

NURHAN YENTÜRK

KÖRLERİN YÜRÜYÜŞÜ

TÜRKİYE EKONOMİSİ VE 1990 SONRASI KRİZLER

2. Baskı

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 Imperial 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.



NURHAN YENTÜRK

KÖRLERİN YÜRÜYÜŞÜ

TÜRKİYE EKONOMİSİ VE 1990 SONRASI KRİZLER

İSTANBUL BİLGİ ÜNİVERSİTESİ YAYINLARI 46
EKONOMİ 6

ISBN 975-6857-71-4

KAPAK PIETER BRUEGHEL, *KÖRLERİN YÜRÜYÜŞÜ*, GALLERIE NAZIONALE DI CAPODIMONTE - NAPOLİ

1. BASKI İSTANBUL, ARALIK 2003

2. BASKI İSTANBUL, EKİM 2005

© 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 ŞEFİK MATBAASI

MARMARA SANAYİ SİTESİ M. BLOK No: 291 İKİTELLİ İSTANBUL

TEL-FAKS: 0212 472 15 00 (3 HAT)

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
TÜRKİYE EKONOMİSİ VE 1990 SONRASI KRİZLERİ

Anneme ve babama

İçindekiler

- vii Grafikler ve Tablolar
- xii Kısaltmalar
- xiii İkinci Baskıya Önsöz
- xv Birinci Baskıya Önsöz

1 GİRİŞ Türkiye Ekonomisi ve Kriz Geleneği

21 BİRİNCİ BÖLÜM Krize Kilitlenmek: Türkiye Ekonomisinin Çeyrek Yüzyıllık Yolculuğu

- 23 1 2004 Yılı Türkiye Ekonomisi:
Başarı mı? Tehlike Çanları mı?
- 55 2 “Yangın Söndü, Arsayı Kurtardık”:
2001 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı
- 83 3 Finansal Sermaye Girişi Gölgesinde
İstikrar Uygulaması:
2000 İstikrar Paketinin İncelenmesi
- 99 4 Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişimi
ve Türkiye Ekonomisinin Krizleri Üzerindeki
Etkisinin Modellemesi
Nurhan Yentürk - Ahmet Çimenoglu
- 129 5 Kısa Dönemli Sermaye Girişlerinin Makroekonomik
Yapı Üzerine Etkileri: 1994 Krizinin Öncesi ve Sonrası

155 İKİNCİ BÖLÜM Kara Delik: Türkiye Ekonomisinde Yatırım Politikaları

- 157 6 Finansal Sermaye Akımlarının
Yatırımlar Üzerindeki Etkileri

- 173** **7** Türkiye’de Tasarruf-Yatırım-Büyüme İlişkisinin Yönü
 Nurhan Yentürk - Burç Ülengin - Ahmet Çimenoglu
- 197** **8** Düşük Ücretler Yatırımları Teşvik Ediyor mu?
 Türk İmalat Sanayiinde Bölüşüm ve
 Birikim İlişkisinin Analizi
 Nurhan Yentürk - Özlem Onaran
- 215** **9** Yurtiçine Sermaye Akışının Derneşik Harcama
 Kategorileri Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği
 Nurhan Yentürk - Burç Ülengin
- 227** **10** Türkiye’de Uygulanan İktisat Politikaları ve Yatırımlar
- 243** **ÜÇÜNCÜ BÖLÜM** Türkiye Dünyanın Neresinde?
 Karşılaştırmalı IMF Uygulamaları
- 245** **11** Arjantin Krizi: Dış Borç ile Tango
- 267** **12** Türkiye ve Güney Kore Ekonomik Krizi:
 Benzerlikler ve Farklılıklar
- 275** **13** Kısa Dönemli Sermaye Girişinin
 Makroekonomik Dengeler Üzerine Etkileri:
 Türkiye ve Meksika İçin Bir Karşılaştırma
- 285** **14** Yapısal Uyum Politikalarının Yatırımlar Üzerine
 Etkileri: Gelişmekte Olan Ülkeler İçin
 Bir Karşılaştırma
- 301** **15** Sermaye Girişlerinin Tasarruf ve Yatırımlar Üzerindeki
 Etkileri: Türkiye ve Latin Amerika Ülkeleri Arasında
 Bir Karşılaştırma
- 311** **Kaynakça**
- 329** **Genel Dizin**

Grafikler ve Tablolar

BİRİNCİ BÖLÜM

- 25** Tablo 1.1 Ödemeler Bilançosu (Milyon Dolar) 1984-2004)
- 26** Grafik 1.1 Türkiye'nin Cari İşlemler Dengesi
- 27** Grafik 1.2 Seçilmiş Latin Amerika Ülkelerinde Cari İşlemler Açığı
- 28** Grafik 1.3 Seçilmiş Güney Doğu Asya Ülkelerinde Cari İşlemler Açığı
- 29** Grafik 1.4 Cari Açık, GSMH Büyümesi ve Reel Döviz Kuru İndeksi
- 32** Grafik 1.5 Cari Açığın Borç Yaratan ve Yaratmayan Sermaye Girişi ile Finansmanı
- 34** Grafik 1.6 Toplam Dış Borç Stoku (\$) ve GSMH'nın (Sabit TL) Büyümesi
- 34** Tablo 1.2 Toplam Dış Borç Stokunun Vadeye ve Sektöre Göre Dağılımı, 1996-2004
- 36** Tablo 1.3 Ekonominin Genel Dengesi, 1993-2004
- 37** Grafik 1.7 Türkiye'de Kamu ve Özel Sektör Tasarruf-Yatırım Farkı ve Dış Kaynak Kullanımı
- 40** Grafik 1.8 Özel Sektör Sabit Sermaye Yatırımlarının Sektörel Dağılımı
- 42** Tablo 1.4 Çeşitli İmalat Sanayi Göstergeleri ve Reel Döviz Kuru İndeksi
- 44** Tablo 1.5 Konsolide Bütçe ile İlgili Oranlar
- 50** Tablo 1.6 İthalat Ters Matrisi ($R = Am(I-Ad)^{-1}$) Sütun Toplamları
- 53** Tablo 1.7 1979 ve 1998 İhracatının İthalat Gereği
- 58** Grafik 2.1 İmalat Sanayii Göstergeleri
- 60** Tablo 2.1 Temel Ekonomik Göstergeler (%)
- 72** Tablo 2.2 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının Hedefleri
- 74** Grafik 2.2 İthalatın ve GSMH'nin Büyüme Oranları

75	Grafik 2.3	Ekonomik Kategorilerine Göre İhracat Payları ve Reel Döviz Kuru (RER)
76	Grafik 2.4	Ekonomik Kategorilerine Göre İhracat Payları ve Reel Döviz Kuru (RER)
77	Tablo 2.3	Kategorilere Göre Dış Ticaret ve GSMH Büyüme Oranları %
81	Tablo 2.4	Önemli İhracatçı Sektörlerin İthalatı Karşılama Oranları ve İhracatlarının Büyümesi
106	Tablo 4.1	Gelişmekte Olan Ülkelerin Dış Finansman Gelişmeleri (Milyar Dolar)
108	Tablo 4.2	Türkiye'nin Sermaye Dengesi (Milyon Dolar)
113	Grafik 4.1	Sermaye Akımlarının Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri
115	Tablo 4.3	1987:1-2001:4 Dönemi İçin Özel Tüketim Harcamalarının Tahmini
117	Tablo 4.4	1993:3-2001:4 Dönemi İçin Özel Dayanıklı Tüketim Malı Harcamalarının Tahmini
119	Tablo 4.5	Granger Nedensellik Sınamaları
120	Grafik 4.2	Dürtüye Tepki Fonksiyonları
122	Grafik 4.3	Ticarete Konu Olan Sektörlerin Görelî Fiyat ve Yatırımları
125	Tablo 4.6	1987:1-2001:4 Dönemi İçin Hazine İç Borçlanma Faizleri Tahmini
146	Grafik 5.1	1994 Krizi Öncesi ve Sonrası Aylık Ekonomik Göstergeler
147	Grafik 5.2	1994 Krizi Öncesi ve Sonrası Aylık Ekonomik Göstergeler
147	Grafik 5.3	1994 Krizi Öncesi ve Sonrası Aylık Ekonomik Göstergeler
148	Grafik 5.4	1994 Krizi Öncesi ve Sonrası Aylık Ekonomik Göstergeler
149	Grafik 5.5	1994 Krizi Öncesi ve Sonrası Aylık Ekonomik Göstergeler

- 150 Grafik 5.6** 1994 Krizi Öncesi ve Sonrası
Aylık Ekonomik Göstergeler
- 151 Grafik 5.7** 1994 Krizi Öncesi ve Sonrası
Aylık Ekonomik Göstergeler
- 151 Grafik 5.8** 1994 Krizi Öncesi ve Sonrası
Aylık Ekonomik Göstergeler

İKİNCİ BÖLÜM

- 169 Grafik 6.1** Özel Sektör Yatırımlarının Sektörel Dağılımı
- 171 Tablo 6.1** Ticarete Konu Olmayan Sektörlerin
Görelî Fiyatları (1970=100)
- 184 Grafik 7.1** Özel Sektör Yatırım ve Tasarrufları:
1987:01-2003:03
- 186 Tablo 7.1** KPSS ve GDF Test İstatistikleri
- 187 Tablo 7.2** Eşbütünleşim Sınamaları
- 188 Tablo 7.3** VHD Tahmin Sonuçları
- 189 Tablo 7.4** VHD İkili Granger Nedensellik/
Blok Dışsallık Wald Sınamaları
- 191 Grafik 7.2** Bir Standart Sapmalı Şoklara Değişkenlerin
Vermiş Oldukları Tepkiler - Genelleştirilmiş
- 192 Tablo 7.5** INV/GNP, SAV/GNP ve GSMHB Varyans
Ayrıştırımları
- 200 Tablo 8.1** Özel İmalat Sanayiinde Yatırımlar, Büyüme ve
Gelir Dağılımı
- 202 Tablo 8.2** Büyüme Kalıbı Tanımları
- 204 Tablo 8.3** Özel İmalat Sanayiinde Büyüme ve
Bölüşüm Kalıpları
- 210 Tablo 8.4** Özel İmalat Sanayii İçin Tahmin Edilmiş
Yatırım Denklemi
- 218 Grafik 9.1** Türkiye’de Yabancı Tasarruf (SF), Özel Tüketim
(CP) ve Özel Yatırım (IP) (GSYİH’ya Oranlar)
- 219 Grafik 9.2** SF, CP ve IP İçin VQ Çizimleri
- 221 Tablo 9.1** Mevsimsel Birim Kök Sınaması

- 221** Tablo 9.2 Eşbütünleşim Sınaması
- 222** Tablo 9.3 VAB Hata Terimlerine Uygulanan Diagnostik Sınamalar
- 223** Tablo 9.4 VAB Hata Terimlerinin Korelasyon Matrisi
- 223** Tablo 9.5 Granger Nedensellik Sınamaları
- 224** Grafik 9.3 Dürtüye Tepki Fonksiyonları
- 225** Grafik 9.4 SF4'e Birikimli Tepkiler
- 232** Tablo 10.1 Ticarete Konu Olan ve Olmayan Sektörlerin Kârlılığı
- 233** Tablo 10.2 Özel Yatırım Oranları (TIP) ve Gelirin Ücretler ve Kârlar Arası Dağılımı (YKYL) (Dönem Ortalamaları)
- 234** Grafik 10.1 Özel Sektör Yatırımlarının Sektörel Dağılımı ve Gelirin Fonksiyonel Dağılımı

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

- 251** Grafik 11.1 İhracatın İthalatı Karşılama Oranı ve Reel Döviz Kuru
- 252** Grafik 11.2 İhracatın GSYİH İçindeki Payı
- 252** Grafik 11.3 İhracat, İthalat ve Faiz Ödemeleri
- 253** Grafik 11.4 Ödemeler Bilançosunun Kalemleri
- 254** Grafik 11.5 Sermaye Hareketlerinin Kalemleri
- 255** Grafik 11.6 Yatırım ve Tasarrufların GSYİH İçindeki Payları
- 257** Grafik 11.7 Merkezi Hükümet Harcamalarının Kalemleri
- 260** Grafik 11.8 Kamu Borçları
- 261** Grafik 11.9 Kamu Açığının Finansmanı
- 262** Grafik 11.10 Dış Borç Göstergeleri
- 263** Grafik 11.11 Kısa Dönemli Borçların Uluslararası Rezervlere Oranı
- 264** Grafik 11.12 Büyüme ve Reel Faiz Oranı
- 269** Tablo 12.1 Güney Kore ve Türkiye Ekonomik Verilerinin Karşılaştırılması
- 277** Tablo 13.1 Meksika Temel Ekonomik Göstergeler

278	Tablo 13.2	Türkiye Temel Ekonomik Göstergeler
280	Tablo 13.3	Granger Nedensellik Sınamaları
281	Tablo 13.4	Kamu Kesimi Borçlanma Gereği Finansmanı
281	Tablo 13.5	Konsolide Bütçe Harcamaları (Yüzde Paylar)
288	Tablo 14.1	Yatırım Mallarının Görelî Fiyatları (GDIdeflatörü/GSYİHdeflatörü) ve Yatırım Oranları (GDI/GSYİH)
290	Tablo 14.2	Ticarete Konu Olmayan Sektörlerin Görelî Fiyatları (1970=100)
291	Tablo 14.3	Ticarete Konu Olmayan Sektörlerin Görelî Fiyatları ve Sabit Sermaye Oluşumu
295	Tablo 14.4	İmalat Sanayii Yatırımları (1) ve Faiz Kazançları (2)
299	Tablo 14.5	Ücret/Katma Değer (W/VA) ve Yatırım Oranları/GSYİH Oranları (GDI/GSYİH)
305	Tablo 15.1	Tasarruf-Yatırım Dengesi ve Yurt Dışına Kaynak Transferi
308	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 Değişimleri
NOT	: Net Resmi Transferler
CA	: Cari Açık

İkinci Baskıya Önsöz

Bu kitapta bulunan makaleler 90'lı yıllar boyunca Türkiye ekonomisinde ortaya çıkan ekonomik yapı ve dengesizlikleri ve 1994 ile 2001 yılında yaşanan krizlerin oluşumu ve nedenlerini ele alıyor. Bu makalelerde yaşanan dengesizlikler ve krizler birikim ve bölüşüm üzerindeki etkileri açısından inceleniyor.

Kitabın ders kitabı olarak kullanılmaya başlanması, beni ikinci baskıya Türkiye ekonomisinin 2004 yılını inceleyen bir makale eklemem konusunda teşvik etti. Türkiye ekonomisinin 2004 yılında yaşadığı gelişmelerden iki tanesi iktisatçılar arasında tartışma yarattı. Bunlardan birisi cari açıkların büyümesi, ikincisi ise özel sektör imalat sanayi yatırımlarının artması. Genel olarak, bunlardan birincisi ekonomik kriz göstergesi, ikincisi ise bir yapısal değişim yaşandığının göstergesi olarak algılanmaktadır. Her ikisini de, kitabın ikinci baskısına eklediğim makalede inceleyerek, sürdürülebilirlikleri açısından ele alıyorum.

Birinci baskının piyasada kaldığı süre içinde bana eleştirilerini ve önerilerini ileten meslektaş, okur ve öğrencilerime teşekkür ederim. Diğer yandan, 2004 yılı ile ilgili yaptığım incelemenin orijinal veri, tablo ve grafiklerine www.nurhanyenturk.net adresinden ulaşılabilir.

Uzun yıllardır Türkiye ekonomisi dersi veriyorum. Bu süre içinde oluşan bilgi ve birikimi, genç meslektaşım Özgür Kayalica'nın katkısı ile Türkiye ekonomisinin güncel-yapısal incelemesini yapan 14 derslik bilgisayar sunumu haline getirdik. Türkiye ekonomisi dersi veren meslektaşlarım bu sunumlara aynı adresten ulaşabilirler.

NURHAN YENTÜRK

Haziran 2005

Birinci Baskıya 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 Çimenoglu'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

GİRİŞ

Türkiye Ekonomisi ve Kriz Geleneği

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. Kitabın bu ikinci baskısında ayrıca 2004 yılı ekonomik gelişmeleri de yer almakta ve özellikle yaşanan büyük cari açıkların neden olduğu dengesizlik ve olası sonuçları ele alınmaktadır.

1990'lı yıllar ele alındığında siyasi, ekonomik ve kültürel alanlar-

da yaşanan en keskin olgunun küreselleşme olduğunu söyleyebiliriz. Küreselleşmenin ekonomi alanındaki etkileri olarak ülkelerarası mal ticaretine 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, küreselleşmenin 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 küreselleşme, 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 küreselleşmenin 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, küresel güçlü bir rantıye 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 kırılğan 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 küreselleşmeyi, özellik-

le uluslararası finansal mobilitayı dikkate almalıdır ve uygulanmaya çalışılan iktisat 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, küreselleşmeyi bir realite olarak kabul etmekle beraber, küreselleşmenin ekonomik/finansal boyutunun birikim ve bölüşüm üzerinde olumsuz etkiler yarattığına inanan birçok iktisatçıdan biriyim. Yarattığı sonuçlara bakılınca küreselleşmenin 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

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.

Yaptıkları çalışmalarla, üretim-birikim olanaklarını artırmaya, bunun yanı sıra mutlaka dengeli bölüşümü sağlamaya yönelik politikaları ön plana çıkaran ve küreselleşmenin ekonomi üzerindeki olumsuz etkileri konusunda görüş birliğinde olan iktisatçılar arasında birçok görüş farklılığı da mevcuttur.² Ekonomi alanında ortaya çıkan bu konular şu sorular ile somutlaştırılabilir: 1990'lı yıllarla beraber ortaya çıkan eşitsizlik, rantıye ve spekülâtif 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 beklenmesi mi gerekmektedir yoksa yerli hükümetlerin bu sorunlar karşısında iyi tasarlanmış ve etkin politikalar uygulamaları mümkün müdür? Küreselleşmenin 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 giriş yazısında, 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 iki 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.

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

IMF YAPISAL UYUM POLİTİKALARI VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER

IMF Politikalarının Dayanakları

IMF'nin yapısal uyum politikaları, neo-klasik ekonomik modellerden türetilmiş politikalara gelişmekte olan ülkelerin değişik sosyoekonomik yapılarının yüzeysel olarak iliştilmesi üzerine kuruludur. Özellikle finansal serbestleşme ile ilgili, IMF'nin gelişmekte olan ülkelere yaptığı önerilerin neo-klasik temellerine bakarsak şu önermeleri ön planda görebiliriz:

- Uluslararası sermaye piyasaları, küresel tasarrufları, nerede olursa olsun en üretken yerlerde değerlendirir, bunun için belirsizlikleri azaltacak bilgiyi sağlar. Dolayısıyla finansal piyasalar etkin çalışır, tasarruflar küresel ölçekte dağılır ve faiz oranları ile yatırımların getiri oranları eşitlenir. Finansal piyasalar finansal araçları artırır, kredi maliyetlerini düşürerek yatırım 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 kamu istihdamının ve personel harcamalarının düşürülmemesi ve kamuya dayalı sosyal güvenlik sistemine kaynak aktarılması özel tasarrufları, dolayısıyla yatırımları ve büyümeyi azaltıcı etki yapar.

- Ücretlerin düşürülmesinin bir diğer gereği de yüksek olduğu iddia edilen 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 ücretlerin 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 yanı sıra, 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 ve 10), para kurulu benzeri uygulamalar ile istikrar kazanma çabalarının her zaman mümkün olmadığı (makale 2 ve 3) Türkiye için ortaya konmaktadır.

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, portföy yatırımı ya da kısa dönemli sermaye-de yoğunlaşmasıdır.³ Bu değişim birçok gelişmekte olan ülkenin göstergelerine çok net olarak yansımaktadır.

Sermaye girişlerindeki bu artışların gelişmekte olan ekonomiler üzerinde çeşitli etkileri bulunmaktadır.⁴ Sermaye girişlerinin rezerv birikimi ve sermaye kaçıışı 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 düşürmüştü ve imalat sanayii üretiminde bir daralmayla sonuçlanmıştır.⁵ Faiz oranlarının ve kamu açığının yükselmesi ortaya çıkan diğer olumsuzluklardandır. Gelişmekte olan ülkelerin dünya ekonomisi ile eklemlenmelerinde ortaya çıkan en önemli sonuç dış borçlarındaki aşırı artıştır. 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.

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.

Özetle, uluslararası rekabet gücünde bir daralma ve sanayilerin- de 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 yatırım 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 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.⁶

Diğer yandan, gelişmekte olan ülkelerin spekülâtif sermaye girişlerinden etkilenme düzeyleri, uygulanan ulusal politikalara göre farklılık göstermektedir. Sermaye girişleri karşısında pasif politikalar uygulayan ülkelerde yerli paranın daha çok değerlendirildiği, bu ülkelerde cari açığın daha çok büyüdüğü söylenebilir. Ayrıca politikacıların kısa dönemli sermaye girişlerine ve kısa dönemli borçlanmaya güvenip cari harcamaları artırdığı ülkelerde, kısa dönemli sermaye girişleri ve spekülâtif sermayeye bağımlılık daha da yükselmektedir.

Spekülâtif sermaye girişlerinin hızla gelişmekte olan ülkelere yöneldiği yıllarda, tüketim patlamasını daha da körükleyecek olan kamunun cari ve transfer harcamalarında artış, bankacılık ve finans sektöründe kuralızsızlık ve denetimsizlik, faiz gelirlerinin vergilendirilmesi 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.

Türkiye ekonomisinde uygulanan bu kısa erimli, gelirinden çok harcama politikaları, zaten neo-klasik temelli IMF uygulamaları ile pekişen dengesizliklerin iyice güçlenmesine neden oldu. Uygulanan politikalar sonucu artan 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 azal-

6 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.

tılabilmesi için ihracat artırılacak, bunun için uluslararası rekabet gücüne erişilene kadar ucuz işgücüne dayanılacak.

Bu politikaların alternatifleri nelerdir? Kitapta, 1990'lı yıllarda uygulanan politikaların ekonomide yarattığı dengesizlikler ve krizler üzerindeki etkileri incelenirken, her makalede, ele alınan konunun çerçevesine bağlı olarak alternatif politika önerileri ortaya atılmaktadır.

ALTERNATİF POLİTİKA ÖNERİLERİ

Kısa dönemli sermayenin sınırlaraşırı dolanımının çok artması, spekülative 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 spekülative atakların ortaya çıkmasını engellemek olmalıdır. Diğer yandan bu reformların amacı küresel sermaye piyasasının daha yakından izlenmesi, düzenlenmesi ve kontrolü işlevlerini yüklenebilecek kurumların yaratılması olmalıdır.

Aşırı atakları, arbitraj işlemlerini, döviz spekülasyonunu ve aşırı risk alan işlemleri kanallı 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.

Yaşanan bunca krize ve ekonomik çalkantıya rağmen, uluslararası düzeyde reformların yapılması, dünya siyasi arenasındaki gelişmelerle çok ilgilidir. Fakat küreselleşmenin 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 al-

ında tanıtılmaktadır: Birinci başlıkta krizin ortaya çıkış nedenleri ve buna karşı başvurulabilecek politikalara, ikinci başlıkta finansal küreselleşmenin yatırımlar üzerindeki olumsuz etkileri ve buna karşı başvurulması gereken politikalara ve üçüncü başlıkta ülke örneklerinden ve karşılaştırmalarından çıkarsanabilecek dersler ve politikalara giriş yapılmaktadır.

Krize Kilitlenmek: Türkiye Ekonomisinin Çeyrek Yüzyıllık Yolculuğu

Birinci makalede, 2004 ekonomik durumu ile ilgili önemli iki tartışmaya ışık tutulmaya çalışılmaktadır. Bunlardan birincisi, yaşanan cari açığın krizin habercisi olarak kabul edilip edilmeyeceğidir. Kitabın bu makalesinde, cari açığın GSMH'ya oranının % 5 olmasının tek başına bir krizin habercisi olarak kabul edilmeyip, bu açığın nasıl finanse edildiğinin incelenmesi gerektiği yaklaşımı kabul edilmektedir. Türkiye'de ekonominin 2004 yılında karşı karşıya olduğu cari açığın dış borç yaratan sermaye girişler ile finanse edildiği kitabın birincisi makalesinde gösterilmektedir. Benzeri gelişmekte olan ülkelerde de görüldüğü gibi, bu olgu cari açıkların sürdürülebilirliğini sarsmaktadır. Diğer yandan, cari açığa etki eden yapısal faktörlerin ne olduğu incelemeye son yıllarda sağlanan büyük ihracat artışına rağmen cari açığın artmasında en önemli etkenin ihracatın ithalata bağımlılığı olduğunu öne atılmakta ve son yayımlanan 1998 girdi-çıkıtlı tablolarına dayalı bir analiz ile bu konuya açıklık getirilmektedir. Elde edilen sonuçlara göre, son yıllarda ihracatı en hızlı artan yatırım malı sektörlerinin ithalata bağımlılığı çok yüksektir ve gittikçe yükselmektedir. Cari fazla vermek, özellikle ithalatı azaltmak için TL'nin değer kaybetmesi gerektiği ekonomideki dengeleri hep bıçak sırtında tutmaktadır. Birinci makalede cevap verilmeye çalışılan ikinci önemli güncel tartışma, Türkiye ekonomisinde 25 yıldan beri ilk kez özel sektör imalat sanayi yatırımlarının GSMH'ya oranının % 6'nın üzerinde gerçekleşmesinde etkili olan faktörlerin neler olduğu ve bu gelişmenin sürdürülüp sürdürülemeyeceğidir. Elde edilen sonuca göre sabit sermaye yatırımlarının

2004 yılında yakalamış olduğu ivmenin sürdürülebilir olup olmadığına cevabı ise yine dış kaynak bulunabilirliği noktasında tıkanmaktadır, çünkü özel sektör imalat sanayiinin yatırımlarını sürdürebilmesi için özel sektör tasarruflarının özel sektör yatırımlarına yönlendirilebilmesi gerekliliği, kamunun açığını ve tasarruf-yatırım farkını kapamak için sürekli dış kaynak bulabilmesini gerektirmektedir. Özel sektörün kaynak bulunabilirliği yanı sıra yatırımlarını kârlı kılan olumlu konjontürün bağlı olduğu iki temel faktör vardır. Makalenin bulgularına göre bunlar verimlilik artışına rağmen düşük ücret ve girdi maliyetlerini ucuzlatan değerli TL'dir. Makalede bu iki faktörün de kalıcı olduklarının sorgulanabileceği sonucuna ulaşılmaktadır.

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 sektörlerle 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 değerlendirilmesi

ve tüketim patlaması gelmektedir; bu nedenle bu tür politikalara başvurulmadan ülkedeki görece fiyatları dengeleyici düzeltici devalüasyonlar yapılması gereklidir. Ayrıca, tümüyle dış kaynak girişine dayanan ve parasal tabandaki artışın net dış varlık girişine dayandırıldığı istikrar programlarında spekülative 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 spekülative 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 spekülative 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 spekülative sermaye ile mücadele politikaları konusundaki öneriler bu konuda yer almaktadır. Bunlar, temel olarak uluslararası finans sisteminin yeniden düzenlenmesi ve spekülative sermaye hareketlerinden vergi alınması konularında yoğunlaşmaktadır. Modelde yüksek tüketim, yüksek faiz ve değerli döviz kurunun ekonomiyi kısaca aldığı gösterilmeye çalışılarak, bunların ekonomi üzerinde olumsuz etki yaratmadan önce spekülative 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 spe-

külatif 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 popüleritelerini 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, popülerite artırma politikalarının içerdği 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.

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 görece yatırımlarında bir artışa neden olduğunu göstermektedir. Ayrıca altıncı makalede, Türkiye'nin yıllardır karşılaşmakta olduğu dış ticaret açığı sorununun uzun dönemli tek çözümünün yapısal rekabet gücünü artıracı şekilde dışa açık sektörlerin yatırım oranlarını yükseltmekten geçtiği belirtilmektedir.

Hangi tür politikalarla yatırımlar için gerekli kaynaklar artırılabilir sorusuna neo-klasik 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 güçlendirmede; yabancı sermaye girişlerinin yatırımlar için kullanılabilir bir kaynak oluşturmadığı öne sürülmektedir. Kitabın sözkonusu makalelerinde, ortaya çıkan bulgular ışığında ne tür politikalar ile yatırımların artırılabilceği 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 tasarrufların artırılmasında büyüme politikalarının önemini ön plana çıkarmakta ve uygulanan kemer sıkma politikalarının temel önermelerini tartışmaya açmaktadır. Bu nedenle, özel tasarrufları artırmanın gerek insan sermayesi, teknolojik yenilik ve fikirlere dayalı büyüme politikalarından, gerekse fiziksel yatırımları artırmaya yönelik politikalardan geçtiği söylenmektedir.

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 artırma 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 arttırmakta 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 spe-

külatif 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.

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 ihracatın 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 aldı-

ğı 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.

Neo-klasik 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, görelî 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 sektörlerle yönelik yatırımları azaltmakta ve bu sektörleri teşvik politikaları yeniden gündeme gelmektedir. Ücretlerin düşürülmesi ise, ticarete konu olan sektörlerle 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.



BİRİNCİ BÖLÜM

Krize Kilitlenmek:
Türkiye Ekonomisinin
Çeyrek Yüzyıllık Yolculuğu

2004 Yılı Türkiye Ekonomisi: Başarı mı, Tehlike Çanları mı?

1.A. GİRİŞ

Türkiye ekonomisine ilişkin 2004 yılı verileri açıklandı. Bu veriler 9.9'luk bir ekonomik büyüme, GSMH'ya oranı % 5'i geçen bir cari açık, % 10 civarında bir enflasyon, kamu açığının GSMH'ya oranının % 7'ye inmesi gibi ilk bakışta farklı yorumlara yol açabilecek bir resim çiziyor. Ekonomide var olan dengesizliklerin nasıl değiştiği, sürmekte olan dengesizliklerin krize yol açma olasılıklarının ne olduğu iktisatçılar arasında tartışılıyor.

2004 ekonomik göstergeleri ile ilgili iki önemli tartışma ön plana çıkmaktadır. Birincisi büyüyen cari açık ile ilgilidir: Yüksek cari açık oranı krizin habercisi midir? Kitabın bu ilk makalesinde öncelikle bu güncel konuya açıklık kazandırılmaya çalışılacaktır. Bu makalede, tek başına cari açığın ne kadar olduğundan çok, bu açığın nasıl finanse edildiğinin ekonomik dengesizlik ile bağlantırlanabilecek bir yaklaşım olarak kabul edilmektedir. Diğer yandan, cari açığa etki eden yapısal faktörlerin ne olduğu incelenerek, son yıllarda sağlanan büyük ihracat artışına rağmen cari açığın artmasında en önemli etkenin ihracatın ithalata bağımlılığı olduğu öne atılmakta ve son yayımlanan

1998 girdi-çıkıtı tablolarına dayalı bir analiz ile bu bağımlılığın boyutu hesaplanmaktadır.

2004 ekonomik gelişmeleri ile ilgili ikinci önemli tartışma, 25 yıldan beri ilk kez özel sektör imalat sanayi yatırımlarının GSMH'ya oranının % 6'nın üzerinde gerçekleşmesinde etkili olan faktörlerin neler olduğu ve bu gelişmenin sürdürülüp sürdürüleemeyeceğidir. Bu makalede özel sektörün yatırımlar için kullandığı kaynağın incelenmesi ve yatırımların karlılığını etkileyen faktörlerin ele alınması ile bu soruya cevap aranmaktadır.

1.B. 2004 YILINDA DIŞ DENGİ

a) Cari Açık

Cari açık milli gelir muhasebe sisteminde yurtiçinde gerçekleşen tasarruf-yatırım açığını temsil eder. Açık vermesi dışarıdan kaynak kullanılması anlamına gelir. Ödemeler bilançosunun cari işlemler dengesi mal ticareti dengesi, hizmetler dengesi, yatırım geliri dengesi ve cari transferlerden oluşmaktadır. Bu bölümde cari işlemler açığının gelişimi, açığın nereden kaynaklandığı, cari açığın hangi kaynak ile finanse edildiği ele alınacaktır.¹

Tablo 1.1 ve **Grafik 1.1**'den de izlenebileceği gibi, 1987 yılına kadar sürekli olarak bir cari işlemler açığı vardır. 1988 ve 1989 yılındaki cari işlemler fazlasını, hemen bir sonraki yıl 2.6 milyar dolarlık bir açık izlemiştir. 1990 yılından sonra da cari işlemler dengesi açısından oldukça istikrarsız bir gelişmeden söz edilebilir. 1991 yılında ortaya çıkan küçük bir fazla dışında 1992 ve 1993 yıllarında cari açıklar hızla büyüyerek 1993 yılında 6 milyar dolar gibi dönemi için rekor bir açığa erişmiştir. 1994 yılında yaşanan ekonomik krize ve devalüasyona bağlı olarak bir cari fazla ortaya çıkmıştır. Görüldüğü gibi, 1994-2001 krizi arasında 1998 yılı hariç cari açık verilmektedir. Örneğin cari açık 2000 yılında 10 milyar dolara yaklaşmıştır. Krizden sonraki 2002 ve

1 Cari açık tartışmaları için bkz. Uygur, 2004; Corsetti vd., 2001; Ferretti ve Razin, 1996; Stiglitz, 2003.

TABLO 1.1
Ödemeler Bilançosu (Milyon Dolar) 1984-2004

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
İhracat FOB	7134	7959	7457	10190	11662	11625	12959	13593	14715	15345	18106	21636	32067	32110	30662	28842	30721	34373	40124	51206	66896
İthalat FOB	10044	10935	10475	13396	13475	15815	22407	20883	22791	29426	22273	34788	42331	47158	44714	39027	52680	38106	47407	65216	90726
Cari işlemler hesabı	-1439	-1013	-1465	-806	1596	938	-2625	250	-974	-6433	2631	-2339	-2437	-2638	1984	-1344	-9819	3390	-1522	-8037	-15451
Net hata noksan	469	-837	-118	-506	515	971	-468	948	-1190	-2162	1832	2432	1499	-987	-697	1721	-2762	-1671	149	5043	2982
Finansman ihtiyacı	-970	-1850	-1583	-1312	2111	1909	-3093	1198	-2164	-8595	4463	93	-938	-3625	1287	377	-12581	1719	-1373	-2994	-12469
Toplam finansman	970	1850	1583	1312	-2111	-1932	3093	-1198	2164	8595	-4463	-93	938	3625	-1287	-377	12581	-1719	1373	2994	12469
Doğrudan yatırımlar	113	99	125	106	354	663	700	783	779	622	559	772	612	554	573	138	112	2769	863	1195	1711
Portföy yatırımları	0	0	146	282	1178	1386	547	623	2411	3917	1158	237	570	1634	-6711	3429	1022	-4515	-593	2569	8070
Diğer yatırımlar	920	1391	1475	1060	-2922	-1509	2742	-3803	458	4364	-5634	3903	4301	4753	5067	1782	11801	-2667	7256	3277	3512
Uluslar Para Fonu kredileri	-42	-251	-378	-443	-432	-240	-48	0	0	0	340	347	0	-28	-231	520	3351	10230	6365	-50	-3518
Uzun vadeli yatırımlar	1614	163	1041	1453	-209	-685	-210	-783	-938	1370	-784	-79	1636	4788	3985	344	4276	-1131	2170	-956	6121
Kısa vadeli yatırımlar	-652	1479	812	50	-2281	-584	3000	-3020	1396	2994	-5190	3635	2665	-7	1313	918	4174	-11766	-1279	4283	909
Rezerv varlıklar	-63	360	-163	-136	-721	-2472	-896	1199	-1484	-308	-546	-5005	-4545	-3316	-216	-5726	-354	2694	-6153	-4047	-824
Ödemeler bilançosu	0	0	0	0	0	-23	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

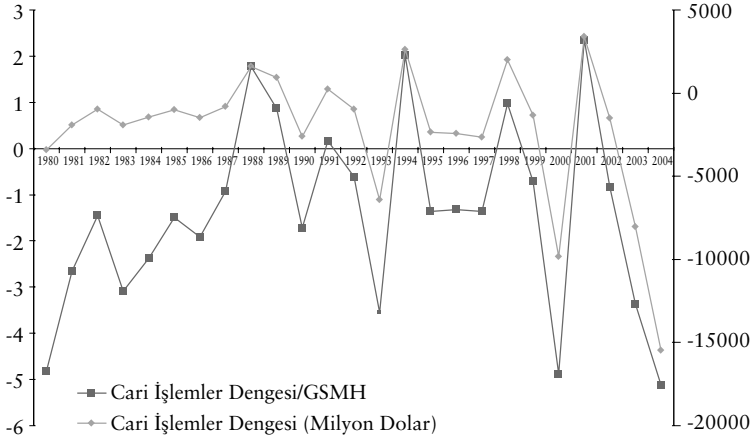
Kaynak: www.tcmb.gov.tr

2003 yılları da cari açığın hızla arttığı yıllardır. 2003 yılı cari açık miktarı 8 milyar dolardır. 2004 yılında ise 15 milyar doları aşmıştır.

Cari açık bir ekonominin kazandığından daha çok döviz harca-yabildiği anlamına gelmektedir. Bunun anlamı dış borçlanmanın artmasıdır. Bu borçlanmanın geri ödenebilmesi, borç almanın devam edebilmesi için önkoşul sayılabilir. Sürekli dış kaynak kullanımı bu nedenle gelişmekte olan ülkeler için sık rastlanan bir olgu değildir. Belirli bir dönem dış kaynak kullanımını daha sonra dışarıya kaynak transferi dönemi izlemektedir. Türkiye’de de bu olgu 1989 dış finansal serbestlik dönemi ile birlikte kendini göstermektedir (**Grafik 1.1**). 1990 yılından itibaren 2 ya da 3’er yıl süren cari açıkları, bir cari fazla verme dönemi izlemektedir. Cari fazla verilebilen dönemlere bakıldığında, bunların genellikle yüksek devalüasyonlarla sonuçlanan kriz dönemleri olduğu görülmektedir. Cari fazla verebilmek için yüksek devalüasyonların yaşanması ihtiyacı, cari açığın dış ticaret açığı ile yakından ilgili olduğunu göstermektedir. Bu ilişki aşağıda etraflı olarak incelenecektir.

Cari açıkta ortaya çıkan devresel gelişmeler Türkiye benzeri ge-

GRAFİK 1.1
Türkiye’nin Cari İşlemler Dengesi

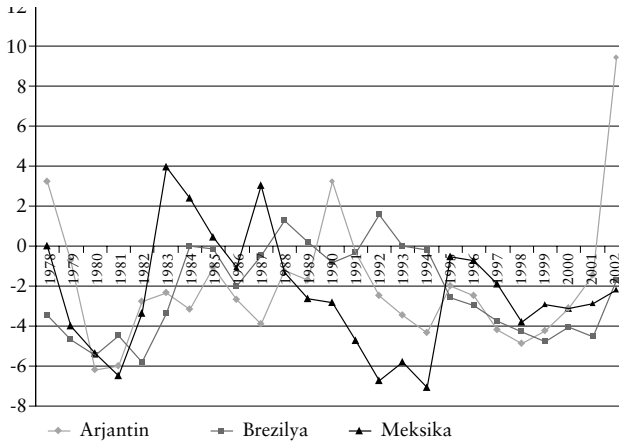


Kaynak: www.tcmb.gov.tr

lişmekte olan ülkelerde de kendini göstermektedir. **Grafik 1.2** ve **1.3** sırasıyla Latin Amerika ve Güney Doğu Asya ülkeleri için cari açığın devresel sürecini göstermektedir.

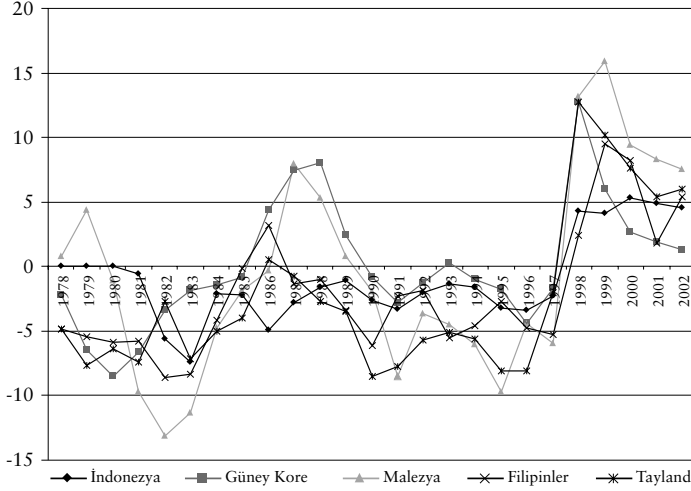
Cari açığı hangi kalemlerin nasıl etkilediğinin incelenmesi önemlidir. Cari işlemler hesabında dört temel kalem bulunmaktadır. Bunlardan birincisi dış ticaret dengesi, ikincisi hizmetler dengesi, üçüncüsü yatırım geliri dengesi, dördüncüsü ise cari transferlerdir. Dış ticaret dengesinde en önemli unsur ihracat ve ithalat kalemlerini içeren mal ticaretidir. Hizmetler dengesi kalemi taşımacılık, turizm, inşaat hizmetleri, finansal hizmetler ve diğer hizmetlerin gelir ve gider kalemlerini içermektedir. Yatırım geliri dengesi doğrudan yatırımların, portföy yatırımlarının ve diğer yatırımların gelir ve giderlerini içermektedir. Doğrudan yatırım geliri dengesi yabancı sermaye yatırımları sonucu oluşan net kar transferini göstermektedir. Portföy yatırımları yabancıların satın almış oldukları hisse senetleri ve devlet iç borçlanma senetlerine ait temettü ve faiz ödemelerini içeren portföy yatırımı gider ve gelirlerini göstermektedir. Diğer yatırımlar sonucu elde edilen faiz gelir ya da giderleri diğer ya-

GRAFİK 1.2
Seçilmiş Latin Amerika Ülkelerinde Cari İşlemler Dengesi / GSYİH



Kaynak: Dünya Bankası, World Tables, 2004.

GRAFİK 1.3
Seçilmiş Güney Doğu Asya Ülkelerinde Cari İşlemler Dengesi / GSYİH



Kaynak: Dünya Bankası, World Tables, 2004.

tırım gelirleri kalemini oluşturmaktadır. Cari transferler esas olarak işçi gelirlerini kapsamaktadır. 2003 yılından sonra işçilerin yurtiçinde yaptıkları harcamalar turizm gelirleri olarak tasnif edilmektedir.

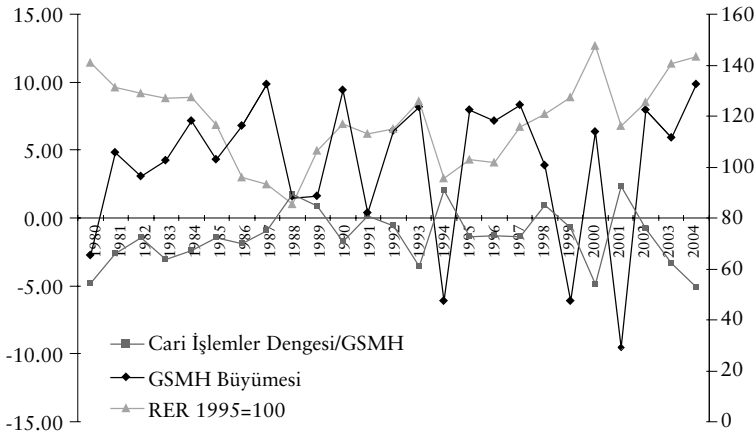
Cari dengenin bu kalemlerinden hizmetler dengesi ve cari transfer pozitif değer alırken dış ticaret dengesi ve yatırım gelirleri dengesi negatif değer almaktadır. Cari işlem dengesi içinde en büyük açık veren kalem, aşağıda etraflı olarak incenecek olan, dış ticaret açığıdır. Türkiye'nin yatırım geliri kaleminde 2000 yılından itibaren yıllık 5 milyar dolar civarında açık ortaya çıkmaktadır. Bu kalem, artan dış borç faiz ödemeleri nedeniyle, cari açık içerisinde dış ticaret açığının yanısıra dikkate alınması gereken bir düzeye ulaşmaya başlamıştır. Yatırım geliri dengesi kaleminde oluşan negatif değerın önemli kısmı net faiz ödemelerinin sonucudur. Faiz giderlerinin esas kısmı uzun dönemli borçların faiz giderleridir. Kısa dönemli faiz giderleri 1999-2001 arası artış göstermiştir. 1999 yılından başlayarak özel kesimin faiz ödeme-

lerinde önemli bir sıçrama görülmektedir. Hükümet tarafından yapılan faiz ödemeleri ise en yüksek ödemelerdir. Ancak son yıllarda Merkez Bankası'nın ödediği faiz miktarındaki artış da dikkat çekmektedir (TCMB, Ödemeler Bilançosu İstatistikleri, 2004).

Hizmetler dengesi ile birlikte fazla veren cari işlemler hesabının son kalemi cari transferlerdir. Cari transferlerin en önemli kalemi ise işçi gelirleridir. İşçi dövizlerinin geliş kur ayarlamalarına ve diğer kullanım olanaklarına göre belirlenmektedir. 2001 ve 2002 yıllarında işçi gelirlerinde azalma göze çarpmaktadır. 2003 yılından sonra işçilerin yurtiçinde yaptıkları harcamaların turizm gelirleri olarak tasnif edilmesiyle birlikte bu azalış daha da dikkat çekici hale gelmiştir (TCMB, Ödemeler Bilançosu İstatistikleri, 2004).

Cari işlemler açığı, büyüme sürecinin en önemli unsuru haline gelmiştir. Dış kaynak giriş ve çıkışı ekonominin makroekonomik gelişmesini belirlemektedir. Cari açığın bu etkisi çok dikkate değer bir gelişmedir. Türkiye'de cari işlemler açığı ile GSMH büyümesi arasında ters yönlü ilişki bulunmaktadır (Grafik 1.4).

GRAFİK 1.4
Cari Açık, GSMH Büyümesi ve Reel Döviz Kuru İndeksi



Kaynak: www.tcmb.gov.tr

Dışarıdan kaynak kullanılabildiği ölçüde büyüme mümkün olabilmekte, dışarıya kaynak transferi yapıldığında ise ekonomi krize girmektedir. Bu olgu Türkiye'nin büyümek için dış kaynak girişine bağlı olduğunu göstermektedir. İthalat büyüme için en temel girdidir. Cari açık-büyüme ilişkisinde kilit fiyat dövizin fiyatıdır. **Grafik 1.4**'te reel döviz kuru (RER), cari işlemler dengesi ve büyüme bir arada görülmektedir. TCMB tarafından üretilen reel döviz kurunun aşağı hareketi devalüasyonu göstermektedir. Devalüasyon yılları cari fazla verilebilen yıllardır. Bu anlamda devresel hareketlerin dışa kaynak transfer edilmesi gereği ile sonuçlanan yılları için yerli paranın değer kaybettiği gerekli olmaktadır.

b) Cari Açığın Finansmanı

Cari işlemler açığının ekonomide kriz yaşanan yılların hemen öncesinde çok güçlü olarak ortaya çıkması, 2003-2004 yıllarında yaşanan büyük cari açığın ekonomide olumsuz beklentilerin artmasında etkisi olmuştur. Cari açığın tek başına krizlerin belirleyicisi olamayacağı kabul görmekle beraber önemli bir dengesizlik unsuru olduğu söylenebilir. Özellikle dış borç geri ödemesinin Türkiye gibi ağır olduğu ülkelerde yüksek ve birkaç sene süren cari açıklar olası bir devalüasyon ve kriz habercisi olabilmektedir. Ancak burada cari açığın büyüklüğü kadar bunun hangi kaynak ile finanse edildiği önemli bir inceleme konusudur. Açığın finansman şekli aynı zamanda 2003 ve 2004 yıllarında yaşanan büyümenin kaynağını da gösterecektir.

Eğer cari açık borç yaratmayan dış kaynaklarla finanse ediliyorsa bunun sürdürülebilir olduğu söylenebilir. Ancak Türkiye gibi yüksek borçlu bir ülkede, açık dış borç yaratan kalemlerle finanse ediliyorsa ve özellikle bu kalemler kısa dönemli borçlanma üzerinde yoğunlaşıyorsa, cari açığın sürdürülebilir olduğunu söylemek mümkün olmaz. Cari açığın sürdürülebilirliği yüksek dış borcu olan ülkelerde çok önemlidir, çünkü dış borçlanmanın sürdürülebilirliği ile aynı anlamda kullanılabilir. Özellikle dış borcu yüksek, reel faiz oranı yüksek ve dış borç yaratmayan finansman kaynağı düşük, ihracatının ithala-

ta bağımlılığı yüksek, bankacılık sektörü kırılgan olan ülkelerde bu çok önemlidir.

Cari işlemler açığının net hata ve noksan ile karşılanan kısmı çıkarıldığında kalan bölümü toplam finansman ihtiyacını vermektedir. Net hata ve noksan kaynağı belli olmayan sermaye girişi ve çıkışlarını göstermektedir. **Tablo 1.1'**de en dikkat çekici güncel gelişme 2003 yılında 5 milyar dolarlık, 2004 yılında 3 milyar dolarlık kaynağı belirsiz bir sermaye girişinin açığı finanse ettiğidir. Örneğin 2003 yılındaki toplam 8 milyar dolar açığın 5 milyar dolarlık kısmı kaynağı bilinmeyen sermaye girişi ile finanse edilmektedir.

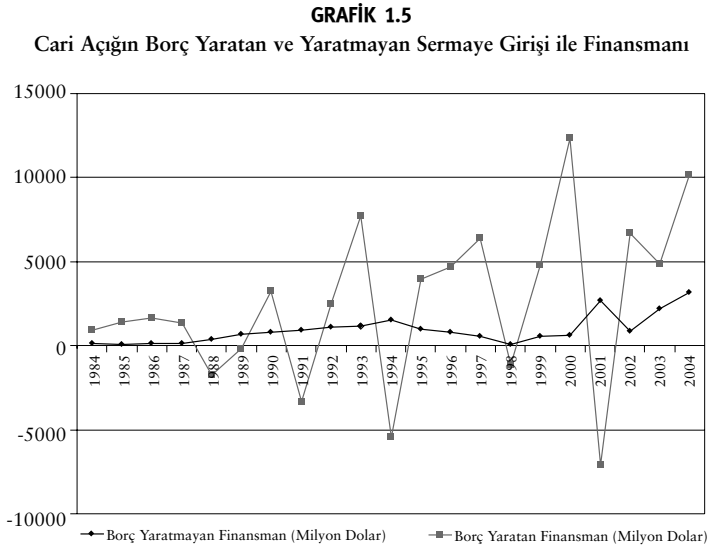
Ödemeler bilançosu tanım gereği sıfıra eşit olmalıdır. Cari açık durumunda, açığın çeşitli sermaye girişi ile finanse edilmesi ile ödemeler bilançosu denkliliğine ulaşılır. Cari açığın sermaye girişi ile finanse edilemeyen kısmı rezerv değişimleriyle karşılanır. Sermaye girişi üç sermaye alt kaleminin toplamıdır. Bu alt kalemler aşağıda inceleneceği gibi, doğrudan yatırım, portföy yatırımları ve diğer yatırımlardır. Rezerv hareketleri cari işlemler ve sermaye girişlerinin toplamlarını eşitlendirme işlevi gören kalemdir. Ödemeler dengesi sonucu, ülkelerin resmi rezervleri artar ya da eksilir. Resmi rezervlerle ilgili verilerin tablolarda artı değer alması ülkeden kaynak çıkışını, eksi değer alması da kaynak girişini gösterir (tüm öbür kalemler için durum tersinedir).

Net hata ve noksan ile karşılanmayan cari açık toplam finansman ihtiyacını vermektedir. Toplam finansman doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar olarak sınıflandırılan kalemler tarafından finanse edilmektedir. Portföy yatırımları hisse senetlerini ve Merkez Bankası, Hükümet, bankalar ve diğer sektörlerin borç senetlerini kapsar. Bunlar hisse senetleri ve borç senetleri olarak iki kalem altında toplanabilir. Hisse senetleri borç yaratmayan finansman olarak kabul edilebilir. Ancak yine de unutulmamalıdır ki hisse senedi alımları için yurt içine giren sermaye de hızla geri çekilebilir ve yerli paranın değer kaybetmesinin nedeni olabilir. Diğer yatırımlar Merkez Bankası, Hükümet, bankalar ve diğer sektörlerin kredilerini kapsar. Bunlar 3

kalem altında toplanabilir: Uluslararası Para Fonu kredileri, uzun vadeli yatırımlar, kısa vadeli yatırımlar.

Toplam finansmanın bu alt kalemleri borç yaratan ve borç yaratmayan kalemler olarak ikiye ayrılabilir. Doğrudan yatırımları ve portföy yatırımlarının hisse senedinden oluşan kısımları dış borç yaratmayan finansman olarak kabul edilebilir. Portföy yatırımlarının borç senetleri ve diğer yatırımlar olarak anılan sermaye girişler ise borç yaratan sermaye girişleridir.

Grafik 1.5'ten, 1998 yılından itibaren borç yaratan sermaye girişlerine dayalı finansmanın ağırlık kazandığı görülebilir (2001 hariç). 2002 yılında cari açık 1.5 milyar dolar iken 6.5 milyar dolar borç yaratan finansman kullanılmıştır. 2003 yılında cari açık 8 milyar dolar iken 5 milyar dolar borç yaratan finansman gerçekleştirilmiştir. 2003 yılında cari açık borç yaratan sermaye girişi yanı sıra kaynağı belirsiz 5 milyar dolar sermaye girişi ile karşılanmıştır. Dolayısıyla her iki yılda da cari açığın üzerinde sermaye girişi olmuş ve rezerv artışları yaşanmıştır.



Kaynak: www.tcmb.gov.tr

Cari açık ile ilgili en önemli gelişme ise 2004 yılında olmuştur. Bu yılda 15 milyar dolara fırlayan cari açığın 2 milyar doları kaynağı bilinmeyen sermaye girişi ile 10 milyar doları ise borç yaratan sermaye girişi ile karşılanmıştır. Bu 10 milyar dolar borç yaratan sermaye girişinin 7,5 milyar dolarlık kısmı portföy yatırımları altında yer alan borç senetlerinden kaynaklanmaktadır. Bunun tümü genel hükümetin yükümlülükleri olan borç senetleridir (TCMB, Ödemeler Bilançosu İstatistikleri, 2004).

Özetle, 2003 ve 2004 yıllarında ortaya çıkan büyümelerin 8 milyar dolar net hata ve noksan kaleminden kaynağı belirsiz sermaye girişi, 15 milyar doları ise ekonomiye borç olarak giren sermayenin yarattığı konjonktürün sonucudur. Bu gelişmenin dış borçlanma büyüme ve yatırımlar üzerindeki etkileri aşağıda incelenecektir.

c) Dış Borç

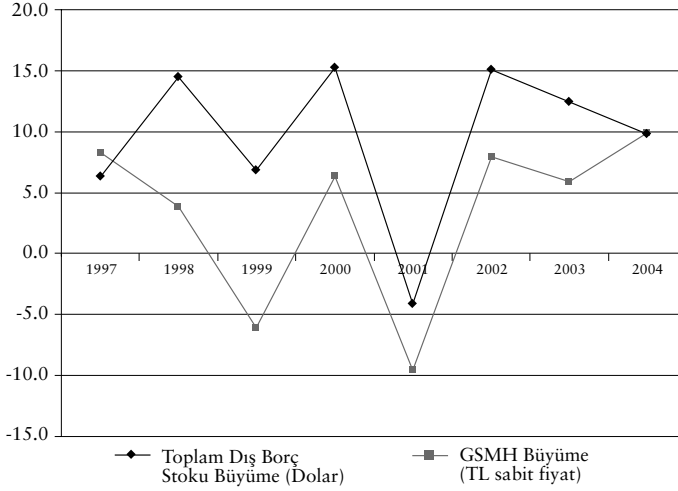
2001 yılında yaşanan ekonomik krizle beraber önemli ölçüde bir dış borç/GSMH artışı yaşanmıştır. 2001 yılından itibaren ise dış borç stoğu/GSMH'da azalma görülmektedir (**Tablo 1.2**). Ancak bu azalma büyük ölçüde TL'nin değerlendirilmesinden kaynaklanmaktadır. Dış borç stoğu hesabını TL'nin değeri ile ilgili gelişmelerden arındırabilmek için borç stokunu TL'ye ya da GSMH'yı dolara çevirmektense her ikisinin kendi içindeki büyümesini karşılaştırmak daha anlamlı sonuçlar verebilir (**Grafik 1.6**). **Grafik 1.6**'dan 2002'de dış borç yüzde 15 artarken GSMH'nın 7.9 arttığı; 2003'te dış borç yüzde 12.5 artarken GSMH'nın 5.9 arttığı, 2004'te her ikisinin de 9.9 arttığı görülebilir. Bu nedenle 2002 ve 2003 yıllarında dış borç stokunun GSMH'ya göre daha hızlı arttığı, 2004 yılında ise her ikisinin aynı hızda arttığı söylenebilir. Ancak dış borç stokunun ekonomiye yükünün azaldığını belirtmek için elimizde döviz kurunun etkisini içermeyen hiçbir gösterge bulunmamaktadır.²

Tablo 1.2'de, dolar cinsinden orta uzun vadeli dış borç stokunda bir artış görülmektedir. 2000 ile 2004 arasında orta-uzun dönemli

2 Bu konulardaki tartışmalar için bkz. *Bağımsız Sosyal Bilimciler* (2005).

GRAFİK 1.6

Toplam Dış Borç Stoku (\$) ve GSMH'nın (Sabit TL) Büyümesi



Kaynak: www.hazine.gov.tr

TABLO 1.2

Toplam Dış Borç Stokunun Vadeye ve Sektöre Göre Dağılımı, 1996-2004
(Milyon \$)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Toplam dış borç stoku	79222	84236	96411	102979	118691	113818	130928	147264	161748
Dış borç stoku/GSMH (%)	43.05	43.58	47.01	55.27	58.94	79.03	71.68	61.64	53.64
Kısa vadeli dış borç stoku	17072	17691	20774	22921	28301	16403	16424	22922	31910
Orta-uzun vadeli dış borç stoku	62150	66545	75637	80058	90390	97415	114504	124342	129838
Kamu sektörü dış borç stoku	51417	49733	51957	52691	61237	69927	84268	91824	91904
Özel sektör dış borç stoku	10733	16812	23680	27367	29153	27488	30236	32518	37935

Kaynak: www.hazine.gov.tr

dış borç stokundaki artış % 44 iken kısa vadeli dış borç stokundaki artış % 13 olmuştur. Dolayısıyla, kriz sonrası dört yıllık dönem için dış borç stokunun azaltılması yönünde bir başarıdan söz edilemese bile, kısa vadeli stokun uzun vadeye dönüştürülmesinde önemli adımlar atıldığını söylemek mümkündür. Diğer yandan, kamu borç stokun-

da ise 2000-2004 arasında % 50 artış yaşanırken özel sektör dış borç stokunda % 30'luk bir artış yaşanmaktadır.

1.C. 2004 YILINDA EKONOMİNİN GENEL DENGESİ

Ekonominin 2004 yılında karşı karşıya olduğu cari açığın dış borç yaratan sermaye girişleri ile finanse edildiğini ve ekonomi için kullanılabilir kaynak oluşturduğunu söyleyebiliriz. Aşağıda önce bu kaynağın, ekonominin GSMH'sı ile birleşerek oluşturduğu toplam kaynağın yatırım ve tüketim unsurları arasında nasıl dağıldığı incelenecektir. Daha sonra 2004 yılında özel sektör yatırımlarının artmasında bu kaynağın nasıl bir etki gösterdiği ve yaşanan imalat sanayi yatırım artışının sürdürülebilirliği tartışılacaktır.

Ekonominin genel dengesi toplam kaynaklar ile toplam harcamalar arasındaki ilişkiyi göstermektedir. GSMH'ya, dönem içerisinde kullanılan dış kaynak girişi eklenerek ekonominin yine o dönem içerisindeki toplam kaynağı hesaplanabilmektedir. Toplam kaynak tüketim ve yatırım olarak toplam harcamaya eşitlenir.

Ekonomide toplam kaynak kadar yatırım ve tüketim yapmak mümkün olmaktadır. Toplam yurt içi tasarruf ise toplam kaynaklar eksi dış kaynak eksi tüketim olarak hesaplanabilir. Toplam yurt içi tasarruf, diğer yandan kalıntı şeklinde, kamu ve özel tasarruf rakamlarının toplamından elde edilmektedir. Kamu tasarrufları kamu harcanabilir gelirinden kamu tüketimini çıkararak elde edilir. Özel tasarruf ise özel harcanabilir gelirden özel tüketimin çıkarılması ile bulunur. Kamu tasarruf ve özel tasarruf toplamı, toplam yurt içi tasarrufları verir.

Kamu sektörünün GSMH içindeki tasarruf payları negatiftir (Tablo 1.3). Bu durum kamu açığının olduğunu göstermektedir. Kamu tasarruf açığı 2001 yılında çok yüksek bir orana ulaştıktan sonra giderek azalmaya başlamıştır. Yaşanan bu azalmanın en önemli nedeni kamu tüketim ve yatırımının düşmesidir. Benzer bir şekilde kamunun tasarruf-yatırım açığı da 2001 yılından sonra azalma göstermektedir. Kamunun eğitim, sağlık ve sosyal güvenliğe yönelik yatırımlarının durması istenir bir gelişme değildir. Önemli olan bu açığın daha etkin

TABLO 1.3
Ekonominin Genel Dengesi, 1993-2004

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004(1)
I. Gayri Safi Milli Hasıla	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Dış kaynak	4.9	-1.5	3.2	4.8	3.8	1.1	2.5	6.6	-1.3	2.4	4.2	5.4
Toplam kaynaklar	104.9	98.5	103.2	104.8	103.8	101.1	102.5	106.6	98.7	102.4	104.2	105.4
Toplam yatırımlar	27.6	21.6	25.4	24.6	25.1	23.8	23.7	24.9	16.1	21.7	23.5	27.5
Sabit sermaye yatırımı	26.3	24.5	24	25.1	26.3	24.4	22.1	22.8	19	17.3	16.1	19.2
Kamu	7.2	4.9	4.2	5.1	5.9	6.1	6.6	6.9	6.3	6.3	4.9	4.7
Özel	19.1	19.6	19.8	20	20.4	18.3	15.6	15.9	12.7	11	11.2	14.5
Stok değişmesi	1.3	-2.9	1.4	-0.5	-1.2	-0.6	1.6	2.1	-2.9	4.4	7.4	8.3
Toplam tüketim	77.3	77	78	80.2	78.7	77.3	78.8	81.8	82.6	80.9	80.8	77.9
Top. yurtiçi tasarruflar	22.7	23.1	22.1	19.8	21.3	22.7	21.2	18.2	17.4	19.1	19.3	22.1
II. Kamu Harcanabilir Geliri	9.6	9.6	9.5	8.1	11.5	9.4	6.6	7.2	3.3	6.5	6.9	10
Kamu tüketimi	12.3	10.7	9.6	9.8	10.7	11	13.4	12.4	13.2	12.7	12.3	11.9
Kamu tasarrufu	-2.7	-1.1	-0.1	-1.7	0.8	-1.6	-6.7	-5.2	-9.9	-6.2	-5.3	-1.9
Kamu yatırımı	7.3	3.6	3.8	5.3	6.3	6.6	6.6	7	5.5	6.3	4.8	4.8
Kamu (tas.-yat.) farkı	-10	-4.7	-3.9	-7	-5.5	-8.2	-13.3	-12.2	-15.4	-12.5	-10.1	-6.7
III. Özel Harcanabilir Gelir	90.4	90.4	90.5	91.9	88.5	90.6	93.4	92.8	96.7	93.5	93.1	90
Özel tüketim	65	66.3	68.4	70.4	68	66.3	65.4	69.4	69.4	68.2	68.5	66
Özel tasarruf	25.4	24.2	22.2	21.5	20.5	24.3	27.9	23.4	27.3	25.3	24.6	24
Özel yatırım	20.3	18	21.5	19.3	18.8	17.1	17.1	17.8	10.6	15.4	18.7	22.7
Özel (tas.yat.) farkı	5.1	6.2	0.7	2.2	1.7	7.2	10.8	5.6	16.7	9.9	5.9	1.3

(1) Tahmin.

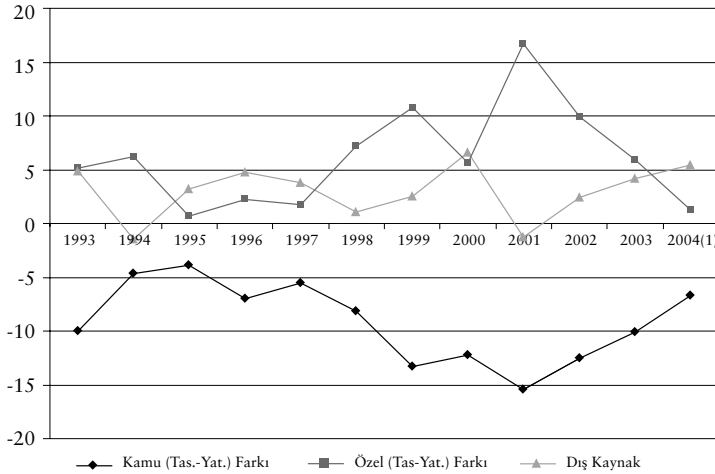
Kaynak: www.dpt.gov.tr

vergi toplayarak ve transfer harcamalarını kısarak sağlanmasıdır. Ancak ne şekilde olursa olsun, ortaya çıkan kamu tasarruf-yatırım farkındaki azalma reel faiz oranlarını düşürmüş, özel sektörün tasarruf yatırım farkını azaltmış, özel sektörün tasarruflarını kamuya borç vermek yerine yatırımlara yöneltmesi için kaynak oluşturmuştur.

Gerçekten de **Grafik 1.7**'den de görüldüğü gibi, kamu kesiminin önemli bir tasarruf-yatırım açığı bulunmakta, özel sektör ise tasarruflarından oldukça düşük bir oranda yatırım yapmaktadır. Bu nedenle özel sektörün tasarruf-yatırım fazlası bulunmaktadır. Kamu tasarruf-yatırım açığı 1999 yılından sonra, 2003 yılına kadar yüzde 10 oranının üzerinde değer almaktadır. Bu açık, özel sektörün tasarruf fazlası ve dış kaynak kullanımı ile karşılanmaktadır (**Grafik 1.7**). Bu dönemde kamu tasarruf-yatırım açığının daha önemli bir bölümü özel tasarruf-yatırım fazlası ile karşılanmakta, daha düşük bir kısmı ise dış kaynak ile karşılanmaktadır. 2004 yılında kamu tasarruf-yatırım açığı düşüş göstermiş, bunun daha önemli bir bölümü dış kaynak girişi ile karşılanmış açığın

GRAFİK 1.7

Türkiye’de Kamu ve Özel Sektör Tasarruf-Yatırım Farkı ve Dış Kaynak Kullanımı



Kaynak: www.dpt.gov.tr

finansmanı için özel tasarruflara daha az yüklenilmiştir (Tablo 1.3). Örneğin 2003 yılında % 10 olan kamu tasarruf-yatırım açığının % 5.9'u özel sektörden % 4.2'si dış kaynaktan karşılanırken; 2004 yılında % 6.7 olan kamu tasarruf-yatırım açığının % 1.3'ü özel sektörden, % 5.4'ü dış kaynaktan karşılanmaktadır.

Kamu tasarruf-yatırım açığının giderek azalması ve özellikle 2004 yılında ağırlıklı olarak dış kaynaktan karşılanması bir yandan kamu yatırımlarının azalması ve dış borçların artması gibi olumsuz olarak değerlendirilecek olguları işaret ederken, diğer yandan özel tasarrufların kamuya aktarılması konusundaki baskıyı hafifleterek özel yatırımlarda bir artışa kaynak oluşturmuştur.

Toplam yatırımlarda görülen artışın hangi kaynaklardan finanse edildiği dışında, yatırımların iç dinamiğinin incelenmesi de önemlidir. Bu bilgiler ışığında Tablo 1.3 incelendiğinde görüldüğü gibi, Türkiye'de 1994 yılı ve 2001 yılı hariç, dış kaynak kullanarak yurt içi tasarrufların üzerinde bir yatırım yapılması mümkün olmuştur. Toplam yatırımlar sabit sermaye yatırımları ve stok değişimleri olarak alt kalemleri itibarıyla incelendiğinde 2001 yılından sonra sabit sermaye yatırımlarında bir azalış dikkat çekmektedir. Yüzde 15'e düşen sabit sermaye yatırımları 2004 yılında bir artış göstermektedir. 2001 yılından sonra yatırımlardaki artış ise stok değişimleri kaleminden kaynaklanmaktadır. Süre ve miktar açısından bu oranda bir stok yükselmesinin anlaşılır bir iktisadi açıklaması yoktur. GSMH hesabının yapılmasında stoklar kalıntı yönünden hesaplanmaktadır. 2004 yılı için üretim yönünden yapılan GSMH hesabında 1998 katma değer oranları kullanılmakta ve 2004 GSMH hesapları olduğundan yüksek çıkmaktadır. Bu GSMH, harcamalar yönünden yapılan GSMH hesabına aktarıldığında ulaşılan fark kalıntı olarak hesaplanan stok değişimlerine yansıtılmaktadır. Bu yaklaşım eğer doğru ise, 2001 sonrası yatırımlarda yaşanan artışı daha önceki yıllarda görüldüğü gibi sabit sermaye stoku çevresinde dalgalanan bir gelişmeye indirecek şekilde kurgulamak doğru olacaktır.³

3 Bu konudaki tartışmalar için bkz. Selim Somçağ (2004) ve Bağımsız Sosyal Bilimciler (2005). DİE'nin konuya getirdiği açıklama için bkz. www.die.gov.tr

Bu durumda stoklar dışarıda bırakılarak sabit sermaye yatırımları değerlendirilmelidir. Sabit sermaye yatırımlarının GSMH'ya oranının 1997 yılında yüzde 25 iken, 2003 yılında % 16'ya kadar inmiş olduğu **Tablo 1.3**'ten görülmektedir. Bu aşırı düşüş 2004 yılında yön değiştirerek yüzde 20'ye yaklaşmaktadır. Sabit sermaye yatırımlarındaki bu artışın üzerinde, yukarıda incelendiği gibi, dış kaynak girişleri ve daha önceki yıllarda özel sektörün kamu tasarruf-yatırım açığını finanse etmekte kullandığı tasarruflarını özel yatırımlara yönlendirilebilmesi etkili olmuştur. Bu kaynaklar kullanılarak artış gösteren özel sektör sabit sermaye yatırımlarının alt sektörlerle göre dağılımı daha sonraki bölümlerde incelenecektir.

Özetle, ekonominin genel dengesi incelendiğinde birkaç önemli olgu göze çarpmaktadır: Bunlardan birincisi, birkaç yıllık istisna dışında ekonominin sürekli dış kaynak kullanıyor olmasıdır. Bu olgu, ekonomiye yurt içi tasarruflardan daha yüksek oranlarda bir yatırım yapılması olanağını sağlamaktadır. İkincisi, Türkiye'de sabit sermaye yatırımlarının GSMH'ya oranı önemli ve sürekli bir azalış gösteriyor olmasıdır. 2004 yılında artış gösteren sabit sermaye yatırımları ise henüz 1993 düzeyine dahi ulaşamamıştır. Dikkat çeken üçüncü nokta Türkiye'de kamunun tasarruf-yatırım açığının yüksek olduğu, buradaki açığın özel sektör tasarruf-yatırım fazlası ve dış kaynak girişi ile karşılanmasıdır. 2004 yılında kamu tasarruf-yatırım açığının azalması ve dış kaynak girişinin artması, özel sektörün üzerinde, tasarruf-yatırım fazlası vererek kamuya kaynak sağlaması yönündeki baskıyı azaltmış ve 2004 yılında özel sektör ve toplam sabit sermaye yatırımları artış göstermiştir.

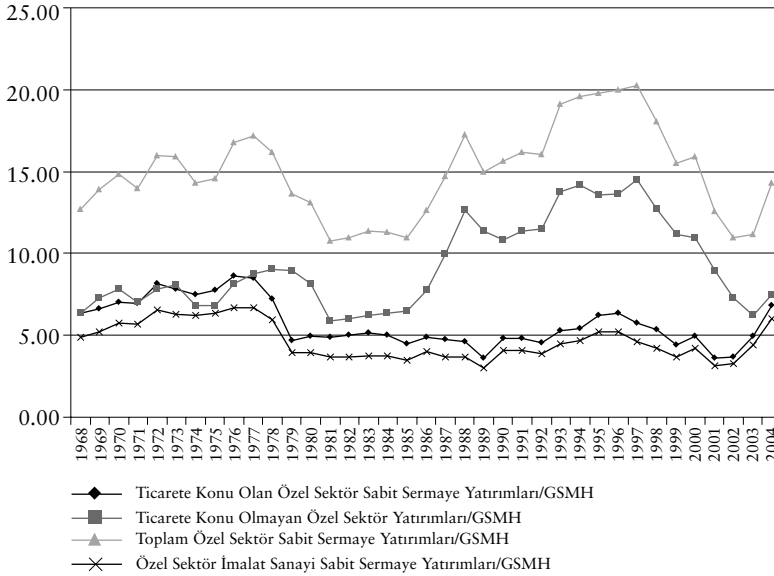
1.D. 2004 YILINDA YATIRIMLARIN GELİŞİMİ

Yatırımların gelişimi incelendiğinde, 1980 krizi öncesinde hızla azalma gösteren özel sektör yatırımlarının GSMH'ya oranının 1981-1985 arasında yüzde 10'lara kadar gerilediği görülmektedir (**Grafik 1.8**). Özel sektör yatırımlarındaki ciddi azalmayı alt sektörler olarak ticarete konu olan ve olmayan yatırımlar açısından incelediğimizde, ticarete konu olan sektörlerin yatırımlarında görülen azalmanın 1981 yılı ile

birlikte kalıcı bir trend gösterdiği **Grafik 8**'den anlaşılmaktadır. 1981 yılından itibaren, özel sektör ticarete konu olan sektörlerin GSMH'ya oranı yüzde 5'in altında seyretmektedir. Sadece 1995 ve 1996 yıllarında yüzde 6'nın üzerine çıkan bu oran, son olarak 2004 yılında yüzde 6'nın üzerine çıkmıştır.

Ticarete konu olan sektörlerin içinde tarım, imalat sanayi ve maden sektörleri yer almaktadır. Bunların arasında imalat sanayi yatırımlarının GSMH içindeki payı, 2004 yılında ilk kez 1978 yılının oranı olan yüzde 6'ya ulaşmıştır (**Grafik 1.8**). İmalat sanayi yatırımlarında 2004 yılında ortaya çıkan bu artış bir önceki alt başlıkta incelendiği gibi, çeşitli faktörlerin etkisi altındadır. Her şeyden önce yatırım için özel sektör tasarruflarının ve dış kaynak olanaklarının uygun olması bunların arasında sayılmalıdır. Aynı şekilde TL'nin 2004 yılındaki değerlenmesi yatı-

GRAFİK 1.8
Özel Sektör Sabit Sermaye Yatırımlarının Sektörel Dağılımı



Kaynak: www.dpt.gov.tr

rım malı ithalatının GSMH içindeki payını da artırmaktadır. Dolayısıyla 2004 yılında, özel sektörün elinde bir yandan yatırım için kaynak bulunmakta, diğer yandan yatırım malı ithalatı ucuzlamaktadır. Bu iki gelişme yatırımların artması için önemli katkılarda bulunmaktadır.

Yatırımların gelişiminde önemli katkısı olan faktörlerin başında olumlu beklentiler ve düşen reel faiz oranları bulunmaktadır. Ancak faiz oranları hâlâ reel olarak yüksektir. Demek ki kârlılıktaki beklentiler sermayenin maliyetini kaldıracabilecek düzeydedir. İmalat sanayi yatırımlarının kârlılığını inceleyebilmek için ne tür değişkenlere bakılabilir?

Üretililecek bir kârlılık indeksinin en önemli değişkeni ücretler ve girdi maliyetleri olmalıdır. Diğer yandan üretim ve verimlilik artışı kârlılığı etkileyen faktörler olarak öngörülebilir. Girdi maliyetlerinin göstergesi olarak, ithalata bağımlılık dikkate alındığında reel döviz kuru indeksi kabul edilebilir. Bunu dışında imalat sanayi üretim indeksi, çalışılan saat başına üretim, çalışılan saat için reel ücret indeksi kârlılıkla ilgili faktörlerin göstergesi olarak alınabilir. **Tablo 1.4**'ten görüldüğü gibi 2001 yılından itibaren, üretim indeksi ve verimlilikte sıçrama, TL'de değerlenme ve ücretlerde azalma/sabitlik söz konusudur.

Bu olumlu faktörler 2004 yılının kârlılık beklentilerinde iyiye gidiş ve kaynak bulunabilirliği ile birleşince imalat sanayi yatırımlarında bir artışı beraberinde getirmiş olduğuna işaret etmektedir. Diğer yandan 2004 yılında kamu borcu reel faiz oranı da düşüş göstermektedir.

İncelenmesi gereken son nokta yatırım artışının ve üretim artışının istihdamda nasıl bir etki yarattığıdır. Bu sorunun cevabı, yatırım artışının istihdamda çok zayıf bir artış sağlamakta olduğudur. Bunun birkaç nedeni olabilir. Bunlardan bir tanesi sermaye yoğunluğunun artması ve çalışılan saat başına üretim miktarının yükselmesi, diğer ise çalışılan sürenin uzamış olmasıdır. Özel sektör imalat sanayi yatırım indeksi 1997 yılında 100 iken, 2003 yılında 95, 2004 yılında ise 131 olmuştur. Yatırımlarda görülen bu artışa rağmen 1997 yılında imalat sanayi istihdam indeksi 100 iken 2003 yılında 87, 2004 yılında 90 çıkmaktadır (**Tablo 1.4**).

Özetle, reel sektörün yatırımları incelendiğinde iki önemli olgu göze çarpmaktadır. Bunlardan birincisi, 2004 yılında, özel sektör ima-

TABLO 1.4
Özel Sektör İmalat Sanayi Göstergeleri ve Reel Döviz Kuru İndeksi

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
İmalat sanayi yatırımları GSMH 1997=100	64	89	88	84	97	100	112	113	100	91	80	91	67	70	95	131
İmalat sanayi çalışanlar indeksi 1997=100	101	101	86	80	80	78	86	92	100	102	92	90	83	84	87	90
Çalışılan saat başına verimlilik 1997=100	56	64	77	86	97	88	93	94	100	99	107	118	117	126	136	147
Çalışılan işçi başına verimlilik 1997=100	56	63	75	86	95	85	93	94	100	98	105	117	113	124	134	145
Çalışılan saat için reel ücret 1997=100	81	93	130	127	135	105	95	98	100	99	108	105	90	85	86	90
İmalat sanayi üretim indeksi 1997=100	57	63	65	68	76	67	80	87	100	100	96	105	93	105	116	131
Reel döviz kuru indeksi 1997=100	92	101	97	99	108	83	89	88	100	104	110	127	100	108	121	124

Kaynak: www.tcmb.gov.tr

lat sanayiinde üretim artışı ve verimlilik artışı vardır, ancak verimlilik artışı ücretlere yansıtılamamıştır. İkincisi, yaşanan üretim ve yatırım artışı istihdama yansımamakta, yatırım artışı ve ücretlerin düşük olmasına rağmen imalat sanayiinde istihdam artmamaktadır.

Bu konjonktürde özel sektör yatırımlarında önemli artışlar yaşanmış, ekonominin büyüme hızı 9.9'e erişmiştir. Ancak özel sektörün iktisadi faaliyetlerinin toplumda refah yaratıcı ve gelir artırıcı etkisi sınırlı kalmaktadır. 2004 yılında özel sektörde yatırım ve verimlilik artışı sağlanmakta, ancak verimlilik artışı ücretlere yansımamakta, yatırım artışı ve ücretlerin düşük olmasına rağmen istihdam artmamaktadır.

Bu gelişmelerden hangileri sürdürülebilir olarak kabul edilebilir. Öncelikle sürekli dış kaynak kullanımının, yukarıda ele alındığı gibi, sürdürülemez nitelikte olduğu söylenebilir. Sabit sermaye yatırımlarının 2004 yılında yakalamış olduğu ivmenin sürdürülebilir olup olmadığının cevabı ise, yine dış kaynak bulunabilirliği noktasında tıkanmaktadır. Çünkü özel sektör imalat sanayiinin yatırımlarını sürdürebilmesi için özel sektör tasarruflarının özel sektör yatırımlarına yönlendirilebilmesi gerekmektedir. Bu da kamunun açığını ve tasarruf-yatırım farkını kapamak için sürekli dış kaynak bulabilmesine bağlıdır. Bu noktaya açıklık kazandırabilmek için kamu açığının azalmasında hangi alt kalemlere dayanıldığı ve bunun sürdürülebilirliği bundan sonraki başlıkta ele alınacaktır.

Özel sektörün kaynak bulunabilirliğinin yanı sıra, yatırımları kârlı kılan konjontürün bağlı olduğu iki temel faktör vardır. Verimlilik artışına rağmen düşük ücret ve girdi maliyetlerini ucuzlatan değerli TL. Bu iki faktörün de kalıcı oldukları oldukça tartışmalıdır. Özel sektörün üretim artışında önemli bir teşvik unsuru olan ihracat artışını etkileyen faktörlerin neler olduğu ve ihracat artışının cari açıkta yaşanan büyüme ile ilişkisinin incelenebilmesi için ihracatın ithalata bağımlılığı aşağıda ele alınacaktır.

1.E. 2004 YILINDA KAMU DENGESİ

Özel sektör yatırımlarında 2004 yılında görülen artışta özel sektörün tasarruflarını kamuya borç vermektense yatırımlar için kullanmasının etkili olduğu yukarıda tartışılmıştı. Bu gelişmeye kamu tasarruf-yatırım farkının azalmasının yol açtığı belirtilmişti. 2004 yılında kamu tasarruf-yatırım farkının azalmasında etkili olan faktörlerin neler olduğu aşağıda incelenmektedir.

Türkiye ekonomisinde uzun yıllardır kamunun tasarruf açığı bulunmaktadır. Bir başka deyişle kamu, harcanabilir gelirin daha fazlasını tüketmektedir. Ancak 2004 yılında kamu tasarruf açığı azalmıştır. Buna ek olarak kamu yatırım harcamaları son 25 yılın en düşük düzeyinde tutulmuştur. 1994 krizinde bile kamu yatırımlarının bu kadar kısılmamış olduğu görülmektedir (Tablo 1.5). Bu iki olgu birleşince kamu tasarruf-yatırım açığının azaldığı Tablo 3'ten izlenebilmektedir. Bu sürdürülebilir mi? Kamu gerek tüketimindeki azalmayı gerek ise yatırımlarındaki azalmayı sürdürebilir mi?

2001-2002 krizinden sonra konsolide bütçe gelirlerinde bir artış, harcamalarında ise bir azalma sağlanabilmiştir (Tablo 1.5). Konsolide bütçenin en önemli harcama kalemi transfer harcamalarıdır. Bu oran iç ve dış borç faiz ödemeleri, KİT'lere transferler, sosyal güvenlik kurumlarına transferler, vergi iadeleri gibi alt harcamaları içermektedir. Bu açıdan bakıldığında, 2004 yılında toplam harcamaların % 65'i transfer harcamalarından oluşmaktadır. Bu oran 2001-2003 kriz ve toparlanma dönemi bir yana bırakılırsa, yine son 25 yılın en büyük oranıdır. Kamunun bu transfer harcamalarının % 40'ı borç faizi ödemesi, % 10'u sosyal güvenlik kuruluşlarına yapılan transferlerden oluşmaktadır.

Özetle, kamu sektörü 2004 yılında tasarruf-yatırım açığını, bir yandan tüketim ve yatırım harcamalarını kısıtlı tutarak, diğer yandan dış kaynak girişini kullanarak kapatmıştır. Türkiye ekonomisinde uygulanan kemer sıkma politikaları kamu faiz ödemelerinin gerçekleştirilmesi için kamu tüketim ve yatırımlarının çok kısıtlı tutulmasına neden olmaktadır. Bu kemer sıkma politikaları eğitim, adalet, sağlık ve sosyal güvenlik gibi kamu hizmetlerinin aksamadan sürmesine olanak

TABLO 1.5
Konsolide Bütçe ile İlgili Oranlar

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Açık/GSMH	-3.1	-1.5	-1.5	-2.2	-4.4	-2.3	-2.8	-3.5	-3.1	-3.3	-3.0	-5.3	-4.3	-6.7	-3.9	-4.0	-8.3	-7.6	-7.3	-11.9	-10.9	-16.9	-15.2	-11.2	-7.1
Gelirler/GSMH	17.2	17.4	13.6	16.5	12.7	12.8	13.2	13.4	13.2	13.2	13.9	15.3	15.8	17.6	19.2	17.7	18.0	19.6	21.9	24.0	26.5	29.1	27.5	28.1	28.2
Harcamalar/GSMH	20.3	18.9	15.1	18.8	17.1	15.0	16.0	16.9	16.3	16.5	16.9	20.5	20.1	24.3	23.1	21.8	26.3	27.2	29.2	35.9	37.4	46.0	42.6	39.3	35.3
Cari harcamalar / Toplam harcamalar	45.9	42.1	45.0	40.9	39.4	39.4	37.4	38.2	37.5	46.8	52.8	50.5	56.1	45.6	41.1	37.7	32.6	34.8	33.2	32.6	28.9	25.1	26.1	27.4	29.5
Personel harcamaları / Toplam harcamalar	31.7	26.2	27.6	25.7	23.7	24.0	22.5	26.1	26.1	36.1	42.5	42.0	47.1	38.4	32.9	29.4	24.7	25.9	24.8	24.6	21.2	18.7	19.7	21.6	24.1
Diğer cari harcamalar / Toplam harcamalar	14.2	15.8	17.4	15.2	15.7	15.4	14.8	12.1	11.4	10.7	10.3	8.5	9.1	7.3	8.2	8.3	7.8	8.8	8.3	8.0	7.7	6.4	6.4	5.9	5.4
Yatırım harcamaları / Toplam harcamalar	17.2	20.2	20.8	18.1	18.3	19.4	19.9	15.6	12.9	10.2	10.1	9.0	8.6	7.5	5.6	5.4	6.0	7.4	6.4	5.6	5.9	5.9	7.2	5.1	5.0
Transfer harcamaları / Toplam harcamalar	36.9	37.7	34.2	41.0	42.4	41.2	42.7	46.2	49.6	43.0	37.1	40.5	35.3	46.8	53.3	57.0	61.4	57.8	60.4	61.8	65.2	69.0	66.7	67.5	65.5

Kaynak: www.dpt.gov.tr

bırakmamaktadır. Yaşanan büyümenin refah artırıcı etkisinin kısıtlı olmasının bir başka nedeni de borç faizi ödemelerinden dolayı kamu gelirlerinde bireylerin hayat kalitesini artıracak eğitim, sosyal ve altyapı yatırımlarının yapılamıyor olmasıdır.

2004 yılında ortaya çıkan yatırım artışlarının sürekliliğinin kamu tüketim ve yatırımlarının sürekli azaltılması yolu ile gerçekleştirilmesini orta-uzun vadeli bir sosyo-ekonomik politika olarak değerlendirmek mümkün değildir. Özellikle yaşanan yatırım ve verimlilik artışına rağmen ücretler ve istihdamda bir artış sağlanamıyor olması 2004 yılında ekonominin refah artırıcı bir büyüme yaşamadığını göstermektedir.

1.F. 2004 YILINDA DIŞ TİCARET

a) 2004 Yılı Dış Ticaret Hacmi

Türkiye'nin ihracatının ve ithalatının gelişimi, alt sektörler itibarıyla dağılımı kitapta yer alan makalelerde ele alınmaktadır. 2003-2004 yıllarında dış ticaret hacminde ortaya çıkan gelişmelere burada değinmekte yarar olacaktır. İhracat artışı 2003 ve 2004 yıllarında da sürmüş ve ihracat 60 milyar dolar sınırını aşmıştır. İthalat artışı ise 90 milyar dolara eriştiği için, ihracat artışında görülen gelişmeye rağmen dış ticaret açığının hızla büyümesinin önüne geçilememektedir (**Tablo 1.1**).

İthalatın özellikle büyüme ile yakından ilişkili olduğu kitabın ikinci makalesinde ele alınmaktadır. Ayrıca ithalat artışını teşvik eden diğer önemli faktör olan değerli TL, 2003 ve 2004 yıllarında da sürmüştür. Dolayısıyla gerek büyüme, gerek değerli TL ithalat artışını beklediği şekilde hızla artırarak dış ticaret açığını yükseltmiştir.

2004 yılında ihracat hızla artmaya devam etmektedir. 2001 krizi ile birlikte yaşanan ihracat artışının özellikle devalüasyon ve ucuz işgücü ile bağlantısı kitabın ikinci makalesinde ele alınmıştır. Ancak 2004 yılında TL'nin değerlenmesine rağmen ihracat artışı hızla devam etmiştir. Bu ihracat artışının nedenleri arasında, TL'nin değerli olmasına rağmen düşük ücret ve verimlilik artışı bulunmaktadır. Diğer yandan TL'nin değerli olması ihracat fiyatını artırıcı etki yapmakla birlik-

te ithal girdi kullanan sektörlerin girdi maliyetlerini düşürerek dolaylı bir olumlu etki yapmaktadır. Özellikle son yıllarda ihracatı artış gösteren en önemli sektörlerin yatırım malı sektörleri olması değerli TL'nin bu dolaylı etkisini artırmaktadır.

İhracatçı sektörlerin arasında son yıllarda en hızlı artış gösteren sektörlerin girdi ithalatı yüksek yatırım malı sektörleri olması dış ticaret açığının ihracatın artmasına rağmen kapatılamaması olgusunu güçlendirmekte ve ekonominin bu yapısal sorununu köklendirmektedir.

b) Türkiye’de İhracatın İthalata Bağımlılığı

Bu makalenin başında incelendiği gibi, Türkiye’de cari açık esas olarak dış ticaret açığından kaynaklanmakta ve önemli ihracat artışı sağlanmakla birlikte, ithalatın hızlı artışı da sürdürüğü için dış ticaret açığı ile mücadele edilememektedir. Bu bölümde cari açıktaki artışın ihracat ile ithalat arasında yapısal bir ilişkiye dayalı olup olmadığının ele alınabilmesi için, ihracatçı sektörlerin ithalata bağımlılıklarının incelenmesi amaçlanmaktadır.

İhracat artışının dış açığı kapatacak etki yapması ilk ağızda kabul edilebilecek genel geçerli bir yaklaşımdır. Ancak ihracat artışının neden olduğu ithalat artışı ve uzun vadede neden olacağı ithalat artışı bilinmeden bu konuda kesin bir öngöründe bulunmak kolay değildir. Bu nedenle ihracatçı sektörlerde amaçlanan ihracat artışının sağlanması durumunda, bunun kendi dahil tüm sektörlerde ne kadar ithalat artışına neden olacağı bilinmelidir. Aynı şekilde toplam ihracatta meydana gelmesi hedeflenen artışın hangi sektörlerin ithalatını ne oranda artıracığı bilinmeksizin ihracatın ithalattan daha hızlı artmasını sağlayacak önlemlerin saptanması da güç görünmektedir.

İhracata yönelik malların üretiminde kullanılan girdilerin ne kadarının ithal edildiğini saptamak, belirli bir yılda ulaşılan ihracat hacminin beraberinde getirdiği ithalat artışının ne kadar olduğunu, bunların sektörel dağılımını, toplam ithalat içindeki payını ve yıllar itibarıyla gelişimini incelemek dış ticaret açığının seyri konusunda öngörülerde bulunmak için önemli bir basamaktır. Leontief girdi-çıktı modeli bu tür

incelemeler için kullanılan en önemli araçtır. Çalışmada, 1979, 1990 ve DİE tarafından en son yayımlanan 1998 mal akım ve ithalat akım tablolarına dayanılarak yukarıda sözü edilen ölçümler yapılacaktır.

Bu inceleme ile iki temel soruya cevap verilmeye çalışılacaktır: Bunlardan birincisi ihracatı bir birim artığında toplam ithalat talebi (kendi dahil diğer tüm sektörlerden olan ithalat talebi) en çok artan sektörlerin hangileri olduğudur. Böylece sanayideki tüm sektörler ihracatları bir birim artınca toplam ithalatı ne kadar artıracakları bakımından sıralanmış olacaktır. Bu incelemeyle, 1998 yılında sanayide önemli ihracat payına sahip sektörlerin sıralamadaki yerleri saptanabilecek ve bu sektörlerin 1979-1990-1998 arası ithalata bağımlılıkları açısından değerlendirmeleri yapılabilecektir. Söz konusu inceleme ithalat ters matrisinin sütun toplamalarına dayanılarak yapılacaktır.

İkinci soru ise 1979 ve 1998 yıllarında gerçekleşen ihracatın ne kadar ithalata neden olduğu ile ilgilidir. Ayrıca sektörlerin gerçekleştirdikleri ihracatın ayrı ayrı ne kadar ithalata neden oldukları araştırılacak ve bunların toplam ihracatın içindeki paylarına bakılacaktır. Bu ikinci soruya cevap verilebilmesi için 1979 ve 1998 ithalat ters matrisleri aynı yılların ihracat vektörleriyle çarpılıp ihracatın ithalat gerekleri hesaplanacaktır.

Çalışmanın yöntemi olarak, DİE tarafından 1979 ve 1990 yılları için 64x64 sektör bazında hazırlanmış olan mal akım ve ithalat akım tabloları ve 1998 yılı için 98x98 sektör bazında hazırlanmış olan mal akım ve ithalat akım tabloları 37x37 sektör bazında toplulaştırılmıştır. Daha sonra her yıl için söz konusu mal akım ve ithalat akım tabloları kullanılarak ithalat ters matrisleri hesaplanmıştır.

İthalat ters matrisi $R = A_m(I - A_d)^{-1}$ olarak ifade edilebilir.

$A =$ Girdi-çıkı katsayılar matrisi

$A_m =$ İthalat akım katsayılar matrisi

$A_d =$ Yurt içi katsayılar matrisi

$I =$ Birim matrisi

R matrisinin elemanları r_{ij} , j sektörünün ürününe olan son talep (örn. ihracat) bir birim artığında, bunu karşılayacak üretimin yapılabilmesi için i sektöründen ne kadar ithalat yapılması gerektiğini gösterir. R matrisinin sütun toplamlarından her biri, ilgili kesimin ürününe son talep bir birim artığında bütün kesimlerin yapmak zorunda oldukları ithalatı gösterir. Bunlar geriye bağ etkisini verir ve büyükten küçüğe sıralanmaları, sektörlerin bir birim ihracatlarının gerektirdiği ithalat miktarına göre sıralanmaları anlamına gelir.

R matrisinin satır toplamlarından her biri ise, bütün kesimlerin ürünlerine olan son talep birer birim artığında her sektörün ne kadar ithalat yapması gerektiğini gösterir. Bunlar ileriye bağ etkisini gösterir ve sektörlerin büyüklüklerine göre sıralanmaları, ihracatta her sektörde meydana gelecek birer birimlik artışın neden olduğu ithalat artışının hangi sektörlerde daha çok olduğunu gösterir (Şenesen, 1990; Şenesen ve Küçükçiftçi, 1991). R matrisinin belirli bir yılın ihracat sektörü ile çarpılması ise her sektör için o yıl gerçekleşen ihracatın gerektirdiği ithalat miktarlarını göstermektedir (Ersel ve Temel, 1990; Yentürk, 2003).

İthalat Ters Matrisinin Sütun Toplamları

Tablo 1.6, 1979, 1990 ve 1998 yılları için hesaplanmış olan ithalat ters matrisinin sütun toplamlarını 37 sektör için vermektedir. Sütun toplamları herhangi bir sektörün malının ihracatı bir TL artığında kendi dahil tüm sektörlerden ne kadar mal ithal etmek gerektiğini gösterir. Yani ayrı ayrı her sektörün girdi yönünden ithalata bağımlılığını verir.

Bu kısımda amaç sanayide en önemli ihracat payına sahip sektörlerin ithalata bağımlılıklarındaki değişmeyi ölçmektir. 1998 yılı itibarıyla ihracatın sanayi sektörleri arasındaki dağılımı incelendiğinde giyim, dokuma, makina, tarım-hayvancılık-balıkçılık, demir-çelik gıda, diğer kimyasallar, diğer imalat, un-unlu mamüller, motorlu taşıt araçları, diğer petrol ve kömür ürünleri ilk on sırada yer almaktadır (Tablo 1.6, 8. sütun).

Bu sektörlerin ihracatı toplam ihracatın yaklaşık % 40'ını oluşturmaktadır. Bu nedenle ithalat ters matrisinin sütun toplamlarından

TABLO 1.6
İthalat Ters Matrisi (R= Am (I-Ad)⁻¹) Sütun Toplamları

Sektörler	1979 Sütun Toplamı 1	1979 % Pay 2	1990 Sütun Toplamı 3	1990 % Pay 4	1998 Sütun Toplamı 5	1998 % Pay 6	1979-1998 Sütun Top. Artışı 7	1998 İhracatçı Sektörler 8
1 Tarım, hayvancılık, ormancılık, balıkçılık	0.0404	1.15	0.0512	0.83	0.0706	0.94	74.86	4
2 Maden, petrol	0.0438	1.24	0.0460	0.75	0.0564	0.75	28.70	
3 Mezbaha ürünleri	0.0378	1.07	0.0757	1.23	0.1001	1.34	164.95	
4 Sebze ve meyve işleme sanayi	0.0400	1.13	0.1117	1.82	0.0856	1.14	114.19	
5 Bitkisel ve hayvansal yağlar imali	0.1249	3.54	0.1970	3.20	0.2101	2.81	68.26	
6 Şeker üretimi	0.0813	2.31	0.0755	1.23	0.1307	1.75	60.78	
7 Ün ve unlu mamuller ve diğer besin maddeleri	0.0426	1.21	0.1226	1.99	0.1110	1.48	160.54	8
8 Alkollü içkiler	0.0253	0.72	0.0735	1.20	0.0695	0.93	174.81	
9 Alkolsüz içkiler	0.0694	1.97	0.0853	1.39	0.1206	1.61	73.69	
10 Tütün sanayi	0.0255	0.72	0.0469	0.76	0.1518	2.03	495.58	
11 Dokuma sanayi (çırçırılama dahil)	0.0624	1.77	0.0922	1.50	0.2096	2.80	235.68	2
12 Elbise, giyim eşyası ve dokumadan hazır eşya	0.0292	0.83	0.1438	2.34	0.2233	2.98	664.39	1
13 Deri ve kürk ürünleri	0.0506	1.43	0.1059	1.72	0.2647	3.54	423.51	
14 Ayakkabı sanayi	0.0381	1.08	0.1134	1.84	0.2518	3.36	560.85	
15 Ağaç ve mantar ürünleri (mobilya hariç)	0.0401	1.14	0.0485	0.79	0.1562	2.09	289.54	
16 Ağaç mobilya ve mefruşat sanayi	0.0400	1.13	0.1178	1.92	0.2072	2.77	418.54	
17 Kâğıt ve kâğıt ürünleri	0.1025	2.91	0.2203	3.58	0.2045	2.73	99.43	
18 Basım, yayım ve ciltçilik	0.1282	3.64	0.1556	2.53	0.1915	2.56	49.43	
19 Diğer petrol ve kömür ürünleri	0.3423	9.71	0.4355	7.09	0.2424	3.24	-29.19	10
20 Kimyasal gübreler imali	0.1842	5.23	0.2694	4.38	0.4072	5.44	121.10	
21 Diğer kimyasal maddeler imali	0.2078	5.90	0.2824	4.59	0.3352	4.48	61.28	6
22 İlaç sanayi	0.1582	4.49	0.2289	3.72	0.1992	2.66	25.89	
23 Kauçuk ve kauçuk ürünleri	0.1490	4.23	0.3001	4.88	0.2072	2.77	39.05	
24 Plastik ürünleri	0.1391	3.95	0.2751	4.48	0.3507	4.69	152.18	
25 Cam ve camdan mamul eşya sanayi	0.0974	2.76	0.1312	2.13	0.1650	2.20	69.38	
26 Çimento ve diğer taşa toprağa dayalı sanayi	0.1088	3.09	0.1116	1.82	0.1097	1.47	0.86	
27 Demir, çelik ana sanayi	0.1726	4.90	0.3710	6.04	0.3625	4.84	110.00	5
28 Diğer metal ana sanayi	0.1349	3.83	0.2463	4.01	0.3657	4.89	171.02	
29 Metal eşya sanayi	0.1048	2.97	0.2030	3.30	0.2606	3.48	148.64	
30 Makina (onarım dahil)	0.1392	3.95	0.2413	3.93	0.2592	3.46	86.24	3
31 Motorlu kara ulaşım araçları (onarım dahil)	0.1570	4.45	0.1807	2.94	0.2472	3.30	57.47	9
32 Deniz ulaşım araçları (onarım dahil)	0.0542	1.54	0.1347	2.19	0.2173	2.90	300.69	
33 Demiryolları ulaşım araçları (onarım dahil)	0.0492	1.40	0.0767	1.25	0.1886	2.52	283.59	
34 Diğer taşıma araçları (onarım dahil)	0.1074	3.05	0.1644	2.67	0.1461	1.95	35.97	
35 Diğer imalat sanayi	0.0665	1.89	0.5085	8.27	0.3703	4.95	457.27	7
36 Elektrik, gaz ve su	0.0903	2.56	0.0353	0.57	0.1582	2.11	75.23	
37 İnşaat, ulaştırma, haberleşme, hizmetler	0.0392	1.11	0.0677	1.10	0.0769	1.03	95.96	
Toplam	3.5241	100	6.1465	100	7.4845	100	112.38	

Kaynak: DİE, 1979,1990 ve 1998 yılı girdi-çıkıtları tablolarından hesaplanmıştır.

yola çıkarak bu 10 sektörlerin ithalata bağımlılıklarında görülen gelişmeler **Tablo 1.6'**da 8. sütunda numaralandırılarak işaretlenmiştir.

Tablo 1.6'nın son satırından bulunan toplam satırından görülebileceği gibi, her sektörde 1 TL'lik bir ihracat artışı (toplam 37 sektörde 37 TL'lik bir ihracat artışı) 1979 yılında 3.5 TL'lik bir ithalata neden olurken 1990 yılında 6.1 ve 1998 yılında 7.4 TL'lik bir artışa neden olmaktadır. Bir başka deyişle 1979-1998 arası, ekonomide ihracatın ithalata bağımlılığı 37 sektörlük toplulaştırma ile % 112.38 artmıştır.

Tablo 1.6'nın 1., 3. ve 5. sütunları her sektör için ayrı ayrı 1 TL'lik ihracat artışının kaç TL'lik ithalat artışına neden olduğunu göstermektedir. Örneğin hazır giyim sektöründe 1 TL'lik ihracat artışı 1979 yılında 0.029 TL'lik bir ithalata neden olurken, 1990 yılında 0.14 ve 1998 yılında 0.22 TL'lik bir ithalata neden olmaktadır. **Tablo 1.6'**nın 7. sütunu 1979-1998 arasında sektörlerin ithalata bağımlılığındaki artış oranlarını vermektedir. Son satıra bakıldığında % 112.38 olarak bulunan ithalata bağımlılıktaki bu artış sektörel olarak incelendiğinde farklılıklar göstermektedir. İthalata bağımlılıklarda 1979 ve 1998 arasında görülen artışın sektörel incelenmesi hazır giyim sektöründe % 664.39; dokuma sektöründe % 235.68; makina sektöründe % 86; demir-çelik sektöründe % 110 oranında bir artışa işaret etmektedir.

Her sektörün ihracatının neden olduğu ithalatın toplam ithalat gereği içindeki payları seneler için 2., 4. ve 6. sütunlarda verilmektedir. Yine örnek olarak birinci ihracatçı sektör olan hazır giyim sektörüne bakıldığında, 1998 yılı için (sütun 6) ihracat artışının neden olduğu toplam ithalat artışı yüz kabul edildiğinde, hazır giyimin bunun içindeki payı 2.98'e yükseldiği görülmektedir. Bu oran dokuma için 2.8; makina 3.46; demir-çelik 4.84 olarak hesaplanmaktadır. Kimya-petrol ve ürünleri gibi ara sanayiler dışarıda bırakıldığında ihracatçı sektörlerin neden olduğu ithalatın oranları yüksek çıkmakta ve 1979'a göre yükselme göstermektedir.

Özetle, **Tablo 1.6** gerek ekonominin gerekse ihracatçı sektörlerin ithalata bağımlılığında artış olduğunu göstermektedir. Özellikle

1979-1990 yılları arasında kendini gösteren bu artış daha düşük bir hızla da olsa 1990-1998 arasında da devam etmektedir.

İthalat Ters Matrisinin İhracat Vektörü ile Çarpılması

Buraya kadar yapılan incelemeler ihracatın her sektör için bir birim artması durumunda ithalat gereklerinin ne olduğunun incelenmesine dayanıyordu. Bunun yanı sıra ithalat ters matrisini ilgili yıllarda gerçekleşmiş ihracat ile çarparak sektörlerin gerçekleştirdikleri ithalat gereklerini hesaplamak mümkündür. **Tablo 1.7**'nin 1. ve 3. sütunları sırasıyla 1979 yılı ve 1998 yılı toplam ihracat rakamlarını vermektedir. 2. ve 4. sütunlar ise ihracatın ithalat gereğini göstermektedir ve ilgili yılın ithalat ters matrisleri (37x37) ile ilgili yılın ihracat vektörünün (1x37) çarpılması sonucu hesaplanmıştır.

Tablo 1.7'nin son satırı incelendiğinde 1979 yılı ihracatının 102768 milyon TL olduğu, bu ihracatın neden olduğu ithalatın ise 5419 milyon TL olduğu görülmektedir. 5. sütunun son satırından görülebileceği gibi 1979 yılında bir TL'lik ihracat yapmak için 0.0053 TL'lik ithalat gerekmektedir. 1998 yılında ise toplam ihracat 13668801703 milyon TL'dir. Bunun neden olduğu ithalat ise 1 993640150 milyon TL olmaktadır. 6. Sütunun son satırından görülebileceği gibi, 1998 yılında, bir TL'lik ihracat yapabilmek için 0.146 TL'lik ithalat yapmak gerekmektedir.

Bu hesaplamalardan elde edilebilecek sonuca göre 1979 -1998 arası ihracatın ithalat gereği yüzde 176.60 artış göstermiştir. Benzeri artışları önemli ihracatçı sektörleri için de bulmak mümkündür. **Tablo 1.6**'dan da izlenebileceği gibi, gıda sektörleri, dokuma sektörü, taşta toprağa dayalı sanayi, makina sanayi bunların arasındadır. Bütün bu bulgular bize gerçekleşen ihracatların hem tüm sektörlerde hem de ihracatçı sektörlerde ithalata olan bağımlılıklarının çok yüksek oranlarda arttığını göstermektedir.

1.G. SONUÇ

Bütün bu incelemelerden anlaşılabileceği gibi, 2004 yılında, esas olarak dış borçlanma ile finanse edilen ciddi bir cari açık verilmiş ve te-

TABLO 1.7
1979 ve 1998 İhracatın İthalat Gereği

Sektörler	1979 Toplam İhracat Milyon TL 1	1979 İhracatın İthalat Gereği Milyon TL 2	1998 Toplam İhracat Milyon TL 3	1998 İhracatın İthalat Gereği Milyon TL 4	1979 İhracatın İthalat Gereği / İhracat 2/1 5	1998 İhracatın İthalat Gereği / İhracat 4/3 6
1 Tarım, hayvancılık, ormancılık, balıkçılık	13005	87	587648995	39782750	0.0067	0.0677
2 Maden, petrol	3019	1563	76080864	243042639	0.5176	3.1945
3 Mezbaha ürünleri	684	4	48752696	20255670	0.0056	0.4155
4 Sebze ve meyve işleme sanayi	5432	0	185585078	584145	0.0000	0.0031
5 Bitkisel ve hayvansal yağlar imali	1040	128	70298251	11137976	0.1233	0.1584
6 Şeker üretimi	23	0	20042548	31264	0.0003	0.0016
7 Ün ve unlu mamuller ve diğer besin maddeleri	11782	12	242117346	8176285	0.0010	0.0338
8 Alkollü içkiler	207	0	50919945	210467	0.0004	0.0041
9 Alkolsüz içkiler	2	0	42273524	15772	0.0000	0.0004
10 Tütün sanayi	4390	0	34726304	148675	0.0000	0.0043
11 Dokuma sanayi (çırçırılama dahil)	17807	125	984209605	288546486	0.0070	0.2932
12 Elbise, giyim eşyası ve dokumadan hazır eşya	3430	0	1401984282	5505956	0.0000	0.0039
13 Deri ve kürk ürünleri	25	0	72012333	22272456	0.0067	0.3093
14 Ayakkabı sanayi	126	0	100339097	1497091	0.0000	0.0149
15 Ağaç ve mantar ürünleri (mobilya hariç)	69	1	15049383	7214344	0.0083	0.4794
16 Ağaç mobilya ve mefruşat sanayi	21	0	100098482	611345	0.0000	0.0061
17 Kâğıt ve kâğıt ürünleri	152	67	35895543	41707992	0.4434	1.1619
18 Basım, yayım ve ciltçilik	25	0	23171148	2746541	0.0064	0.1185
19 Diğer petrol ve kömür ürünleri	138	793	210348481	54821564	5.7442	0.2606
20 Kimyasal gübreler imali	0	641	3395555	15072116	0.0000	4.4388
21 Diğer kimyasal maddeler imali	917	935	281737414	330136521	1.0192	1.1718
22 İlaç sanayi	133	17	28524304	6878288	0.1281	0.2411
23 Kauçuk ve kauçuk ürünleri	77	20	66989717	12342348	0.2598	0.1842
24 Plastik ürünleri	48	0	72646094	16407656	0.0074	0.2259
25 Cam ve camdan mamul eşya sanayi	1117	9	84955287	8049222	0.0078	0.0947
26 Çimento ve diğer taş toprağa dayalı sanayi	1453	34	118684201	13373510	0.0234	0.1127
27 Demir, çelik ana sanayi	1171	391	349613236	216452965	0.3338	0.6191
28 Diğer metal ana sanayi	485	86	81940229	165994951	0.1767	2.0258
29 Metal eşya sanayi	439	108	142751045	52882531	0.2472	0.3705
30 Makina (onarım dahil)	937	132	596726833	158288066	0.1409	0.2653
31 Motorlu kara ulaşım araçları (onarım dahil)	1272	197	212073459	53419681	0.1552	0.2519
32 Deniz ulaşım araçları (onarım dahil)	1	1	50575284	4859787	0.7716	0.0961
33 Demiryolları ulaşım araçları (onarım dahil)	4	11	393868	1421131	2.6346	3.6081
34 Diğer taşıma araçları (onarım dahil)	0	4	52832952	11258829	0.0000	0.2131
35 Diğer imalat sanayi	875	7	259801346	23064597	0.0083	0.0888
36 Elektrik, gaz ve su	163	46	3967619	6278650	0.2840	1.5825
37 İnşaat, ulaştırma, haberleşme, hizmetler	32299	1	6959639355	149149882	0.0000	0.0214
Toplam	102768	5419	13668801703	1993640150	0.0527	0.1459

* 1979 ve 1998 yılı ihracatı ilgili yılların girdi-çıkıtı tablolarından alınmıştır.

** 2. ve 4. Sütun ilgili yılın ithalat ters matrisi (R) ile ihracat vektörünün çarpımından elde edilmiştir.

Kaynak: DIE, 1979 ve 1998 yılı girdi-çıkıtı tablolarından hesaplanmıştır.

mel olarak ekonominin borçlanarak elde ettiği dış kaynak kullanımına dayalı bir yatırım artışı ve büyüme trendi yakalanabilmiştir.

Burada cevap verilmesi gereken soru bu gelişmelerden hangilerinin sürdürülebilir olarak kabul edilebileceğidir:

- Sürekli dış kaynak kullanımının sürdürülemez nitelikte olduğu söylenebilir. Eğer Türkiye ekonomisi, kısa-orta vadede, cari fazla verecek şekilde ithalatının üzerinde bir ihracat gerçekleştiremez ise yeniden dışarıdan kaynak kullanması tehlikeye girebilir. Cari açıkların izlediği devresel gelişim dış borçları ödemek için yeniden dış borç alma kısır döngüsüne dikkat çekmektedir. Bu gelişme Türkiye gibi birçok gelişmekte olan ülkede kendini göstermektedir. Cari fazla vermek, özellikle ithalatı azaltmak için TL'nin değer kaybetmesinin gerekli olması ekonomideki dengesizliği hep bıçak sırtında tutmaktadır;
- Sabit sermaye yatırımlarının 2004 yılında yakalamış olduğu ivmenin sürdürülebilir olup olmadığının cevabı ise yine dış kaynak bulunabilirliği noktasında tıkanmaktadır. Özel sektör imalat sanayiinin yatırımlarını sürdürebilmesi için özel sektör tasarruflarının özel sektör yatırımlarına yönlendirilebilmesi gerekliliği kamunun açığını ve tasarruf yatırım farkını kapamak için sürekli dış kaynak bulabilmesini gerektirmektedir;
- Kamu tasarruf-yatırım farkının kapatılmasının kamu yatırımlarının sürekli azaltılması azaltılması yolu ile düşürülmesinin uzun vadeli bir sosyo-ekonomik politika olarak değerlendirilmesi çok zordur;
- Özel sektörün kaynak bulabilirliğinin yanı sıra, yatırımlarını kârlı kılan olumlu konjontürün bağlı olduğu iki temel faktör vardır: Verimlilik artışına rağmen düşük ücret ve girdi maliyetlerini ucuzlatan değerli TL. Bu iki faktörün kalıcı oldukları ise tartışmalıdır.

“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 tümenden değiştiren

(*) 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 iftayıeci 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 konu.

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 ulaşıp ulaşılamayacağı tartışmasına yer verilmektedir. Tartışma, ekonomik kategorilere ve alt sektörlerlere göre dış ticaret, reel döviz kuru ve büyümenin gerçekleşme ve hedeflerine yöneliktir.

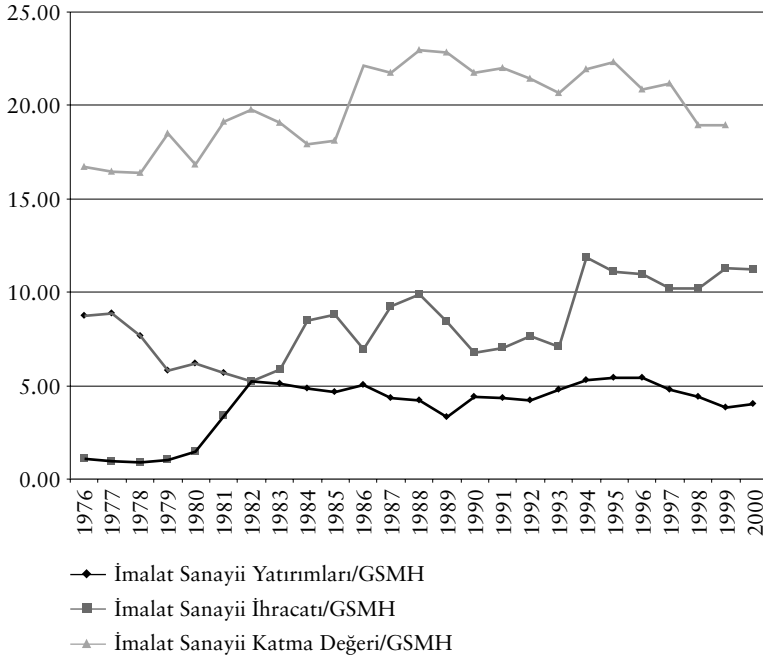
2.B. VERİLERİN GÖSTERDİĞİ

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 sektörler 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 başvuru olan temel iki ayırım bu şekilde yapılmaktadır. Yatırımların sektörler arasındaki dağılımı ve dağılımı etkileyen faktörlerin incelenmesi için bu kitabın 6 ve 10. maddelerine 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 dış 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 Portföy 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 Uluslar.rez. (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 mev.d./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 M2Y\$ (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 Mex.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 KKBG/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.bonusu/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 mali ihr./Topl.ihr.										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.mali ihr./Toplam ihr.										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 mali 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 mali 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 dövkuru 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. bonusu 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	-2.06	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 göre.

Satır 25 = Ticarete konu olan (tarım, imalat madencilik ve turizm) özel kesim yatırımlarının toplam özel kesim yatırımları içindeki payı.

M2Y\$= 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.

ından olan devalüasyonların yatırım mallarının görelî 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 görelî 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 spekülâtif 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 spekülâtif 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 değeri düşmesi, 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 spekülâtif sermaye girişi, yerli paranın yabancı paralar karşısında değeri kazanmasına yol açarak ihracat ürünlerinin dış fiyatlarının artmasına ve ithalatın ucuzlamasına neden olmaktadır. Bu olgu spekülâtif 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 ithalatının ucuzlaması nedeniyle yatırımlardan uzaklaşma eğilimi ortaya çıkmaktadır. Ticarete konu olmayan sektörlerde ise, uluslararası rekabetin olmaması nedeniyle, ucuzlayan ithalat yatırımlarının maliyetini düşürücü etki yaparak yatırımları teşvik etmektedir.

Faiz Oranının Yükselmesi

Spekülâtif 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 sektörlerle yönelmektedir (Yentürk, 1998 ve bu kitabın 10. makalesi).

Aşırı spekülâtif 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 ayrılmadığı 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, spekülâtif yatırımlara yönelmiş olmasıdır. Sadece kısa dönemli kazançlara yönelik oldukları için, spekülâtif 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 dönüşmemiş, 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 spekülâtif 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 sektörlerle göre farklılık göstermektedir.

Finansal sermaye akımlarının yatırımlar üzerinde görülen bu etkisi daha derinlemesine incelendiğinde Türkiye'ye hızla ve artarak giren kısa dönemli spekülâtif 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 spekülâtif 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 spekülâtif 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 sektörlerle 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 spekülâtif 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 spekülâtif 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 popülerite hesaplarına dayalı ve krizle sonuçlanacağı aşıkâr bir genişleme ve içe dönük büyüme dönemi yaşanmıştır (Yentürk, 1999 ve kitabın 4. ve 5. makalesi). Bir başka deyişle, reel yatırımlardan uzaklaşılân, dışa dönük büyüme yerine içe dönük bir büyümeyi ve ticarete konu olmayan sektörlerle 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 spekülasyon 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 getirisi⁷ 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 yatırıma 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 geçirilmeye 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 Çapa⁸

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 başvurulmuş 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 atılmaması, hedeflerin iktisadi ve siyasi gerçekçilikten uzak olduğunu göstermektedir. On yıllar boyunca temel fonksiyonu rant üretmek ve rant dağıtmak ve buna bağlı olarak siyasi popülerite 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 doğrudur. 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 görelî 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 sürer çok hızlı giden bir geminin tek bir çapa ile durdurulmasının mümkün olmayacağı beklenmeliydi. Bu nedenle programda bir tek nominal çapa kullanılmasının, örneğin diğer önemli görelî 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 girişi 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 artıracıydı. 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 kırılğan 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 gözlemlendiği 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 özendiren önlemler almayı başarmış ülkelerdendir (Park ve Song, 1997).

Özetle, 2000 yılının başında uygulamaya konulan programın reel sektörün uluslararası rekabet gücüne bir katkısı olmadığı gibi, değerlendirilen 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 ithalatla 49.9 milyar dolar; 2003 yılı içinse ihracatta 39.3 milyar dolar ve ithalatla 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 ithalatla 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 sektörlerde 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 sektörlerle oranla hızlı arttığı gösterilmektedir. İhracatçı sektörlerle 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:

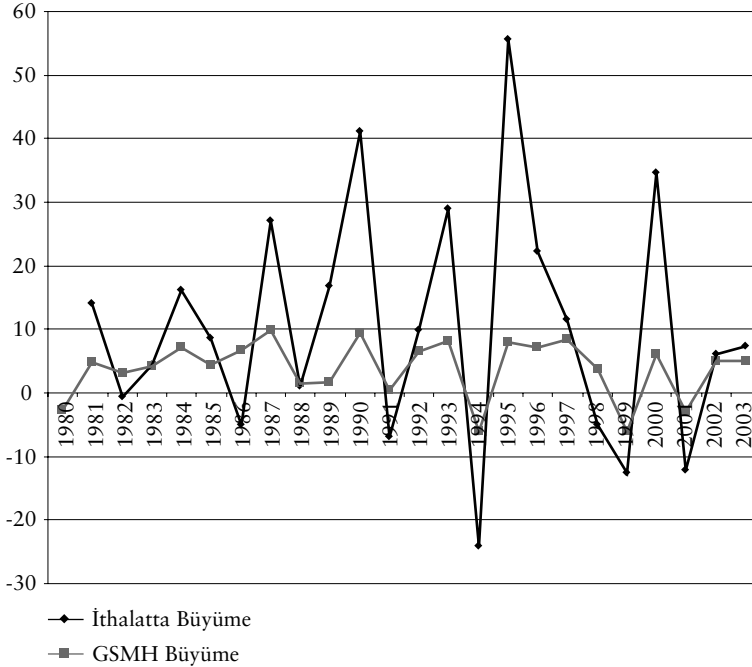
Bu programda, devalüasyonların ihracat fiyatını düşürücü etkisi kadar ithalat/girdi maliyetini yükseltmesi nedeniyle, ihracat artışı için ücretlerin düşürülmesi ve iç talebin kısılmasına anahtar rol yüklenmektedir. Bu ise toplumsal açıdan uzun-orta vadede sürdürülebilir bir politika değildir. Hızla, 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 söz konusu 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 ithalatla % 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



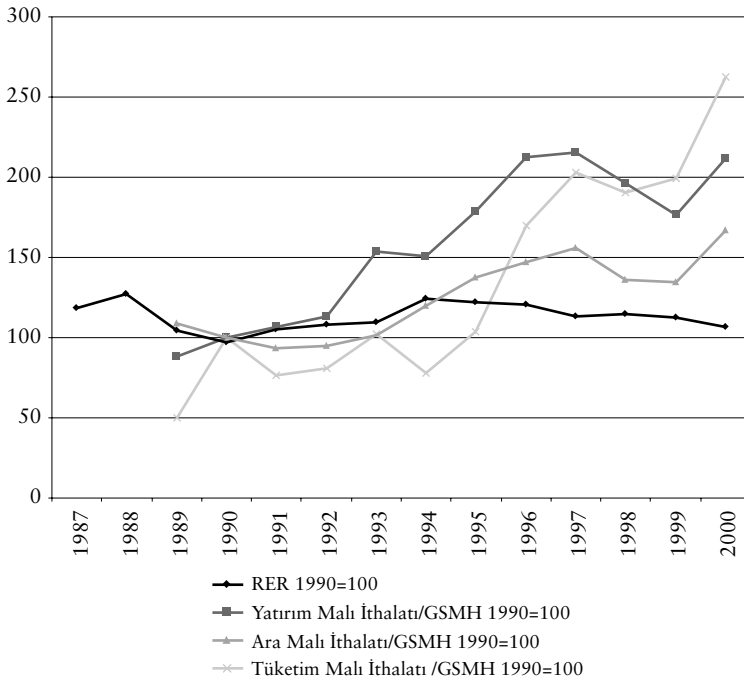
Kaynak: TCMB, EVDS; 2001-2003 GEGP tahmini.

¹⁰ Nitekim, 2002 yılında büyümede sağlanan %7.6 lık oran ithalatla % 24'lük bir ithalata neden olmuştur.

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

İncelemenin ekonomik 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

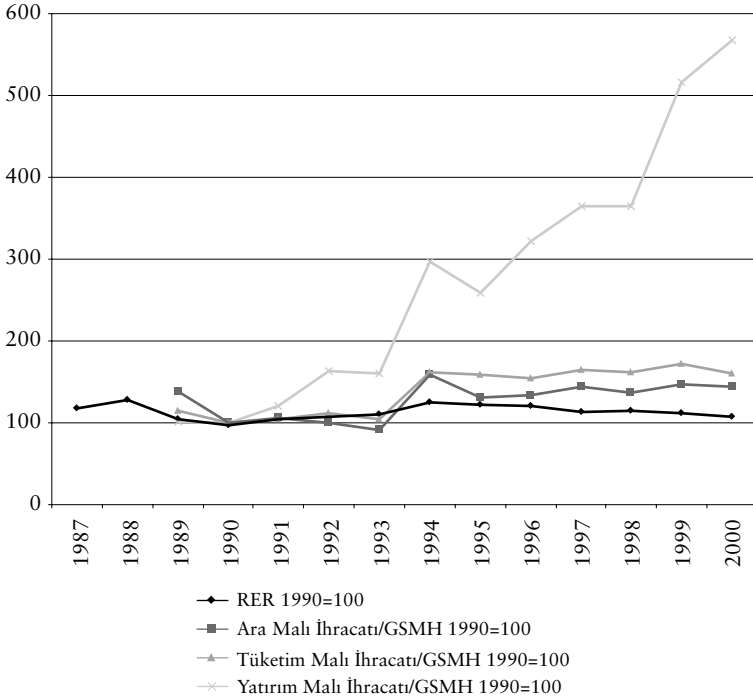
GRAFİK 2.3
Ekonomik Kategorilerine Göre İthalat Payları ve Reel Döviz Kuru (RER)



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 İhracat Payları ve Reel Döviz Kuru (RER)



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

İthalattan 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 değerlendirilmesinin devam ettiği 1995-2000 döneminde ithalat önce her üç kategoride de hızla artmış, ancak değerlendirilmesinin devam ettiği 1998-1999 döneminde, ekonomik daralma nedeniyle azalma göstermiştir. Ekonomik daralma yaşanan 1998-1999 döneminde ithalatındaki daralmanın en sınırlı olduğu kategori yine tüketim malı ithalatıdır.

İncelemeyi derinleştirebilmek amacıyla, **Tablo 2.3**'te, kategoriler itibariyle ihracattaki, ithalatındaki 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 değerlendirilme 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.

İhracatın 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 üretilmeyen 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 makineler, 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 sektörler 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 satması¹³ 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 satışın gerçekleştiği, 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	6243	252	24.78	3.06
Dokumacılık ürünleri	3706	2136	1.74	7.64
Demir ve çelik	1865	2422	0.77	-5.56
Meyva, sebze ve mamulleri	1817	193	9.41	8.43
Otomotiv sanayi ürünleri	1531	5854	0.26	33.58
Elektrikli makina ve cihazlar	1104	1850	0.60	22.80
Diğer ulaşım araçları	1094	1701	0.64	2.28
Büro makineleri ve haberleşme cihazları	1019	5543	0.18	2.22
Diğer elektriksiz makineler	844	4905	0.17	13.45
Diğer kimyasallar (plastik ve eczacılık dışı)	796	4198	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 itibarıyla uygulanan politikaların reel sektöre yönelik yatırım kararlarını nasıl olumsuz etkilediği tar-

tışlmıştır. 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 öğretmenin kötü muamelesine maruz kalacak, bilgi ve teknolojisi yeterli değilse, ucuz emek ile mal üreterek ihraç edecektir.

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

3.A. GİRİŞ

1 990'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 AS-SA 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 başvurulmuş 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 değerlendirildiğini ortaya koymaktadır (Hamman, 2001; UNCTAD, 2001). Kaminsky vd. (1998) inceledikleri ampirik çalışmalardan 14'ünde yerli paranın değerlendirilmesinin 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 yaklaşmamasıdır. Yerli paranın reel olarak aşırı değerlendirilmesi 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 açığı artışı ile birleştiğinde bir devalüasyon beklentisini körüklemektedir (Calvo ve Veigh, 1999). Özellikle finansal kesimin kırılmalık taşıdığı ölkelerde, 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 ihtiyaının 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  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 zelleştirme gelirlerinin 7.6 milyar dolar civarında olacağının saptanmasıdır. Bu miktarın 4.5 milyar doları telekom ve enerji sektöründeki zelleştirilmelerden beklenmektedir ki, bu gelirlerin tümüyle btye 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 i varlık stoku ile ilgilidir. Programa göre Merkez Bankası net i varlık stoku, 1999 Aralık ayı düzeyinde sabit tutulacak ve üç aylık dönem sonunda para tabanının % 5 alt ve üst sınırları içinde kalacaktır. Bu

çerçeve, 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 analiz olmadığı, birçok gelişmekte olan ÷lkeye önerilen standart kalıbın programın omurgasını oluşturduğu söylenebilir.¹

Nominal apa

Yukarıda belirtildiği ve birçok gelişmekte olan ÷lke örneğinde gör÷ldüğü gibi döviz kurunun nominal çapa olarak kullanılmasının yerli paranın değerlenmesi sürecini doğuracağı, bundan dolayı da dış ticaret açığıнын artacağı beklenir ki, Türkiye’de bu yaşanmıştır. Diğer yandan kur çapası uygulamasından hemen önce görelı 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, örneğın diğer önemli görelı 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, ÷lkeye 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 ı-

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 artıracıydı. 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 ÷lkede, 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 değeri lenmesinin yarattığı olumsuz etkiyi telafi edecek bir yatırım ve ihracat artışı reel sektörde ortaya çıkmamıştır. Tüketim artışı, kur çapası uygulayan birçok başka gelişmekte olan ÷lkede gözleendiği gibi, kendisini tüketim malı ithalatında bir patlama olarak göstermiş ve dış ticaret açığını yükseltici etki yapmıştır (Ersel, 2000, Özataı, 2000). Diğer yandansa talep enflasyonu körüklenmiş ve bu da fiyatlardaki artışın saptanan döviz kurunun üzerinde seyretmesine yol açarak TL'nin daha çok değeri lenmesine 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 artırılabilceği 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 itibarıyla 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 reformların² hiçbirinin yapılmadığı bilinmektedir. Programın üzerine kurulmuş olduğu bu yapısal reformların belirtilen tarihlerin üzerinden aylar geçmesine rağmen gerçekleştirilememiş olması programın hedeflerine ulaşabileceğı 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 çözebileceğı 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 değerlendirme 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 vermemiş 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 dövizli 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 aşılabilmektedir. 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, diğeri önemli yapısal reformların sarsaklanması, siyasi iktidarın bu konudaki kararsızlıkları ile birlikte cari açığın çok büyümesi ve tüketimin çok artması Kasım 2000’de programın sürdürülemeyeceğı 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, diğeri 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 spekülâtif 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 nitelediğı bu gelişmeler karşısında, 4 Aralık 2000’de, hükümete programdan vazgeçilmesi için talepte bulunmuştur. Bunun nedeni IMF’nin döviz atağı olduğuna ilişkin rezervlerin tükenebileceğı 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 satmama 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 sarsaklanmış 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 ölkelerde bu olgu yaşanmıştır.

Programda öngörölen 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) ıkıldığında, 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 ölkelerde görölen tüm sorunlar kendini göstermiştir. Bunun başında döviz kurunun reel olarak değerklenmesi gelmektedir. Buna, hızla düşen faiz oranları ile birlikte ciddi bir tüketim patlaması ve yüksek cari açık eklenmiştir. Bu gelişme, programın başında zaten değerkli olan TL’nin düzeltici bir devalüasyona tabi tutulmamış olmasının bir hata olduğunu akla getirmektedir. Halbuki TL’nin 1999 sonunda aşırı değerkli olduğu hem yöneticiler hem de IMF uzmanları tarafından biliniyordu.

Diğer önemli bir hata yüksek tüketim eğilimi olan bir ekonomide değerkli döviz kuru ve düşük faiz oranının programın sürdürölmesini engelleyecek biçimde sonuç vereceğinin dikkate alınmamış olmasıydı. Böyle bir tüketim kalıbının olduğu bir ölkeye, tüketim eğiliminin artma riskinin yüksek olduğu bir programın uyup uymayacağına düşünölmediğı görölmektedir. Bu hata özellikle standart gözlük ile değerişik 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 belirtildiğı gibi, programdaki para politikası parasal tabandaki genişlemeyi net dış varlıklara dayandırmakta, net iç varlıklara ise üst limit konulmaktadır. Bu şekilde parasal taban tümöyle 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 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.

Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişimi ve Türkiye Ekonomisinin Krizleri Üzerindeki Etkisinin Modellemesi

NURHAN YENTÜRK - AHMET ÇİMENÖĞLU

4.A. GİRİŞ

1990'lı yıllarda, gelişmekte olan ülkelerden birçoğu oldukça ciddi ekonomik ve mali krizlerle karşı karşıya kalmıştır. Söz konusu 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, söz konusu 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 getiriye 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 küresel 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 küreselleşmenin gelişmekte olan ülkeler için bir araç olarak değil, bir amaç olarak görülmesi, bunun nihai amaç olması gereken sürdürülebilir kalkınma stratejileri üretilmesini engellemesi ve küreselleşmenin 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. Neo-klasik yaklaşım finansal piyasaların etkin çalıştığını, tasarrufların küresel ölçekte dağıldığını ve yatırımların getiri oran-

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

larının eşitlendiğini kabul etmektedir. Aslında, finansal piyasalar hem küresel tasarruf ve yatırımdan bağımsız çalışanlar hem de piyasaların çalışması etkin değildir. Ayrıca, gelişmekte olan ülkelere sermaye akışının artması faiz oranlarını düşürmez ve ülkeler arası yatırım oranlarının yakınsaması söz konusu 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 dönemi 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 spekülâtif hareketlerinden etkilenmesidir (Akyüz, 1991). Spekülâtif 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 spekülâtif sermaye girişiyle ilişkilidir. Yüksek spekülâtif 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 başvurulmuş 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 açığındaki 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 rantiyeye 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 değerlendirilmesi 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 sektörlerde 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 yaşanan krizlerde gözlenen ani ve çok büyük miktarda 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	143.10	194.00	354.40	358.70	283.70	246.20	299.30
Net uzun vadeli akımlar	123.00	155.80	311.20	342.60	334.90	264.50	295.80
Net kısa vadeli akımlar	20.10	38.20	43.20	16.20	-51.20	-18.30	3.50
Fonların kullanımı	143.10	194.00	354.40	358.70	283.70	246.20	299.30
Cari işlemler açıkları	76.50	85.00	114.50	101.30	46.10	-26.80	-60.30
Rezerv değişimleri	49.70	16.00	89.60	29.10	49.00	26.20	53.00
Sermaye çıkışı, net hata noksan	16.90	93.10	150.30	228.30	188.50	246.90	306.60

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, spekülâtif 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)	152.20	151.70	160.30	181.20	129.90	171.50
	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)	184.00	192.80	204.50	186.10	201.70	146.10

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 karşılaştırılabilir 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.

Söz konusu 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-

zasyonları 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 değerlendirilmesi yatırımların ticarete konu olmayan sektörlerle 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 modellenmiştir. **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 spekülasyon 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 ($--\rightarrow$) faiz oranının üzerinde artış etkisi yaratan süreçleri; kanal 2b noktalı çizgiler ile ($\rightarrow$) 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 ($\cdots\rightarrow$) 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.

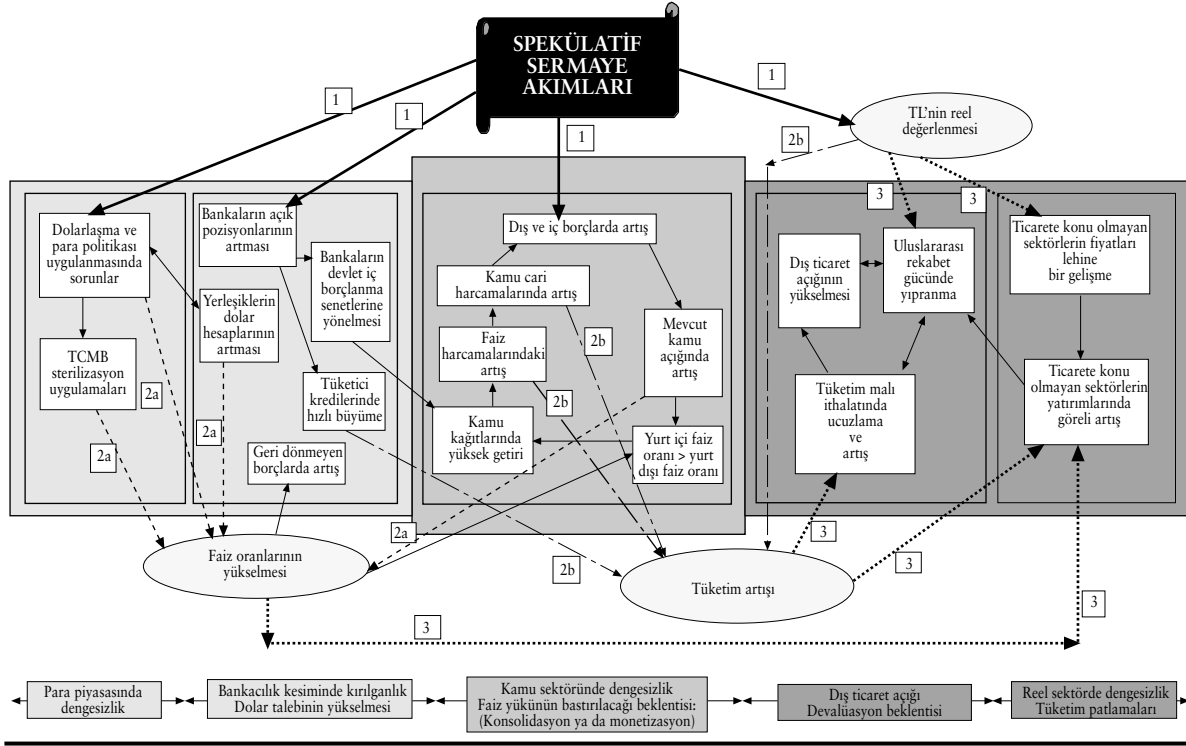
4.D. MODELİN SINANMASI

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 itibarıyla tahmin edilmiştir. Denklem ve kullanılan değişkenlerin tanımları aşağıdadır:

DENKLEM 1

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

$\text{dlog}(\text{ROTUK},0,4)$	: Bir yıl öncenin aynı dönemine göre logaritmik fark olarak 1987 fiyatlarıyla özel nihai tüketim harcamaları,
$\text{dlog}(\text{RHARGER},0,4)$	: Bir yıl öncenin aynı dönemine göre logaritmik fark olarak 1987 fiyatlarıyla harcanabilir yurtiçi gelir
$\text{dlog}(\text{RKAMUHAR},0,4)$	: 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. Endeksteeki 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 $\text{dlog}(\text{ROTUK},0,4)$

Değişken	Katsayı	Standart hata	t-istatistiği	Olasılık
Sabit	0.006	0.006	0.909	0.368
$\text{dlog}(\text{RHARGER})$	0.320	0.074	4.337	0.000
$\text{dlog}(\text{RKAMUHAR})$	0.055	0.021	2.615	0.012
RER	-0.002	0.000	-4.185	0.000
$\text{dlog}(\text{ROTUK}(-1),0,4)$	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 şekilde 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 nedeniyle 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

$$d\log(\text{ROTUKDAY},0,4)=\beta_0+\beta_1d\log(\text{RTUKKREDI},0,4)+\beta_2\text{RER}+\varepsilon_t$$

$d\log(\text{ROTUKDAY},0,4)$	: Bir yıl öncenin aynı dönemine göre logaritmik fark olarak 1987 fiyatlarıyla özel dayanıklı nihai tüketim harcamaları,
$d\log(\text{RTUKKREDI},0,4)$	: 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. Endeksteeki 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 Dayanlı Tüketim Mali 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. Denklemden açıklayıcı değişken olarak yer alan diğer değişken reel döviz kuru ise, bir önceki denklemden 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 itibarıyla 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 uygulamadaki 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 imkânsızlaştıracığı 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 $NSERH \Rightarrow ROTUKGR \Rightarrow ROYATGR$ olarak belirlenmiştir. Dürtüye tepki fonksiyonlarının etrafındaki iki standart sapmalılık güven bandı, Monte Carlo simulasyon tekniği kullanılarak hesaplanmıştır.

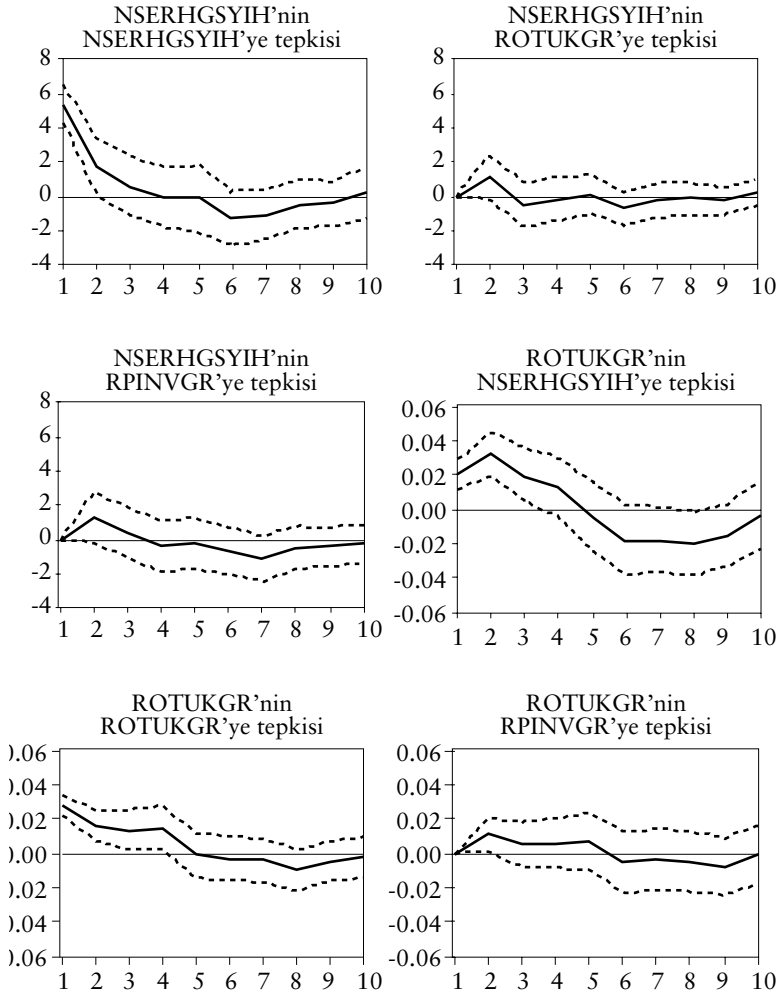
Grafik 4.2'den de izlenebileceği gibi, net sermaye akımlarındaki artışların reel özel tüketim harcamaları üzerinde üç, reel özel yatı-

TABLO 4.5
Granger Nedensellik Sınamaları

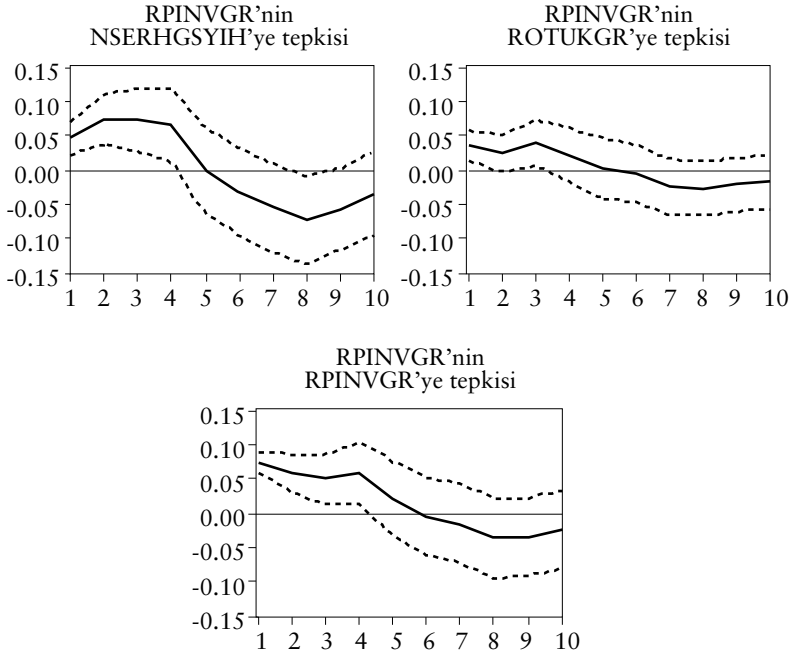
Sıfır hipotezi	Gözlem	F-istatistiği	Olasılık
ROTUKGR, NSERHGSYİH'nin Granger nedeni değildir	52	0.984	0.426
NSERHGSYİH, ROTUKGR'nin Granger nedeni değildir		3.220	0.021
ROYATGR, NSERHGSYİH'nin Granger nedeni değildir	52	0.778	0.546
NSERHGSYİH, ROYATGR'nin Granger nedeni değildir		4.364	0.005
ROYATGR, 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 tetikleyip gözükmemektedir. 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
Bir Standart Sapmalı Şoklara
Değişkenlerin Vermiş Oldukları Tepkiler



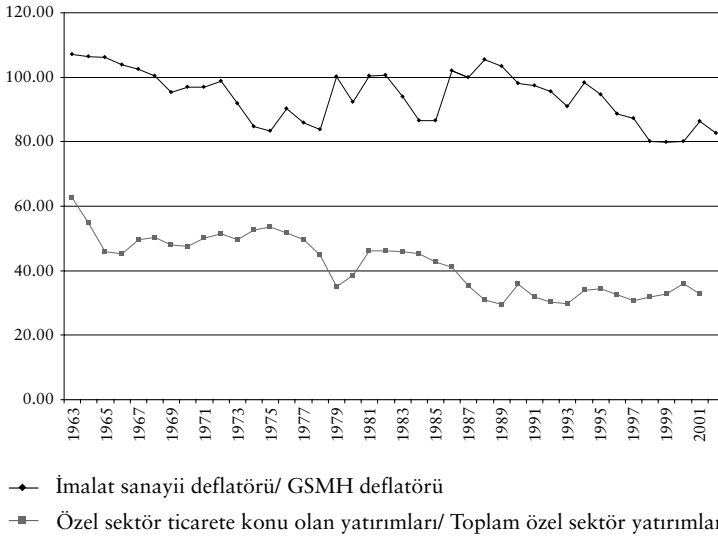
GRAFİK 4.2
 Bir Standart Sapmalı Şoklara
 Değişkenlerin Vermiş Oldukları Tepkiler



Bundan sonraki adım ise, yerli paranın reel değerlenmesinin ve artan tüketim harcamalarının yurtiçi görelî fiyatlar üzerindeki etkisinin araştırılmasıdır. Dış ticarete açık bir ekonomide, ticarete konu olan sektörlerdeki fiyatlama, dış âlemdeki benzer ürünlerin fiyatlarından (döviz kurları ile düzeltilmiş bir şekilde) çok da farklı olması beklenmez. Ticarete konu olan bir malda yurtiçi fiyatların yurtdışı fiyatlardan yüksek olması durumunda, söz konusu mal, ithalat yoluyla daha ucuz yabancı malla ikame edilebileceğinden, üreticiler fiyatlamalarını yaparken dış fiyatları ve döviz kurlarını da dikkate almak durumundadırlar.

Ticarete konu olmayan, yani yurtdışı denkleleriyle 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 sektörlerle kıyasla daha yüksek fiyat ayarlamaları yapabilmektedirler. İşte bu durum, yurtiçi görelî fiyatların ticarete konu olmayan mallar lehine değişmesi anlamına gelmektedir.⁴ **Grafik 4.3**'te ticarete konu olan sektörlerin görelî fiyatları ve görelî yatırımları görülmektedir. Ticarete konu

GRAFİK 4.3
Ticarete Konu Olan Sektörlerin Görelî Fiyat ve Yatırımları



Kaynak: TCMB, EVDS.

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

olan sektörlerin görelî fiyatları olarak imalat sanayi deflatörü/ GSMH deflatörü, özel sektör ticarete konu olan sektörlerin görelî 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 görelî 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 Pan-gestu, 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. Söz konusu 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 görelî gelişimini, DİE’nin 1994 bazlı Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) kullanılarak hesaplanması daha doğru olacaktır (Çimenoglu, 2002). Ancak söz konusu indeks ile üretilen görelî 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

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

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 söz konusu 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 spekülasyon 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 portföy 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 spekülasyon 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. Denklemden 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 göreceli fiyatların ticarete konu olmayan sektörler lehine gelişmesidir. Bu durum, yatırımların da bu sektörlerle 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 spekülasyon 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(RTUKKREDİ,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

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

5.A. GİRİŞ

1 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 spekülasyon sermaye girişlerine maruz kalmıştır. Pek çok Latin Amerika ülkesinde olduğu gibi Türkiye'de de, 1990'lardaki yeni sermaye girişleri portföy yatırımları ve kısa dönemli sermaye girişleri şeklinde gerçekleşmiştir. 1987'de 1.9 milyar dolar olan sermaye hesabı fazlası, 1993'de 8.9 milyar dolara çıkmıştır. 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 çıkarak yeni bir finansal krizin de sinyali vermiştir. Yeldan (1996) 1991-1995 yılları arasındaki ortalama brüt spekülasyon 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, portföy 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 söz konusu değilse, bu giriş cari açığı finanse etmek için kullanılmaktadır. Başka bir deyişle, sermaye girişlerindeki artış döviz bulunabilirliğinin, açıkların finansmanına imkân vermesi ve döviz kurunun değerlendirilmesini teşvik etmesinden dolayı cari açıkları artırmaktadır (French-Davis vd., 1994). Yerli paranın değerlendirilmesi 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 ardından 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 spekülasyon faaliyetleridir. Spekülasyon 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 spekülasyon 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 görece fiyatlarda ticarete konu olmayan sektörler lehine bir değişime neden olduğu da dikkate alındığında, aşırı sermaye girişlerinin olduğu ülkelerde, bu sektörlerle 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 sektörlerle bir kaynak transferi yapılması gerekli hale gelebilir (Calvo, 1994).

d) Kamu Dengesi Üzerindeki Etkileri

Dış borçların büyük bölümü kamu sektörüne ait olduğundan, dış borçlarda spekülasyon 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 karşılaşmaktadır (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 spekülasyon sermaye girişiyle bir araya geldiğinde, ekonomide yabancı paraların önemini artırarak yabancı para

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

Spekülâtif 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 finansmanına yönlendirilecek ve bu da döviz kurunun değerlenmesi yönünde bir baskı yaratacaktır. Bu nedenle spekülâtif sermaye girişlerinin tümüyle cari açığın finansmanına yönelmesini 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 yansımaları 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 spekülâtif 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 sürdürdüğünden, 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 spekülâtif şişkinlikler piyasaya sürülen kâğıtların faiz oranını artırmakta ve iç ve dış faiz oranları arasında daha büyük bir marj yaratmaktadır. Çünkü parasal taban ve cari açık-taki 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 spekülâtif 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 portföy yatırımlarında bir sıçramayla karşılaşmıştır. 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 değerlendirilmesi 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 spekülâtif 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 görece 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 sektörlerle 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 sektörlerle 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 (Altınkemmer 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 kanallize 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 oluşturmalarıdır. 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 değerlendirilmesinde, 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 oynadı-

7 Sachs vd. (1996) geliştirmekte 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 düzeltilenmemiş, bazı göstergeler derhal kriz öncesi istenmeyen durumlara geri dönmüştür. 1996 yılındaki göstergelerin neredeyse tümünün yeniden 1994 öncesi koşullara dönmüş olması, aklı 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 (Kepe- nek 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 neden-lerden dolayı 1989 sonrasında bu erozyonun “düzeltilmesi” kaçınıl- maz 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 ara- sında üretilen katma değerde girdi maliyetlerinin payı yükselirken, ü- cretlerin payı düşmüş ve mark-up oranları neredeyse sabit kalmıştır. 1989 sonrasında ise ücretlerdeki patlama büyük ölçüde girdi maliyet- lerindeki düşüşle telafi edildiğinden, imalat sanayiindeki mark-up ora- nı yükselmiştir. Mark-up oranında yükseliş eğilimi olan alt sektörler- de, ücretlerle girdi maliyetleri arasında farklı yönde bir ilişki bulun- maktadır. Başka bir deyişle, ücretler ve girdi maliyetleri arasında bir değişim (trade-off) sözkonusudur (Yentürk, 1995).

İmalat sanayilerinde girdi maliyetini reel döviz kuru belirlemek- tedir. 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 girişle- ri yerli paranın değerlendirilmesi için varolan tek olasılıktır.

Sonuçta, Türkiye’de, sermaye girişlerinin ülke içi bölüşüm üze- rindeki etkisi farklı olmuştur. İlk etkisi, faiz gelirlerindeki dramatik yükseliş ve finansal vergilerdeki düşüşünün de katkısıyla GSMH için- de 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’dan Ba1’e indirmiştir. Bu olaydan kısa bir süre sonra, Standard and Poor’s Türkiye’nin kredi notunu BBB’dan 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 aldığı anda, 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 spekülative 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 para-ya 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 politikadaki 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?

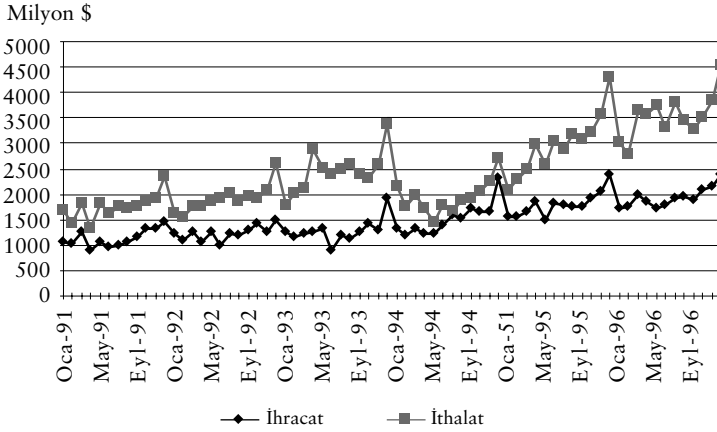
Mayıs 1994 sonrası dönemin analizi, 5 Nisan istikrar paketinin ödemeler dengesi, uluslararası rezervler, reel döviz kuru, para piyasası dengeleri, kamu harcamaları ve faiz oranları üzerindeki etkilerinin geçici ve sınırlı olduğunu göstermektedir.

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 aç-

GRAFİK 5.1
1994 Krizi Öncesi ve Sonrası Aylık Ekonomik Göstergeler



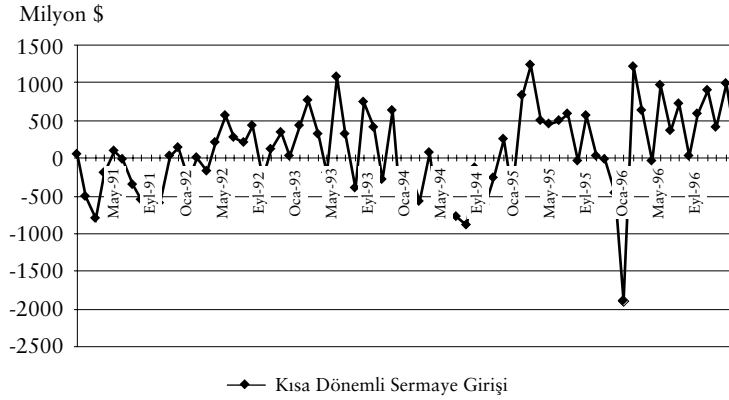
Kaynak: DPT, Temel Ekonomik Göstergeler, 1997; TCMB, 3 Aylık ve Aylık Bülten, çeşitli sayılar

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.

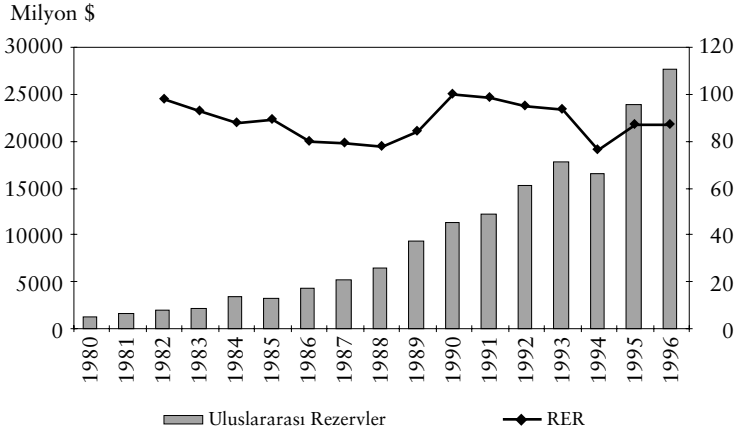
Krizin sonrasında bile hükümet spekülasyon sermaye artışlarını sınırlayamamıştır. Bunun nedeni, istikrar paketinde uzun dönemli ve sürdürülebilir gelirler toplamak amacıyla gerekli önlemlerin bulunma-

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.

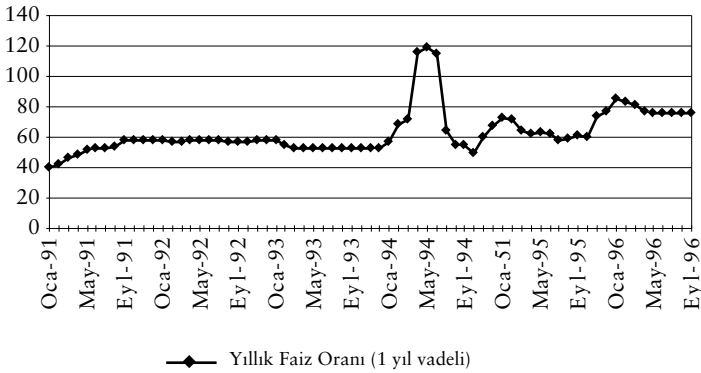
Kaynak: DPT, Temel Ekonomik Göstergeler, 1997; TCMB, 3 Aylık ve Aylık Bülten, çeşitli sayılar

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.

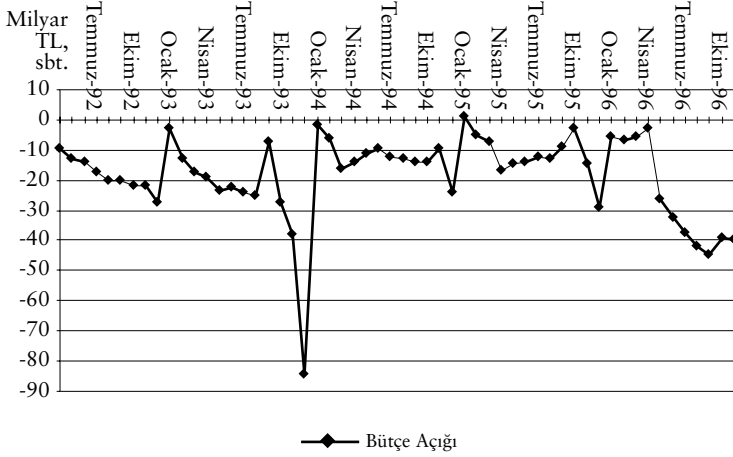
5 Nisan istikrar paketinde, 1995 yılı için ek bir refah vergisi uygulamaya konulmuştur. Bu vergi sonucunda 1995 yılında geçici bir gelir artışı yaşanmıştır. Bununla birlikte, güçsüz koalisyon hükümeti gerekli vergi reformlarını gerçekleştirememiştir. **Grafik 5.5**'te bütçe açığın-

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

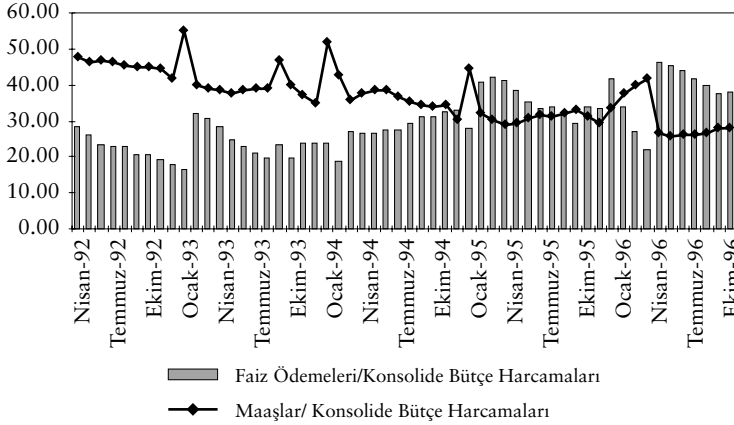
da 1995 yılı boyunca kaydedilen düşüşün yanı sıra, Ağustos 1996 sonrasında kriz öncesi dönemdekine benzer artış görülmektedir.

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 öngörülme 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

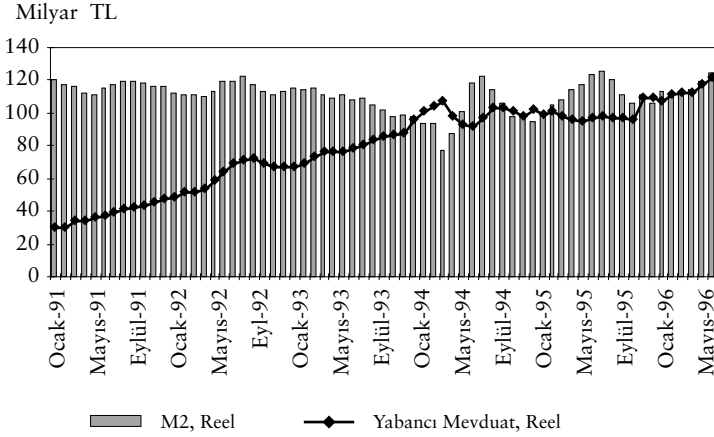


Kaynak: DPT, Temel Ekonomik Göstergeler, 1997; TCMB, 3 Aylık ve Aylık Bülten, çeşitli sayılar

sındaki yüksek ikame eğilimi, 1995’de durulmuştur. 1996 yılında ise ekonomide dolarizasyonla yeniden karşılaşmıştır (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.

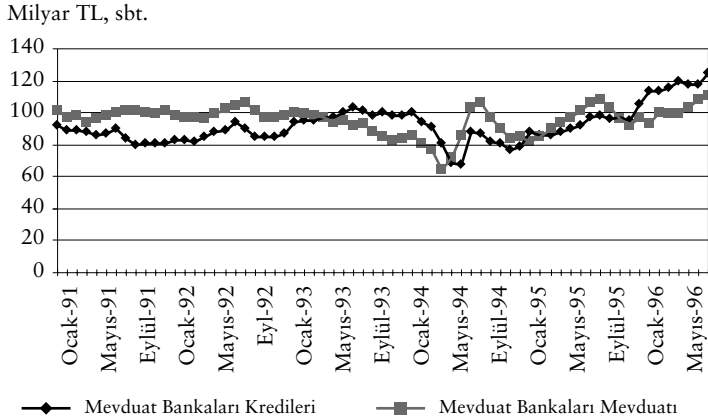
Kriz öncesinde ortaya çıkan ve kriz sonrasında tekrarlanan başka bir ilginç gelişme de kredilerdeki genişlemedir. Grafik 5.8’de 1993 yılında bankaların, açık pozisyonları nedeniyle, kredi stoklarının toplam mevduatlarından daha yüksek olduğu görülebilir. Kriz sonrasında, mevduatların kredi stokunun üzerinde olduğu normal duruma geri dönmüştür. 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 değerlendirilmesinde, 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, spekülâtif 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 değerlendirilmesi it-hal 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 spekülasyon sermaye girişlerinin yarattığı tehlike ortaya çıkmaktadır. Türkiye örneği, dünyada iyice entegre olmuş finansal piyasaların bulunduğu bir ortamda popülerite 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 değerlendirilmesi, 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 sinyali vermektedir.

1996'nın birinci yarısından sonra ortaya çıkan siyasi istikrarsızlıkların etkisi de unutulmamalıdır: Güçsüz Refahiyol 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

Finansal Sermaye Akımlarının Yatırımlar Üzerindeki Etkileri*

6.A. GİRİŞ

Neo-klasik 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. Küresel 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).

Neo-klasik yaklaşımı eleştirenlere göre, bu görüş iki temel varsayımdan yola çıkmaktadır. Bunlardan birincisi finansal pazarların etkin çalıştığına 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; Ak-yüz, 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 söz konusu 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, neo-klasik beklentinin tersine, birçok gelişmekte olan ülkede faiz oranının düşmemesinin en önemli nedeni, bu akımların gelişmekte olan ülkelere reel yatırımlara yönelmemiş olması, daha çok spekülasyon yatırımlarına yönelmiş olmasıdır. Sadece kısa dönemli kazançlara yönelik oldukları için, spekülasyon sermaye girişi reel yatırımlara dönüşmemekte ve yatırımların getirisinin azalması yönünde bir gelişme ortaya çıkmamaktadır (UNCTAD, 1992). Bu nedenlerle, sermaye hareketlerini serbestleştiren gelişmekte olan ülkelere, 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 yattığı borç yükü nedeniyle, faiz oranı yükselmektedir.

Neo-klasik 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 görelî 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 söz konusu 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 spekülative sermayeye sağlanan arbitraj olanaklarının neden olduğu spekülative sermaye girişi yeniden yüksek faizle borçlanma ve döviz kurunda değerklenmeye 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 ülkelere önemli oranlarda sermaye kaçıışı 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 ülkelere 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 görelî 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 sektörlerle 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 görelî 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 başvurulacak 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. French-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 denkleminde 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, Kostarika, 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 sınoyan 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 ise 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 olduğunu 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 denklemlerle 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-

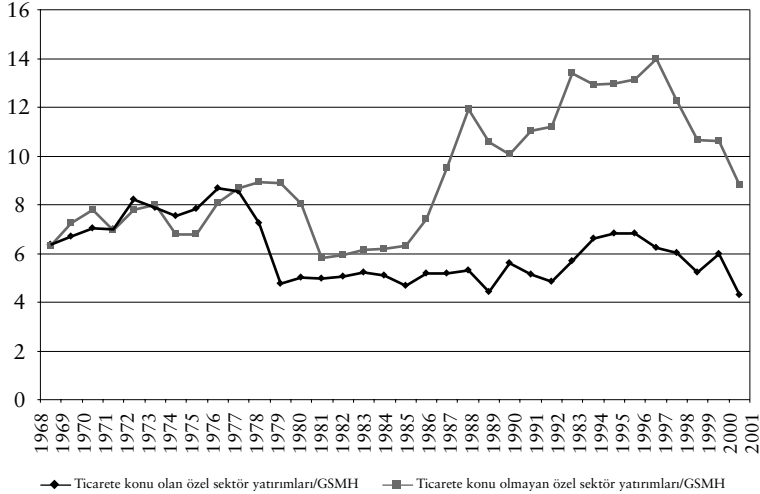
3 Ayrca bu kitabın 4. makalesine bakınız.

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 görece özel yatırımlar (ticarete konu olan/ticarete konu olmayan) üzerindeki etkileri değerlendirilmeye çalışılmıştır. **Grafik 6.1**'de sektörlerin görece 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 söz konusu olmuştur.

Dışa açılma ile birlikte yatırımların ve kârlılığının ticarete konu olan sektörlerde yoğunlaşacağına ilişkin neo-klasik 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 görelî fiyatlarını vermektedir.

İncelenen yedi ülkenin ticarete konu olmayan sektörlerinin görelî fiyatlarına bakıldığında, 1970 ile 1993 yılları arasında sadece Endonezya için bir azalma görülmekte, diğer altı ülkenin ticarete konu olmayan mallarının görelî fiyatları yükselmektedir. Görelî 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 Görelî 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 değerlendirilmesi 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 spekülâtif 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 kırılğanlıklar 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 göreceli yatırımlarında bir artışa neden olduğunu göstermektedir. Kaynakların ticarete konu olmayan sektörlerle 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 tümenden 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 ticarete 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 sektörlerle yönelmesi amacıyla başvurulması önerilen politikalar için bu kitabın 10. makalesine bakınız.

Türkiye’de Tasarruf-Yatırım-Büyüme İlişkisinin Yönü

NURHAN YENTÜRK - BURÇ ÜLENGİN - AHMET ÇİMENÖĞLU

7.A. GİRİŞ

Türkiye’de uzun yıllardır kemer sıkma politikaları uygulamaktadır. Kamu harcamalarının kısıtlanarak kamu tasarrufu yaratılmaya çalışılması, özel kesim tasarruflarını düşüreceği kaygısı ile vergilerin artırılmaması, sosyal güvenlik reformları ve özelleştirme çalışmaları hep tasarrufların büyümeyi belirleyeceği kabulünden yola çıkarak uygulanmaktadır. Halbuki, 1990’lı yıllarda Türkiye’de büyüme ve yatırımların sektörel dağılımı esas olarak iç talep ve yabancı tasarrufların etkisi altında gelişmektedir. Yine, kemer sıkma politikalarının izin vermemesi nedeniyle, insan sermayesi ya da fiziksel yatırımları teşvik etmeye dayalı olarak büyümeden başlayacak bir tasarruf artışı politikası ise uygulanamamaktadır.

Bu çalışmada tasarruf-yatırım-büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin Türkiye açısından incelenmesi amaçlanmaktadır. Bu çalışmanın sonucunda elde edilecek olan ekonometrik incelemelerin sonuçları, hangi politikanın ön plana çıkarılması gerektiği konusunda ipuçları verecektir.

Bu makale üç açıdan önem taşımaktadır. Makalede ilk olarak, özel tasarruf verilerinin üretilmediği gelişmekte olan ülkelerin veri

üretim sorununa çözüm bulmak amacıyla bu verilerin kalıntı olarak hesaplanabilmesi için bir yöntem taraması ve çalışması yapılmaktadır. İkinci olarak, makalede gelişmekte olan ülkelerde uygulanmaya çalışılan kemer sıkma politikalarının ve tasarrufları artırmaya yönelik uygulamaların, büyüme (ve yatırımlar) üzerinde beklenen etkisinin tartışmalı olabileceği iddiası ortaya konulmaktadır. Makalenin üçüncü kısmı da bu iddianın sınanması için Türkiye’de yatırımlar, tasarruflar ve büyüme arasındaki ilişkilerin, Vektör Ardışık Bağlanımı (VAB) modellemesi çerçevesinde bütünlüklü bir ekonometrik analiz içerisinde ele alınmasıdır.

Makalenin birinci kısmı tasarruf, yatırım ve büyüme ilişkisinde iktisat teorisindeki belirleyici tartışmalara ve buradan türetilen farklı politika önermelerinin özetlenmesine ayrılmıştır. İkinci kısımda tasarruf, yatırım ve büyüme arasındaki ilişkileri inceleyen çalışmaların ampirik sonuçları değerlendirilmektedir. Üçüncü kısımda Türkiye ekonomisinin tasarruf, yatırım ve büyüme göstergeleri ve bunların üretilme yöntemleri ele alınacaktır. Türkiye’de, yatırımlar ve milli gelir büyümesi ile ilgili verilerin tutarlı bir şekilde, ekonometrik açıdan anlamlı bir geçmişe kadar elde edilmesinde herhangi bir sorun yoktur. Ancak tasarruflar için aynı şeyi söylemek mümkün değildir. Türkiye’de tasarruf serileri yalnızca yıllık frekansta yayımlanmaktadır. Makalenin üçüncü kısmında, Türkiye için üç aylık tasarruf verilerinin türetilmesi için bir yöntem taratması yapılmış ve literatürde yaygın olarak kullanılan bir yöntemle tasarruf serileri türetilmiştir. Dördüncü kısımda Türkiye ekonomisinde tasarruf, yatırım ve büyüme arasındaki ilişkilerin yönü, bir VAB modeli çerçevesinde saptanmaya çalışılmaktadır. Model 1989-2003 arasında üçer aylık dönemlere ait verileri kullanılmaktadır. Bu kısımda, kullanılan seriler arasındaki eşbütünleşim sınamaları yapılmış ve daha sonra modele en uygun hata düzeltme mekanizması (HDM) kullanılarak kısa ve uzun dönem ilişkiler uyumlaştırılmaya çalışılmıştır. Makale, bulguların değerlendirildiği sonuç bölümüyle tamamlanmaktadır.

7.B. TASARRUF-YATIRIM-BÜYÜME İLİŞKİSİNDE TEORİK YAKLAŞIMLAR VE POLİTİKA SONUÇLARI

Tasarrufların büyüme ve yatırımların belirleyicisi mi olduğu, yoksa ilişkinin pasif bir bileşeni mi olduğu tartışması ilgili yazında önemli bir yer tutmaktadır. Keynes esas olarak tasarrufları sistemin pasif bir bileşeni olarak tanımlarken, neo-klasik 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 neo-klasik 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 duyarız olması durumu, keynesgillerde cimrilik ikilemi -thrift paradoxu- olması halinde) bu iki değişken arasındaki ilişki iki yönlü olabiliyorsa da, uzun dönemde neo-klasikler yatırımların tasarruf eğilimi tarafından belirlendiğini öngörmektedirler (Marglin, 1987). Tasarrufların malle gelire oranı değiştiğinde faiz oranları ya da tasarruf miktarında ortaya çıkacak olan değişiklik yatırımları düzenleyecektir. Yani yatırımlarda otonom bir değişiklik beklenmemektedir. Yapısalcı makroiktisat ise, yatırımlardaki artışın tasarrufları ve büyümeyi 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 neo-klasik 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, Robinson ve Syrquin, 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 yükseltecektir (Modigliani, 1966; Sachs ve Larrain, 1993). Tobin (1967)'ye göre ise geleceğin belirsiz olduğu durumda, sabit bir tasarruf oranı söz konusu 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, Bayoumi ve Samiei, 1998; Sachs ve Larrain, 1993).

Tasarrufların belirleyici olması konusu, iktisat politikaları uygulamaları ile ilgili farklı önermelerin ortaya çıkmasına neden olacak kadar önemlidir. Özellikle bütçe açığının ortadan kaldırılması politikalarının arkasında tasarrufların belirleyici olduğu görüşü yatmaktadır, çünkü bütçe açığı negatif kamu tasarrufu anlamına gelmekte, bu da ortalama tasarrufları düşürücü 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 ilişkinin 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 tasarruflar azaltacaktır. Aynı şekilde kamuya dayalı sosyal güvenlik sisteminin özel tasarrufları azaltıcı etki yaptığı kabul edildiğinden, tasarrufların yatırımları belirlediği durumda yatırımları ve büyümeyi azaltıcı olarak kabul edilmektedir (Palley, 1996).

Böylece tasarrufların belirleyici olduğu ortamda kemer sıkma politikaları politika tasarımının temel ögesi olurken, 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.C. TASARRUF-BÜYÜME-YATIRIM İLİŞKİSİNİ İNCELEYEN ÇALIŞMALAR

İlgili yazında tasarruf, büyüme ve yatırım 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 sınıadıkları hipotezler ise bu çalışma çerçevesinde incelemeye çalıştığımız ilişkilerin tümünü kapsamamaktadır.

Bu çalışmalar arasında yatırım ve tasarruf ilişkisini inceleyen çalışmaların başlatıcısı niteliğinde olan Feldstein ve Horioka (1980)’e 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)’de elde edilen sonuçları teyit eder nitelikte çıkmaktadır (Dooley, Frankel ve Mathieson, 1987; Baxter ve Crucini, 1993; Obstfeld, 1994; Feldstein ve Bacchetta, 1991). Bu çalışmalar esas olarak her iki değişken arasındaki korelasyonları ince-

lemektedirler, çünkü bu çalışmaların temel amacı yurtiçi tasarrufların yurtiçi yatırımlar ile korelasyon içinde olup olmadığını sinayarak 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 (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 neo-klasiklerin gerek yapısalcıların temel değişkenlerini dahil ederek VAB modeli çerçevesinde 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 girişim 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 (maksimum olabilirlik) yaklaşımını dahil ederek geliştirdiği modelin sonuçlarına göre, tasar-

rurları artırma politikalarının yatırımlar üzerinde çok sınırlı etkisi 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. (1995) 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, Schimdt-Hebbel ve Serven (2000) özel tasarrufların büyüme ile birlikte arttığını ve bu etkinin gelişmekte olan ülkelerde daha büyük olduğunu ileri sürmektedirler. Yazarların hesaplarına göre gelişmekte olan ülkelerde gelirde % 10’luk bir artış tasarrufları ikiye katlayabilmektedir. Attanasio, Picci ve Scorcu (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 (Blomström, Lipsey ve Zejan (1996), sabit yatırımları büyümeyi harekete geçiren faktör olarak bulan çalışmalar da mevcuttur. Örneğin DeLong ve Summers (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, Rhee ve Garry,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 arazi gelir değişkenleridir. Yatırım denklemlerinde büyümenin açıklayıcı bir değişken olarak bulunduğu çalışmalar mevcuttur (Yentürk, 1998; Celasun ve Tansel, 1993; Conway, 1990; Annad, Chhibber ve Wjinbergen, 1990; Akıncı, 1993). Diğer yandan tasarruflar ile yatırımların arasındaki ilişkiyi ele alan çalışmalardan Yıldırım (2001)'e göre tasarruflar ile yatırımlar eşbütünleşmiş (cointegrated) çıkmaktadır. Çimenoglu (2002)'ye göre yurtiçi yatırımlar ile yurtiçi tasarruflar 1962-2000 yılları arasında yakın ilişki içinde bulunmaktadır.

7.D. TÜRKİYE EKONOMİSİNDE TASARRUFLAR-YATIRIMLAR VE BÜYÜME: VERİLERE DAYALI BİR ANALİZ

Tasarruf-yatırım-büyüme ilişkisinde, yukarıda sözü edilen ve Türkiye için yapılmış korelasyon ve eşbütünleşme sınamaları olmasına rağmen, bu değişkenler arasında nedensellik ilişkisini test eden çalışmalar yapılmamıştır. Genel olarak bakıldığında, Türkiye'deki tasarrufları konu alan çalışmalarda, ciddi bir veri sıkıntısı olduğu ortaya çıkmaktadır. Söz konusu sıkıntı, gelişmiş ülkelere kıyasla Türkiye için tasarrufları konu alan çalışma sayısının son derece kısıtlı kalması sonucunu doğurmuştur. Türkiye'de tasarruflarla ilgili üretilen ve yayımlanan tek zaman serisi, Devlet Planlama Teşkilatı (DPT) tarafından yıllık bazda, hem toplam hem de özel sektör için ayrı ayrı hesaplanan yurtiçi tasarruf verileridir. Bu verileri kullanarak ekonometrik çalışma yapma konusundaki sıkıntı ise, verilerin ancak 1962'den sonrası için yayımlanıyor olmasıdır. Gözlem sayısının azlığı, tasarruf serilerinin kullanılarak çeşitli ekonometrik çalışmalar yapılması imkânını sınırlamaktadır. Bunun yanı sıra, Türkiye'de hanehalkı ya da şirketler kesiminin tasarruflarının seyrine ilişkin seriler ise üretilmemektedir.

Bu çalışmanın getirmiş olduğu temel yeniliklerden bir tanesi,

yukarıda söz edilen veri sorununu çözmeye yönelik bir yaklaşım geliştirmek olmuştur. Bu yaklaşımın temel hedefi, Türkiye için üç aylık tasarruf serisi oluşturmaktır. Bunun için ilk akla gelen, açık ekonomi ilkelerinden hareketle, milli gelir hesaplarıyla ödemeler dengesi hesaplarını kullanarak tasarrufları hesaplamaya çalışmaktır. Bu yaklaşım, Palley (1996), Bosworth ve Collins (1999), Loayza, Schmidt-Hebbel ve Serven (2000), Schmidt (2001) ve daha birçok çalışmada da kullanılmıştır. Buna göre, ampirik çalışmalarda tasarruflar, yatırımlarla cari işlemler dengesinin toplamı olarak hesaplanabilmektedir. Bu yaklaşımın mantığı, milli gelir ve ödemeler dengesi denklikleri kullanılarak aşağıdaki şekilde gösterilebilir:

$$Y = C + I + G + X - M \quad (1)$$

Burada Y, gayrisafi yurtiçi hasılayı, C hanehalkı tüketim harcamalarını, G kamunun tüketim harcamalarını, I, yatırım harcamalarını, X ihracatı, M ise ithalatı göstermektedir.

$$DY = Y + NY + NCT \quad (2)$$

Burada DY, gayrisafi harcanabilir geliri, NY, yerleşik olmayanlardan net gelir transferlerini, NCT ise yerleşik olmayanlardan net cari transferleri göstermektedir. Dolayısıyla,

$$DY = C + I + G + X - M + NY + NCT \quad (3)$$

olarak yazılabilir. Öte yandan, cari işlemler dengesini aşağıdaki şekilde ifade etmek mümkündür:

$$CAB = X - M + NY + NCT \quad (4)$$

(4) numaralı denklemi (3)'e yerleştirince:

$$DY = C + I + G + CAB \quad (5)$$

Denkliğine ulaşmak mümkün olmaktadır. Öte yandan, tasarrufları, gayrisafi harcanabilir gelirin, toplam tüketim harcamalarından farkı olarak yazabiliriz. Yani;

$$S = DY - C - G \quad (6)$$

Burada S, gayrisafi milli tasarrufları göstermektedir. DY yerine (5) numaralı denklemi (6)'ya yerleştirtince aşağıdaki denkleğe ulaşılabilir:

$$S = C + I + G + CAB - C - G = I + CAB$$

ya da,

$$S - I = CAB \quad (7)$$

Dolayısıyla, yukarıdaki basit milli gelir ve ödemeler dengesi denkliklerini kullanarak, (7)'de de gösterildiği gibi, tasarrufları yatırımlarla cari işlemler dengesinin toplamı olarak hesaplamak mümkün gözükmektedir. Bu çalışmada, yukarıdaki mantık kullanılarak, Türkiye için üç aylık dönemler için tasarruf serisi oluşturulmuştur. Bildiğimiz kadarıyla bu, Türkiye'deki yatırım, tasarruf ve büyüme ile ilgili olarak, üç aylık veriler kullanılarak yapılan ilk çalışmadır.

Türkiye gibi çok büyük kamu tasarruf açığı bulunan bir ülkede, tasarrufları da içeren bir ampirik çalışmada özel tasarrufları kullanarak analiz yapmak daha doğru gözükmektedir. Ekonomi yazınında da tasarruf-yatırım ilişkisi incelenirken özel tasarruf ve özel yatırım verilerinin kullanıldığı çalışmalara sıkça rastlanmaktadır (Loayza, Schmidt-Hebbel ve Serven, 2000, Schmidt, 2001). Özellikle 1990 sonrası Türkiye ekonomisini kapsayan çalışmalarda firmaların yüksek faiz oranı nedeniyle faaliyet dışı karlara yöneldikleri göz önünde bulundurulduğunda (İSO, 2000), özel tasarruflar ile özel yatırımlar arasındaki ilişkinin yönünün gözlemlenmesi yanlış olmayabilir. Bu nedenle, bu çalışmada bir adım daha öteye gidilerek, Türkiye için özel tasarruf rakamları da hesaplanmaya çalışılmıştır. Ancak özel tasarrufların hesaplanması, toplam tasarrufların hesaplanması kadar sorunsuz değildir.

Özel sektörün tasarruflarını hesaplarken yapılması gereken, sadece kamunun tasarruflarını toplam tasarruflardan çıkartmak gibi basit bir işlem olarak gözükmektedir. Ancak, Loayza, Schmidt-Hebbel ve Serven (2000)'de de detaylı bir şekilde tartışıldığı gibi, kamu tasarruf-

ları hesaplanırken kamunun nasıl tarif edildiği büyük önem taşımaktadır. Kamu sektörü, merkezi hükümetle sınırlanabileceği gibi, daha geniş bir şekilde tüm kamu kuruluşlarını kapsayacak şekilde de tanımlanabilir. Bu sorun, Türkiye’de üç aylık tasarruf rakamları hesaplamayı amaçlayan bu çalışma için çok önemli bir zorluk yaratmamıştır. Bunun nedeni, Türkiye’de kamu sektörü mali yapısına yönelik olarak üç aylık sıklıkta yayımlanan tek verinin, merkezi hükümet konsolide bütçesine ait olmasıdır. Toplam kamu sektörünün mali durumu ise ancak yıllık frekansta açıklanmaktadır. Dolayısıyla, bu çalışmada kamu tasarrufu dendiğinde, merkezi hükümetin konsolide bütçe dengesinden bahsedildiği anlaşılmalıdır.

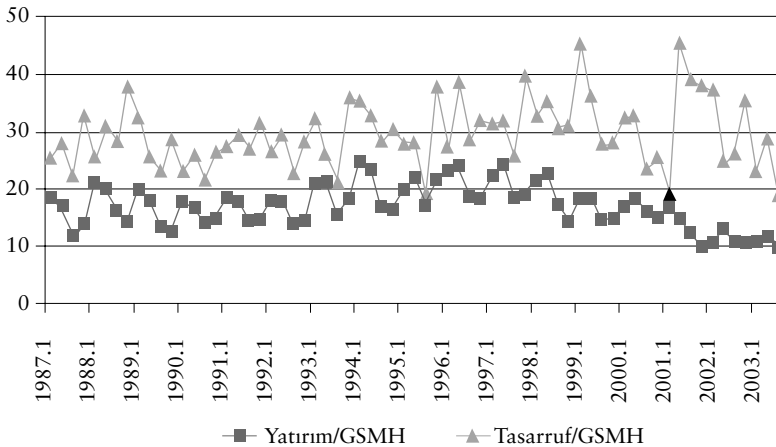
Sonuç olarak, özel sektörün gayrisafi tasarrufları, gayrisafi milli tasarruflardan konsolide bütçe dengesinin çıkartılması yoluyla hesaplanmıştır. Bu nedenle, bu çalışmada kullanılan üç aylık özel sektör gayrisafi tasarruf rakamlarının, o dönemdeki gerek tasarruf rakamlarını tam olarak yansıttığını iddia etmek mümkün değildir. Ancak yine de, mevcut veriler kullanılarak hesaplanabilecek ve gerçek özel tasarruf rakamlarının en iyi “temsalcisi” (proxy) olarak değerlendirilebilecek kendi içinde tutarlı ve ekonomi yazınındaki uygulamalara paralel bir seri oluşturulduğu rahatlıkla iddia edilebilir. Bu bağlamda, bu çalışmada hesaplanan tasarruflar verilerinin, Türkiye’de DPT tarafından yıllık bazda açıklanan tasarruf verileri ile korelasyonu da hesaplanmıştır. Buna göre, toplam gayrisafi tasarruflar için bakıldığında, 1987-2002 döneminde DPT’nin yıllık rakamlardan oluşan serisi ile, bu çalışmada üç aylık olarak hesaplanan rakamların yıllık ortalamalarından oluşan seri arasındaki korelasyon oranı %74.1 olarak hesaplanmıştır. Benzer korelasyon oranı, özel sektör tasarrufları için hesaplandığında %70’e gerilemektedir. Korelasyondaki bu düşüşte, kullanılan kamu tasarrufu rakamlarının farklılığının rol oynadığı düşünülebilir.

Bu çalışmada, özel sektör tasarruflarının yanı sıra, özel sektörün yatırım harcamaları ve gayrisafi milli hasıla (GSMH) serileri de kullanılmıştır. Hem GSMH, hem de özel sektörün yatırım harcamaları, Devlet İstatistik Enstitüsü (DİE)’nin milli gelir istatistiklerinden alın-

mıştır. Harcamalar yöntemiyle milli gelir rakamları Türkiye’de 1987 yılından itibaren yayımlanmakta olduğu için, her üç değişken için de zaman serilerinin başlangıcı 1987 yılının ilk çeyreği olarak alınmıştır. Seriler, 2003 yılının ikinci çeyreğine kadar uzatılabilmektedir.

Grafik 7.1’de, bu çalışmada kullanılan tasarruf ve yatırım serilerinin zaman içindeki seyrini izlemek mümkündür. Özel sektörün gayrisafi tasarruf oranları incelendiğinde, serinin oldukça dalgalı bir seyir izlediği gözlenmektedir. Burada, Türk ekonomisindeki istikrar-sızlığın yanısıra, özel tasarruf serilerinin hesaplanmasında kullanılan cari işlemler dengesi ve konsolide bütçe dengesi rakamlarının çeyrek dönemler arasında göstermiş olduğu önemli mevsimsel farklılıklardır. İncelenen zaman dilimi içinde bakıldığında, cari işlemler dengesinde yaz aylarında genellikle fazla verilirken, konsolide bütçede özellikle yılın son çeyreğinde önemli oranda açıklar verildiği gözlenmektedir. Bu durum, çeyrekler itibariyle hesaplanan özel tasarruf rakamlarında önemli oynaklıklar ortaya çıkmasına neden olmaktadır.

GRAFİK 7.1
Özel Sektör Yatırım ve Tasarrufları: 1987: 01 - 2003: 03



7.E. EKONOMETRİK SINAMA

Makalenin bu bölümünde, yatırımlar, tasarruflar ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki analiz edilecektir. Daha önce de belirtildiği gibi, yanıtı aranan temel iki soru, söz konusu değişkenler arasında herhangi bir ilişki olup olmadığı ve eğer varsa, ilişkinin yönünün ne olduğudur. Çalışmada üçer aylık dönemlere ait veriler kullanılmıştır. Veriler, 1989’un ilk çeyreklik döneminden başlayıp, 2003’ün ikinci çeyreğine kadar gelmektedir. Çalışmada kullanılan verilerden tasarruflar ve yatırımlar, GSMH’a oran olarak ölçülürken, GSHM’nın büyüme oranı üçüncü değişken olarak analize dahil edilmiştir. Bir önceki bölümde anlatıldığı şekilde türetilen yatırım ve tasarruf serileri önemli dalgalanmalar göstermektedir. Serileri sözkonusu dalgalanmalardan arındırmak için, serilerin hareketli ortalamaları kullanılarak bir düzeltme (smoothing) uygulanmıştır. Varyansların durağanlığının sağlanabilmesi için, yatırımların GSMH’a oranı olarak hesaplanan ve çalışmanın bundan sonraki bölümünde INV/GNP olarak anılacak olan yatırım serisine ve tasarrufların GSMH’ya oranı olarak hesaplanan ve bundan böyle SAV/GNP olarak anılacak olan tasarruf serisine logaritmik transformasyon uygulanmıştır.

Çalışmada kullanacak olduğumuz Vektör Ardışık Bağlanım (VAB) modelini uygun bir şekilde belirlenebilmesi için, çalışmada kullanılan değişkenler birim kök sınamasına tabi tutulmuştur. Bunun için, Genişletilmiş Dickey-Fuller (GDF) ve KPSS testleri kullanılmıştır. GDF testinde kullanılacak olan en büyük gecikmeli değer, en fazla 8 gecikmeli değer ile başlayan bir modelle Schwartz Bilgi Kriteri’nin minimize edilmesi yoluyla bulunmuştur. Modelde kullanılan değişkenlerin düzeyleri ve birinci farkları için elde edilen test sonuçları **Tablo 7.1**’de sunulmuştur. Her iki birim kök sınaması da, düzeyler itibariyle değişkenlerin durağan olmadığını göstermektedir. Değişkenlerin birinci farklarının alınmış hallerinde ise serilerin durağan hale geldikleri gözlenmektedir. Bu gözlemlere dayanarak, her bir değişkenin birinci dereceden bütünleşik (I(1)) bir seri özelliğini gösterdiği sonucuna ulaşılmaktadır. Serilerdeki olası mevsimselliklerin saptanabilmesi için, mev-

TABLO 7.1
KPSS ve GDF Test İstatistikleri

	INV/GNP	SAV/GNP	GSMH Büyümesi
KPSS			
Düzeyler	0.69	0.51	0.72
Birinci Farklar	0.27	0.05	0.11
ADF			
Düzeyler	-0.84(1)	-1.68(4)	-2.04(9)
Birinci Farklar	-3.11(0)	-6.98(3)	-4.53(8)

Not: GDF sınamasının %5 anlamlılık düzeyindeki kritik değeri -2.92'dir. KPSS sınamasının %5 anlamlılık düzeyindeki kritik değeri 0.46'dır.

simse birim kök sınaması (HEGY) kullanılmış ve serilerin hiçbirisinde mevsimsel birim kök bulgusuna rastlanmamıştır.

INV/GNP, SAV/GNP ve GSMH büyümesi (bundan böyle GSMHB olarak anılacaktır) arasındaki eşbütünleşim sınaması, değişkenler arasındaki olası uzun dönemli ilişkilerin saptanabilmesi amacıyla kullanılmıştır. Johansen'in Maksimum Olabilirlik sürecinin değişkenlere uygulanmasından elde edilen sonuçlar **Tablo 7.2**'de özetlenmiştir. VAB modeli, INV/GNP, SAV/GNP ve GSMHB serilerinin 4 gecikmeli değeri ve bir sabit terimden oluşmaktadır. Dört gecikmeli değerlerin seçilmesinin nedeni, kalıntılardaki ardışık bağımlılığın ortadan kaldırılmasıdır. Tahmin edilen özdeğerlerden bir tanesi, açık bir şekilde sıfırdan büyüktür. Hem "trace" sınaması, hem de max-özdeğer sınaması, % 95 düzeyinde eşbütünleşim vektörü olmaması sıfır hipotezini reddetmektedir. Bu da bir tane eşbütünleşim vektörü olduğunu göstermektedir.

Tahmin edilen eşbütünleşim vektörü,

$$\text{INV/GNP} = -8.072 + 3.26 \cdot \text{SAV/GNP} + 0.055 \cdot \text{GSMHB} \quad (8)$$

olarak bulunmaktadır. Bütün değişkenler %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır ve hepsi de beklenen işaretlere sahiptir. Denklem (8)'in bize söylediği, uzun dönemde modelde kullanılan değişkenler

TABLO 7.2
Eşbütünleşim Sınamaları

Sınırlandırılmamış Eşbütünleşim Mertebe Sınaması

Varsayılan EBD sayısı	Özdeğer	Trace İstatistiği	% 5 Kritik Değer	% 1 Kritik Değer
Hiç*	0.355311	32.14934	29.68	35.65
En fazla 1	0.104302	7.127068	15.41	20.04
En fazla 2	0.014774	0.848408	3.76	6.65

Varsayılan EBD sayısı	Özdeğer	Max-Özdeğer İstatistiği	% 5 Kritik Değer	% 1 Kritik Değer
Hiç*	0.355311	25.02227	20.97	25.52
En fazla 1	0.104302	6.278660	14.07	18.63
En fazla 2	0.014774	0.848408	3.76	6.65

arasında bir ilişki olduğu ve buna göre, tasarruflardaki ve GSMH büyümesindeki artışın yatırımları arttırdığıdır. Makalenin geri kalanında söz konusu ilişkinin yönü, daha detaylı bir şekilde incelenecektir.

Yukarıda saptanan eşbütünleşim ilişkisinin VAB modelimize dahil edilebilmesi için, 8 gecikmeli değerli bir Vektör Hata Düzeltim (VHD) modeli tahmin edilmiştir. Schwartz Kriteri'nin çok değişkenli versiyonunu kullanarak, optimal gecikmeli değer dört olarak belirlenmiştir. Dizinsel bağımlılığın saptanması için kullanılan 12. dereceden Ljung-Box Q-İstatistiği, kalıntıların dizinsel olarak bağılantısız oldukları varsayımını reddedememiştir. Birleşik kalıntılar heteroskedastisite sınaması da, homoskedastik kalıntıların varlığını reddedememiştir ($c^2 = 152.09$, $pr.=0.5735$). Kalıntılar için çok değişkenli normallik sınaması, Jarque-Bera istatistiği ($c^2 = 32.89$, $pr.=0.1337$) ile yapılmış ve kalıntıların normal dağıldıkları saptanmıştır. Sunulan sınama sonuçları, verilerin dinamiğinin saptanabilmesi için, dört gecikmeli değer kullanımının uygun olduğunu göstermektedir. VHD tahmin sonuçları **Tablo 7.3**'te sunulmaktadır.

Modelde kullanılan değişkenler arasındaki kısa dönemli ilişki-

TABLO 7.3
VHD Tahmin Sonuçları

HDM	Bağımlı Değişkenler		
	D(SAV/GNP)	D(SAV/GNP)	D(GSMHB)
	0.029509**	0.043456*	-0.712013
D(SAV/GNP(-1))	0.465559**	-0.538626*	-5.501725
D(SAV/GNP(-2))	0.189550	0.310270	2.871284
D(SAV/GNP(-3))	0.015490	-0.252228	3.743912
D(SAV/GNP(-4))	-0.313760**	0.036725	1.215429
D(INV/GNP(-1))	0.091935	0.046352	3.202120
D(INV/GNP(-2))	-0.031691	0.087807	-2.970374
D(INV/GNP(-3))	0.081488	0.062396	0.840098
D(INV/GNP(-4))	0.029102	-0.386821**	-0.048801
D(GNP(-1))	0.002934*	-0.010171**	0.518702**
D(GNP(-2))	0.000618	0.003289	0.146814
D(GNP(-3))	-0.003793*	0.001277	-0.002661
D(GNP(-4))	-0.002547	-0.000941	-0.571044**
C	-0.005422	-3.09E-05	0.034096
R-kare	0.727593	0.561787	0.730404
Denklemin S.H.	0.021967	0.049185	1.743133
F-İstatistiği	8.218393	3.944603	8.336176
Schwarz kriteri	-4.064440	-2.452393	4.683322
Det. kalıntı kovaryansı		3.37E-06	
Schwarz kriteri		-0.761967	

(*) %10 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

(**) %5 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

lerin belirlenebilmesi için, ikili Granger Nedensellik sınaması kullanılmıştır. Bu sınamaların sonuçları **Tablo 7.4**'te sunulmuştur. Buna göre, kısa dönemde GSMH büyümesinde meydana gelen bir değişikliğin, yatırımların Granger anlamında nedeni olduğu iddia edilebilir. Sınama sonuçları, değişkenler arasında bundan başka herhangi bir nedensellik ilişkisi ortaya koymamaktadır. Bir başka deyişle, **Tablo 7.4**'teki bulgulara dayanarak, kısa dönemde yatırımlarla tasarruflar, ya da tasarruflarla GSMH büyümesi arasında Granger anlamında herhangi bir nedensellik ilişkisi saptamak mümkün değildir.

TABLO 7.4
VHD İkili Granger Nedensellik/Blok Dışsallık Wald Sınamaları

Bağımlı Değişken: D(LINV/GNP)

Hariç	Chi-sq	s.d.	Olasılık
D(LSAV/GNP)	4.306500	4	0.3661
D(GSMHB)	13.46744	4	0.0092
Hepsi	23.22210	8	0.0031

Bağımlı Değişken: D(LSAV/GNP)

Hariç	Chi-sq	s.d.	Olasılık
D(LINV/GNP)	3.234043	4	0.5195
D(GSMHB)	6.950909	4	0.1385
Hepsi	12.03224	8	0.1498

Bağımlı Değişken: D(GSMHB)

Hariç	Chi-sq	s.d.	Olasılık
D(LINV/GNP)	0.362598	4	0.9854
D(LSAV/GNP)	0.781667	4	0.9409
Hepsi	1.354840	8	0.9949

Modelde kullanılan değişkenler arasındaki etkileşimlerin incelenbilmesi için, değişkenlere verilen bir standart sapmalık şoklar karşısındaki dürtüye tepki fonksiyonları **Grafik 7.2'**de sunulmuştur. Şekildeki ilk sütun, INV/GNP'ye verilen bir standart sapmalık şoka kendisi ve diğer değişkenlerin tepkisini göstermektedir. INV/GNP'de meydana gelen beklenmeyen bir artış, kendisinde uzatmalı bir artış yaratmaktadır. SAV/GNP ise aynı dürtüye, önce düşüş, dört çeyrek dönem sonrasında ise uzun süreli bir artışla tepki göstermektedir. INV/GNP'deki sürpriz bir artışa tepki olarak GSMH büyüme hızı önce geçiçi olarak artmakta, bunu takiben azalmaktadır.

Grafik 7.2'deki ikinci sütunda ise SAV/GNP'de meydana gelen şokların sistemde yarattığı tepkiler görülmektedir. SAV/GNP'de meydana gelen beklenmeyen bir artış, iki çeyrek sonrasında INV/GNP'de-

ki uzun süreli bir artış tarafından izlenmektedir. SAV/GNP ise, kendisine verilen bir şoka kalıcı ve güçlü bir yükselmeye tepki vermektedir. SAV/GNP'deki sürpriz bir artışa karşısında GSMH büyüme hızı ise önce geçici bir şekilde azalmakta, dört çeyrek sonra ise azalan dalgalanmalar göstererek artmaya başlamaktadır.

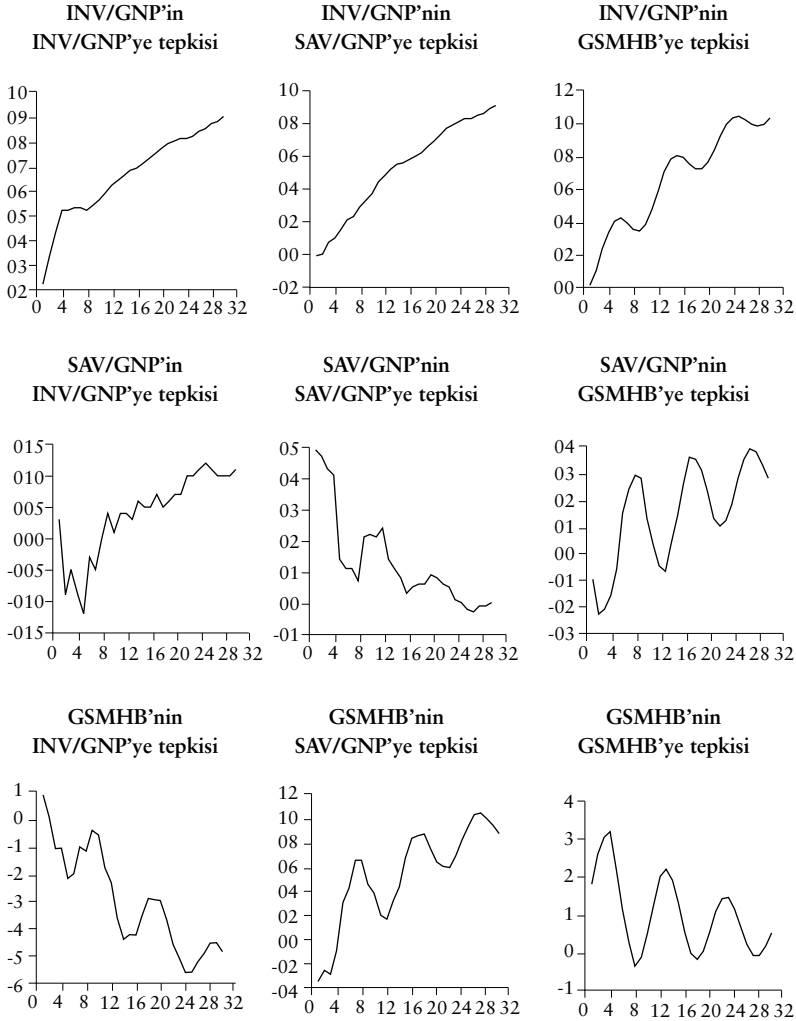
Grafik 7.2'deki üçüncü sütun, GSMH büyümesine verilen bir standart sapmalı şok karşısında, modeldeki değişkenlerin tepkilerini göstermektedir. Buna göre, GSMH büyümesine verilen bir şok sonrasında INV/GNP artmaktadır. Söz konusu şoka SAV/GNP'nin verdiği tepki de, özellikle dört çeyrek dönem sonrasında INV/GNP'nin aynı şoka vermiş olduğu tepkiye çok benzemektedir. GSMH büyümesi, kendisinde meydana gelen sürpriz bir artışa, pozitif bir tepki vermekte, ancak bu tepki zaman içinde azalmaktadır.

Özetlenecek olursa, **Grafik 7.2** bize, GSMH büyümesinin Türkiye'de hem yatırımlar hem de tasarruflar üzerinde önemli bir etkisi olduğunu göstermektedir. Ancak bu etkinin yatırımlar üzerinde daha büyük olduğu da gözlenmektedir. Öte yandan, GSMH büyümesi ise büyük oranda kendisine verilen şoklardan etkilenmektedir.

Modelde kullanılan değişkenler arasındaki etkileşimin daha detaylı bir şekilde incelenebilmesi için, SAV/GNP, INV/GNP ve GSMH büyümesinin altı yıla kadarki bir kestirim dönemindeki kestirim hatalarının varyanslarının ayrıştırımı **Tablo 7.5**'te sunulmuştur. **Tablo 7.5**'in üst paneli INV/GNP'nin varyans ayrıştırımını göstermektedir. Bir yıla kadarki kestirim dönemlerinde INV/GNP temel olarak kendisinden etkilenmektedir. Orta ve uzun vadeli kestirim dönemlerinde ise SAV/GNP ve GSMH büyüme hızlarının INV/GNP üzerindeki etkisi hızla artmaktadır. **Tablo 7.5**'in orta panelinde SAV/GNP'nin varyans ayrıştırımı sunulmaktadır. İki yıla kadar SAV/GNP büyük oranda kendisinden etkilenmekte, sonrasında ise GSMH büyümesinin SAV/GNP üzerindeki etkisi hızlı bir şekilde yükselmektedir. INV/GNP'nin ise, SAV/GNP'nin kestiriminde kısıtlı bir rol oynadığı görülmektedir. **Tablo 7.5**'in alt panelinde ise, milli gelir büyümesinin kestirim hatalarının ayrıştırımını göstermektedir. Tabloda sunulan bulgulara göre, hem kı-

GRAFİK 7.2

Bir Standart Sapmalı Şoklara Değişkenlerin
Vermiş Oldukları Tepkiler - Genelleştirilmiş



TABLO 7.5
INV/GNP, SAV/GNP ve GSMHB Varyans Ayrıştırmaları

Dönem	L(INV/GNP)'nin Varyans Ayrıştırmı			
	S.H.	L(INV/GNP)	L(SAV/GNP)	GSMHB
1	0.021967	100.0000	0.000000	0.000000
2	0.040621	96.14073	0.211632	3.647636
3	0.062982	86.86209	2.334541	10.80337
4	0.087494	80.35890	3.474287	16.16682
8	0.159648	67.55070	11.54267	20.90662
12	0.227099	59.46726	21.08775	19.44499
16	0.314702	48.80999	25.29482	25.89519
20	0.391169	45.99288	28.78905	25.21808
24	0.478128	42.02102	31.22196	26.75703

Dönem	L(SAV/GNP)'nin Varyans Ayrıştırmı			
	S.H.	L(INV/GNP)	L(SAV/GNP)	GSMHB
1	0.049185	0.360474	99.63953	0.000000
2	0.070028	1.785829	94.63219	3.581981
3	0.083177	1.572836	93.62322	4.803944
4	0.093923	2.219220	93.38540	4.395377
8	0.107498	3.229465	75.68288	21.08766
12	0.122453	2.853186	71.24962	25.89720
16	0.128322	3.205832	67.13775	29.65642
20	0.145678	3.194666	52.89204	43.91329
24	0.150151	4.673103	50.27494	45.05195

Dönem	GNP'nin Varyans Ayrıştırmı			
	S.H.	L(INV/GNP)	L(SAV/GNP)	GSMHB
1	1.743133	0.246247	4.322936	95.43082
2	3.075147	0.079767	2.130901	97.78933
3	4.288394	0.107339	1.545251	98.34741
4	5.332261	0.111380	1.032730	98.85589
8	6.019841	0.401617	3.985004	95.61338
12	6.549088	0.556480	4.359272	95.08425
16	7.541708	1.633382	5.978250	92.38837
20	7.767258	2.184245	9.881496	87.93426
24	8.458566	3.138713	11.15313	85.70815

sa dönemde hem de uzun dönemde GSMH büyümesi büyük oranda kendisinde meydana gelen değişikliklerden etkilenmekte, SAV/GNP ve INV/GNP’nin büyüme üzerinde ancak ihmal edilebilir etkileri olduğu gözlenmektedir.

Varyans ayrıştırım analizi ve dürtüye tepki fonksiyonları bir arada değerlendirildiğinde, bazı önemli bulgular ortaya çıkmaktadır:

Bunlardan birincisi, GSMH büyüme hızının büyük oranda kendisi tarafından belirleniyor olmasıdır. Uygulanmakta olan herhangi bir ekonomik programın nihai hedefleri arasında en önemlilerinden bir tanesi, hiç kuşkusuz sürdürülebilir ve makul yükseklikte bir büyüme hızını yakalamaktır. Bu göz önünde bulundurulduğunda, yatırımların ve tasarrufların büyüme hızı üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı saptaması, bir sonraki bölümde tartışılacak önemli politik sonuçlar doğurmaktadır.

İkinci önemli bulgu olarak, yukarıda sunulmuş olan analizler bize, tasarrufların GSMH büyümesinden ve kendisinde meydana gelen değişikliklerden etkilendiğini göstermektedir. Milli gelir büyümesinin yatırımlar üzerinde, hem kısa dönemde hem de uzun dönemde oldukça önemli bir etkisinin olduğudur.

Üzerinde durulması gereken üçüncü bulgu ise tasarruf ve yatırımlar arasındadır. Orta ve uzun dönemde tasarrufların yatırımların kestiriminde etkili olduğu, yatırımların ise tasarruflar üzerinde benzer bir etkiye sahip olmadığı saptanmaktadır. Ancak, tasarrufların yatırımların belirlenmesinde etkisi var olmakla birlikte, bu etki kısa dönemde etkili olmamakta ancak orta ve uzun dönemde geçerli olmaktadır.

Sonuç olarak, bütün bu bulguların bizi ulaştırdığı sonuç, modelde kullanılan değişkenler arasında en etkili olanın GSMH büyümesi olduğudur. Ne yatırımlar, ne de tasarruflardaki bir artış milli gelirin büyümesini hızlandırabilmektedir. Halbuki, milli gelir büyümesinde meydana gelebilecek bir artış, hem yatırımları, hem de tasarrufları arttırabilmektedir. GSMH büyümesi ise, ancak kendisine verilecek olan dışsal şoklar tarafından arttırılabilmektedir.

7.F. SONUÇLAR

Bu makalede elde edilen kısa dönem için geçerli bulgulara göre, sadece büyümeden yatırımlara doğru bir nedensellik ilişkisi görülmektedir. Değişkenler arasında bundan başka bir nedensellik ilişkisi saptanamamaktadır. Orta-uzun dönem için ise, yukarıda gösterilen dürtüye tepki fonksiyonlarından da görülebileceği gibi, bu çalışmada elde edilen sonuçlara göre Türkiye’de büyümede gözlenen değişiklikler özel sektörün tasarruflarındaki değişimlerin açıklanmasında rol oynamaktadır. Büyüme tasarrufların artmasına neden olurken, tersi ise çok sınırlı olarak görülmektedir.

Dürtüye tepki fonksiyonları GSMH büyümesinin Türkiye’de yatırımlar üzerinde de önemli bir etkisinin olduğunu göstermektedir. Varyans ayrıştırım analizi de dikkate alındığında yatırım ve tasarrufların büyüme hızı üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı ve GSMH büyümesinin kendisi tarafından dışsal şoklara bağlı olarak belirleniyor olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Türkiye’de ise uzun yıllardır uygulanan kemer sıkma politikaları tasarrufların büyümeyi ve yatırımları belirleyeceği kabulünden yola çıkmaktadır. Çalışmada elde edilen bulgular yatırımların ve tasarrufların artmasında büyüme politikalarının önemini ortaya çıkarmakta ve uygulanan kemer sıkma politikalarının temel önermelerini tartışmaya açmaktadır. Bu çalışmada tasarruflardan büyümeye doğru bir nedensellik ilişkisi gösterilemediği gibi, yatırımlardan büyümeye doğru bir nedensellik ilişkisi de gösterilememektedir. Yatırımlardan büyümeye doğru bir ilişkinin gösterilememesinin temel nedeni atıl kapasitenin varlığıdır. Türkiye gibi atıl kapasitenin olduğu ülkelerde, yatırımlara yönelik en önemli teşvik ekonominin tam kapasiteye ulaşabileceği büyüme hızının yakalanabilmesi olmaktadır. Çünkü yeni kapasitelerin yaratılması ihtiyacı ancak tam kapasiteden sonra ortaya çıkmaktadır.

Makaleden elde edilen bulgulara bağlı olarak, Türkiye gibi tasarrufları artırmanın büyüme ve yatırımlar için başlatıcı olmadığı ve atıl kapasitenin olduğu gelişmekte olan ülkelerde nasıl bir büyüme politikası uygulanabileceği önemli bir tartışma konusu haline gelmekte-

dir. Büyüme stratejileri ile ilgili yazın incelendiğinde, ülkelerin içinde bulundukları ekonomik ve finansal ortam ve gelişmişlik düzeyi de göz önünde bulundurularak, farklı ülkelere çok farklı büyüme politikaları önerilebileceği ortaya çıkmaktadır.¹ Ancak özellikle 1980 sonrasında geleneksel ekonomi yazınında, Washington Uzlaşısı² olarak da anılan ve IMF, Dünya Bankası ve Dünya Ticaret Örgütü gibi kuruluşların önerilerinin bir araya getirildiği bir büyüme politikaları seti üzerinde neredeyse uzlaşmaya varılmış ve çoğu gelişmekte olan ülkeye bu politika seti önerilmiştir. Küresel ekonomiye eklemlenmek isteyen gelişmekte olan ülkelere söz konusu politikalar sadece önerilmemiş, bazen de dayatılmıştır.

Türkiye’de 1980 sonrası uygulanan politikalara bakıldığında da, Washington Uzlaşısı’nın çok açık bir etkisini görmek mümkündür. Hatta Türkiye’nin, Washington Uzlaşısı çerçevesinde önerilebilecek olan hemen her politikayı 1980 sonrası dönemde hayata geçirdiğini söylemek mümkündür. Bu nedenle, Türkiye için önerilebilecek büyüme politikalarının daha farklı olması gerektiği açıktır. Bu çerçevede, insan sermayesi, teknolojik yenilik, araştırma ve geliştirme ve fikirlere dayalı bir büyüme politikasının çok daha ağırlıklı olarak tartışılması ve uygulanması gerekmektedir.

Büyüme politikalarının uygulanabilmesiyle ilgili en önemli kısıtlardan bir tanesi, büyümenin hangi kaynaklarla sağlanabileceği ile ilgilidir. Esas olarak büyüme ve buna bağlı olarak tasarruf ve yatırımların arttığı 1989 sonrası finansal serbestlik politikaları dönemi incelendiğinde, büyüme için gerekli olan mali kaynakların bir kısmının dış borçlanma kanalı ile sağlandığı görülebilir. Bu dönemde gelişmekte olan ülkelerin bulabildiği dış kaynağın büyük oranda kısa vadeli ve hatta spekülâtif yapıya sahip olduğu kaydedilmesi gereken bir noktadır. Kısa dönemli spekülâtif sermaye girişine dayalı büyüme politikalarının orta vadede ekonomide dengesizlikler yarattığı ve ekonomik krizlerle sonuçlandığı Türkiye dahil birçok gelişmekte olan ülkede ya-

1 Büyüme stratejileri ile ilgili kapsamlı bir değerlendirme ve kaynakça için bkz. Rodrik, 2003.

2 Washington Uzlaşısı ile ilgili bkz. Çimenoglu, 2002.

şanmış bir süreçtir.³ Bu nedenle hızlı ve kısa dönemli dış borçlanmaya dayalı bir büyüme politikası önermesinin bir alternatif olamayacağı açıktır.

Son dönemde Türkiye’de uygulanmakta olan politikalara bakıldığında, önceliğin tamamen kamunun borçlarını çevirebilmesine verildiği görülebilir. Bunun gerçekleştirilebilmesi için de Washington Uzlaşısı’nın önerisi, kamu sektörünün çok büyük oranda faiz dışı fazla yaratması ve bu fazlanın borç faizi ödemelerinde kullanılmasıdır. Türkiye’de son dönemde yapılan da tamamen budur. Ancak, uzun yıllar çok sıkı maliye politikaları uygulamış olan ülkelerde bile, sadece bu yolla kamu borcuyla ilgili endişeleri gidermek mümkün olamamıştır. Nitekim, yıllar boyunca verilen faiz dışı bütçe fazlasının kamunun borç yaralarını tedavi edecek güçte olmadığı Arjantin örneğinde de ortaya konulmaktadır.⁴ Bu noktada temel sorun, gelişmiş bir ekonomi için bile yüksek olan bir kamu faiz dışı fazlasının sağlanabilmesi için, insan kaynaklarının ve teknolojinin gelişimine yönelik harcamalara dayalı bir büyüme politikası uygulanmasının olanaksız hale gelmesidir. Halbuki, yüksek bir faiz dışı fazla yerine, toplumun en fakir kısımları desteklenerek, eğitime, sağlığa, teknolojiye ve araştırma-geliştirmeye kaynak ayrılarak ve kamunun gerekli altyapı yatırımları kesilmeyerek büyümeye öncelik verebilecek politikalar desteklenebilir.

3 Spekülatif sermaye girişinin yolaçtığı krizlerin incelenmesi için bkz. Reinhart ve Végh, 1995; Rebelo ve Végh, 1995; Kaminsky, Lizondo, ve Reinhart, 1997; Goldfajn ve Valdés, 1997; Calvo ve Végh, 1997; Eichengreen v.d., 1998; Wyplosz, 1998; Yentürk, 1999; Kaminsky ve Reinhart, 1999; Rodrik ve Velasco, 1999; Mussa v.d., 2000; Ülengin ve Yentürk, 2001; Edwards, 2001; Corsetti, Pesenti, ve Roubini, 2001; Çimenoglu, 2002; Stiglitz, 2002; Stiglitz, 2003. Ayrıca kitabın 3., 4. ve 5. makalelerine bakılabilir.

4 Kamu dengesini sağlamış olan, hatta kamu fazlası veren Arjantin’in büyüme için kaynak ayıramaması Arjantin’in 2001 yılında yaşadığı krizin en önemli nedeni olarak gösterilmektedir (Eichengreen, 2001; Rodrik, 2002).

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 artıracığı, neo-klasik 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 artıracığını öneren rejimleri -neo-klasik 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 söz konusu 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 itibarıyla 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 ayırıştırarak, 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 özel imalat 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 kullanım oranı için DPT (1998) ve Altuok (1993),

Yapısal uyum reformlarının en önemli hedefi efektif talebin kaynağını iç piyasadan dış piyasaya kaydırarak ülkenin küresel ekonomiye eklemelenmesini sağlamak olmuştur. Gelirler politikası bu sürecin önemli bir parçası olarak işlev görmüştür. Bununla beraber, neo-klasik 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 görece 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 yansımaları 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 sektör- lere dinamik-etkin, verimliliğin yükseldiği ancak istihdamın artmadığı sektör- lere statik-etkin sektörler denebilir. Negatif verimlilik artışı ile istihdam artışının birarada rastlandığı duruma durgun kalıp, her ikisi- nin 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 itibarıyla 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 etkisizleştirebilmiştir.

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 sonuçlandırıldığı 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 söz konusu 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

Neo-klasik 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, neo-klasik yaklaşımın önemli bir boşluğuna işaret eder.

Atıl kapasitenin var olabileceğinin kabulü, ücret payı arttığına, 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 göreceli 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 rağmen

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 ($\ln I/VA$, logaritmik olarak) kendi gecikmeli değerinin, kâr payının (P/VA) bir gecikmeli değerinin ve çarpan terimi olarak da katma değerdeki artış oranının ($d\ln VA$) 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:

$$\ln I/VA_{it} = \alpha_i + \beta_1 * \ln I/VA_{it-1} + \beta_2 * P/VA_{it-1} + \beta_3 * d\ln VA_{it-1} \quad (2)$$

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: $\ln(\text{Yatırım/Katma değer})$ ($\ln I/VA$)
 Gözlem sayısı=546 (26 alt sektör * 21 yıl) (1975-1995)

	Model 1	Model 2	Model 3(2)	Model 4(3)	Model 5
$\ln I/VA_{it-1}$	0.193 (4.5)*	0.189 (4.4)*	0.182 (4.2)*	0.198 (4.6)*	0.193 (4.5)*
P/VA_{it-1}	0.325 (0.5)	1.419 (1.4)	-	-	0.242 (0.4)
$D\ln VA_{it-1}$	0.51 (2.6)*	0.533 (2.7)*	0.59 (2.9)*	-	0.514 (2.6)*
P/VA_{it}	-	-1.226 (-1.2)	1.009 (1.2)	0.438 (0.5)	-
$D\ln VA_{it}$	-	0.444 (2.0)**	-	0.097 (0.2)	-
X	-	-	-	-	0.17 (0.4)
r	-0.02	-0.02	-0.01	-0.01	-0.02
R ² –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:

$\ln IVA_{it}$: Sektör i'de t anında reel (sektörel bazda TEFE ile indirgenmiş) gayrisafi sabit sermaye yatırımlarının reel katma değere oranı.

PVA_{it} : Sektör i'de t anında kâr/katma değer (%) olarak.

$d\ln VA_{it}$: Sektör i'de t anında katma değer birinci logaritmik farkı (sektörel bazda TEFE ile indirgenmiş)

X_{it} = Sektör 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 verileri; 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 göstermektedir. Likelihood oran ve F sınamaları gruplararası ortak bir sabit terim hipotezini sabit etki modeli lehine %1 anlamlılık düzeyinde reddetmektedir. Ayrıca bu model tek yönlüdür, yani zamana özgü yıl kukla değişkenleri kullanılmamıştır. İki yönlü model likelihood oran and F testleri sonucunda tek yönlü model lehine reddedilmiştir (1% anlamlılık düzeyinde). Tek yönlü sabit etki modelinin genel şekli şöyledir (Greene, 1993):

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

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

Sektörler bir örneklemden rassal olarak seçilmiş alt gruplardan değil, örneklemin tamamından oluştuğu için sabit etki modeli, sektörler arası farklılıkların rassal bir terimle yakalandığı rassal etki modeline oranla verinin doğasına daha uygundur. Zaten Hausman testinin sonuçları da rassal etki modelini 1% anlamlılık düzeyinde reddetmektedir. Ayrıca test sonuçları hata terimleri arasında istatistiksel olarak anlamlı derecede otokorelasyon 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. Sabit etki ve zaman etkilerinin dışında test zaman serileri için geçerli olan yöntemi içermektedir. Bu testing sonuçlarına göre kullandığımız değişkenlerde birim kök yoktur.

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 portföy 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

Neo-klasik 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 ülkelere gelişmekte olan ülkelere doğru olan sermaye akımı sağlanacaktır. Bu akım, yatırımların getiri oranları birbirine yaklaşıncaya kadar devam edecektir. Küresel tasarrufun, yatırım oranlarına yönelmesi arttıkça, yukarıda sözü edilen yaklaşma sürecinin daha hızlı olması beklenmektedir.

Neo-klasiklerin bu yaklaşımına yapılan eleştiriler iki başlık altında özetlenebilir.¹ Birincisi neo-klasik yaklaşımın finansal piyasaların etkin çalıştığını, ikincisi ise tasarrufların küresel ölçekte dağıldığını ve yatırımların getiri oranlarının eşitlendiğini kabul etmesidir. Aslında finansal piyasalar hem küresel tasarruf ve yatırımdan bağımsız çalışırlar, hem de piyasaların çalışması etkin değildir.

Neo-klasik 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 spekülâtif 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). Tüketicinin 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 sektörlerle 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

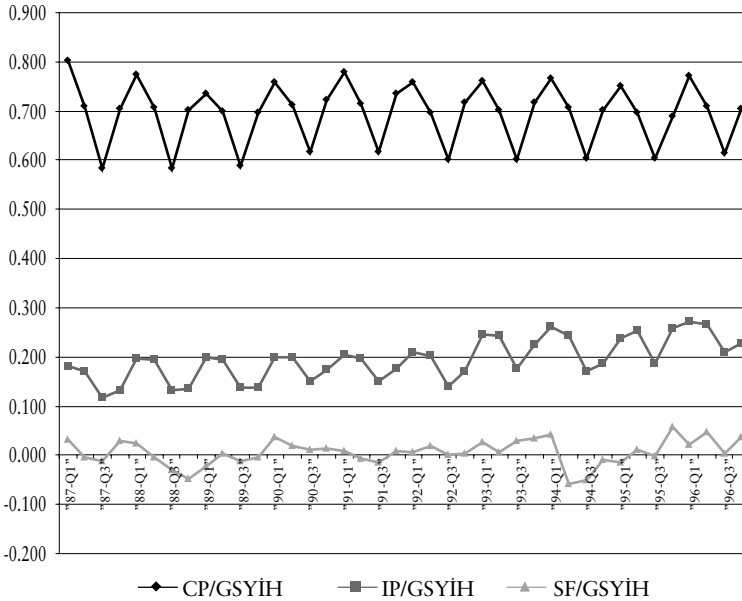
Bu makalede incelenen zaman serileri mevsim etkisinden arındırılmamış üçer aylık yabancı tasarruf (SF), özel tüketim(CP) ve özel yatırımdır (IP).

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**

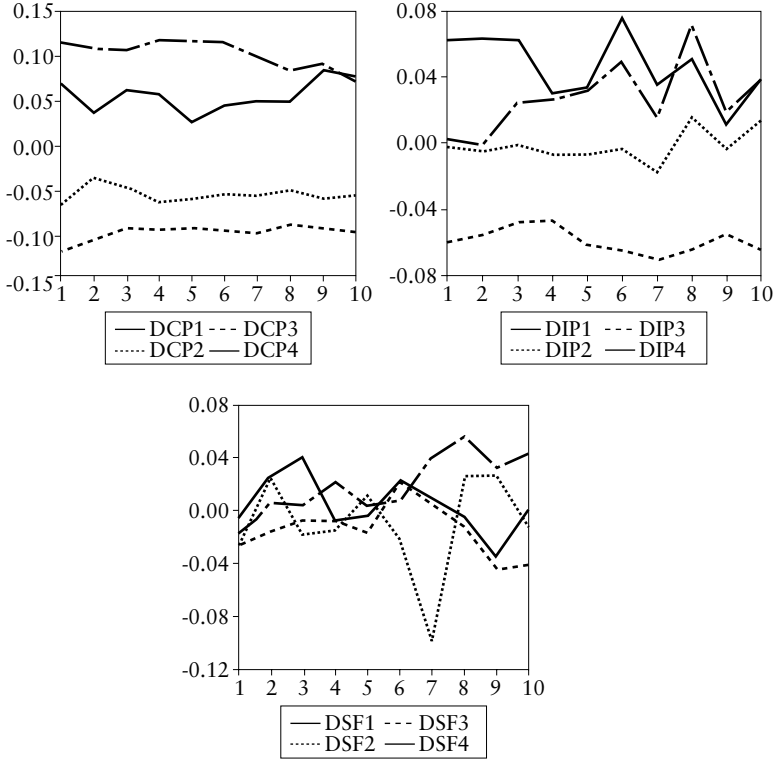
GRAFİK 9.1
Türkiye'de Yabancı Tasarruf (SF), Özel Tüketim (CP) ve
Özel Yatırım (IP) (GSYİH'ya oranlar)



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 söz konusu 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 sınamı 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. ($H_0: \Pi_3 \cap \Pi_4 = 0$ 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 her-bir 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 söz konusu 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 (0.72)	1.26 (0.98)	1.36 (0.27)	0.21 (0.89)
CP4	2.86 (0.72)	1.42 (0.99)	1.21 (0.34)	0.91 (0.63)
IP4	6.58 (0.25)	1.17 (0.94)	1.05 (0.43)	1.39 (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

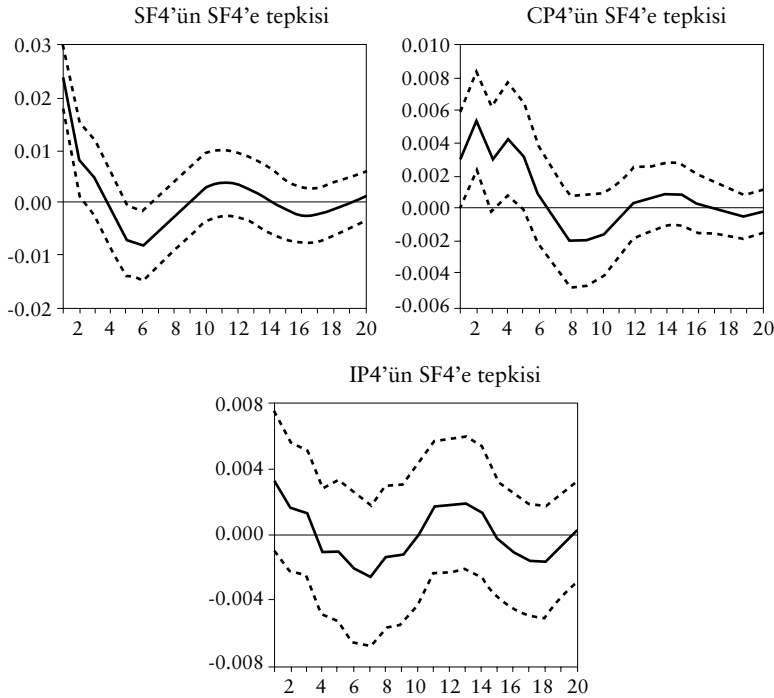
Sıfır hipotezi	F-istatistiği	Olasılık
SF4, CP4'ün Granger nedeni değildir	3.4086	0.02
SF4, IP4'ün Granger nedeni değildir	0.3763	0.82
CP4, SF4'ün Granger nedeni değildir	0.3366	0.85
CP4, IP4'ün Granger nedeni değildir	7.4552	0.05
IP4, SF4'ün Granger nedeni değildir	0.4371	0.78
IP4, CP4'ün Granger nedeni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

Not: Parantez içindeki değerler p-değerlerini gösterir.

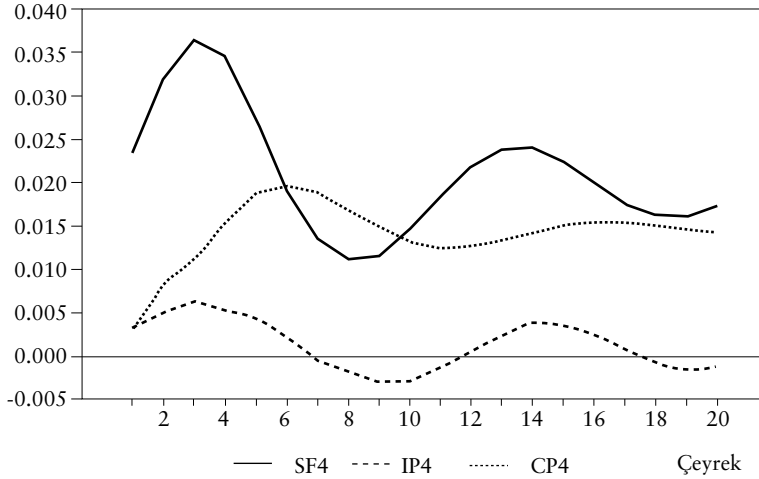
beslenme sözkonusu değildir. Granger nedensellik sınaması, kısıtlı bir bilgi setiyle (iki değişkenli) yapılmıştır ve dışlanmış değişkenler sonuçları etkileyebilir. Öte yandan sabit varyans ardışık bağımlılık ve parametre kararlılığı gibi temel bozuk terim sınamaları Granger nedensellik sınamaya denklemlerine 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
Bir Standart Sapmalık Şoklara
Değişkenlerin Vermiş Oldukları Tepkiler



GRAFİK 9.4
SF4'e Birikimli Tepkiler



sapma değeriinde 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 simülasyon 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 pozitifdir 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.

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. makede 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 söz konusu 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 görelî fiyatlarının gelişimi ile yapısal uyum politikalarının her iki sektörün görelî 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, neo-klasik 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 görelî fiyatlarını vermektedir. Bu tablonun sonuçlarına göre incelenen yedi ülkenin ticarete konu olmayan sektörlerinin görelî fiyatları, 1970 ile 1993 yılları arasında sadece Endonezya için bir azalma göstermekte, diğer

altı ülkenin ticarete konu olmayan mallarının görelî fiyatları yükselmekteydi. Görelî 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; Summers 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 fiyatlamasının 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 değişimler 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, göreceli 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 ayırlamadığı 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 spekülâtif 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, ticarete 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 fiyatlamamanın 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 kamçılması Türkiye için sözkonusu olmuştur (Yentürk, 1992; Şenses, 1989; Kayta 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 yansıtılabildiklerini 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 göreceli 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) göreceli kârlılıkları (PRORNT) arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki çıkmaktadır (model 1, denklem 1-6). Diğer yandan ticarete konu olmayan sektörlerin yatırım oranları (TPGDP) ile göreceli kârlılıkları (PRORNT) arasında bir ilişki gösterilememiş ancak reel döviz kuru (RER) ile arasında bir ilişki ortaya konulabilmektedir (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 artıracak neo-klasik teoremin beklen-

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 deflatörü ve toptan eşya fiyat indeksi: DİE, Yatırım deflatörü: DPT

tilerindendir. 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.

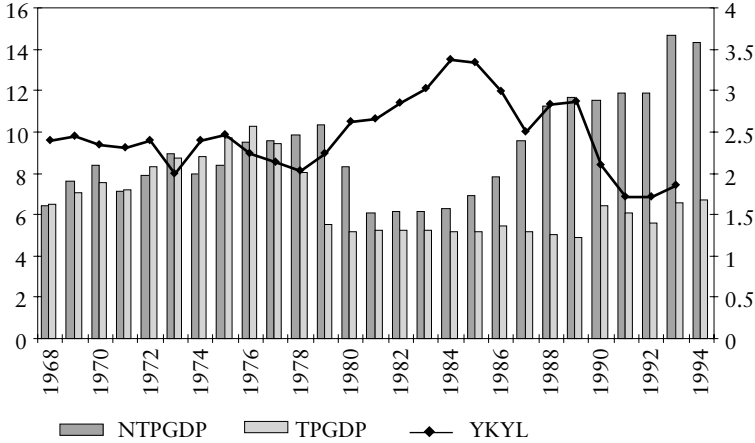
Makalenin amacına uygun olarak incelemenin ticarete konu olan ve olmayan sektörler ile gelirin fonksiyonel dağılımı açısından yapılması gerekmektedir. Ticarete konu olmayan sektörler her zaman iç talebe yönelik büyüyen sektörler olduklarından ücret lehine bir dağılımından olumlu etkilenirken, ticarete 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 gelirin

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 göreceli 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 (Kirkpatrick 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 sektörlerle 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 spekülâtif 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 spekülâtif sermaye girişleri reel yatırımlara yönlendirilememekte ve tüketim hacmini artıran bir etki yaratmaktadır. Bu olgu kısa dönemli sermaye girişlerinin yoğun olduğu durumlarda ticarete konu olmayan sektörlerle yönelik yatırımları kârlı hale getirmektedir. Ayrıca, tümüyle dış finansal hareketlere bağlı olarak döviz kurunun değeri lenmesi dışa dönük faaliyetleri ve ihracat artışını olumsuz etkilemektedir.

Kısa dönemli spekülâtif sermaye girişini yavaşlatmak amacıyla sterilizasyon uygulaması Türkiye için yeterli olmamıştır. Sermayenin ülke içinde kalma süresinin uzatılması, döviz kredilerinin ihracata yönelik yatırımlara ayrılması ve spekülâtif 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 başvurumaktadırlar. 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 kararlara artırılabilceği 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 C PIE						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 C PIE						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 C PIE - 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 C PIE - 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 C PIE + 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 pozitif ve anlamlı ilişki çıkmaktadır (denk: 1,4,5,6). Diğer bir anlamlı ilişki ($PAD_{(-1)}$, denk: 1-6) ile arasında gözükmemektedir. (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 vermemekte 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 bulanamamaktadır. 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 denklemininkinden 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. $PRORNT = \left(\frac{\text{Servis deflatörü/ticarete konu olmayan sektörlerin yatırım fiyatları indeksi}}{\text{Toptan eşya fiyat indeksi/ticarete konu olan sektörlerin yatırım fiyatları indeksi}} \right)$. 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 deflatörü 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 tartlı fiyat indeksi kullanılmıştır. Ticarete konu olan sektörlerin yatırımları ile reel döviz kuru arasında negatif bir ilişki beklenmektedir. Ticarete 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, $Y \text{ trend}/Y \text{ oranından}$ 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

iki sektörün yatırımları arasında pozitif bir ilişki beklenmektedir. CY bir yıl gecikmeli bir değişkendir. Kaynak: DİE.

RIR= Reel faiz oranı finansal sektör ile reel sektör arasındaki tercihi belirleyen bir değişkendir. Reel faiz oranının artması yatırım kararlarını olumsuz olarak etkileyecektir. RIR bir yıllık faiz oranı (i) üzerinden hesaplanmıştır. $RIR = ((1+i/1+\text{tüketici fiyat indeksi})-1) * 100$. Kaynak: TCMB.

PAD= Bu değişken döviz bulunabilirliğini temsilen denklemlere dahil edilmiştir. İhracat artı kısa dönemli sermaye girişinin ithal fiyat indeksi ile deflate edilmesi şeklinde hesaplanmıştır. Ticarete konu olmayan sektörlerin yatırımları ile PAD arasında pozitif bir ilişki beklenmektedir. Ticarete konu olan sektörlerde ise döviz bolluğu nedeniyle PAD bir etki yaratmayacaktır. PAD bir yıl gecikmeli bir değişkendir. Kaynak: TCMB.

NTGGDP= Kamu sektörü 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. Kamu yatırımlarının özel sektör yatırımları üzerindeki “crowding in/out” etkisini test etmek üzere denkleme dahil edilmiştir. Özel sektör ticarete konu olmayan sektörleri için “crowding in” ve “crowding out” etkisi aynı anda görülecektir. Özel kesim ticarete konu olan sektörlerde ise crowding/in” etkisinin ortaya çıkması beklenmektedir. NTGGDP bir yıl gecikmeli bir değişkendir.

CPIU= Beklenmeyen enflasyon belirsizliğin yatırımlar üzerindeki etkilerini test etmek amacıyla denklemlere dahil edilmiştir. CPIU, beklenen enflasyondan (CPIE) gerçekleşen enflasyonun (CPI) çıkarılması ile elde edilmiştir. CPIE ile yatırım kararları arasında negatif bir ilişki beklenmektedir. Kaynak: TCMB.

CRPGDP= Bankacılık sistemi kredilerinin GSYİH’ya oranı yatırım kararlarının finansmanını göstermek için dahil edilmiştir. Taylor (1991)’in yaklaşımı izlenerek ticarete konu olan sektörlerin yatırımlarını kredilerle, ticarete konu olmayan sektörlerin kârlarla finanse ettikleri kabul edilmektedir. Bu nedenle ticarete konu olan sektörlerle arasında pozitif bir ilişki, olmayan sektörlerle ise nötr bir ilişki beklenmektedir. Kaynak: IMF, IFS.



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

**Türkiye Dünyanın Neresinde?
Karşılaştırmalı IMF Uygulamaları**

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 görelî 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 görelî 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 görelî fiyat dengesinin bozulması, aşağı çekilen fiyatları bir yay gibi germekte ve süre dolduğunda fiyatlar öncekinden çok daha yükseklerle 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 otomatige 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 içermektedir. 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 geliştirmekte 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 geliştirmekte 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 geliştirmekte 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 değerlendirilmesi, 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 adlandırılabilen 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

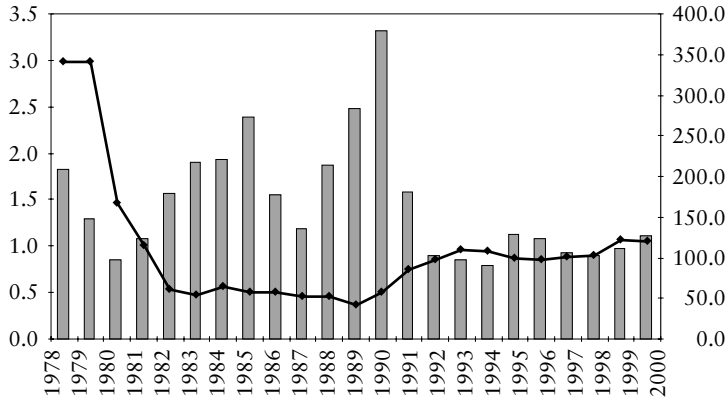
Arjantin ekonomisindeki bu dönem, ekonomide uluslararası rekabet gücünün kaybedildiği, ekonomide dolarlaşmanın arttığı, büyümenin kaynaklarının esas itibarıyla tüketime dayandığı gibi bazı özellikleri taşımaktadır.

Reel Döviz Kuru ve Ödemeler Bilançosundaki Gelişmeler

1 dolar = 1 peso uygulanması ile birlikte kaçınılmaz olarak reel döviz kurunda değer kazanma² 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



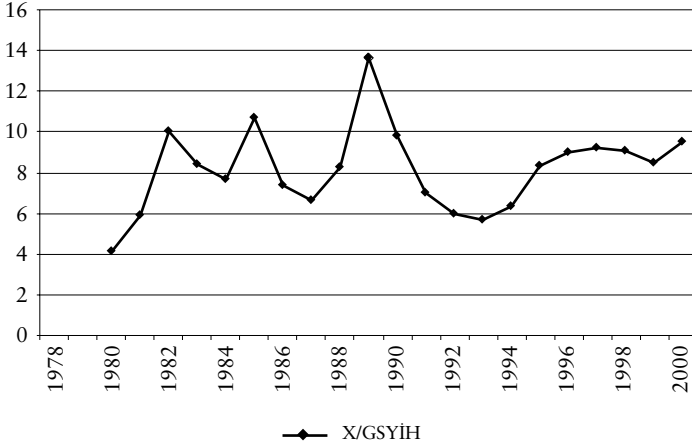
Kaynak: IIF, Institute of International Finance, 2001.

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.

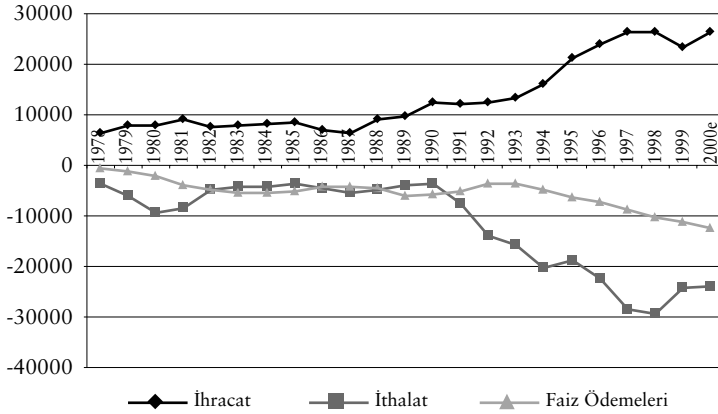
Arjantin'in denk olan dış ticaretine rağmen ciddi bir açık veren cari işlemler kalemi belki de diğer gelişmekte olan ülkelere örnek teşkil edebilecek en önemli sorunlarından bir tanesini oluşturmaktadır. Grafik 11.3'te görüldüğü gibi ithalatı hızla artmasına ve ihracatı yavaşlamış olmasına rağmen, Arjantin 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

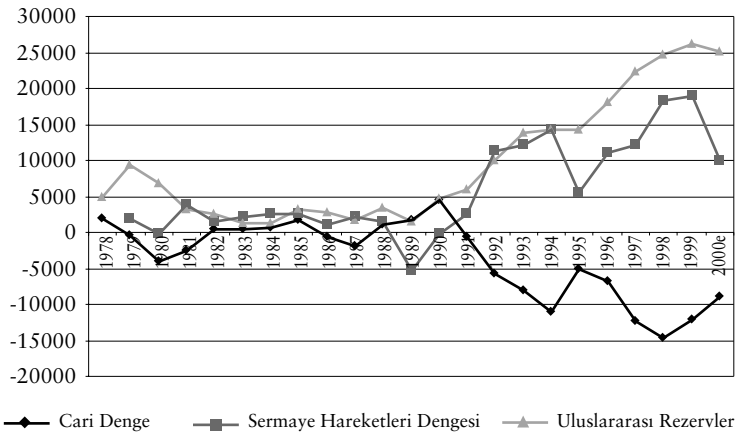


Kaynak: IIF, Institute of International Finance, 2001.

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.

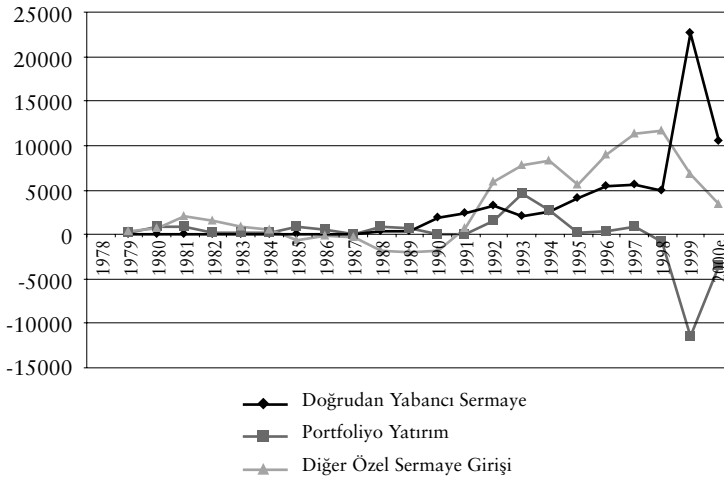
kur güvencesi ve yüksek faiz oranının yarattığı cazip ortamdan kaynaklanmaktadır. Her yıl yaklaşık 5 milyar dolar civarında cari açığın gerektirdiğinden fazla sermaye girişi ortaya çıkmakta, rezervlerdeki artış ve dolarlaşmanın ekonominin gündemindeki baş yerini almaya başlamasına neden olmaktadır.

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 Kaynaklar

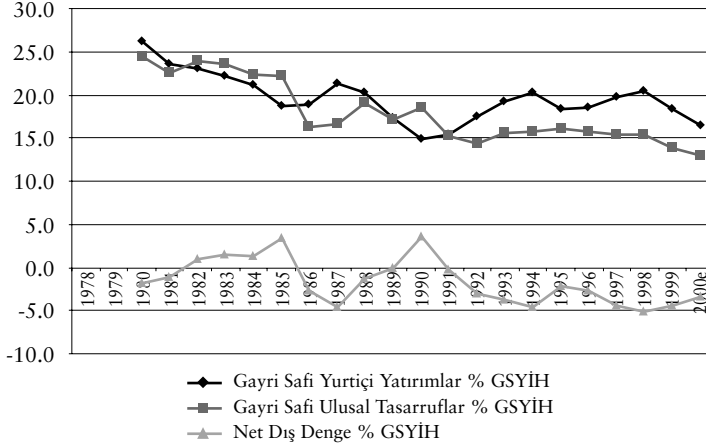
Grafik 11.6'ya göre, net dış kaynak girişi artış göstermektedir. Bu artış, yurt içi tasarruflarda bir azalma ve tüketimde bir artış ile paralellik göstermektedir. Daha önce tartışıldığı gibi yabancı tasarruflar, özellikle kısa dönem niteliği taşıyanlar, tüketim için ek kaynak işlevi gör-

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’deki 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 sektörlerle 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 spekülâtif sermayenin hızla ülke dışına çıkması ve likidite sıkıntısına düşülmesi için yeterli olan zayıf zemini hazır etmektedir.

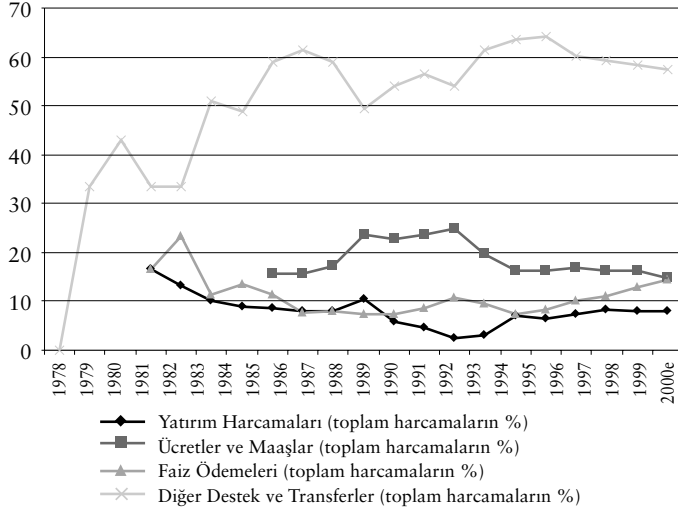
Diğer yandan, hızlı büyüme ve talep artışına rağmen ciddi bir işsizlik artışı yaşanmıştır. Bu işsizlik artışı esas itibariyle özelleştirme kaynaklı olmuştur. 1991 yılında % 6 olan işsizlik oranı 1994 yılında %12'ye yükselmiştir.

... 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 değerlendirilmesi 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 kalemlerle ilgili zafiyet süregelmiştir (**Grafik 11.7**). Aynı zafiyet vergi gelirlerinin artırılmamış 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.

azaltma 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 oluşturmıştır.

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 ülkelere 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, portföy 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.

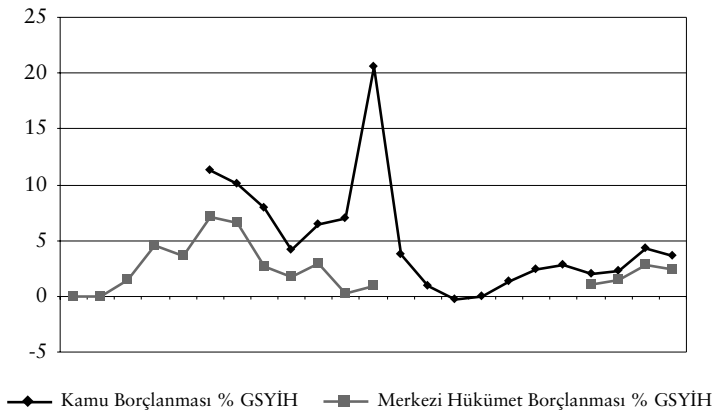
Kamu Hesapları

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 düşürülemediği olması (**Grafik 11.7**) kamu açıklarının artmasında en önemli iki faktördür.

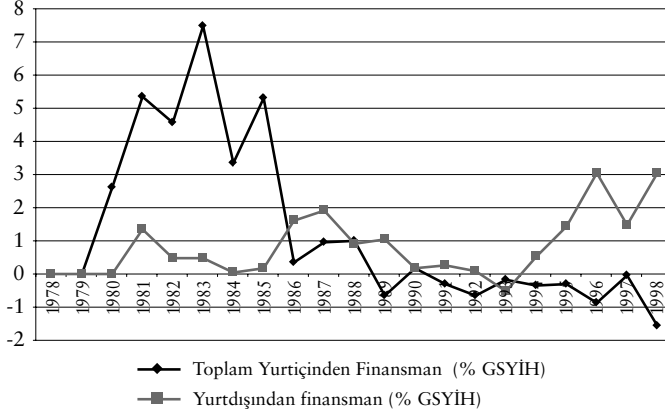
Arjantin’in kamu hesaplarında görülen bu sorunların yanı sıra çok ciddi bir başka yapısal zafiyeti de mevcuttur. 1990 yılından itibaren

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-

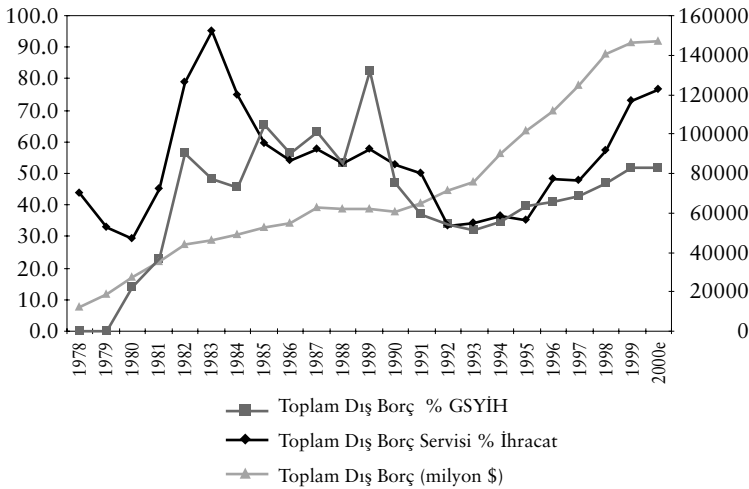
yalini güçlü olarak verdiği söylenebilir. Böylesine riskli hale gelmesi nedeniyle yabancı kaynakların Arjantin'e borç vermekten kaçınmaya başlaması çok şaşırtıcı olmamaktadır.

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.

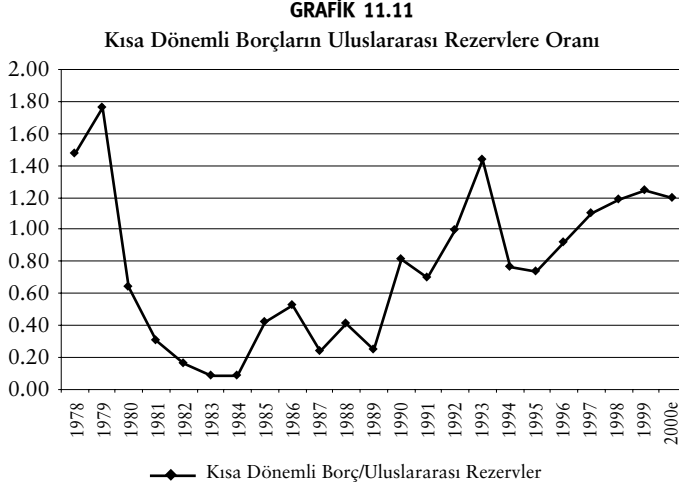
Para Piyasası

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.



Kaynak: IIF, Institute of International Finance, 2001.

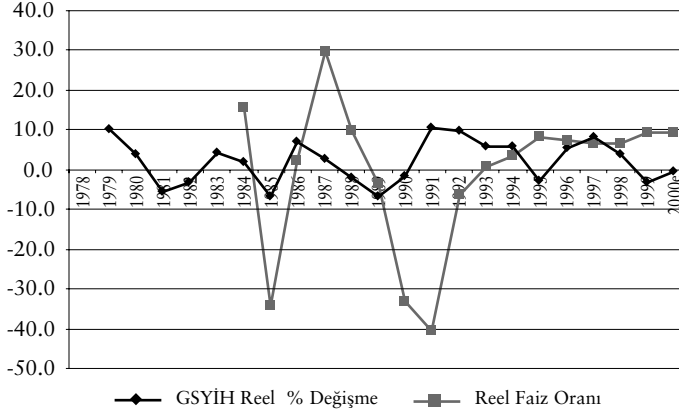
bulgularından birisi olan kısa dönemli dış borç/uluslararası rezervler oranı 1998 sonrası 1,20 civarına tırmanmıştır (**Grafik 11.11**).

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 ulaşılmaması 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 kaçıışı, 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: Küresel 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 olduğu 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 kazandırılmamasının 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.

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 spekülasyon 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, portföy yatırımı ya da kısa dönemli sermayede yoğunlaşmasıdır. Örneğin Asya ülkelerine 1983-1989 arası net portföy 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 portföy 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 portföy 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 portföy 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 değerlendirilmesi 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 kırılma riski görülürken, G. Kore’de aynı tuzağa düşmüş olan özel sektörde bir kırılma riski ortaya çıkmıştır. Diğer yandan, aşırı sermaye girişi yerli paranın değerlendirilmesi 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.

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

13.A. GİRİŞ

Bu makalede, spekülâtif 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 neo-klasik 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 değerlendirilmesi nedeniyle ihraç mallarının fiyatı uluslararası fiyatlara göre yükselmekte, ithal malları ise ucuzlamaktadır. Diğer yandan spekülasyon 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, portföy yatırımı ve kısa dönemli yatırımlar arasındaki dağılımı incelendiğinde, portföy 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 sermaye çı-

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
Portföy yatırımlar	-1226	-1399	121	298	-3985	12138	19175	27867
Kısa dönemli yatırımlar	584	-5051	821	-963	2847	3343	6848	609
Rezerv değişimleri	-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	6791	13715	6588	6859	10274	18095	19257	25340
(milyon peso)								
Parasal taban	8444	14402	28874	23012	31135	39797	45535	50274
IV. (milyon peso)								
GSYİH	78787	193162	393727	512603	694872	877941	1034733	1140011
(milyon dolar)								
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.

kısı 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 olmuştur. Bu-

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
Portföy yatırımlar	146	282	1178	1586	547	648	2411	3917
Kısa dönemli yatırımlar	812	50	-2281	-528	3000	-3020	1396	3054
Rezerv değişimleri	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	4347	5212	6428	9283	11387	12150	15252	17761
(milyar dolar)								
Parasal taban	4588	6759	12084	20780	28746	43077	76773	128902
IV.(milyar dolar)								
GSYİH	51079	74722	129225	227324	393060	630117	1093368	1892606
(milyar dolar)								
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 Rezervler: TCMB; Parasal Taban: IMF, International Financial Statistics; GSYİH:DİE, HDTM; TÜFE: IMF, International Financial Statistics; Döviz Kuru: IMF, International Financial Statistics.

nun nedeninin, arbitraj olanaklarından bağımsız olarak, NAFTA'nın oluşumu ile beraber, düşük işgücü maliyetinden yararlanmak üzere Meksika'da yatırım yapan ABD firmaları, özelleştirmeye yönelik 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 spekülative 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, spekülative sermaye girişinin yükselmesi ile kamu açığı arasındaki başlatıcılık ilişkisini net olarak görmek kolay değildir. Spekülative 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, neo-klasik teorisinin 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 (Altınkemmer 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 borçlanma da 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
Konsolide Bütçe 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
Diğer 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
KIT'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, Altinkemer 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-

muştır. Bu yöntem parasal tabandaki genişlemenin Merkez Bankası tarafından sterilize edilmesi yerine, büyük oranda Hazine'nin kâğıtlarıyla likiditenin kamu tarafından kullanılabilir 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 yansımaları 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 yansımalarının 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

Neo-klasik teori, gelişmekte olan ülkelerde, ekonomide dengesizlik olması halinde sermaye girişlerinin olumsuz etkilerinin ortaya çıkabileceği görüşünü öne sürmektedir. Bu makalede incelenen Türkiye ve Meksika ekonomisi, söz konusu 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 değerlendirilerek girdi maliyetlerini ucuzlatması ile telafi edilmiştir. Diğer bir deyişle, hükümetler her kesim nezdinde popülerite artırmak amacıyla kısa-orta dönemde sürdürülemeyecek politikalar izlemişlerdir.

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 göreceli fiyatlarındaki gelişmeler, yatırımların ticarete konu olan-olmayan sektörler arasında ve reel-finance sektörlerindeki 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 karşılaştırmaların 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 ülkelere 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 görelî fiyatlarına etkisi incelendiğinde, olumsuz bir etkiden söz edilmektedir. Çünkü, yatırım malı ithalatı açısından gelişmekte olan ülkelerin dışa bağımlı olması nedeniyle, devalüasyonların görelî 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 görece yatırım fiyatları azalmaktadır. Dünya Bankası'nın Güney Doğu Asya Mucizesi başlıklı çalışmasına göre, Güney Doğu Asya yeni endüstrileşmiş ülkelerinin görece 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 ülkelere 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 görece 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 görece fiyatları artmaktadır (Brezilya, Meksika, Fas,

TABLO 14.1
Yatırım Mallarının Görelî 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 görelî fiyatları düşmektedir. Dolayısıyla sadece Cezayir, Mısır, Hindistan ve Filipinler'de yatırım malı görelî fiyatı ile yatırım malları arasında farklı yönde ilişki görülmemekte, diğer 10 ülkede ise farklı yönde ilişki geçerli olmaktadır.

Yatırımların görelî 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 görelî yatırım malı fiyatlarında bir azalma ortaya çıkmıştır. Bu olgu, bu yıllarda gelişmekte olan ülkelere akan spekülâtif 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 inceleneceği gibi, bu artış esas olarak ticarete konu olmayan sektörlerde ortaya çıkmaktadır.

14.C. TİCARETE KONU OLMAYAN SEKTÖRLERİN GÖRELİ FİYAT VE YATIRIM ORANLARI

Neo-klasik yaklaşıma göre, stabilizasyon politikaları ile birlikte ticarete konu olan sektörlerde kârlılık artacak ve yatırımlar bu sektörde yoğunlaşacaktır. Ticarete konu olmayan ve olan sektörlerde görelî fiyat değişmelerinin izlenmesi için en uygun gösterge reel döviz kuru olarak kabul edilmektedir. Neo-klasik yaklaşıma göre, reel döviz kuru yatırımlar üzerine, özellikle sermaye mallarının görelî 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 neo-klasiklerin beklentilerinin tersine, sermayenin görelî 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 yansır ve ticarete konu olmayan sektörlerin yatırım kararlarını olumsuz etkileyebilir.

Tablo 14.2'de ticarete konu olmayan sektörlerin görelî fiyatları görülmektedir. İncelenen 14 ülkenin dördünde (Brezilya, Endonezya, Fas ve Tunus) ticarete konu olan malların görelî 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 Görelî 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 görelî 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 ülkelere dışı açılma ile birlikte ortaya çıkan bu artış trendi neo-klasik teorisinin kârlılığın ve büyümenin ticarete konu olan sektörlerde ortaya çıkacağı beklentisini sarsmaktadır.¹

Diğer yandan, dışı 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 Görelî 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= Görelî fiyatlar (ticarete konu olmayan sektörlerin olan sektörlerle 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 Görelî fiyatların, dışı 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 göreceli yatırımlarında artma vardır.

Tablo 14.3'te ayrıca göreceli fiyat hareketleri ile yatırımların paralellik gösterdiği görülmektedir. Toplam 15 gözlemden 11 tanesinde göreceli fiyatlarla göreceli 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 sektörlerle yönelik yatırım teşvik politikalarının önemini tekrar gündeme getirmektedir. Çünkü, dışa açılma politikaları özellikle ihracatçı sektörlerde göreceli 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 sektörlerle (kamu) kayarak cari harcamalara yönelmesi ya da rantiyelere yönelerek spekülasyon harcamaları artırması söz konusu olmaktadır (Akyüz, 1993a; Frenkel vd., 1993).
- Ayrıca, gelişmekte olan ülkelerde, faiz oranlarının artması ile beraber kaynak dağılımındaki etkinliğin bozulması söz konusudur. 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; Larraín 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 spekülâtif yatırımlar olarak kalmakta, buna bağlı olarak faiz oranları çok yükselmekte ve reel yatırım kararları olumsuz yönde etkilenmektedir (UNCTAD, 1992).
- Spekülâtif sermaye girişinin yarattığı aşırı borçlanma ve aşırı borç yükü, yurtiçi tasarrufların önemli bir oranının, yatırımlara dönüşmeden yurtdışına faiz ödemesi için kullanılmasına neden olmakta ve spekülâtif 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 spekülâtif sermaye girişi ile döviz kurunun aşırı değeri lenmesi 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 spekülâtif sermaye girişi ile birlikte gelişmekte olan ülkelerden önemli oranlarda sermaye kaçıışı 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 sektörlerle, ihracat ve yatırım performansı kriterlerine bağlı olarak, kredi tayinlaması 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 artıracak neo-klasik teoremin beklentilerindendir. Taylor neo-klasik teoremin yaklaşımına karşı çıkmakta ve kâr beklentilerinin artmasının ekonomide yatırımları artıracak 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 söz konusudur. “Exhilarasyonist” rejimlerde ise üretim artmamakta artan talebe karşılık fiyat artışları ekonominin dengeye gelmesini sağlamaktadır, yani bir zorunlu tasarruf söz konusudur. 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 yıllar 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, neo-klasik 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 yüksekliliğini 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 göreceli 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, neo-klasik beklentilerin tersine, yapısal uyum politikaları ile birlikte, göreceli 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 göreceli fiyat hareketleri ve göreceli getiri artışları uluslararası rekabete açık olan sektörler aleyhine gelişmektedir. Güney Doğu Asya ülkelerinde görülen istikrarlı yatırım artışı ise, ancak reel sektörler için 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 tüketen şekilde ticarete konu olan sektörler için teşvik edilmemesi nedeniyle, birçok ülkede ücretlerin düşürülmesi sonucu artan kârlılığın yatırımlara dönüşmesi sağlanamamaktadır. Ücretlerin düşürülmesi ise, ticarete konu olan sektörler için teşvik edilmemesi nedeniyle, birçok ülkede ücretlerin düşürülmesi sonucu artan kârlılığın yatırımlara dönüşmesi sağlanamamaktadır.

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 denkleminde 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 Venezuela) 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 sonuçlar¹ 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 (NİFA, 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
NİFA/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
NİFA/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
NİFA/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
NİFA/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
NİFA/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 söz konusu 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 pozitifdir, 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 spekülasyon 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 değildirlir (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 ayrılabilen 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 bulunmaktadır. 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.

EK 15.A

$$\text{GDS}=\text{GSYİH}-\text{C}$$

$$\text{GNS}=\text{GDS}+\text{NIFA}$$

$$\text{GNS}=\text{GDI}+\text{RB}$$

$$\text{CA}=\text{RB}+\text{NIFA}+\text{NOT}$$

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 değişimleri

NOT: Net resmi transferler

CA: Cari Açık $\text{RB}+\text{NIFA}+\text{NOT}$ olarak tanımlanmaktadır. Cari açığın eksi ile çarpımı yabancı tasarrufları vermektedir.

Kaynakça

- Aghevli, B., Boughton, J.B., Montiel, P.J., Villaneuva, D. ve Woglom, G. (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*, cilt 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.
- Altinkemer, 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*, cilt 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.
- Apalaçi, S., Çimenoglu, A., Emel, A. B., Ersel, H., Fırat, B., Tarhan, C. ve Yücel, Y. (2001) "Döviz kurunda oynaklık ve enflasyon", http://www.ykb.com/hizmetler/ekonomi_raporlari/lyayinlar/arastirma.doc
- Argimon, I. ve Roldan, J.M. (1994) "Saving investment and international capital mobility in EC countries", *European Economic Review*, cilt 38, s. 59-67.
- Arıcanlı T. ve Rodrik, D. (1990) *The political economy of Turkey*, Macmillan, Londra.
- Attanasio, O., Picci, L. ve Scorcu, A. (2000) "Saving-growth and investment", *Review of Economics and Statistics*, 82 (2), s. 182-211.
- Bağımsız Sosyal Bilimciler (2005) 2005 Başında Türkiye'nin Ekonomik ve Siyasal Yaşamı Üzerine Değerlendirmeler, www.bagimzsosyalbilimciler.org
- Baker, D., Epstein, G. ve Pollin, R. (1998) *Globalization and progressive economic policy*, Cambridge University Press.
- Banuri, T. ve Schor, J. (1992) *Financial openness and national autonomy*, Oxford, Clarendon 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*, cilt 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*, cilt 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*, cilt 31, no 2, s. 379-403.
- Blomstrom, M., Lipsey, R.E. ve Zejan, M. (1996) "Is fixed investment the key to economic growth", *Quarterly Journal of Economics*, cilt 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*, cilt 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*, cilt IV, UNCTAD, s. 57-75.
- Calvo, G. (1996) "Capital flows and macroeconomic management: The tequila lessons", *International Journal of Finance and Economics*, cilt 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*, cilt 40, no 1, s. 108-151.
- Calvo, G., Leiderman, E. ve Reinhart, C. (1996) "Inflows of capital to developing co-

- untries in 1990s”, *Journal of Economic Perspectives*, cilt 10, no 2, s.123-139.
- Calvo, G. ve Reinhart, C. (2000a) “Fear of floating”, *National Bureau of Economic Research Working Papers*, no 7993, Cambridge, MA.
- Calvo, G. ve Reinhart, C. (2000b) “Fixing for your life”, *National Bureau of Economic Research Working Papers*, no 8006, Cambridge, MA.
- 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 Vegh, C.A. (1999) “Inflation stabilization and BOP crises in developing countries”, *Handbook of Macroeconomics*, 24. konu, North Holland.
- Carrol, C. ve Weil, D.N. (1994) “Saving and growth: a reinterpretation”, *Carnegie-Rochester Series on Public Policy*, cilt 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*, cilt 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.
- Cooper, R. (1999) “Should capital controls be banished”, *Brooking Papers on Economic Activities*, (1), s. 89-141.
- Corbo, V., Fischer, S. ve Webb, S. (1992) “Adjustment lending revisited”, *A World Bank Symposium*, Washington DC.
- Corbo, V. ve De Melo, J. (1987) “Lessons from the Southern Cone policy reforms”, *The World Bank Research Observer*, cilt 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*, cilt 34, no 3, s. 606-639.
- 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*, cilt 11, no 1, s. 61-85.
- Cornford (2001) “The Basel committee’s proposal for revised capital standards”,

- UNCTAD *Discussion Papers*, no 156,
- Corsetti, G. , Pesenti, P. ve Roubini, N. (2001) “The Role of Large Players in Currency Crises”, *National Bureau of Economic Research Working Paper*, no 8303, Cambridge, MA.
- Crotty, J. ve Eipstein G. (1999) “A defence of capital controls in the light of Asian financial crisis”, *Journal of Economic Issues*, cilt 33, no 2, s. 427-434.
- Çimenoglu, A. (2002) “International capital flows and their impact on the Turkish economy”, Doktora tezi, İTÜ, İstanbul.
- Çimenoglu, A. ve Yentürk, N. (2005) “Effect of Impacts of Capital Inflows on the Turkish Economy”, *Emerging Markets Finance and Trade* , cilt 41, no 1.
- Çimenoglu, A. ve Yentürk, N. (2002) “Impacts of international 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”, *Quarterly Journal of Economics*, cilt 106, no 2, s. 445-502.
- DİE (1996), *İstatistik Göstergeler*, Ankara, DİE.
- Dooley, M. (2000) “A model of crises in emerging markets”, *The Economic Journal*, no 110, s. 256-272.
- 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.
- Dooley, M., Frankel, J. ve Mathieson, D.J. (1987) “International capital mobility, what do saving-investment correlations tell us?”, *IMF Staff Papers*, cilt 34, no.3, s. 503-530.
- Dornbush, R. (1983) “Panel discussion on the Southern Cone”, *IMF Staff Papers*, cilt 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*, cilt 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*, cilt II, Macmillan.
- Eatwell, J. ve Taylor, L. (1998) "The performance of liberalized capital markets", *CE-PA Working Papers*, no 8.
- Edwards, S. (2001) "Does the current account matter?", *National Bureau of Economic Research Working Paper*, no 8275, Cambridge, MA.
- Edwards, S. (2001) "Capital mobility and economic performance: Are emerging economies different?", *National Bureau of Economic Research Working Paper*, no 8076, January, Cambridge, MA.
- Edwards, S. ve Végh, C.A. (1997) "Banks and macroeconomic disturbances under pre-determined exchange rates", *Journal of Monetary Economics*, cilt 40, no 2, s. 239-278.
- 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.
- Eichengreen, B., Rose, A. ve Wyplosz, C. (1997) "Contagious currency crises", at www.baas.berkeley.edu/~arose/RecRes.htm.
- 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 Yoo, B.S. (1987) "Forecasting and testing in cointegrated systems", *Journal of Econometrics*, (35), s.143-159.
- Engle, R.F. ve Granger, C.W.J. (1987) "Cointegration and error correction: representation, Estimation and Testing", *Econometrica*, (55), s. 251-276.
- 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*, cilt 15, 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.
- Ersel, H. ve Temel, A.(1984), "Türkiye'nin dış alım başarımının değerlendirilmesi", *Toplum ve Bilim*, no 27, Güz, 1984, İstanbul.
- 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*, cilt 10, no 1, s. 51-77.
- Ferretti, G.M. ve Razin, A. (1996) "Current account sustainability: Selected East Asian and Latin American Experiences", *National Bureau of Economic Research Working Paper*, no 5791, Cambridge, MA.
- Ffrench-Davis, R., Titelman, D. ve Uthoff, A. (1994) "International competitiveness 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*, cilt 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.
- Goldfajn, I. ve Valdes, R.O. (1997) "Capital flows and the twin crises: The role of liquidity", *IMF Working Paper*, no 87, Washington, D.C.
- 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*, cilt 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 (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.
- International Monetary Fund, (1993) *World Economic Outlook*, Annex VI, Mayıs 1993.
- Isenman, P. (1980) "Inter-country comparisons of real incomes: Revised estimates and unresolved questions", *World Development*, cilt 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*, İstanbul.
- 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.
- Journard, J. ve Reisen, H. (1992) "Real exchange rate overshooting and persistent trade effects", *The World Economy*, cilt 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.
- Kaminsky, G. ve Reinhart, C. (1999) "The twin crises: The causes of banking and balance of payments problems", *American Economic Review*, cilt 89, no 3, s.473-500.

- Kaminsy, G., Lizondo, S. ve Reinhart, C.M. (1998) "Leading indicators of currency crises", *IMF Staff Papers*, cilt 45, no 1, s. 1-47.
- Kaytaç, 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, İstanbul.
- 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 countries", *World Development*, cilt 18, no 1. s. 19-27.
- Kirkpatrick, C. ve Öniş, Z. (1991) "Turkey", Mosley, Harrigan ve Toye, 1991 içinde.
- Kirmanoglu, H. (1994) "Makroekonomik popülizm ve kriz", *Toplum ve Ekonomi*, no 7.
- Kirmanoglu, H. ve Tuncel, N. (1990) "İmalat sanayiinde gelir bölüşümü ve kaynak kullanımı", Kazgan vd. 1990 içinde.
- 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.
- Köse, A.H., Şenses, F. ve Yeldan, E. (2003) *İktisadi Kalkınma, Kriz ve İstikrar*, İletişim Yayınları, İstanbul.
- Kravis, I.B. ve Lipsey, R. (1983) "Towards an explanation of national price level", *Princeton Studies in International Finance*, no 52.
- Kravis, I.B., Heston, A. ve Summers, R. (1982) *World product and income, ICP Phase III*, John Hopkins University Press, Londra.
- 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 pro-*

- mise? 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 Development and Cultural Change*, cilt 5, s. 5-94.
- Lall, S. (1994) "The East Asian miracle: Does the bell toll for industrial strategies?" Amsden, 1994 içinde.
- Lanzarotti, M. (1994) "Taux de change, competitivite et rente dans l'apres-ajustement: Vers une maladie Chilienne?", *International Symposium on "Rehabilitation de la Demande"*, 29 Eylül-1 Ekim. 1994, IEDES, Universite de Paris I, Paris
- Larrain F. ve Vergara, R. (1993) "Investment and macroeconomic adjustment: The case of East Asia", Serven ve Solimano, 1993 içinde.
- 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*, cilt 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.
- Mahdavi, S. (1995) "Some empirical evidence on the temporal relationships between foreign inflows and aggregate spending categories in the United States", *Journal of Post-Keynesian Economics*, cilt18, 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 post-war 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*, cilt 12, no 3, s. 483-501.
- McCarthy, F.D. (1990) "Problems of developing countries in the 1990s", *World Bank Discussion Paper*, no 97.
- 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*, cilt 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*, cilt 15, no 4, s. 359-375.
- OSD (2001) "Otomotiv sanayii 2001 yılı Ocak-Haziran dönemi sonuçları", www.osd.org.tr/osdhaber.htm
- Önder, İ., Türel, O., Ekinci, N. ve Somel, C. (1993) *Türkiye'de kamu maliyesi, finansal yapı ve politikalar*, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, İstanbul.
- Öniş, Z. ve Özmucur, S. (1991) "Capital flows and external financing of Turkey's imports", *OECD Technical Papers*, no 36.
- 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.
- Özatay, F. (1996) "The Lessons from the 1994 crisis in Turkey: public debt (mis)management and confidence crisis", *Yapi Kredi Economic Review*, cilt 7, no. 11. s.21-

37.

- Özatay, F. (2000) “2000-2002 yıllarında Türkiye ekonomisi”, *İşletme ve Finans Der-gisi*, 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 Tur-key*, İstanbul, Boğazici University Press.
- Pack, H. ve Page, J.M.(1993) “Accumulation, exports and growth in the high perfor-ming asian economies”, *WB Development Report* (1993) için hazırlanmış bildiri.
- Pack, H. ve Westphall, L.E. (1986) “Industrial strategy and technological change: The-ory versus reality”, *Journal of Development Economics*, cilt 22, no 1, s. 87-128.
- Palley, T.(1996) “The saving-investment nexus: Why it matters and how it works”, *CE-PA Working Paper*, no 1
- Park, Y.C. ve Song, G.Y. (1997) “Managing foreign capital flows: The experience of the Korea, Thailand, Malaysia and Indonesia”, *International and Monetary Issu-es of 1990s*, cilt (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*, cilt 1, s. 1-89.
- Rama, M. (1993) “Empirical investment equation in developing countries”, Servén 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 rate based stabilisations carry the se-eds of their own destruction?*, mimeo, IMF, Ekim, Washington, D.C.
- Reisen, H. (1993) “Capital flows and their effect on the monetary base”, *CEPAL Re-view*, Aralık, no 51, s. 113-122.
- Reisen, H. ve Fischer, B. (1993) *Financial opening*, OECD, Paris.
- Rodriguez, F. ve Rodrik, D. (2000) “Trade policy and economic growth: A sceptic's gu-ide to the cross-National evidence”, <http://ksg.home.harvard.edu/~drodrik.academic.ksg/papers.html>
- Rodrik, D. (1998) “Who needs capital-account convertibility”, mimeo, <http://ksg.ho-me.harvard.edu/~drodrik.academic.ksg/papers.html>
- Rodrik, D. (2000) “Can integration into the world economy Substitute for a Develop-ment Strategy?”, Mayıs, <http://ksg.home.harvard.edu/~drodrik.academic.ksg/pa-pers.html>
- Rodrik, D. (2001) “The developing countries: Hazardous obsession with global integ-

- ration”, 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. (2003) “Growth strategies”, Working Draft for Publication in Handbook of Economic Growth, <http://ksg.home.harvard.edu/~drodrik.academic.ksg/papers.html>
- Rodrik, D. ve van Ypersele, T. (1999) “Capital mobility, distributive conflict and international tax coordination”, *National Bureau of Economic Research Working Paper*, no 7150, Cambridge, MA.
- Rodrik, D. ve Velasco, A. (1999) “Short-term capital flows”, *National Bureau of Economic Research Working Paper*, no 7364, Cambridge, MA.
- Rodrik, D., (1991) “Premature liberalisation, incomplete stabilisation: The Özal Decade in Turkey”, Bruno vd. 1991 içinde.
- 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 ‘stagflationism’ with special reference to India”, *Journal of Quantitative Economic*, 8(1), s. 125-38.
- Schmidt, M.B. (2001) “Saving and investment: Some international perspectives”, *Southern Economic Journal*, 2001, 68 (2), s. 446-456.
- Schmidt-Hebbel, K. ve Serven, L. (1999) *The economics of saving and growth*, Cambridge University Press .
- Schmidt-Hebbel, K. ve Serven, L. (1997) “Saving across the world”, *World Bank Discussion Paper*, no 354.
- Schmidt-Hebbel, K. ve Webb, S.B. (1992) “Public policy and private saving”, Corbo, Fischer ve Webb, 1992 içinde.
- Seguino, S. (1999) “The investment function revisited: Disciplining capital in South Korea”, *Journal of Post-Keynesian Economics*, 22(2), s. 313-38.
- Somçağ, S. (2005) DİE’den Hayali Stok İtirafı, www.selimsomcag.org
- Serven, L. ve Solimano, A. (1992a) “Private investment and macroeconomic adjustment: A survey”, *World Bank Research Observer*, cilt 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.
- 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 University.
- Stiglitz, J. (2003) "Dealing with debt: How to reform the global financial system", *Harvard International Review*, 25(1), s. 54-59.
- 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.
- Summers, A. ve Heston, A. (1991) "The Penn World Table: An expanded set of international comparisons, 1950-1988", *The Quarterly Journal of Economics*, cilt 106, Mayıs, s. 327-368.
- Şenese, Ü. ve Küçükçiftçi, S. (1991), "Türkiye ekonomisinin dışa bağımlılığı: Fiyat ve fiyat dışı etmenler", Yöneyim Araştırması ve Endüstri Mühendisliği Ulusal Kongresi, 17-19 Haziran 1991, İstanbul.
- Şenese, Ü.(1990), "Türkiye ekonomisinde dışalığa bağımlılık", *Boğaziçi Üniversitesi, Ekonomi ve İdari Bilimler Dergisi*, cilt 4, sayı 1, Kış 1990, İstanbul.
- Şenses, F. (1989) "The nature and main characteristics of recent Turkish growth in export of manufacturing", *The Development Economics*, 27(1), s. 19-33.
- 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 structural 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*, cilt 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 politikası*, 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*, cilt 9, no 100, s. 42-54.
- Uygur E. (2004) *Türkiye'de cari açık tartışması*, Uygur, E. ve Circir, İ. (2004) içinde.
- Uygur, E. ve Circir, İ. (2004) *GAP bölgesinde dış ticaret ve tarım*, Türkiye Ekonomi Kurumu, Ankara.
- Ülengin, B. ve Yentürk, N. (2001) "Impacts of capital flows on aggregate spending categories: The case of Turkey", *Applied Economics*, cilt 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, cilt II.
- Westphall, L.E. (1990) "Industrial policy in an export-propelled economy: Lessons from South Korea experience", *Economic Perspectives*, cilt 4, no 3, s.41-59.
- Westphall, L.E., Rhee, Y.W. ve Garry P. (1988) "Korean industrial competence: Where it come from?", *World Bank Staff Working Paper*, no 469, Washington D.C.
- Wijnbergen, S. (1983) "Interest rate management in LDCs, *Journal of Development Economics*, cilt 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 yönelik 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*, cilt 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, İstanbul.
- Yentürk, N. (1998), "Ajustement et accumulation: La Turquie", *Canadian Journal of Development Studies*, cilt 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*, cilt XXXVII, 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 Meetings'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?", *İstanbul 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*, cilt 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

açık pozisyon 96, 110, 137
adalet 44
Agosin 61, 131, 195
Akyüz 9, 63, 64, 89, 102, 105, 132, 134
Amadeo 70, 71
Amsden 62
ani duruş 106
ara girdi 73
ara mal 75-78
arbitraj 10
Arias 103, 107
Arjantin 17
asgari ücret 88
aşırı sermaye 17

Baker 3
Bank Kapital 95
banka 31, 64, 66, 82, 85, 86, 88, 93-96, 98, 103, 109, 110, 116, 117, 131, 132
bankacılık 9, 13, 31, 56, 97, 126
Banuri 105, 132
bastırma 67
Bekaert 101
binek oto 79
Boratav 61, 63, 89
borcun borcu 66
borç 26, 30, 66, 67, 102, 105
borç faizi 44, 46
borçlanma 8, 17, 90
Bosworth 101
bölüşüm-yatırım 15
Brezilya 86
büro 79
bütçe 5, 8

bütçe dışı 68
büyüme 9, 15, 29, 30, 68, 74, 91, 110

Calvo 63, 71, 85, 103-107, 133-135
cari açık 7, 9, 11, 17, 23, 26-28, 31-35, 47, 52, 54, 67, 73, 85, 94, 104, 131, 135
cari fazla 54
cari harcamalar 67, 104
cari işlemler 26-31, 104
cari transfer 27, 28
Cho 133
Cholesky 118
Collins 101
Cooper 9, 101
Corbo 105, 130, 132
Cornford 9
Crotty 9

çifte vergi 67
Çimenoglu 99, 123
Çin 68, 73

dalga 96, 107
Davis 105, 134, 135
DB 61
De Melo 105, 132
deflatör 123
demir çelik 49, 51
denk bütçe 83
deprem 68
devalüasyon 6, 13, 26, 30, 59, 62, 67, 69, 70, 72, 73, 77, 79, 83-85, 95, 104, 105
dış açık 67

- dış borç 8, 17, 28, 30-34, 67, 71, 82, 102, 133
dış kaynak 30, 38, 39, 43, 44, 54, 82
dış ticaret 14, 27, 46, 70, 79, 89, 128
dış ticaret açığı 28, 66
DİE 38, 48, 114, 116
dokuma 49-52
dolarlaşma 13, 64, 67, 124, 126, 128
Dooley 9, 103
döviz 10, 12, 13, 26, 30, 33, 57, 59, 65-71, 77, 78, 80, 83, 85-90, 93, 94, 96, 97, 98, 110, 121, 126, 127, 129, 131, 134
DPT 55
DTH 110
düşük ithalat 73
düşük ücret 111, 128

Eatwell 9, 105
Egebank 95
eğitim 44
Eichengreen 9
Ekinci 89, 92
enerji 87, 91
enflasyon 6, 18, 23, 66, 69, 83, 85, 87, 88, 109, 123
Epstein 3, 9
Ersel 49, 71, 91
eşbütünleşme 65
Euh 62
Eximbank 82

faiz 5-7, 13, 18, 27, 29, 44, 55, 63-67, 70, 71, 82, 85, 88-92, 94, 102-105, 110-112, 123-127, 131, 132, 135
faiz dışı 17, 94, 133
Ffrench 131
Fiat 80
finans 9, 63, 103
finansal piyasa 102
finansal serbestlik 7, 65
finansal sermaye 2
finansal sistem 8
Fischer 134
fiyat 65, 122
fon 110
Fontakine 61
Foreign Policy 55
French-Davis 63
Frenkel 103, 105, 131-133

gayrimenkul 104
gazino kapitalizmi 3
gecelik faiz 93
GEG 12, 57, 71, 72, 74, 75, 82
gelir 6, 15, 57, 67, 92
gelirler politikası 92
General Motors 80
genişleme 97
Ghost 105, 123
gıda 52, 79
girdi 47, 59
giyim 49, 51, 80
Goldstein 102, 104
Gore 64
Granger 119
GSMH 11, 23, 24, 29, 33, 35, 38-41, 55, 73, 76, 78, 91, 92
Güney Doğu Asya 2, 27, 28, 62
Güney Kore 17, 68, 83, 102, 104, 118
güven 96

Hamman 85, 104
Harvey 101
hayvancılık 49
hazır giyim 79
Hazine 66, 90, 123-127
Held 105, 132
Hernandez 130, 135

- heteroskedastisite 124
 hızlı büyüme 73
 hisse senedi 31
 hizmetler 27, 29
 hükümet 31
- IMF 2, 4, 5, 6, 8, 9, 10, 13, 17, 32, 59,
 62, 83, 87, 88, 90-98, 101, 110
- iç faiz 88
 iç talep 61, 65, 72, 77, 79, 633
 içe dönük 66
 ihracat 10-12, 17, 30, 43, 46-66, 71-
 77, 79-82, 111, 128, 130-133, 233
 ihracat payı 76
 ihracat teşviki 129, 153
 ihracata yönelik sanayileşme 62
 ihracatçı sektör 79, 81
 ikame 121-123, 127
 iktisat politikası 132
 imalat 7, 11-15, 24, 40-43, 49, 54-61,
 63
 istihdam 8, 41, 43, 46, 84, 86, 88, 90,
 92, 97, 108
 istikrar 68, 83
 işçi gelirleri 28
 işgücü 61
 ithal çelik 81
 ithal girdi 47, 80
 ithal ikamesi 71, 90, 129
 ithal oto 79
 ithal tüketim 71
 ithalat 11, 12, 23, 30, 43, 46-57, 62,
 65, 66, 67, 72, 73, 74, 77, 79-82,
 104, 105, 131, 135
- Joumard 105
- kalıp 81
 Kaminsky 85, 103, 104
- kamu 5, 23, 35-39, 56, 64, 68, 82,
 88, 91, 99, 103, 133
 kamu açığı 7, 35, 43, 54,
 102, 133
 kamu bankaları 41, 93
 kamu borcu 34
 kamu geliri 94
 kamu harcamaları 44, 92
 kapasite 130
 kar 15, 16, 64
 karlılık 17, 41
 katma değer 38, 59
 kaynak 82, 92
 kemer sıkma 15, 44, 83
 Khatkhate 133
 kısa vadeli sermaye 111
 kimyasal 49
 Kirkpatrick 62
 KİT 44
 Klein 101
 know how 82
 konsolide 44, 45, 114
 kömür 49
 kredi 6, 131
 kredi büyümesi 104
 kredi fonu 82
 kredi kartı 115, 127
 kriz 112, 131
 Kuczinsky 63, 133
 kur 57, 59, 70, 89, 91, 93, 96
 Küçükçiftçi 49
 küresel 2-4, 81, 100, 101
- Latin Amerika 2, 19, 27, 66, 69, 83,
 130
 Leontief 47
 liberalizasyon 107
 likidite 66, 95, 96, 98, 110
 lisans 80
 Lundblad 101

- maaşlar 88, 92
maden 40, 58
mali disiplin 87
mali piyasa 101, 103, 106, 108
maliye politikası 87
Meksika 18, 86, 110
Middle East Economic Association 83
montaj 80
Montiel 103, 107
Mosley 61
- Nahum 80
neoklasik 5, 9, 15, 18, 101
net hata 31, 33
niyet mektubu 68, 70, 87, 89, 91, 92
nominal 89, 97, 98
nominal çapa 12, 69-71, 86
- Obstfeld 9, 100, 101
Ocampo 9
OECD 73
Olivei 101
Onaran 59, 65, 104
ormanlar 91
oto sanayii 79, 80
- ödemeler bilançosu 25, 26, 31, 131
Öniş 61, 62, 67, 129
Özatay 67, 71, 91, 93
özel sektör 35, 37, 41, 43, 54, 64, 65, 68
özel tüketim 16, 114, 116, 119, 126
özel yatırım 119
özelleştirme 15, 19, 90
panel data 84
Pangestu 105, 123
para arzı 134
para kurulu 6
para piyasası 66, 99, 133
para politikası 87, 89, 97, 98, 110, 134
Park 71
petrol 49
piyasa 3
Pollin 3, 9
portföy 7, 27, 31, 32, 126
Powertrain 80
pres 81
- quasi-fiscal 135
- Radelet 102, 104, 123
rant 2, 69
Rebelo 105
reel döviz 30, 76, 91, 112, 114, 117, 137
reel faiz 41
reel sektör 66, 71, 73, 82, 99, 103, 132
reform 93-95
Reinhart 104, 106
Reisen 105, 134
rekabet 17, 63, 73, 80, 82
rezerv 65, 96, 107
Rodrik 9, 101, 102, 106
Rusya 2, 86
- sabit kur 84-86, 104
sabit sermaye 38, 39, 43, 54, 56
Sachs 102, 104, 123, 132, 135
sağlık 44, 92
Sak 89, 93
sanayi 130
sanayileşme 59, 129
Sarno 100
Schor 105, 132
serbestleşme 99, 101, 103

- sermaye 5-11, 13, 14, 18, 33, 65, 83,
88-90, 96, 98-101, 103-110, 117,
125, 127-132, 135
- sermaye dengesi 108
- sermaye girişı 131
- sermaye hesabı fazlası 130
- sıcak para 67, 83
- simulasyon 119
- siyaset 95
- Somçağ 38
- Song 71
- sosyal 15, 44, 68, 88, 92
- spekülasyon 2, 9, 13, 14, 62-67, 90, 96,
98, 103, 104, 107, 132-134, 137
- stagnasyonist 15, 16
- sterilizasyon 66, 70, 127, 134
- Stiglitz 9
- stok 38, 39
- Sümerbank 95
- sürekli devalüasyon 111
- Şenesen 49
- Şenses 61, 129
- Şili 66, 110, 135
- talep enflasyonu 71, 90
- tarım 40, 49, 58, 68, 88, 92, 130
- tasarruf 5, 6, 15, 37, 38, 54, 71, 91,
100, 102, 105
- taş toprak 52
- Tayland 86
- Taylor 9, 61, 102, 104, 133
- TCMB 30, 31, 33, 65, 66, 70, 87-90,
94, 95, 96, 102, 110, 123, 127,
134, 135
- tefe 87
- temel ekonomik göstergeler
60
- temettü 27
- ticaret sektörü 59, 64, 71
- TL 2, 11, 13, 33, 41, 43, 46, 47, 51,
52, 54, 55, 65, 67, 69-71, 77, 78,
90, 91, 96, 97, 107-110, 114,
117, 126, 129, 132
- TMSF 95
- Tobin 134
- tofaş 80, 81
- toplam kaynak 35
- transfer 37, 44
- turizm 28, 29, 58
- Tussie 61
- TÜFE 87, 88, 123
- tüketici kredisi 115, 116, 127
- tüketim 13, 14, 16, 35, 44, 56, 71,
85, 91, 97, 104, 112, 114, 115,
117, 121, 126, 127, 135
- tüketim malları 75-79
- Tütüncüler Bankası 95
- ucuz işgücü 10, 46, 73, 82
- ulaşım 79
- ulus 2, 3
- uluslararası sermaye 10, 100, 111,
126, 130
- un/unlu mamul 49
- UNCTAD 64, 70, 85, 102, 103, 132,
133
- Uygur 105, 133
- ücret 14, 15, 18, 41, 59, 62, 88, 92,
105
- ücret çekişli 15, 16
- Ülengin 65, 104, 105, 135
- üretim 55, 57, 59, 61, 80, 85
- vab 112, 117-119
- Vegh 71, 103, 107
- Velasco 102, 106
- vergi 13, 15, 37, 73, 88, 92
- vergi iadesi 44

verimlilik 16, 17, 43, 46, 54

Vos 102

Wesphal 62

Williamson 102, 133

Wyplosz 9, 104

yabancı sermaye 14, 16, 19, 64, 115,
107, 108, 110, 112, 123, 126

yan sanayi 80

yapısal uyum 16, 18, 68, 69, 87, 88,
93-96, 129

yatırım 5, 6, 9, 14, 15, 18, 24, 27, 32,
38-41, 44, 46, 54, 56, 57, 59, 62-
65, 68, 71, 73, 76, 79, 82, 85,
100, 102, 105, 109, 127

yatırım malı 47, 75, 78

yatırımları durduran sapma 61

yedek parça 80

Yeldan 68, 89, 130

Yentürk 59, 61, 64-67, 99, 104, 105,
131, 135

yerli para 1103, 104, 132

Yurtbank 95

yurtdışı fiyat 121

yurtiçi faiz 123

yurtiçi fiyat 121

yurtiçi tasarruf 39, 131

Zahler 134, 135

zorunlu karşılık 66