bütçe açığı 7, 119, 122, 126, 150
bütçe birincil fazlası 14
büyük bankalar 118
büyüme 7, 8, 17, 24, 31, 35, 45, 47, 147-154, 157, 158, 160-162, 173, 174, 212, 218, 221, 225, 228
büyüme hızı 41
büyüme kalıbı analizi 165
büyüme/şişirme politikaları 16
büyüme-daralma 84

Calvo ve Veigh 59
cari açık 9, 14, 16, 18, 19, 26, 27, 41, 47, 56, 59, 68, 69, 71, 78, 105, 110, 113, 115, 117, 126, 127, 134, 137, 139, 215, 216, 218, 219, 228, 237, 238, 241, 256, 266, 266
cari harcamalar 112, 241
cari işlemler 213
Cavallo 220
Cezayir 251
Cholesky 92

çifte vergi 112
Çin 42, 47

Danimarka 152
daralan kalıp 164
değerlenen TL 45
değerli döviz kuru 135
değerli yerli para 86, 146
denk bütçe 57
deprem 42
deprem vergisi 68
devalüasyon 33, 36, 43, 44, 47, 51-53, 70, 78, 79, 83, 102, 109, 118, 126, 135, 137, 146, 179, 212, 220, 229, 232, 234, 248, 260
devalüasyon beklentisi 81
devalüasyon-enflasyon 57
devlet tahvilleri 68, 69, 118
DİBS 83, 97
DİE 88, 90
dinamik-etkin 164
dış açığı 45, 230
dış açığın büyümesi 41
dış ajanlar 243
dış borç 14, 15, 17, 18, 22, 26, 38, 56, 66, 85, 100, 107, 112, 113, 133, 139, 140, 178, 179, 215, 223-225, 227, 228, 230, 233, 234, 242, 265, 269, 271
dış borç faiz ödemeleri 26, 266, 269
dış borç krizi 268
dış borç servisi 220, 225, 264
dış borç stoku 76, 232
dış borç/GSMH oranı 66, 232
dış finansal serbestlik 30, 131, 136, 192, 241, 242, 256
dış fiyatlar 95
dış kaynak 18, 19, 22, 58, 225, 265, 269
dış kaynak kaçışı 227
dış kaynak transferi 56
dış talep 235
dış tasarruflar 83, 105
dış ticaret 31, 47, 71, 227, 230
dış ticaret açığı 18, 22, 24, 40, 44, 63-65, 78, 102, 146, 211, 212, 218, 220, 228, 235, 238,
dış ticaret dengesi 53, 105
dış ticaret dengesizliği 234
dış ticaret fazlası 21

dış ticaret firmaları 36
dışa açık sektörler 46, 144
dışa açılma 25, 27, 191, 192, 197, 253, 254, 262, 265
dışa açılma politikaları 189, 190
dışa bağımlılık 47
dolarlaşma 85, 97, 98, 100-102, 119, 124, 133, 212, 216, 218, 227
dönemler 165
döviz atağı 136
döviz darboğazı 103
döviz giriş ve çıkışları 71
döviz işlemleri 4
döviz kredileri 198
döviz kuru 22, 33, 43-45, 52, 57, 58, 60, 63, 68, 71, 85, 95, 100, 116, 124, 133, 135, 136, 192, 198, 210, 226, 245, 246, 256
döviz kuru enflasyon döngüsü 43
döviz kuru hedefleri 61
döviz rezervleri 59, 109, 113
DTH 84
durgun kalıp 164
Dünya Bankası 35, 248, 249
dünya finansal sistemi 15
düşük büyüme 249
düşük ücret politikaları 161, 258
düşük ücret-düşük fiyat 85
düşük ücretler 102, 245, 246
düşük vergiler 17, 246
düşük verimlilik 213
düzeltici devalüasyon 68

Egebank 69
eğitim 38, 192
eğitim sistemi 199
eğitim-sağlık 66
ekonomik büyüme 227
ekonomik daralma 51, 52, 221, 228, 223
ekonomik ilişkiler 4
eksik istihdam 259
emek 194, 195
emek yönelimli 164, 167, 168
Endonezya 9, 138, 142, 144, 190, 251, 252, 257, 260
enerji sektörü 61
enflasyon 8, 43, 57, 58, 60, 83, 101, 109, 126, 220, 234, 259
enflasyon oranı 226
enflasyonist genişleme 244
esnek kur 227
eşbütünleşme 39, 141, 154, 270, 271
eşitsizlik 6
exhilarasyonist 159, 160, 169, 194, 259
Eximbank 56

faaliyet dışı kârlar 154
faiz 40
faiz dışı fazla 68, 228
faiz gelirleri 126, 245, 246
faiz harcamaları 112, 115
faiz oranları 7-9, 37-39, 40, 41, 44, 45, 59, 63, 64, 70, 71, 76, 77, 97, 101, 106, 107, 109, 111, 113, 117-119, 122, 126, 132-134, 136, 139, 148, 178, 192, 226, 229, 230, 238, 243, 244, 254-256, 259, 262
faiz ödemeleri 14, 38, 66, 123, 127, 137, 139, 228, 233, 235, 241, 242, 244, 266
faktör ödemeleri 269
Fas 249, 251, 252, 260
Fiat 54
Filipinler 251, 257, 260
finans sektörü 123, 246, 258
finansal enstrümanlar 173
finansal gelişmeler 149

finansal globalleşme 4
finansal kârlar 136, 234, 256
finansal kriz 114, 115, 119, 127, 227
finansal piyasalar 7, 20, 23, 75-77, 178
finansal seferberlik 135
finansal sektör 38, 136, 254, 255, 262
finansal serbestleşme 7, 113, 132
finansal serbestlik 8, 36, 126, 137, 139-141, 178, 243, 246
finansal sermaye 4, 78
fiyat 192
fiyat artışları 144, 191, 259
fiyat dondurulması 209
fiyat hareketleri 27
fiyatlar 36, 192
fiyatların dondurulması 210
fon maliyetleri 136, 254, 255
Fransa 152

G. Kore 9, 229, 230, 232-235
GATT 198
gayri menkul 136, 255
gayri safi yatırımlar/GSYİH 260
gazino kapitalizmi 5
GDI def/GSYİHdef 249
GDI/GSYİH 249
gecelik faiz 101
gecelik faiz oranları 98
GEGP 30, 31, 48, 49, 56, 228
gelecekteki gelir 148, 149
gelir 148, 159, 160, 190, 193, 194, 259
gelir dağılımı 149, 161, 246
gelir transferi 117
gelirdeki büyüme 153
gelirler politikası 42, 62, 66, 162, 163
General Motors 54
genişleme 40
girdi maliyetleri 116, 245, 246
global tasarruf 76
global tasarruf oranları 131
globalleşme 3-6, 21, 75
Goldstein 76
göreli fiyat hareketleri 254, 262
göreli fiyatlar 191, 197, 199, 248, 252, 254
Granger 93, 148, 154, 156, 184, 185, 186, 241
Granger nedenselliği 188
GSMH 47, 50, 52, 65, 66, 111, 112, 116, 117, 132, 144, 156, 157, 198, 248, 257,
GSMH büyüme hızı 18
GSYİH 88, 142, 190, 233, 241, 246, 266
Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı (GEGP) 21, 45
Güney Doğu Asya 4, 36, 42, 54, 57, 76, 134, 190, 198, 220, 249, 254, 257, 258, 262
Güney Kore 26, 27, 153

hanehalkı tasarrufları 140, 148, 154
Hazine 97-99, 101, 117, 118, 245
Hazine bonoları 126
Hindistan 251, 257, 260
hiperenflasyon 210, 217, 223
hızlandıran prensip 159, 194
hizmet deflatörü 193
hizmet sektörü 192

IMF 4, 6-9, 14-16, 19-22, 26, 33, 36, 57, 61, 62, 64, 67-69, 71, 72, 75, 84, 207, 209, 210, 212, 215, 226, 227

iç ajanlar 242
iç borçlanma 112, 113, 115, 242
iç faiz hadleri 62

iç talebin kısılması 47
iç talep 35, 37, 51, 234, 235
iç talep artışı 39
iç ve dış finansal serbestliği 254
içe dönük büyüme 40
içe dönük sektörler 144
içsel büyüme 149
ihracat 18, 19, 26, 31, 33, 37, 46, 49, 51, 52, 54, 102, 104, 174, 213, 215, 230, 232, 245, 268,
ihracat artışı 30, 35, 36, 45, 55, 65, 198, 260
ihracat fazlası 271
ihracat patlaması 173, 174
ihracat/GSMH 208, 213
ihracat/ithalat oranı 103, 110
ihracata dayalı büyüme 248
ihracata yönelik sanayileşme 33, 36
ihracatçı sektörler 31, 47, 198, 199, 254
ihracatı artırma politikaları 35
ihracatı teşvik politikaları 36
ihraç malları 238
iktisat politikaları 31
imalat 32, 96
imalat sanayii 9, 29, 31, 33, 35, 116, 146, 162, 163, 174, 213, 233, 245, 246, 260
imalat sanayii ihracatı 30, 37
İMKB 18
İngiltere 152
insan sermayesi 150, 158
İSO 38
İspanya 152
istihdam 163, 164, 167
istikrar politikaları 26, 59, 60, 211, 212, 227
istikrarlı yatırım artışı 262
istikrarsız iç talep 29
işçi dövizleri 36, 266, 271
işgücü maliyetleri 35
işsizlik 221, 226, 228
işsizlik artışı 126, 218, 220
İtalya 152
ithal girdiler 54
ithal ikâmeci sanayileşme 45, 103, 167, 189
ithal mallar 138, 139, 238
ithalat 18, 26, 31, 37, 39, 46, 47, 49, 51, 54, 78, 96, 105, 106, 120, 192, 213, 215, 217, 230, 232, 244, 268
ithalat daralması 30
ithalat-büyüme 52
ithalatın ucuzlaması 9

Japonya 152

kalitesiz girdi 197
kamu 30, 56
kamu açığı 9, 16, 17, 19, 76, 107, 112, 114, 127, 135, 137, 178, 219, 225, 228, 238, 241, 242, 244
kamu açığı/GSYİH 222
kamu bankaları 67
kamu borçlanması 233
kamu dengesi 246
kamu faiz ödemeleri 178
kamu harcamaları 38, 115
kamu hesapları 73, 222
kamu iflası 235
kamu kâğıdı 38
kamu mali yönetimi ve şeffaflık 62
kamu maliyesi 62, 65
kamu sektörü 40, 107
kamu tasarrufu 76, 147
kamu tekelleri 259
kamu yatırımları 123, 133, 139, 146, 192, 260
Kanada 152

kapasite kullanım oranı 169, 170
kapitalist piyasa ekonomisi 5
kâr beklentileri 170
kâr oranı 170, 173
kâr payı 116, 160, 169-173
kâr-çekişli 160, 161, 169
kârlar 260
kârlılık 138, 144, 191-193, 197-199, 246, 251, 260
katma değer 33, 260
katma değer artış hızı 174
kaynak dengesi 266, 268
kaynak transferi 17, 264, 269, 271
kaynak yetersizliği 137
kemer sıkma politikaları 24, 57, 147, 150
Kenya 140
Keynes 148
Keynes kısıtı 264
Keynesgil 17, 149
Keynesgil makroiktisat 168
kısa dönemli borçlar 9, 20, 76, 137, 232
kısa dönemli sermaye akımları 84, 260
kısa dönemli sermaye çıkışı 239
kısa dönemli sermaye girişleri 104, 108-110, 119, 120, 238, 243
kısa vadeli sermaye akışı 177
kısa vadeli yabancı sermaye 85
KKBG 112, 210, 241, 242
know-how 56
KOBİ 35
Kolombiya 139, 140, 264
konsolide bütçe 233, 241, 242, 244
konvertibilite 210
Kore 140, 251, 257, 260
Kosta Rica 140
kredi artışı 78
kredi arzı 138
kredi kartı arzı 101
kredi kartları 89, 90, 100
kredi maliyeti 8
kredi patlamaları 136
kredi stokları 105, 111, 114, 124, 126, 136
kredi stokundaki büyüme 110
krediler 255
kur çapası 44, 45, 63, 67
kur çapası uygulaması 65
kur piyasası 70
kurumlar vergisi 115, 126, 245
küçülme 220
küresel entegrasyon 54
küreselleşme 55

Latin Amerika 4, 40, 43, 57, 115, 134, 139, 140, 144, 190, 219, 256, 258, 264-266, 268-271
likidite 114, 115, 126, 138, 149, 218, 224, 226, 245
likidite riski 38
likidite sıkışıklığı 69, 70

maaş ve ücretler 62, 84
maden 32
madencilik 96
Malezya 45
mali piyasalar 75, 97
mali sistem 82
mali teşvikler 245
maliye politikası 61
marjlar 255
mark-up 191, 192, 245
mark-up oranları 116
Merkez Bankası 244, 245
Meksika 9, 27, 60, 84, 114, 139-141, 209, 218-220, 237-241, 249, 251, 263, 264, 266, 270
memurların maaş artışları 62

merkez bankaları 8, 39, 40, 44, 61, 63, 64, 68, 69, 84, 97, 101, 108, 109, 113, 115, 117, 118, 124, 133, 244
mevduatlar 124
mevsimlik düzeltme 241
mevsimsel davranış 180, 182, 188
mevsimsel kukla 181
milli gelir 156, 160, 194
milli gelir deflatörü 249
Mısır 251, 257, 260
MLE 152
Moody's 117
mutlak gelir hipotezi 149

NAFTA 240
nedensellik testi 151, 152
neoklasik 24,27, 75, 131-134, 144, 148, 149, 152, 159, 162, 168, 178, 190, 193, 237, 242, 246, 251-253, 259, 260, 262
neoliberal 211
net dış varlıklar 71
net iç varlıklar 69, 71
net kaynak transferi 269
net sermaye akımları 143
net sermaye girişleri 142, 237
net yabancı sermaye girişleri 90
NIFA 266, 269
nitelikli işgücü 197-199
niyet mektubu 44, 61, 63, 65, 66, 228
nominal çapa 21, 22, 43-45, 63, 70, 211
nominal çapa uygulaması 58, 60, 71

OECD 47, 141, 151
oligopolistik yapı 192
otomobil sanayii 53, 217
otomotiv yan sanayii 54

ödemeler dengesi 14, 237, 241
özel bankacılık sektörü 114
özel bankaların açık pozisyonları 97
özel imalat sanayii 161, 170, 171
özel sektör 19, 38, 39, 111, 116, 137, 142, 144, 192, 229, 234, 235, 245,
özel sektör borçları 232
özel sektör iflası 229
özel sektör sabit sermaye yatırımları 156
özel tasarruflar 153, 154, 156, 157
özel tüketim 140, 143, 179, 180
özel tüketim harcamaları 88, 89, 91, 100, 111, 141-143, 188
özel tüketim/GSYİH 142
özel yatırım harcamaları 143
özel yatırımlar 140, 154, 156, 157, 179, 180, 189, 230
özelleştirme 147, 218, 221, 222, 227, 240
özelleştirme gelirleri 61, 64, 65

para arzı 108, 113, 126
para ikâmesi 97, 101
para kurulu 8, 218, 219, 224
para piyasası 40, 73, 115
para politikası 71, 72, 108, 210
para programı 244
parasal taban 63
parasal tabandaki genişleme 8, 40, 227, 244, 245
Peru 140, 264
piyasa 4
popülarite 17
portfolyo 9, 104, 110, 177, 221, 230, 238
portfolyo yatırımları 104, 110
Powertrain 54
probit analizi 76

rant üretmek 43
rantiyeler 4, 6, 126, 134, 136, 243, 255, 256
rantlar 258
reel döviz kuru 31, 50, 65, 88, 91, 116, 218, 251, 252, 268
reel döviz kurunun değerlenmesi 39
reel faiz oranları 81, 244
reel sektör 6, 22, 29-31, 33, 36, 37-40, 42, 44, 45, 47, 55, 56, 67, 73, 84-86, 212, 228, 256, 258, 262
reel ücretlerde erozyon 126
reel yatırımlar 255
rekabet gücü 220
rezerv birikimi 9
risk artışı 227
risk primi 226
Rodrik 75
Rusya 4, 60, 220

sabit kur 58-60, 70, 142, 211, 219, 220, 226, 227
sabit sermaye stoku 30, 146
sağlık 38, 192
sanayi işgücü verimliliği 208
sanayileşme 245
SEKK 86, 88, 90, 97, 142
serbestleştirme politikaları 73
sermaye 193
sermaye akımları 74, 81, 138, 142, 265
sermaye geliri 9, 105, 195, 216, 220, 242
sermaye girişleri 15, 27, 64, 107, 113, 116, 117, 126, 215, 238
sermaye hareketleri 4, 15, 39, 57, 75, 77, 81, 83, 89, 91, 93, 99, 104, 131, 145, 163, 230
sermaye kaçışı 9, 137, 179, 256
sermaye piyasası 62
sermaye serbestisi 7, 75, 163
sermaye yatırımları 230
sermaye-yönelimli 165, 167, 168
sıcak para 262
sıcak para girişi 27
sıcak paranın getirisi 41
sıkı mali disiplin 61
sıkı para politikaları 57
Singapur 140
SİT alanları 65
siyasi gerilim 127
siyasi irade 115, 199
siyasi popülarite 43
sosyal amaçlı harcamalar 14
sosyal güvenlik 62, 150
sosyal güvenlik reformları 66, 147
spekülasyon 4
spekülatif hareketler 77, 134
spekülatif karakterli sermaye girişi 81
spekülatif kazanç 6
spekülatif sermaye 16, 19, 20, 22, 23, 36, 230, 251
spekülatif sermaye akımları 120, 135, 179, 268
spekülatif sermaye girişi 26, 37, 40, 72, 85, 100, 104, 108, 111, 115, 118, 127, 136, 198, 241, 237, 246, 256
stabilizasyon 251
stagnasyonist 25, 160, 169, 175, 195, 259
Standard and Poor's 111
statik-etkin 164
steady state 149
sterilizasyon 77, 97, 98, 101, 108, 109, 115, 133, 198, 244, 245
sübvansiyonlar 36
Sümerbank 69
sürünen kur (crawling peg) 209

Şili 9, 40, 84, 109, 114, 139, 140, 141, 251, 257, 260, 263, 264, 266, 270

tahviller 243
talep enflasyonu 45, 64, 65
tarım 32, 96
tarım politikaları 62
tarım reformu 66
tarım ürünleri ihracatı 213
tasarruf 45, 148, 149, 151, 221
tasarruf artışı 24, 148
tasarruf/GSMH 208
tasarruflar 7, 75, 134, 147, 148, 150, 152-154, 158, 178, 254, 255, 264
tasarruf-yatırım-büyüme 154
Tayland 9, 60, 140, 251
Taylor 259
TEFE 61
teknolojik yenilik 150, 158
telekom 61, 65
teşvik politikaları 262
thrift paradoxu 148
ticaret açığı 119, 238, 269
ticarete konu olan sektörler 96, 107, 111, 112, 138, 144, 189-196, 198, 199, 252
ticarete konu olmayan sektörler 96, 97, 107, 111, 135, 135-139, 141, 142, 144, 189-193, 195-198, 251-254, 262
ticarete konu olmayan yatırımlar 142
TL'nin değerlenmesi 22, 51, 52, 100, 102, 113, 120, 123
TL'nin konvertibilitesi 81
TMSF 69
Tobin vergisi 20, 108
Tofaş 54, 55
toplumsal dayanışma 4
TEFE 193
trade-off 116, 245
Tunus 251, 252, 257
turizm 32, 96
TÜFE 61, 62, 97
tüketici kredileri 38, 89, 90, 100, 101, 111, 136
tüketim 23, 45, 59, 105, 142, 145, 146, 179, 212
tüketim artışı 65, 78, 138, 220
tüketim harcamaları 89, 90, 91, 101, 133, 234
tüketim malı ithalatı 18, 50, 51, 110, 139, 193
tüketim malları 30, 49, 52, 53, 111, 179, 249
tüketim patlaması 22, 71, 78, 218
tüketim talebinin artması 79
Türk bankacılık sektörü 110
Türk imalat sanayii 160, 161, 169, 174, 175
Türk otomobil sanayii 54
Türkiye 9, 141, 219, 237, 238
Tütüncüler Bank 69

ucuz işgücü 15, 19, 54, 56
UKP 191
ulus-devlet 4, 5
uluslararası faiz oranı 106, 131
uluslararası finansal mobilite 4
uluslararası fiyat 249
uluslararası rekabet gücü 37, 39, 45, 47, 56, 79, 138, 212, 225
uluslararası rezervler 39, 117, 120, 126, 137, 244
uluslararası sermaye 22, 104, 229
uluslararası sermaye akımları 8, 73, 74, 81, 100
uluslararası sermaye girişleri 101
uluslararası sermaye piyasaları 7
uluslararası ticaret 32

Uruguay 140, 264
uzun dönemli sermaye girişi 239

ücret erozyonu 115
ücret ve maaşlar 23, 66
ücret/katma değer 260
ücret-çekişli (wage-led) 160, 161, 169, 174, 175
ücretler 112, 123, 146, 159, 160, 162-164, 167, 168, 173-175, 193, 194, 197, 199, 245, 259, 260
ücretlerin düşürülmesi 7, 47
ücretliler 66, 126
ülke içi yüksek faiz 106
üretim 17, 31, 59, 235
üretimde daralma 126
üretkenlik 74
ürün fiyatları 193, 197, 213, 258

VAB 86, 91-93, 142, 151, 152, 178, 183, 188
Venezuella 264
vergi gelirleri 218
vergi politikası ve idaresi 62
vergi reformu 66, 115, 122, 245
vergiler 147, 150
verimlilik 47, 74, 161, 163-165, 167, 168, 198
verimlilik istihdam 165

yabancı tasarruflar 264
yabancı fonlar 84, 108, 113, 117, 118, 126
yabancı paralar 123, 134, 135, 138
yabancı sermaye 38, 80, 83, 86, 97, 132, 145, 211, 218, 220, 221, 225, 227, 228, 232, 241, 260
yabancı sermaye akımları 82, 133, 140, 146
yabancı sermaye girişleri 79, 136
yabancı tasarruflar 8, 25, 28, 139, 141, 143, 145, 177-180, 188, 216, 263, 265, 266, 269, 270, 271
yanlış yönetim 127
yapısal reformlar 42, 43, 61, 62, 67
yapısal uyum politikaları 168, 175, 189, 247-249, 254, 262
yapısal uyum reformları 162
yapısalcı makroiktisat 149, 152
yaşam-evresi (life-cycle) 148, 149
Yaşarbank 69
yatırım 17, 23, 31, 33, 39, 45, 47, 50, 59, 65, 76, 135, 137, 148, 149, 151, 159, 163, 167, 169, 235
yatırım artışı 39, 192, 254, 262
yatırım bankacılığı 259
yatırım deflatörü 249
yatırım eğilimi 193, 259
yatırım finansmanı 258
yatırım harcamaları 15, 112, 234
yatırım maliyeti 138
yatırım malları 30, 36, 49, 50, 52, 53, 197, 260
yatırım malları fiyatları 249, 251
yatırım malları ithalatı 51
yatırım oranları 141, 249, 251, 258, 269
yatırım/GSMH 140, 142
yatırım/katma değer 171
yatırımlar 7, 8, 44, 75, 101, 133, 134, 138, 140, 144-147, 149, 150, 152, 153, 154, 158, 165, 168-170, 173, 174, 175, 178, 192, 197, 238, 247, 248, 251, 254, 259, 260, 264, 265
yatırımları durduran sapma (anti-investment bias) 35, 248
yatırımların getiri oranları 7
yatırımların göreli fiyatları 249
yatırım-tasarruf 152

yeni teknolojiler 146, 198
yerli fiyat 249
yerli malı tüketimi 45
yerli para 134, 135, 138
yerli paranın değerlenmesi 36, 44. 53. 68. 75, 110, 105, 106, 116, 139, 179, 211, 212, 238
yerli paranın hızla değer kaybetmesi 70
yerli paranın reel değerlenmesi 58, 59, 95
yerli sermaye 7, 74, 241
yerli tasarruflar 139, 263
Yurtbank 69
yurtdışı fiyatlar 95
yurtdışına kaynak transferi 16, 145
yurtdışına sermaye kaçışı 208
yurtdışında yaşayan Türk işçiler 265
yurtiçi büyüme 218
yurtiçi faiz oranları 97
yurtiçi fiyatları 95
yurtiçi göreli fiyatlar 96, 97
yurtiçi tasarruflar 105, 132, 140, 151, 218, 223, 264-266, 268
yurtiçi yatırımlar 28, 141, 143, 151, 179, 188, 266, 268, 270, 271
yüksek büyüme hızı 149
yüksek devalüasyon 41
yüksek döviz girişi 64
yüksek enflasyon 43, 228
yüksek faiz 22, 29, 68, 79, 85, 86, 102, 122, 133, 135, 146, 154, 216, 230, 246
yüksek faiz ödemeleri 18
yüksek faizli borçlar 27
yüksek ithalat hacmi 54
yüksek kârlılık 258
yüksek kredi stokları 106
yüksek likidite 117
yüksek maliyetli 197
yüksek para ikâmesi 98, 178
yüksek reel faiz 83
yüksek sermaye girişleri 114
yüksek tüketim 22, 81, 86, 102
yüksek ücretler 246

Zimbabve 140
zorunlu karşılık oranı 40
zorunlu tasarruf 259

Prof. Dr. Nurhan Yentürk bu kitapta yeralan makalelerinde, Türkiye ekonomisinde 1990'lı yıllar boyunca krizle birlikte uygulanan ekonomi politikalarının teorik temellerini, ekonominin yönetim biçimleriyle ekonomik yapıda ortaya çıkan değişiklikleri ve bunların yaşanan krizler üzerindeki etkilerini ele alıyor.

Türkiye ekonomisinin tarihini, bir krizden diğerine geçiş süreci olarak inceleyen ve bu anlamda ekonomi tarihini bir çeşit "ekonomik krizler tarihi" olarak adlandıran yazar makalelerinde, IMF politikalarının iktisadi temelleriyle sonuçlarını, 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde görülen ekonomik gelişmelerin özelliklerini ve Türkiye'deki ekonomik yapı ile uygulanan ekonomi politikalarının sonuçlarını irdelemektedir.

Krizlerin ortaya çıkış nedenleriyle bunlara karşı başvurulabilecek politikaların yanısıra finansal globalleşmenin yatırımlar üzerindeki olumsuz etkilerini asgariye indirecek alternatif çözüm önerileri de getiren bu makalelerde, gerek Türkiye ve gerekse dünyada yaşanan krizlerde uluslararası faktörler ve IMF politikalarıyla birlikte yerel etkenlerle uygulanan yöntemlerin payları da değerlendirilmektedir.

Günümüzde globalleşmenin ulaştığı boyutlarda, hükümetlerin gelir dağılımının adaletli ve dengeli bir biçimde bölüşülmesi için uygulayabilecekleri politikayı ve bununla beraber kullanabilecekleri araçları da tartışan, alternatif öneriler getiren Prof. Nurhan Yentürk'ün bu önemli eseri yaşanan birçok soruna da ışık tutacaktır.

EKONOMİ

ISBN: 975-6857-71-4



www.bilgiyay.com

İSTANBUL BİLGİ ÜNİVERSİTESİ YAYINLARI