

TASARRUF - YATIRIM – SERMAYE HAREKETLERİ İLİŞKİSİNİN TÜRKİYE ÖRNEĞİNDE DEĞERLENDİRİLMESİ

Yard. Doç. Dr. Nagihan Oktayer*
Yard. Doç. Dr. Nazan Susam*

Özet

Türkiye ve diğer gelişmekte olan ülkelerin en önemli iktisadi sorunlarından biri, büyümenin temel determinantlarından olan yatırımların finansmanı için gerekli olan tasarruf düzeyinin yetersizliğidir. Günümüzde birçok gelişmekte olan ülke, yurtiçi yatırımların finansmanında karşı karşıya kaldıkları tasarruf yetersizliği sorununu, yabancı sermaye ile gidermeye çalışmaktadır. Ülkelerarasında sermaye hareketliliğinin artmasıyla birlikte, ulusal tasarruflarla yurtiçi yatırımlar arasındaki ilişkinin zayıfladığı ileri sürülmektedir.

Bu çalışmada, Türkiye’de 1962-2006 dönemi özel ve kamu kesimi toplam net tasarruflarında ortaya çıkan açıklar ile sermaye hareketleri arasındaki ilişki Feldstein-Horioka (1980) hipotezine göre zaman serileri metodolojisi kullanılarak test edilmiştir. Modelde iki aşamalı Engle-Granger tahmin yöntemi kullanılmaktadır. Hesaplamalar sonunda değişkenlerin aynı dereceden entegre oldukları ve dengesizlik hatası (u_t) yani kalıntıların durağanlık özelliğini gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır. EKK yöntemi kullanılarak yapılan hesaplamalarda ise tasarruf ve yatırım arasındaki uzun dönemli koentegrasyonun varlığı ortaya çıkmaktadır. Ancak yatırım ve tasarruflar arasında bu ilişkinin çıkması sermaye hareketi hipotezini yok saymamakta, hesaplanan koentegrasyon vektörünün istatistiksel olarak birden küçük olması, yurtiçi yatırımlar ve tasarruflar arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığı durumunda bile uluslararası sermayenin hareketli olduğu anlamına gelmektedir.

* İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi, Maliye Bölümü Bütçe ve Mali Planlama
noktayer@istanbul.edu.tr 0212 440 0000 / 11062

Anahtar Kelimeler: Feldstein- Horioka Paradoksu, Tasarruf, Yatırım, Sermaye Hareketleri.

Abstract

One of the biggest problems of developing countries, like Turkey, is the insufficiency of savings for financing their investments that is crucial for economic growth. This gap is financed by foreign capital in today's global economies. It is generally believed that, the correlation between national savings and domestic investments becomes weak when there is high capital mobility between countries.

In this study, the relationship between the deficits incurred in net public and private sector savings and capital movements during the term of 1962 - 2006 in Turkey has been tested using the time series methodology in line with Feldstein - Horioka Hypotesis. In the model, two steps Engle-Granger forecast model has been utilised. At the end of calculations, its been concluded that the variables were integrated at the same degree and (u_t), or residuals, are stationary. In the calculations using OLS method, long term cointegration exists between the savings and investments. But the existence of this relationship does not deny capital movement hypotesis, statistically; calculated cointegration vector being less than one means international capital was mobile even in the case of a long term relationship between domestic investments and savings exists.

Key Words: Feldstein- Horioka Puzzle, Savings, Investment, Capital flows.

TASARRUF - YATIRIM – SERMAYE HAREKETLERİ İLİŞKİSİNİN TÜRKİYE ÖRNEĞİNDE DEĞERLENDİRİLMESİ

I.Giriş

1970'li yıllarda yaşanan krizlerle birlikte dünyada oluşturulan yeni liberal çözüm reçetesi, ulusal planda üretim ve mali piyasaların serbestleştirilmesi, uluslararası planda ise dış ticaret ve sermaye hareketleri üzerindeki sınırlamaların kaldırılması şeklinde olmuştur. Bretton Woods sisteminin yıkılışı ile gelişen

küreselleşme süreciyle birlikte, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarında önemli artışlar olmuş ve ülkeler arasındaki ekonomik sınırlar büyük ölçüde kalkmıştır.

1980’li yıllara gelindiğinde ise dış finansman imkanlarındaki daralma sonucunda, gelişmekte olan ülkeler kalkınma ve büyümelerini gerçekleştirmek amacıyla gereksinim duydukları sermaye birikimini sağlamak için, dış borç ve ticari banka kredileri şeklindeki özel sermaye akımlarının bileşimini değiştirerek, doğrudan yatırım ve portföye dayalı yabancı sermayeye kaymıştır.

1980’li yıllarda, gerek ileri kapitalist ülkelerde, gerekse bu dönemde dış borç bulabilmek için IMF’nin ve Dünya Bankası’nın dayatmış olduğu “yapısal uyum programlarını” uygulamak zorunda kalan Türkiye gibi az gelişmiş kapitalist ekonomilerde kamu kesiminin üretici birimlerinin özel kesime devredilerek, piyasa alanına çekilmesi, kısaca özelleştirme, üretim alanında liberalleşmeyi simgeleyen önemli bir iktisat politikası aracı olarak gündeme gelirken, mali piyasalardaki liberalleşmenin simgesi, faiz oranlarının serbest bırakılması olmuştur (İnsel ve Sungur, 2003). Böylece sermaye akımlarının resmi kanallardan özel kanallara doğru kaymış olması ve cari işlemler ile olan bağlantısının zayıflaması, sermayenin kendi dinamikleri çerçevesinde hareket etmesine ve ödemeler dengesinin finansmanı dışında arbitraj kazancı elde etmeye çalışan sermaye büyüklüklerinin oluşmasına neden olmuştur.

Dünya ekonomisinde yaşanan bu küreselleşme süreci ve liberal politikaların ön plana çıkması, Türkiye gibi pek çok gelişmekte olan ülkedeki ekonomik gelişme ve büyümeyi sermaye hareketlerindeki artışa bağlamıştır.

Türkiye ekonomisinin büyüme sürecini yabancı sermayeye bağlamasının en büyük nedeni yurtiçi tasarrufların yetersiz olmasıdır. Tasarruflarımızın, yatırımlarımızdan düşük olması ve ödemeler dengemizin iç tasarruf açığını giderecek kadar cari fazla verememesi, yeni yatırımların yapılabilmesi için yurtdışı tasarrufların ülkeye çekilmesini gerekli kılmıştır.

Bu çalışmanın amacı sermaye hareketliliğinin derecesini, belirli bir teorik çerçevede açıkladıktan sonra, Türkiye ekonomisindeki tasarruf yatırım ilişkisini ortaya koymak ve tasarruf yetersizliğinden kaynaklanan yabancı sermaye girişlerini incelemektir. Ayrıca çalışmada, Feldstein-Horioka modeline dayandırılan, tasarruf,

yatırım ve sermaye hareketliliği ilişkisi Türkiye örneğinde ekonometrik olarak zaman serileri analizi ile test edilecektir.

II. Teorik Çerçeve ve Literatürdeki Görüşler

Ekonominin genel dengesi içinde tüketicilerin ve kamunun talepleri karşılandıktan sonra üretim miktarından geriye kalan kısım, yurtiçi tasarrufları oluşturur. Kapalı bir ekonomide yurtiçi tasarruflar, kamu ve özel kesimin tasarrufları toplamından oluşur ve toplam tasarruflar daima yatırımlara eşittir (Krugman ve Obstfeld, 1994: 308).

Açık ekonomi denge modelinde ise, dış ticaret söz konusu olduğundan, üretimin bir kısmı yurtdışına ihraç olurken, dahili harcamaların bir kısmı da yurtdışında üretilmiş olan mal ve hizmetlere yani ithalata yönelir. Böylece açık ekonomide genel denge; tüketim, yatırım, kamu harcamaları ve ihraç edilen mal ve hizmetler toplamından, ithal edilen mal ve hizmetlerin çıkarılması sonucu elde edilen miktarın, yurtiçi piyasadaki toplam talebe eşitlenmesi ile sağlanır (Kenen, 2000:304).

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

Açık ekonomi denge modeline göre üretim toplam talebi aşıyorsa, cari işlemler ve dış ticaret pozitifdir. Cari işlemler fazlası veya dış ticaret fazlası olan bir ülke üretiminin hepsini kendisi tüketmiyor demektir ve üretiminin bir kısmını dış dünyada pazar sahibi olabilmek için kullanır (Kenen, 2000: 285). Ters bir durumda, ülkedeki talep fazlası mutlaka kendini dış açıkla gösterir.

Cari işlemler dengesi yurtiçindeki özel sektör ve kamu sektörünün oluşturduğu iki dengenin toplamına eşittir. Buna göre;

$$(S - I) + (T - (G + TR)) = EX - M \quad (2)$$

Cari işlemler açıkları, ya tasarruflardaki azalış ve yatırımlardaki artıştan kaynaklanır ya da kamu açıklarında bir artış söz konusudur, yani cari işlemler açıklarının oluşması özel tasarrufların azalmasının veya büyük kamu açıklarının belirtisidir.

Cari işlemler dengesi, bir ülkedeki ticaret ve transferlerden kaynaklanan nakit akışlarının ve aynı zamanda finansman ihtiyacının da bir ölçüsü olduğundan, bir ülke belirli bir miktarda cari işlemler açığına sahipse, ülke cari işlemlerini, yabancı bir ülkenin kaynaklarından borçlanarak ya da kendi varlıklarını satarak artırması

gerekecektir. Bu durumda finansal nakit akışlarının dengelenmesini sağlayan sermaye hesabı ve sermaye hesabı tarafından ölçülen sermaye hareketleri söz konusu olacaktır (Roubini ve Backus, 2001:2).

Sermaye hareketlerinin derecesi söz konusu olduğunda, sermaye hareketlerinin büyüklüğünü, cari işlemler açıklarının yanı sıra vergiler, döviz kurları ve optimal tasarruflar gibi diğer ekonomik değişkenler de etkileyecektir. Böylece sermaye hareketlerinin derecesinin belirlenmesinde farklı yaklaşımlara ulaşmak mümkün olacaktır. Bu alanda ulusal tasarruf ve yatırımların ne ölçüde paralel hareket ettiğinin test edilmesine dayanan teorik görüşlerin yanı sıra uygulamada, farklı ülkelerdeki alternatif risk varlıklarının getirilerinin karşılaştırılmasına dayanan görüşler mevcuttur.

Literatürdeki pek çok çalışmada sermaye hareketliliği gerek teorik gerekse ampirik olarak incelenmiştir.

Zamanlararası (*intertemporal*) yaklaşıma göre tam sermaye hareketliliğinin olduğu bir durumda, ekonominin aktörlerinin (hanehalkı, firmalar, kamu kesimi) zamanlararasıda yatırım ve tasarrufa olan tercihleri, cari işlemler açıkları veya fazlalarını oluşturur. Cari işlemlerde oluşacak olan herhangi bir dengesizlik durumu, ya borçlanma ya da diğer ülkelere borç verme ile sonuçlanır (Sach, 1981). Böylece cari işlemler dengesi, bir ülkenin belirli bir dönemde diğer yabancı ülkelere olan net yükümlülüklerinin değerindeki değişme olarak açıklanabilir.

Sach'a göre, iktisadi aktörlerin ekonomide ortaya çıkan şoklara ilişkin tepkisi, bu şokların beklenti dahilinde olup olmamalarına ve bunların devamlı mı yoksa geçici nitelikte mi bir karektere sahip olmalarına bağlı olarak değişir. Ekonomide faaliyet gösteren bireyler ve kurumların ortaya çıkan şoklar karşısında tüketim ve yatırım kararlarına ilişkin olarak takınacakları tavır, bu şokların temel ekonomik faktörleri hangi yönde ve nasıl etkileyeceğine bağlı olacaktır.

Zamanlararası yaklaşıma göre, ekonomide negatif yönlü geçici şokların ortaya çıkması halinde cari açık oluşacak diğer dönemlerde ise cari fazla söz konusu olacaktır. Uzun süreli gelir şokları ise cari açık ya da fazlasına sebebiyet vermez. Uzun süreli ve daimi gelir şoklarında, iktisadi birimler tüketim düzleştirmesine gidecek ve tüketimlerini, gelirlerindeki düşüşe eşit miktarda kısacaklardır. Bununla birlikte tüketiciler, negatif şokların gerçekleştiği durumlarda, gelir yönünden ortaya

çıkan kayıplarının bir kısmını dışarıdan borçlanma yolu ile gelecek döneme aktarabileceklerdir. Tıpkı bireyler gibi ülkeler de, üretken yatırım fırsatları ile karşılaştıklarında söz konusu fırsatları değerlendirmek için, bugünkü tüketimlerini kısmak yerine, gelecek dönem gelirlerine karşılık, dışarıdan borçlanma yolunu tercih edeceklerdir (Sach, 1981 ve Yıldırım, 2000: 123).

Obstfeld ve Rogoff ise, tam sermaye hareketliliğinin olduğu bir durumda, zamanlararası yaklaşım ile cari işlemler açıklarını ve sermaye hareketliliğini şu şekilde ifade etmiştir; bir ülkenin net yabancı varlıkları B olarak tanımlandığında, t zaman periyodunun sonunda bir ülke ekonomisinin net yabancı varlıklarının değeri B_{t+1} olacaktır ve buna bağlı olarak, net yabancı varlıklar ile ilişkilendirilen cari işlemler dengesi eşitliği,

$$CA = B_{t+1} - B_t \quad (3) \text{ olacaktır.}$$

Cari işlemler dengesi ekonominin genel dengesi ile ilişkilendirildiğinde ise, yatırım tasarruf dengesi olarak aşağıdaki denklige ulaşılacaktır (Obstfeld ve Rogoff, 1994:8).

$$\begin{aligned} CA_t = B_{t+1} - B_t &= Y_t + r_t B_t - C_t - G_t - I_t \quad (4) \\ &= S_t^P + S_t^G - I_t \\ &= S_t^T - I_t \end{aligned}$$

Böylece bir ülkede harcamaların gelirden fazla olması, yatırımların yurtiçi tasarruflardan fazla olması ya da yurtiçi tasarrufların azalması cari işlemler açıklarının oluşmasına neden olacaktır.

Bir ülkede bulunan doğal zenginliklere veya teknolojik gelişmelere bağlı olarak yatırımların arttığını düşünürsek, eğer yurtiçi tasarruflar bu yatırımları karşılamak için yeterli olmazsa, ülke cari işlemler açığı verecek ve yabancı tasarrufların finansmanına güvenmek zorunda kalacaktır. Böylece yurtiçi ekonomi için yapılan tüm yeni yatırımlar orijinalinde yabancı firmalar ya da tasarrufçular tarafından yapılacak ve cari işlemler açıkları da yabancı sermaye tarafından finanse edilmiş olacaktır.

Ülkeye girecek yabancı sermayenin yanı sıra yapılacak yatırımın türü ve bileşimi de önem arz etmektedir. Ülkede yapılan yatırımlar, ticarete konu olan malların üretimine ilişkin ise yurtdışına yapılacak olan ticaret, ülke borçlarının kapatılıp cari işlemler fazlası verilmesine yardımcı olacaktır. Eğer yeni yatırımlar ile

üretilen mallar ticarete konu edilmeyen mallara ilişkin ise ülkenin bu mallar için yabancı piyasalardan borçlanması ya da yabancı sermaye akışı ekonomide yeni finansal krizler ortaya çıkaracaktır (Roubini ve Backus, 2001: 14-15).

Literatürde sermaye hareketliliğinin derecesini yatırım tasarruf ilişkisi ile açıklayan diğer bir görüş Feldstein ve Horioka'ya aittir. Feldstein ve Horioka'nın modelinde yurtiçi tasarruflar ile dünya sermaye hareketleri arasındaki ilişki iki görüş çerçevesinde karşılaştırılarak açıklanmaya çalışılmıştır. Mükemmel sermaye hareketliliğinin olduğu bir durumda, bir ülkede yaratılan tasarrufların miktarı ile ülkedeki yurtiçi yatırım arasında ilişki yoktur. Diğer yandan, eğer portföy tercihleri ve kurumsal kısıtlamalar ile sermaye akışı engelleniyorsa, yurtiçi tasarruflardaki artış ilave yurtiçi yatırımlara öncelikli olarak yansıtılacaktır (Feldstein, Horioka, 1980:328).

Feldstein ve Horioka'ya göre, "Mükemmel dünya sermaye hareketliliği söz konusu iken, yurtiçi tasarruflar ve yurtiçi yatırımlar arasında herhangi bir ilişki yoktur. Çünkü mükemmel sermaye hareketliliğine sahip ülkelerde, yurtiçi yatırımlar, dünya çapındaki sermaye havuzundan finanse edilirken, yurtiçi tasarruflar ise dünya çapındaki cazip yatırım imkanlarını değerlendirmek üzere ülke dışına çıkacaktır." (Feldstein, Horioka, 1980:317). Aksine, eğer biriken tasarruflar orijinal ülkedeki yatırımlara aktarılıyorsa, ülkeler arasındaki yatırım oranlarında ortaya çıkan farklılık, tasarruf oranlarındaki farka tekabül edecektir.

Feldstein ve Horioka (1980), yaptıkları çalışmada, yurtiçi yatırım oranları ile yurtiçi tasarruf oranları arasındaki ilişkiyi, 1960-74 dönemi verileri ile, onaltı OECD ülkesi için, en küçük kareler yöntemini kullanarak hesaplamışlardır. Ulaştıkları sonuçlar, güçlü bir şekilde mükemmel dünya sermaye hareketliliği hipotezinin aksini iddia etmekte ve halihazırdaki tasarrufların çoğunun ülke içinde kalmaya eğilimli olduğunu belirtmektedir.

Feldstein ve Horioka'nın bulguları bu alanda çok sayıda çalışmanın hareket noktasını teşkil etmiş ve konuya ilişkin zengin bir literatürün doğmasına yol açmıştır. Özellikle 1980'lerin sonlarına doğru küreselleşme ve finansal entegrasyon sürecinin de hız kazanmaya başlamasıyla birlikte konu farklı yönleri ile ele alınmıştır.

Literatürde, bu alanda yapılan bazı çalışmalar F-H'nin sonuçlarını destekler nitelikte olmakla birlikte (Feldstein, 1983; Dooley vd., 1987; Tesar, 1991, Narayan,

2005), yapılan çoğu çalışmada F-H tarafından ortaya konan bulgular çeşitli yönlerden, farklı açıklamalar getirilmek suretiyle eleştirilmiş ve bir sorunsal olarak değerlendirilmiştir. Çünkü sermaye piyasaları birbirine entegre olurken Feldstein ve Horioka'nın ulaştığı sonuç şaşırtıcı bulunmuştur (Murphy, 1984; Obstfeld, 1986; Summers, 1988; Wong, 1990; Gulley, 1992; Sinn, 1992; Baxter ve Crucini, 1993; Coakley ve Kulasi, 1997; Hussein, 1998).

F-H'nın sonuçlarına getirilen eleştirilerden biri, bir ülkedeki tasarruf ve yatırımlar arasındaki ilişkinin ekonomideki diğer faktörlerden de etkilenebileceği ve bu ilişkinin sermaye hareketliliği ile açıklanmaya çalışılmasının yetersiz ve yanıltıcı olabileceği görüşüdür. Örneğin Summers (1988) ve Obstfeld (1986) yaptıkları çalışmalarda nüfustaki artış ve verimlilik şoklarının yatırım ve tasarruf ilişkisini etkileyeceğini belirtirken, Murphy (1986) ve Wong (1990) ise ticarete konu olmayan mallar ve mobilitesi düşük olan üretim faktörleri söz konusu olduğunda, tam sermaye hareketliliği olsa bile yurtiçi tasarruf ve yurtiçi yatırımlar arasında pozitif bir ilişkinin olabileceğini vurgulamışlardır.

Bazı çalışmalarda ise, devletin çeşitli nedenlerle sermaye giriş ve çıkışlarını kontrol etmesi ve cari işlemler dengesine müdahale etmesi halinde tasarruf ve yatırımlar arasındaki ilişkinin sermaye hareketliliğinden bağımsız olarak etkilenebileceği ifade edilmiştir. Summers (1988), Bayoumi (1990), Bayoumi ve Artis (1991), McClure (1994) ve Levy (1995) yaptıkları çalışmalarda, cari denge hedefi doğrultusunda gerçekleştirilen devlet müdahaleleri karşısında sermaye hareketliliğine rağmen tasarruf ve yatırımlar arasındaki ilişkinin pozitif olabileceğini ortaya çıkarmışlardır.

F-H paradoksunu sınavan çalışmaların çoğunda gelişmiş ülkeler esas alınmakla birlikte, bazı çalışmalarda tasarruf-yatırım ve sermaye hareketleri ilişkisi gelişmekte olan ülkeler açısından incelenmiştir. Narayan (2005), tasarruf-yatırım ilişkisini Çin ekonomisi için incelemiş ve Feldstein-Horioka hipotezi ile tutarlı sonuçlara ulaşmıştır. Analizde ilk olarak sabit döviz kuru rejiminin uygulandığı 1952-1994 dönemi ele alınmış, ardından 1952-1998 dönemi bir bütün olarak incelenmiştir. Sabit kur rejiminin uygulandığı 1952-1994 döneminde tasarruf ve yatırımlar arasında çok kuvvetli bir ilişki olduğu tespit edilmiş ve bu durum, ilgili

dönemde Çin’de sermaye hareketlerinin oldukça kısıtlı olmasına bağlanmıştır (Narayan, 2005:1985).

Özmen ve Parmaksız (2000) ise İngiltere için yaptıkları çalışmada, 1948-98 yılları arası uzun dönemli tasarruf yatırım ilişkisinin, 1979 yılında döviz kontrollerinin kaldırılması ile kaybolduğunu öne sürmektedir. Bunu destekleyici ampirik sonuç, 1948-79 arası dönem için “tasarruf tutma katsayısının” 0.86, 1980-98 arası için ise 0.31 olarak bulunmasıdır.

Kalyoncu (2005) tarafından yapılan çalışmada, 1962-2003 yılları itibariyle Feldstein ve Horioka yöntemi kullanılarak, Türkiye için sermaye serbestliği ölçülmeye çalışılmış ve tasarruf yatırım serilerinin eşbütünleşik olup olmadığını belirlemeye yarayan ekonometrik zaman serisi metodolojisi kullanılmıştır. Analiz sonuçları Türkiye’deki sermaye serbestliğinin çok düşük olduğunu göstermekle beraber liberalizasyondan sonra sermayenin daha fazla serbestleştiğini göstermiştir.

Yavuz’un (2005) Türkiye için yaptığı çalışmada ise F-H yaklaşımına göre tasarruf yatırım ilişkisi araştırılmıştır. 1962-1983 dönemini kapsayan çalışmada zaman serileri analizi yapılmış ve geleneksel regresyon modelinin sonucuna göre tasarruf tutum katsayısının değerinin bire yakın olduğu saptanmış ve Türkiye’de tam sermaye hareketliliği olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

II. Türkiye Ekonomisinde Tasarruf ve Yatırımlar

1970’li yıllarda gelişmekte olan ülkelerin çoğunun karşı karşıya kaldığı iktisadi bunalım ve borç krizleri, iktisadi serbestleşmeyi iktisadi gelişme ile özdeş tutan görüşlerin ağırlık kazanmasına neden olmuştur. Bu dönemde, dış borçlarını ödemede zorluk çeken ve dış kaynak bulmada zorlanan ülkelere, yurtiçi kaynakların artırılması ve etkin kullanılması ve bu suretle bunalımdan çıkılması için en uygun yöntem olarak finansal serbestleşme sunulmuştur (Kazgan, 1985: 381-391).

1980’lerin başlarından 1990’lı yıllara kadar uzanan dönemde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler, mali sistemlerini serbestleştirmek amacıyla bir dizi reform hareketini başlatmışlardır. Faiz oranlarının serbest bırakılarak kredi tavanlarının kaldırılması, bankaların Merkez bankasında tutmak zorunda oldukları munzam karşılık oranlarının düşürülmesi, bankacılık sektörünün yabancı ve yerleşiklere açılması ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi söz konusu reformların

bazılarıdır. Bu tür politikalar, genel olarak finansal serbestleşme politikaları adıyla anılmaktadır .

Finansal serbestleşme politikalarının temelini McKinnon-Shaw'un (McKinnon, 1973, Shaw, 1973) 1970'lerin başlarında ortaya attıkları finansal serbestleşme teorisi oluşturmaktadır. McKinnon-Shaw'a göre finansal serbestlik, tasarruf ve yatırım davranışlarını uyarmak suretiyle ekonomik büyümeyi hızlandıracaktır. Faizler kanalıyla yurtiçi tasarrufların artırılması bu modelin temelini oluşturmaktadır. Buna göre, finansal serbestliğin sağlanması ile faiz oranları serbest bırakılacak ve bu suretle ekonomideki tasarruf düzeyi artacak, ödünç verilebilir fonlar piyasasında yaşanan bu gelişme ise yatırımları artırmak suretiyle ekonomik büyümeyi sağlayacaktır. Bilindiği üzere, bir ekonomideki toplam tasarruf düzeyi toplam yatırım düzeyinin temel belirleyicisidir. Yatırım harcamalarının verimlilik ve reel gelirdeki büyümenin sağlanmasında önemli bir faktör olduğu dikkate alındığında, yeterli düzeyde tasarruf arzının varlığı ekonomilerin gelişmesi ve refah artışının sağlanmasında hayati önem taşımaktadır.

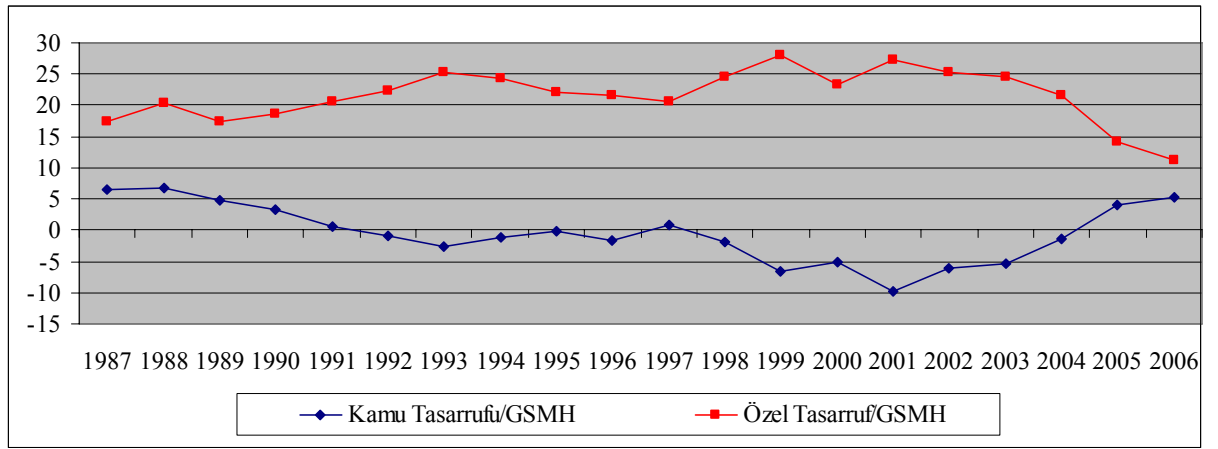
1980'li yılların başında dünya ekonomilerinin finansal serbestleşmeye yönelmeleri ile birlikte, Türkiye ekonomisinde de 1980 sonrasında büyük bir istikrar ve yapısal değişim programı başlamıştır. 1981 yılında ticaretin liberalizasyonu ile başlayan dönüşüm sürecine, 1989 yılında yürürlüğe giren 32 sayılı konvertibiliteye geçiş kararıyla devam edilmiş ve uluslararası sermaye hareketleri de tamamen serbest bırakılarak ekonomideki serbestleşme sürecine ivme kazandırılmıştır (Şahin, 2000: 182-192). Bu süreçte, toplam tasarrufları artırmak suretiyle yatırım artışını sağlayarak büyümeyi hızlandırmak ve Türkiye'nin dış pazarlarda rekabet gücünü artırmak, serbestleşme politikalarının odak noktasını oluşturmuştur.

Türkiye'de finansal serbestleşme ile birlikte faiz politikasında köklü bir rejim değişikliğine gidilmesi, ekonomik birimleri finansal tasarruf araçlarına yönlendirmiş ve özel kesimin öncülüğünde finansal tasarruflarda artış kaydedilmiştir.

Türkiye'de 1987-2006 dönemi kamu ve özel sektöre ilişkin tasarruf-yatırım dengeleri iki alt dönem esas alınarak incelendiğinde; 1987-2000 döneminde kamu ve özel kesim tasarruflarının trend bakımından önemli ölçüde farklılık arz ettiği görülmektedir. 1980'lerin ikinci yarısından itibaren devletin Merkez Bankası kaynakları yerine iç borçlanmaya yönelmesi ve bununla birlikte iç ve dış borç

faizlerinden oluşan transfer harcamalarının artması, kamu tasarruflarının bu süreçte azalmasına neden olmuştur. Kamu kesimi tasarruflarının erimesi ve gelir-harcama dengesinin bozulmasına paralel olarak devlet, bu dönemde giderek daha yüksek reel faiz oranlarıyla borçlanmak durumunda kalmıştır. Böylece 1980'lerin sonunda milli gelirin yaklaşık % 6'sı oranında tasarruf yaratan kamu sektörü bu özelliğini yitirerek ve 1992'den itibaren eksi tasarruf üretir konuma gelmiştir (Yeldan, 2001: 116-117).

Grafik 1 : Kamu Tasarruflarının ve Özel Tasarruflar GSMH İçindeki Payları



Kaynak: DPT, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler

Kamu tasarruflarındaki azalmaya karşın, özel kesim tasarruflarının 1987 yılı sonrasında artma eğiliminde olduğu görülmektedir. Reel büyümedeki hızlanma ve 1989 yılından itibaren reel ücretlerde yaşanan büyük artışlar sonucunda oluşan gelir artışları, bu dönemde özel kesim tasarruflarında görülen artışın en önemli sebepleridir. Kamu finansman dengesinin bozulmasına paralel olarak iç borç stokunun tırmanışı neticesinde iç borç faiz ödemelerinin oldukça büyük rakamlara ulaşması, özel kesime büyük tutarlarda kaynak aktarımına imkan sağlamıştır. Yine 1989 yılından sonra özel kesimin, dış borç kullanım olanaklarının artması da bu kesimin dışarıdan önemli ölçüde kaynak transferinde bulunmasını sağlamış ve kullanılabilir gelirinde artışa yol açmıştır. Neticede, harcanabilir gelirdeki artışın tasarruf kabiliyetini etkilemesiyle, bu dönemde, özel kesim tasarrufları artış göstermiştir.

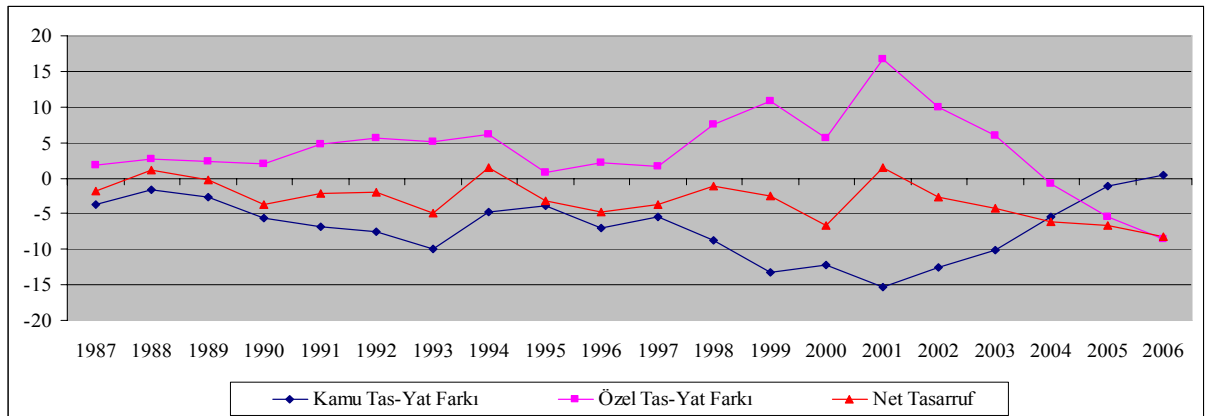
2001 yılından günümüze kadar olan süreçte ise toplam tasarrufların kamu ve özel sektör arasındaki dağılımında oldukça sert bir değişim yaşanmıştır. 2001 yılında

%9.9 oranında açık veren kamu kesimi tasarrufları, bu tarihten itibaren iyileşme göstererek, 2005 yılından sonra kamu tasarruf fazlasına dönüşmüş ve kamu kesimi 2006 yılı itibariyle milli gelirin %5.3'ü oranında tasarruf yaratır hale gelmiştir. 2001 yılından bu yana özel kesim tasarrufları ise önemli ölçüde gerileme göstermiştir. Özel kesim tasarruflarının milli gelire oranı 2001 yılında %27'ler düzeyinde iken bu oran 2006 yılı itibariyle %11.3 seviyesine gerilemiştir.

Görüldüğü gibi 2001 sonrası dönemde kamu kesimi tasarrufları artarken, özel kesim tasarrufları azalmıştır. Bu dönemde, kamu kesimi tasarruflarında meydana gelen artış, özel kesim tasarruflarında meydana gelen azalmayı karşılayamadığından toplam yurtiçi tasarruflar azalmış ve 2001 yılında milli gelirin yaklaşık %24'ü oranında tasarruf yaratılırken, 2006 yılına gelindiğinde toplam tasarruf oranımız %16.6 düzeyine gerilemiştir.

Bilindiği üzere, ekonominin genel dengesi içinde, tasarruf-yatırım farkı bize net tasarrufları vermektedir. Bir diğer ifade ile, özel kesimin ve kamunun tasarruf-yatırım farklarının toplamı, ekonominin genel dengesi çerçevesinde tasarruf açığı ya da fazlası olarak karşımıza çıkar. Tasarruf-yatırım farkının yurtiçi kaynaklardan karşılanamayan kısmı dış kaynaklardan karşılanır. Türkiye'de, kamu tasarruflarının 1992 yılından sonra negatif düzeye inmesiyle birlikte, toplam yurtiçi tasarrufların kaynağını yalnızca özel tasarruflar oluşturmuştur. 1987-2001 döneminde özel kesim, yatırımlarının üzerinde tasarruf yaratmak suretiyle kamu kesimi tarafından yaratılan tasarruf-yatırım açığını telafi etmiş ancak özel kesim tasarruf fazlası ile karşılanamayan kısım dış kaynak kullanımı ile giderilmeye çalışılmıştır.

Grafik 2: Yatırım - Tasarruf Farkı Net Tasarruflar (GSMH'ya Oran)



Kaynak: DPT, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler

2001 sonrası dönemde kamu ve özel kesim arasında ortaya çıkan bu yapısal değişimin nedenlerini görmek üzere özel ve kamu kesimi genel dengelerini incelediğimizde, toplam harcanabilir gelirin kesimler arasındaki dağılımında ortaya çıkan değişiklik dikkat çekicidir. Bu dönemde ekonomideki toplam kaynakların harcanabilir gelir olarak kamu kesimi ile özel kesim arasındaki paylaşımında büyük bir değişim yaşanmıştır.

2001 yılında kamu kesimi harcanabilir gelirinin milli gelir içindeki payı %3.3 düzeyinde iken, 2006 yılında bu oran %17.6 düzeyine yükselmiştir. Aynı dönem içinde kamu tüketim harcamalarına baktığımızda söz konusu harcamalarda önemli bir değişiklik yaşanmadığı görülmektedir. Kamu kesimi tüketim harcamaları 2001 yılında milli gelirin %13.2'si düzeyinde iken, 2006 yılında bu oran hafifçe gerileyerek %12.4 düzeyine inmiştir. Yine aynı döneme ilişkin olarak kamu yatırımlarındaki gelişimi incelediğimizde, kamu yatırım harcamalarının da azalma trendinde olduğu ve 2001 yılında milli gelirin %5.5'i seviyesinde gerçekleşen kamu yatırım harcamalarının günümüzde %4.9 seviyesine gerilediği görülmektedir. (Tablo 1)

Kamu tasarruf- yatırım farkındaki gelişimi, kamu harcanabilir geliri, kamu tüketimi ve kamu yatırımları açısından değerlendirdiğimizde, kamu net tasarruflarındaki artışın, kamu tüketim ve yatırım harcamalarındaki gerilemeden etkilendiği ancak söz konusu harcamalardaki gerilemenin net tasarruflardaki artışı açıklamada yetersiz kaldığı ortaya çıkmaktadır. Netice itibariyle, kamu tasarruf- yatırım farkındaki iyileşme, kamu tüketim ya da yatırımlarındaki azalıştan etkilenmiş ancak büyük ölçüde kamu harcanabilir gelirindeki artış nedeniyle ortaya çıkmıştır.

Tablo 1 Kamu Kesimi Tasarruf-Yatırım Dengesi (GSMH Oran)

| | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|---------------------------------|------|------|------|------|------|------|-------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|
| Kamu Harcanabilir Geliri | 13.6 | 13.6 | 12.7 | 13.4 | 11.9 | 11.4 | 9.6 | 9.6 | 9.5 | 8.1 | 11.5 | 9.2 | 6.6 | 7.2 | 3.3 | 6.5 | 6.9 | 10.7 | 16.0 | 17.6 |
| Kamu Tüketimi | 7.0 | 6.7 | 8.0 | 10.0 | 11.2 | 12.2 | 12.3 | 10.7 | 9.6 | 9.8 | 10.7 | 11.1 | 13.4 | 12.4 | 13.2 | 12.7 | 12.3 | 12.0 | 12.0 | 12.4 |
| Kamu Tasarrufu | 6.6 | 6.8 | 4.7 | 3.4 | 0.7 | -0.8 | -2.7 | -1.1 | -0.1 | -1.7 | 0.8 | -1.9 | -6.7 | -5.2 | -9.9 | -6.2 | -5.3 | -1.3 | 4.0 | 5.3 |
| Kamu Yatırımı | 10.3 | 8.5 | 7.4 | 9.1 | 7.6 | 6.8 | 7.3 | 3.6 | 3.8 | 5.3 | 6.3 | 6.8 | 6.6 | 7.0 | 5.5 | 6.3 | 4.8 | 4.2 | 5.3 | 4.9 |
| Kamu Tas-Yat Farkı | -3.7 | -1.6 | -2.6 | -5.7 | -6.9 | -7.6 | -10.0 | -4.7 | -3.9 | -7.0 | -5.5 | -8.7 | -13.3 | -12.2 | -15.3 | -12.5 | -10.1 | -5.4 | -1.2 | 0.4 |

Kaynak : DPT, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler

Tablo 2 Özel Kesim Tasarruf-Yatırım Dengesi (GSMH Oran)

| | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|--------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Özel Harcanabilir Gelir | 86.4 | 86.4 | 86.9 | 86.6 | 88.1 | 88.4 | 90.4 | 90.4 | 90.5 | 91.9 | 88.5 | 90.8 | 93.4 | 92.8 | 96.7 | 93.5 | 93.1 | 89.3 | 84.0 | 82.4 |
| Özel Tüketim | 69.1 | 66.0 | 69.5 | 68.0 | 67.5 | 66.2 | 65.0 | 66.3 | 68.4 | 70.4 | 68.0 | 66.3 | 65.4 | 69.4 | 69.4 | 68.2 | 68.5 | 67.7 | 69.8 | 71.1 |
| Özel Tasarruf | 17.3 | 20.4 | 17.4 | 18.6 | 20.6 | 22.4 | 25.4 | 24.2 | 22.2 | 21.5 | 20.5 | 24.6 | 27.9 | 23.4 | 27.3 | 25.3 | 24.6 | 21.6 | 14.2 | 11.3 |
| Özel Yatırım | 15.4 | 17.7 | 15.0 | 16.6 | 15.8 | 16.8 | 20.3 | 18.0 | 21.5 | 19.3 | 18.8 | 16.9 | 17.1 | 17.8 | 10.6 | 15.4 | 18.7 | 22.3 | 19.7 | 19.9 |
| Özel Tas-Yat Farkı | 1.9 | 2.7 | 2.4 | 2.0 | 4.8 | 5.6 | 5.1 | 6.2 | 0.7 | 2.2 | 1.7 | 7.6 | 10.8 | 5.6 | 16.7 | 9.9 | 5.9 | -0.7 | -5.5 | -8.6 |
| Özel Tasarruf Eğilimi | 20 | 23.6 | 20 | 21.5 | 23.4 | 25.3 | 28.1 | 26.8 | 24.5 | 23.4 | 23.2 | 27.1 | 29.9 | 25.2 | 28.2 | 27.1 | 26.4 | 24.2 | 16.9 | 13.1 |

Kaynak : DPT, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler

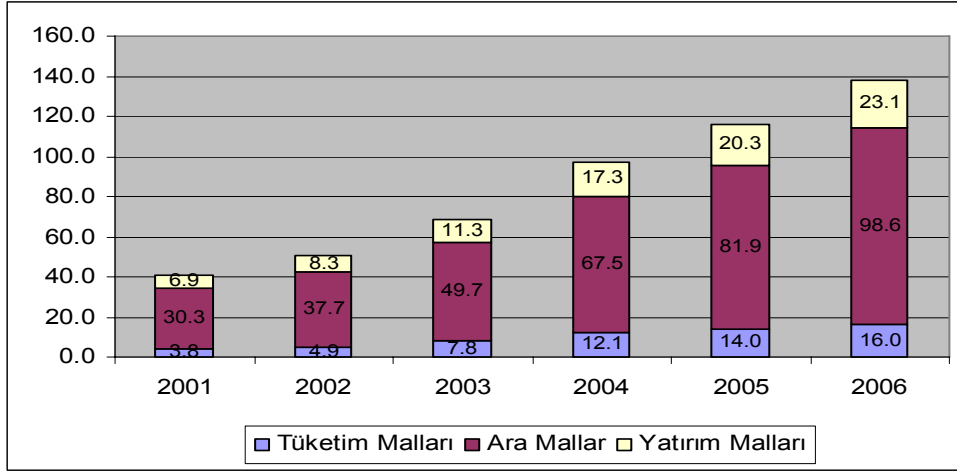
2001 sonrası dönemde özel kesimin ekonomik dengesini incelediğimizde ise dikkat çeken ilk husus harcanabilir gelirdeki ciddi azalmadır. Özel kesim toplam harcanabilir gelirinin toplam kaynaklar içindeki payı 2001 yılında %96.7 iken, bu tarihten itibaren düzenli bir biçimde azalarak 2006 yılında %82.4 seviyesine gerilemiştir. Bu dönemde, özel kesim tüketim harcamalarının payında önemli bir değişiklik yaşanmamıştır. 2001 yılında %69.4 düzeyinde olan özel tüketim harcamaları dalgalı bir seyir izleyerek 2006 yılında %71 düzeyine yükselmiştir. Ekonominin genel dengesi içinde, özel kesimin dengesini incelerken bu dengeyi etkileyen en önemli unsurlardan biri de özel kesim tarafından gerçekleştirilen yatırım harcamalarının yıllar itibariyle gösterdiği seyirdir. Özel kesim yatırım harcamalarının toplam kaynaklar içindeki oranı 1987-2001 döneminde ortalama %17'ler düzeyinde gerçekleşmiştir. 2001 krizi ile birlikte bu oran %10.6'ya gerilemiş, izleyen yıllarda ise hızlı bir artış göstererek %20'ler seviyesine yaklaşmıştır.

Özel kesimin genel denge içindeki yerini belirlerken önem taşıyan konulardan biri de tasarruf eğiliminin gelişimidir. Özel kesimin tüketim ve tasarruf eğiliminde ortaya çıkan farklılaşma, bu kesimin net tasarruflarındaki azalmanın bir diğer boyutunu oluşturmaktadır. Özellikle son yıllarda özel kesimin tasarruf eğilimi önemli ölçüde azalmış, tüketim eğiliminde ise artış yaşanmıştır (İnan, 2006: 27). Özel kesim tasarruf eğilimi 2001 yılında %28.2 düzeyinde iken, 2006 yılına gelindiğinde bu oran %13.1 seviyesine gerilemiştir.

2001 sonrası dönemde dış ülkelerden gerçekleştirdiğimiz ithalatın kompozisyonu, özel kesimin tüketim ve tasarruf kalıbında ortaya çıkan bu değişimi destekler niteliktedir. Türkiye'nin toplam ithalatının ekonomik gruplara göre dağılımına baktığımızda, ara mal ve yatırım mallarının önemli bir paya sahip olduğu görülmektedir. 2001-2006 döneminde Türkiye'nin tüketim malı ithalatı, ara mal ve yatırım malı ithalatının oldukça gerisinde kalmıştır. Bununla birlikte, söz konusu mal gruplarına ilişkin ithalatın artış yüzdeleri incelendiğinde, en hızlı artışın tüketim malları ithalatında gerçekleştiği görülmektedir. 2006 yılına gelindiğinde, tüketim malları ithalatı, 2001 yılına göre %320 oranında artış gösterirken, yine aynı dönemde yatırım malları ithalatının artış oranı % 233, ara mal ithalindeki artış oranı ise %225 seviyesinde kalmıştır. Özellikle 2002 yılından günümüze kadar olan süreçte, yerli paranın yabancı paralar karşısında değer kazanması, tüketim malları talebindeki bu hızlı artışın en önemli nedenlerindedir. Zira tüketim malları ithalatı, diğer mal gruplarına göre, döviz kurundaki değişikliklere karşı en hassas mal grubunu teşkil etmektedir. Yerli para değer kaybettiğinde tüketim malı ithalatı hemen azalmakta, para değer kazandığında ise hızla

artmaktadır. Bu nedenle de, 2002 sonrası dönemde tüketim malları ithalatı diğer mal gruplarına göre daha büyük bir artış göstermiştir.

Grafik 3: İthalatın Ekonomik Kategorilere Göre Dağılımı (Milyar Dolar)



Kaynak: Dış Ticaret Müsteşarlığı (www.dtm.gov.tr)

Yerli paranın yabancı paralar karşısında değer kazanmasının da etkisiyle, söz konusu dönemde, özel kesim tasarruf yapmak yerine tüketime ağırlık vermiş ve 2000'li yılların başlarında %28'ler düzeyinde olan özel kesim tasarruf eğilimi 2006 yılına gelindiğinde %13'ler düzeyine gerilemiştir. Netice itibariyle, 2001 sonrası dönemde kamu harcanabilir geliri lehine özel harcanabilir gelirden daralma yaşanmış ancak buna rağmen özel kesim, bu dönemde gelirinin daha az bir kısmını tasarrufa ayırırken, yatırımlarına hız vermiştir. Özel kesim harcanabilir gelirinin toplam harcanabilir gelir içindeki payı azalırken yaşanan bu gelişme, tasarruf-yatırım dengesini yatırımlar lehine değiştirmiş ve neticede özel kesim net tasarrufları 2004 yılından itibaren negatife geçmiştir. Ortaya çıkan bu tablo, özel kesim yatırımlarının finansmanında dış kaynaklara başvurmayı zorunlu hale getirmiştir.

2001 sonrası dönemde Türkiye'nin tasarruf-yatırım dengelerindeki değişimde, bu dönemde uygulamaya konan Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının dolaylı ancak büyük bir etkisi bulunmaktadır. Söz konusu programın tasarruf-yatırım dengesinin sağlanmasına ilişkin öncelikli bir hedefi olmasa da, kamu mali disiplininin sağlanması yönünde alınan tedbirler, ekonomideki tasarruf-yatırım dengelerini de değiştiren sonuçlar doğurmuştur. Program neticesinde birincil bütçe fazlası hedefleri arzu edilen düzeyde tutturulmuş olup, bu

dönemde gerileyen faiz hadlerine paralel olarak iç borç stoku faiz ödemeleri azalmıştır. Bu dönemde, iç borç faiz ödemelerindeki azalma ve TL'nin değer kazanması, kamu kesimi tasarruf-yatırım açığının kapatılmasına büyük katkı sağlamıştır (İnan, 2006. 23). Alınan bu tedbirler, kamu kesiminin harcanabilir gelirini artırırken, özel kesiminkini azaltmış buna paralel olarak da tasarruf imkanlarını daraltmıştır. Bu dönemde özel kesim net tasarruflarındaki azalma, kamu kesimi net tasarruflarındaki artışın altında kaldığından toplam tasarruf düzeyi gerilemiş ve net tasarruflar ilk defa %8.2 gibi ciddi bir oranda açık vermiştir. Türkiye söz konusu açığın finansmanını dış kaynaklar ile sağlayabilmiştir.

IV. Sermaye Hareketleri ve Türkiye Ekonomisine Etkileri

1970'li yıllarda liberalleşme eğilimleri ile başlayan ve ülkeler arasında sermayenin dolaşımına izin veren finansal serbestleşme süreci, uluslararası sermayenin, ülkeler arasındaki getiri farklılıklarını gözeterek dolaşmasına neden olmuştur. Özellikle 1990'lı yıllarda gelişmiş ülkelerdeki faizlerin belirgin bir şekilde düşmesi ve gelişmekte olan ülkelerdeki düşük vergi oranları, yüksek faiz oranları ve kur politikaları, sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelere kaymasının önemli nedenleridir.

Bu durum özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerini ön plana çıkarmıştır. Böylece sermaye akışını uyaran etkenlerin değişmesi bu ülkelere akan sermayenin niteliğini, kaynaklarını ve sonuçlarını da değiştirmiştir. 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelere akan sermaye daha seçici, akışkan, kısa vadeli ve spekülatif bir nitelik kazanmıştır. Sermaye girişi bu ülkelerde bir yandan yerli paranın aşırı değerlenmesine neden olurken diğer yandan döviz rezervlerinin aşırı birikimine yol açmıştır (Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 16).

Türkiye ekonomisinde ise 1980'li yıllara kadar, görece olarak dışa kapalı bir ekonomik model uygulanmış ancak dış dünyada yaşanan krizlerden ya da durgunluktan uzak kalmamıştır. Bu süreçte Türkiye ekonomisi Avrupa Topluluğu ile entegrasyonu gerektiren gümrük indirimleri ve mevzuat uyumları gibi konularda gecikmiş, çoğu zaman döviz darboğazları yüzünden ara ve yatırım malları ithalatı sektöre uğramış, üretim düşmüş ve işsizlik artmıştır.

Ekonomik konjunktürde daralmaların yaşandığı, 1970'li yılları takiben 24 Ocak 1980 tarihinde yapısal dönüşümleri içeren bir program uygulamaya konulmuştur. Bu program ile dış rekabete açık ekonomi modeli kurulmuş, karşılaştırmalı üstünlükler gözden geçirilmiş, ihracat artmış, ihracatta sanayi mallarının payı yükselmiş, yabancı sermaye, işçi dövizleri ve

turizm gelirleri artmış, artan ithalat talebine bağlı olarak dış ticaret açığı büyümüş, kapasite kullanım oranlarında dikkat çekici artışlar sağlanmış, reel faiz politikası çerçevesinde mevduatlar yükselmiş, tekstil, inşaat ve hafif sanayi ihracatın lokomotif sektörleri olmuştur. (Dış Ticaret Müsteşarlığı, 2003)

1980-89 dönemi, Türk ekonomisinde ithalat korumalarının kaldırılarak dışa açılma ve dünya ekonomileri ile mal ve finans piyasalarında bütünleşmeye gidildiği yıllardır. Ancak 1980 sonrası reform süreci 1988'e gelindiğinde ivmesini kaybetmiş, ekonomi bir tıkanma içine girmiş ve bu dönemde uygulanan mal ticaretinin serbestleştirilmesi politikaları ekonomiyi makroekonomik dengesizliklere sürüklemiştir. Düşük tasarruf ve yatırım hacmi makroekonomik istikrarsızlığın doğrudan belirleyicisi iken, yüksek ihracat teşvikleri de kamu finansman maliyetlerini yükselterek dış borç finansman yükünü artırmıştır. Kamu maliyesi üzerindeki ilişkilere bakıldığında ihracat teşviklerinin ve dış borç servisinin mali yükü kamu harcamalarında önemli bir yer tutmuş ve kamu kesiminin açıkları artmıştır. İhracata verilen teşvikler ve TL'nin değer kaybetmesine neden olan esnek kur rejimi, ihracat arzının artmasına neden olan temel politikalarlardır. Diğer yandan enflasyonist beklentilerin giderek artması ve yapışkan bir niteliğe bürünmesi ekonomide istikrarsızlık unsurlarını yoğunlaştırmıştır. (Yeldan, 2001: 54-62)

1989 yılından sonra Türkiye ekonomisinde finansal serbestleşmeye gidilmiş ve Türk Parası Kıymetini Koruma hakkında 32 sayılı karar Ağustos 1989'da yürürlüğe konularak, ödemeler dengesinin cari işlemler ve sermaye hareketlerine ilişkin faaliyetleri önemli boyutta serbestleştirilmiştir. Ödemeler dengesi sermaye hareketleri üzerindeki tüm kısıtlamalar kaldırılmış ve kambiyo rejimi (döviz ile ilgili işlemler) tamamı ile serbestleşmiştir. Böylece Türkiye ekonomisi dünya pazarları ile bütünleşme ve küreselleşme sürecinde yeni bir dönemece girmiştir.

Ancak kamu kesimi açıklarının ve enflasyonun hızla yükseldiği bir ekonomik konjonktürde kambiyo rejimi ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi; para, faiz ve kur politikalarını cari işlemlere ilişkin hedeflerden uzaklaştırmıştır. Bu yapı altında yurtiçi piyasalarda döviz kuru aşınması ve faiz oranları birbirine bağlanarak Merkez Bankasının kontrolünden çıkmış ve yurtiçi finans piyasaları uluslararası kısa vadeli sıcak paranın spekülasyonuna açılmıştır. Bu durumda ülkeden sermaye kaçışının önlenmesi için yüksek reel faiz ve TL'nin reel olarak değer kazanması zorunlu hale gelmiştir. Böylece uyarılan kısa vadeli spekülatif yabancı sermaye akımları, bir yandan ekonominin dış açıklarını finanse

ederken, diğer yandan da tüketim ve ithalat hacmini genişletmiştir. Diğer bir deyişle TL'nin aşırı değerlenmesi sonucu oluşan cari işlemler açıkları, yüksek faiz nedeniyle gelen kısa vadeli sermaye girişleri ile finanse edilmiştir.

1990 yılından itibaren kamu kesimi açıklarının hızla artması, vergi gelirlerinin iç borç servisine bile yetmemesi, kamu kesiminin nakit açığını iç borçlanma ile finanse eder duruma düşmesi ve faiz oranlarının hızla artması, kamu açıklarının kapatılması için dış borca ve Merkez Bankası kaynaklarına yönelinmesi ile döviz rezervlerinin hızla erimesi sonucunda, Türkiye ekonomisinde, 1989 yılından beri uygulanan yüksek faiz ve aşırı değerli kur ortamında kısa vadeli sermaye girişine dayanan borçlanma politikası, 1993 yılında sınıra dayanmış, döviz kurunda ve mali piyasalarda önemli ölçüde belirsizlikler yaşanmıştır. Zaten 1990'larda, sermaye hareketlerindeki artış, kamu kesiminin borçlanma gereğindeki yükseliş ve iç borç faiz oranlarındaki artıştan kaynaklanmıştır. Bütçe açıklarının finansmanı için gerekli kaynağın yurtiçi tasarruf fazlası ile yaratılamaması, uluslararası sermaye girişlerini zorunlu kılmıştır.

Türkiye ekonomisi, 1994 yılına gelindiğinde önemli bir iç borç baskısı altında kalarak yeniden bir ekonomik kriz içine girmiş, uzun süreden beri istikrarlı görünen Dolar-TL paritesi ciddi şekilde bozulmuş, enflasyonist beklentiler büyük ölçüde artmış, Hazine içeriden borçlanamaz duruma gelmiştir. Bu ortamda, enflasyonu düşürmeye ve ekonomide istikrar sağlamaya yönelik olarak 5 Nisan 1994 kararları alınmıştır.

Alınan bu tedbirlerin sonucunda para ve döviz piyasalarında görece bir istikrar sağlanmış, mevduatlarda hızlı bir artış gözlenmiş, Merkez Bankası rezervleri yeniden yükselme trendine girmiştir. Türk lirasının değerinin yeniden belirlenmesi döviz piyasalarında sağlanan istikrara paralel olarak dış ticaret dengesinde olumlu gelişmeler gözlenmiştir. Mali piyasalarda sağlanan istikrar ortamında iç borçlanmada uygulanan faiz oranları giderek aşağıya çekilmiş ve borçlanma maliyeti azaltılmıştır. Alınan kararların sonucunda ihracatta artış ithalatta azalış olmuş ve cari işlemler dengesi fazla verir hale gelmiştir.

Ancak 1997 yılı ortasında Güneydoğu Asya ülkelerinde çıkan mali kriz dünyayı etkilemiştir. Gelişmekte olan ülke pazarlarından (emerging markets) yabancı sermaye çıkmaya başlamış ve kriz çıkan ülkelerde zarar eden mali kuruluşlar zararlarını asgariye indirmek için tüm gelişmekte olan ülke pazarlarından çıkarak krizi küreselleştirmişlerdir. Asya krizi Türkiye'yi fazla etkilememesine rağmen bir yıl sonra 1998 yılında Rusya'da çıkan mali kriz Türkiye ekonomisini etkilemiştir.

Yabancı yatırımcıların Rusya ile birlikte Türkiye'den de çıkmaya başlaması ile Türkiye altı hafta içinde 6 milyar dolarlık yabancı finansman kaybına uğramıştır. Merkez Bankası zamanında müdahale ederek bir taraftan döviz alımları için gerekli Türk Lirası likiditeyi piyasalara verirken, diğer taraftan döviz satarak yabancı yatırımcıların döviz alımlarını kurlarda fazla etki yapmayacak şekilde ayarlamaya çalışmıştır. Rusya krizinin etkisi asıl reel sektörü etkilemiştir. Faizlerin çok yüksek düzeylere tırmanması ve Rusya ile olan ticaretimizin tamamen durması ihracat sektörünü ve tüm ekonomiyi etkilemiştir. Böylece 1998 yılının ikinci yarısından itibaren ekonomi küçülme sürecine girmiştir. Sonuç olarak 1998'de ihracat talebi Rusya krizine bağlı olarak daralmış ve artan uluslararası güvensizlik ortamında kısa vadeli sıcak para girişleri faiz arbitrajına duyarlılığını kaybetmiştir.

1999 yılının ikinci yarısında, yükselen piyasa ekonomilerinde yeniden güven ortamının yaratılması ile ekonomik canlanma oluşurken Türkiye'nin yaşadığı 1999 yılı depremi, üretimi olumsuz yönde etkilemiş ve siyasi yaşamda yaşanan belirsizliklerin de artmasıyla birlikte ekonomi son derece karamsar bir görünüme girmiştir.

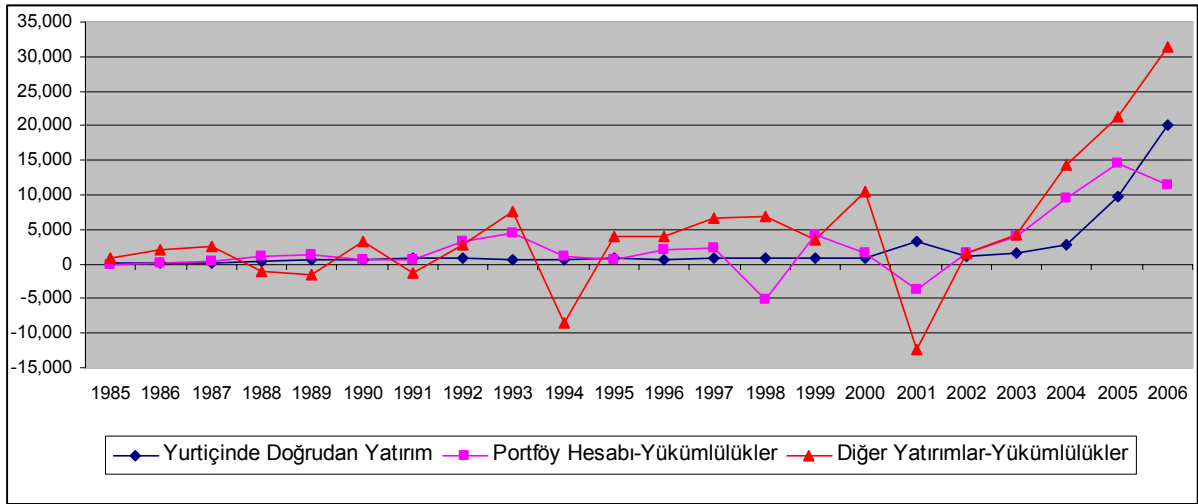
2000 yılında, IMF ile imzalanan stand-by anlaşmasının desteğinde düşen faiz oranlarına rağmen, sıcak para için pozitif arbitraj getirisinin devam etmesi ile birlikte net yabancı sermaye girişi devam etmiştir. TCMB'nin uyguladığı pasif para politikası ile birlikte, reel faizlerin düşmesi ve reel olarak Türk parasının değer kazanması cari işlemler açığını hızla büyütüştür. 2000 yılının ikinci yarısında özellikle cari işlemler açıklarındaki hızlı büyüme, ekonomideki belirsizlikleri artırmıştır. Bu süreçte cari işlemler açıklarının sürdürülemeyeceğini dolayısı ile döviz kuru hedeflerinin saptığını ve döviz kuru enflasyon makasının açıldığını anlayan yabancı aktörler ekonomiyi devalüasyon öncesinde terk etmişlerdir. Sonuçta, ekonomi net sermaye çıkışları ile büyük bir şoka girmiştir (Boratav, 2001)

Türkiye ekonomisi 2001 yılında yaşadığı büyük krizin ardından dış ticaret hacminde büyük bir gerileme, sermaye hareketlerinde ise yoğun bir dışarı çıkış yaşamıştır. 2002 yılından sonra, güçlü bir ekonomik büyüme ile yoğun bir yabancı kaynak kullanımı sürecine girilmiştir. Bu dönemde para ve kur politikaları ile enflasyonla mücadele edilmiş ve enflasyon önemli oranlarda düşmüştür. Özellikle uygulanan sıkı maliye politikaları yatırımcıya güven vermiş ve ülkeye giren yabancı yatırım 20 milyar doları bulmuştur.

V. Türkiye’de Yabancı Sermaye Hareketleri:

Türkiye’de “Yabancı Sermaye” deyimi, T.C. Merkez Bankası’nca hazırlanan Ödemeler Dengesi tablosunda “Sermaye ve Finans Hesapları” başlığı altında gösterilen ve yabancı ülkelerden ülkeye giren yükümlülükleri ifade etmektedir. Bu sistematik dahilinde, yurtiçindeki doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar, yabancı kaynak girişi olarak ele alınmaktadır (T.C. Merkez Bankası, 2007). Grafik 4’de 1985-2006 dönemine ilişkin yabancı sermaye yatırımları gösterilmiştir.

Grafik 4: Türkiye’ye Gelen Yabancı Sermaye Yatırımları (Milyon Dolar)



Kaynak: TCMB

Yurtiçindeki Doğrudan Yatırımlar: Yurtdışında yerleşik kişilerin Türkiye’de yaptıkları doğrudan yatırımlar bu kalem içerisinde gösterilmektedir. Yurtdışında yerleşik kişilerin, Türkiye’de yerleşik bir şirket kurmak, kurulmuş bir şirkete ortak olmak, şube açmak yoluyla doğrudan yatırım amacıyla Türkiye’ye getirdikleri sermaye tutarları ile karların sermayeye katılımı, yurtiçindeki doğrudan yatırımlar içindeki sermaye kalemini oluşturmakta, doğrudan yatırım yapan kuruluşun yatırım yaptığı kuruluşa sağladığı kredilerin kullanımları ile geri ödemeleri ise diğer sermaye olarak tanımlanmaktadır. Ayrıca yurtdışında yerleşik kişilerin, Türkiye’de alım satımını yaptıkları gayrimenkul bedelleri de doğrudan yatırım olarak ele alınmaktadır (T.C. Merkez Bankası, 2007).

17 Haziran 2003 tarihinde yürürlüğe giren ve doğrudan yabancı yatırımların gerçekleştirilmesinde izin ve onay sisteminin bilgilendirme sistemine dönüştürülmesini

amaçlayan 4875 sayılı “Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu” ile doğrudan yabancı yatırım, yabancı yatırımcı ve yabancı sermayenin tanımı uluslararası normlara uygun olarak yeniden düzenlenmiştir. 4875 sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu, yabancı ülkelerin vatandaşlığına sahip olan gerçek kişiler ile yurt dışında ikamet eden Türk vatandaşlarının yanısıra, yabancı ülkelerin kanunlarına göre kurulmuş tüzel kişileri ve uluslararası kuruluşları yabancı yatırımcı olarak tanımlamakta ve izin sistemini kaldırmaktadır.

Türk Telekom’un özelleştirilmesi, Finansbank, Dışbank, Akbank gibi bankaların bir kısmının yabancılara satılması, Tekel Alkollü İçkiler’in özelleştirilmesinin ardından yabancı bir şirkete satılması gibi faaliyetler sonucu ülkeye giren yabancı sermaye doğrudan yatırım olarak adlandırılmaktadır (Güngör, 2007).

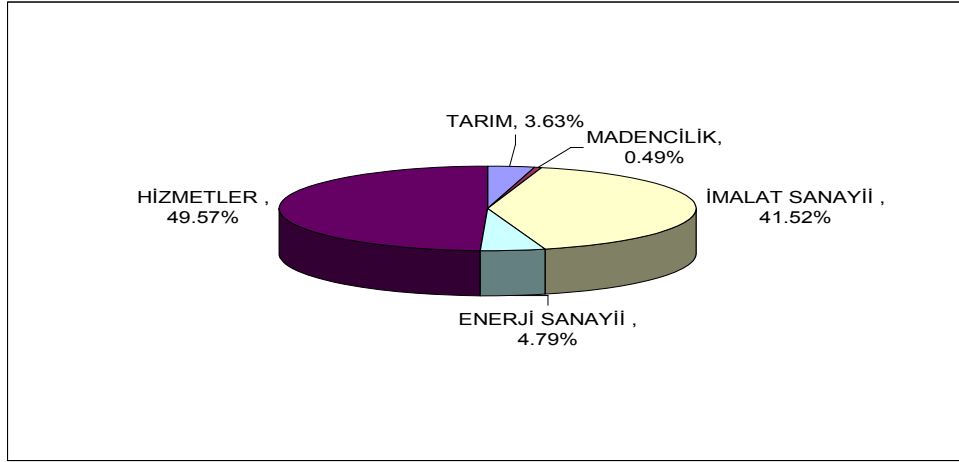
Grafik 4’de 1985-2006 yılları arasında doğrudan yabancı sermayenin seyri incelendiğinde, özellikle 2003 yılından itibaren ülkemizde, yabancı sermaye girişi yönünde önemli sayılabilecek gelişmeler gözlenmektedir. 1985 yılından beri ülkeye giren doğrudan yabancı sermaye toplamına bakıldığında, bu toplamın yaklaşık %70’e yakını 2003-2006 dönemini kapsayan son dört yılda gerçekleşmiştir. Türkiye ekonomisi özellikle 2005 ve 2006 yıllarında uluslararası doğrudan yatırım çekme performansı bakımından rekor bir seviyeyi yakalamış ve 1995-2000 yılları arasında ortalama 853 milyon dolar olan doğrudan yabancı yatırımlar, 2006 yılında 20.2 milyar dolara ulaşmıştır. Bu artışın nedeni, büyük ölçüde ekonomide uygulanan istikrar politikalarına ve AB ile tam üyelik müzakereleri sürecinde yatırım ortamının iyileştirilmesine yönelik düzenlemelere bağlanmıştır.

2006 yılında Türkiye’ye gelen doğrudan yabancı sermaye dünyadaki diğer ülkelerdeki gelişmelerle paralellik gösterse de 2006 yılında tüm dünya ülkelerine yapılan doğrudan yabancı yatırımlardaki yıllık artış %34.3 iken Türkiye’de bu oran %105.7 olarak gerçekleşmiştir (T.C. Hazine Müsteşarlığı, 2006).

2006 yılındaki toplam doğrudan yabancı yatırımların 17.2 milyar dolarlık kısmı sermaye bileşeni, 2.9 milyar dolarlık kısmı ise gayrimenkul alımlarından kaynaklanmaktadır. Bu yatırımların arasında Vodafone tarafından satın alınan Telsim için yapılan, 4.7 milyar dolarlık ödeme en büyük sermaye girişi olmuştur.

Türkiye’de 2003 yılı itibari ile doğrudan yatırım yapan yabancı sermayenin sektörel dağılımı incelendiğinde ise imalat ve hizmetler sektörüne yapılan yatırımların en büyük payı aldığı görülmektedir.

Grafik 5: Türkiye’de Faaliyette Bulunan Yabancı Sermayenin Sektörel Dağılımı



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı (www.hazine.gov.tr)

2006 yılında ise finansal aracılık (%39), taşımacılık, depolama, ve haberleşme (%37) sektörleri nakit sermaye girişinin %76’sının gerçekleştiği sektörler olmuştur. 2003 yılından sonra Türkiye’de bütün sektörlerde uluslararası sermayeli şirket sayısında bir artış görülmekle birlikte, gayrimenkul kiralama ve iş faaliyetleri ile inşaat sektöründe kurulan şirket sayısında bir artış vardır. Türkiye’ya nakit sermaye girişinin çoğunluğu ise AB ülkeleri kaynaklıdır ve yapılan yatırımların çoğunluğu sınırötesi birleşme ve satınalma şeklindedir (Hazine Müsteşarlığı, 2006).

Portföy Yatırımları: Yurtdışında yerleşik kişilerin yurtiçi borsalarda alım satımını yaptıkları hisse ve Devlet iç Borçlanma Senetleri (DİBS), yurtiçinde yerleşik kişilerin yurtdışı piyasalarda tahvil ihracı yoluyla sağladığı borçlanma (Örneğin, Hazine Müsteşarlığının ihraç ettiği Eurobond’lar) bu kalemdedir (T.C. Merkez Bankası, 2007).

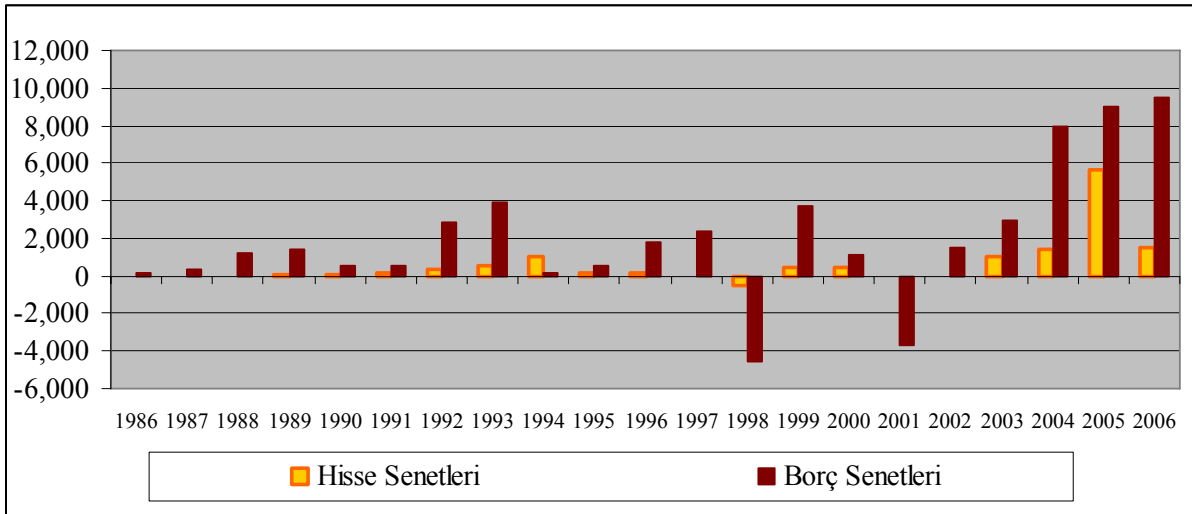
Kısaca menkul değerlere yapılan yatırım olarak tanımlanan portföy yatırımları, genellikle devlet tahvilleri, hazine bonoları yada özel kuruluşların bono ve tahvilleri ile hisse senetlerinin satın alınması amacıyla yurt dışından getirilen sermayedir.

Türkiye ekonomisinde 1990’lı yıllardan itibaren portföy yatırımlarında büyük dalgalanmalar olmuştur. Bu durum ekonomide yaşanan makroekonomik istikrarsızlıklara ve dünya ekonomisinde yükselen piyasalarda yaşanan finansal krizlere bağlanabilir.

Türkiye ekonomisine giren sermaye hareketlerinin büyük bir bölümü devlet iç borçlanma senetlerinin faiz oranlarındaki artıştan kaynaklanmaktadır. Türkiye ekonomisinde

tasarruf araçlarının reel getirisi hesaplandığında, Türk lirası diğer tasarruf araçlarına göre daha fazla getiri sağladığından, gelen yabancı sermaye yatırım yapmaktan ziyade arbitraj geliri elde etmek için kısa vadeli olarak ekonomiye girip çıkmaktadır. Böylece kısa vadeli sermaye girişine bağlı olarak TL'ye olan talebin artması ve TL'nin değer kazanması ihracatçı sektörlerin rekabet gücü ve dış ticaret dengesi üzerinde olumsuz etki yarattığı gibi ekonomiyi ithalata bağımlı hale getirmekte, bunun sonucunda özellikle dışa açık bir sektör olan imalat sanayii olumsuz etkilenerek uluslararası rekabet gücü azalmaktadır. Ayrıca, aşırı sermaye girişi ile bir süre sonra artan kamu açığı ve cari açık nedeniyle devalüasyon beklentisi içine girilmesi sermaye kaçışına neden olduğu gibi, doğrudan yatırımlara yönelik sermaye girişinin de olumsuz etkilenmesine yol açmaktadır.

Grafik 6: Portföy Yatırımları İçinde Yer Alan: Hisse Senedi ve Borç Senetleri Payları (Milyon dolar)



Kaynak: TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi

Ödemeler dengesi sistematığı içinde portföy yatırımları kendi içinde hisse senetleri ve borç senetleri olarak iki kısma ayrılmaktadır. Grafik 5'ten de görüldüğü üzere arbitraj kazancı elde etmek isteyen yabancı sermaye yüksek faiz oranları nedeni ile Türkiye'ye gelmektedir. Özellikle 1998 yılında Rusya'da yaşanan finansal kriz ve 2001 yılında Türkiye'de yaşanan ekonomik kriz neticesinde dışarıya büyük sermaye çıkışları olmuştur. 2002 yılından sonra sermaye hareketlerindeki büyük artışa rağmen, sermaye girişleri içinde sıcak para girişleri

önemli oranda daralmıştır. 2003 yılında portföy yatırımlarının tüm yabancı sermaye içindeki payı %59 iken bu oran 2006 yılında %18'e düşmüştür.

Diğer Yatırımlar: Doğrudan yatırım, portföy yatırımları ve rezerv dışında kalan diğer tüm sermaye hareketleri, diğer yatırımları oluşturmaktadır. Yurtiçinde yerleşik kişilerin yurtdışında yerleşik kişilerden sağladıkları ticari ve nakit krediler ile T.C. Merkez Bankası ve bankalar nezdinde yurtdışı yerleşik kişiler adına açılan döviz hesapları, yurtdışında yerleşik ihracatçıların yurtiçinde yerleşik ithalatçılara yaptıkları mal satışları (kullanılan kredi) ile bu satışların vadelerinde yapılan ödemeleri, yurtiçinde yerleşik kişilerin yurtdışında yerleşik kişilerden sağladığı nakit kredilerin (Uluslararası Para Fonu tarafından sağlananlar dahil) borçlu sektörlere ve vadelerine göre dağılımı, yurtdışında yerleşik kişilerin T.C. Merkez Bankası ve bankalar nezdindeki mevduatları bu kalemde yer almaktadır (T.C. Merkez Bankası, 2007). Bu bölüm kısaca ticari krediler, IMF kredileri, efektif mevcutları ve mevduat hesapları, diğer varlık ve yükümlülükler şeklinde ele alınabilir (Güngör, 2007).

1999-2006 yıllarında ülkemize gelen ve diğer yatırımlar kalemine kaydedilen yabancı kaynaklı sermayenin tutarı 56.075 Milyon USD'dir. Bunun 30.368 Milyon USD'lik kısmının (% 54'ünün) son iki yılda ülkeye girdiği anlaşılmaktadır. Diğer yatırımlar adıyla ülkemize gelen yabancı kaynaklı sermayenin neredeyse tamamının, özel sektör firmalarının yurt dışından gerçekleştirdiği borçlanmalar olduğu bilinmektedir (Güngör, 2007).

Türkiye ekonomisi 2001 yılını izleyen yıllarda diğer gelişmekte olan ülkelere farklı bir durum içine girmiştir. Bu süreçte cari işlemler açıkları büyük oranda artmış, sermaye hareketlerinde önemli bir giriş olmuş ve dış borç stoku hızla yükselmiştir. Yabancı sermaye hareketlerinin bileşimindeki değişme değerlendirildiğinde; 2002-2004 yılları arasında Türkiye'ye giren yabancı sermayenin ortalama %82'si dış borç yaratan unsurlardan oluşmuştur. 2005 ve 2006 yıllarında bu oran %62 olarak kalmıştır. Sıcak para girişlerinde ise büyük bir daralma yaşanmıştır. Ancak yükselen piyasalar içinde en yüksek nominal ve reel faiz oranlarını veren Türkiye önümüzdeki dönemde kaçınılmaz olarak yeniden spekülasyon amaçlı yatırımcıları çekecektir. Bunun yanı sıra ekonomideki mevcut sıcak para stoklarının çok fazla olması ve bu paranın Türk Lirasına bağlanması risk olasılıklarını artırmaktadır.

Diğer yandan birleşme ve satın almaya dayalı doğrudan sermaye hareketleri şu an için risk taşımasa da gelen doğrudan yabancı sermayenin sadece %6'sı ticarete konu olan sektörlere gitmekte geri kalan kısmı hizmetler sektöründeki şirket alımları ve gayrimenkul

satın alımlarına gitmektedir. Bu durum ileriki yıllarda yaşanacak olan kar transferleri ile ödemeler dengesi üzerinde önemli baskılar yaratacaktır (Boratav, 2007).

Sonuç olarak Türkiye ekonomisinde sermaye hareketleri, sermaye hareketlerinin denetim altında tutulduğu 1981-89 yılları ile 32 sayılı kararın uygulandığı dönem ile karşılaştırıldığında; 1980 - 89 döneminde, ekonominin büyüme-daralma konjonktürleri, iç talep öğeleri ile başlayıp, büyüme hızının belli bir cari işlem açığı doğurması ve cari açığın finansmanını gerçekleştirecek sermaye girişi ile devam ederken, 1990 sonrası, sermaye hareketlerinin serbestleştiği dönemde büyüme süreci, doğrudan sermaye girişlerine bağlanmıştır (Boratav, 2007: 3). Bu süreç içerisinde denetimsiz kalan sermaye hareketleri gerek reel gerekse finansal ekonomi açısından birer istikrarsızlık unsuru yaratarak, ulusal ekonominin dengeli büyümesine engel olmuştur. (Yeldan, 2001: 128)

2001 krizi sonrasında da ekonominin dış dünya ile bütünleşmesi aynı süreçte devam etmektedir. Artan sermaye girişleri iç talep ve kısa dönemli büyüme hızı üzerinde farklı mekanizmalarla, genişletici etkiler yaratmakta bu etkende cari işlemler açığını yukarı çekmektedir. Türkiye ekonomisi 1999 ve 2001 yıllarında önemli boyutlarda daraldığı için 2002 yılı ve sonrasında kısa vadeli büyüme hızı dış kaynak girişlerine bağlı kalmıştır.

V. Ekonometrik Analiz

V.A) Model

Türkiye ekonomisinde tasarruf - yatırım ve sermaye hareketlerini incelediğimiz bu çalışmada, ülke içinde yaratılan tasarrufların yine ülke içindeki yatırımlara aktarılıp aktarılmadığı ve buna bağlı olarak sermaye hareketliliğinin derecesi, Feldstein ve Horioka'nın 1980 yılında kurdukları modele göre test edilecektir.

Feldstein ve Horioka açıkladıkları hipoteze göre oluşturdukları modelde, yatırım oranları ile tasarruf oranları arasındaki ilişkiyi belirleyebilmek için, aşağıdaki denkliği kullanmışlardır;

$$(I / Y)_i = \alpha + \beta (S / Y)_i \quad (5)$$

$(I / Y)_i$, i ülkesindeki yurtiçi gayrisafi yatırımların (I), gayrisafi yurtiçi hasılaya (Y) oranını ifade etmektedir. $(S/Y)_i$ yurtiçi gayrisafi tasarrufların ($S = S_p + S_g$), gayrisafi yurtiçi hasılaya oranını ifade etmektedir.

Feldstein ve Horioka'ya göre modelde yer alan β katsayısının bire yakın bir değerde hesaplanması, yurtiçi tasarruflar ile yurtiçi yatırımlar arasında korelasyon ilişkisinin varlığını ve bu durumda sermaye hareketliliğinin olmadığını gösterecektir. Yani her ülkede halihazırda olan tasarrufların çoğunun, o ülkede kaldığını belirtecektir. Böylece β katsayısının, bire yakın bir değerde olması, yurtiçi yatırım ve tasarrufların yüksek getiri oranları ile uyarıldığı durumunu ifade ettiğinden, bu durum mükemmel dünya sermaye hareketliliği hipotezi ile uyuşmayacaktır.

β katsayısının sıfıra yakın çıkması ise yurtiçi tasarruflar ile yurt içi yatırımlar arasındaki korelasyon ilişkisinin zayıfladığını ve bu durumda sermaye hareketliliğinin derecesinin yüksek olduğunu gösterecektir.

V.B) Data ve Metodoloji

Ekonometrik analizde, Türkiye Ekonomisinin 1962 ve 2006 yılları yatırım ve tasarruf rakamlarının GSMH'ya oranı kullanılmış ve veriler T.C. Devlet Planlama Teşkilatından elde edilmiştir. Modelde yer alan (T) harfi, yurtiçi tasarrufların GSMH'ya oranını, (Y) harfi ise yurtiçi yatırımların GSMH'ya oranını vermektedir.

Çalışmada, zaman serisi verileri kullanılarak yapılan ekonometrik modelde iki aşamalı Engle – Granger tahmin yöntemi kullanılmaktadır. Engle-Granger koentegre değişkenleri içeren tek denklemliler için iki aşamalı tahmin yöntemi önermişlerdir. Modelde yer alan değişkenlerin aynı dereceden entegre ve dengesizlik hatası (u_t) yani kalıntıların durağanlık özelliğini göstermesi varsayımı altında ilk aşama da uzun dönem denge değerleri en küçük kareler (EKK) yöntemi kullanılarak tahmin edilmektedir. İkinci aşama da ise bu tahminlerden faydalanılarak, kısa dönem denge değerlerine ulaşılmaktadır (Thomas, 1997:s.432-433)

Bu yöntemde ilk olarak birim kök testleri kullanılarak değişkenlerin entegrasyon mertebeleri belirlenmektedir. Çünkü koentegrasyonun tanımı gereği bu değişkenlerin aynı dereceden entegre olmaları gerekmektedir. Farklı dereceler söz konusu ise bu değişkenlerin koentegre olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır (Göktaş, 2005; 119).

Serilerin durağan olup olmadıklarını test etmek için genişletilmiş Dickey Fuller-ADF (1979 ve 1981) ve Philips-Perron-PP (1988) birim kök testleri kullanılmıştır. ADF testinde geçikme sırası Akaike kriterine göre, PP testinde Newey- West'in önerdiği gecikme sayısına göre belirlenmiştir. ADF ve PP testleri serilerin seviye olarak durağan olmadıklarını ve birim

kök içerdiklerini göstermektedir. Bununla birlikte serilerin birinci farkları için yapılan testler sonucunda durağan oldukları sonucuna ulaşılmıştır.

**Tablo 3: Durağanlık için ADF Birim Kök Testi
(Seviye)**

| Değişkenler | Kesmeli | Trend ve Kesmeli | Trensiz ve Kesmesiz | Kritik Değerler |
|-------------|-------------|------------------|---------------------|-----------------|
| T | - 3.124 (1) | -2.895 (1) | -0.293 (1) | -3.58 -2.93 |
| Y | - 2.622 (1) | -2.514 (1) | 0,048 (1) | -2.60 |

(Birinci Dereceden Farkı)

| Değişkenler | Kesmeli | Trend ve Kesmeli | Trensiz ve Kesmesiz | Kritik Değerler |
|-------------|-------------|------------------|---------------------|-----------------|
| T | - 5,082 (1) | -5.214 (1) | - 5.162(1) | -3.58 -2.93 |
| Y | - 4.488 (1) | -4.607 (1) | -4.502 (1) | -2.60 |

* Parentez içindeki rakamlar gecikme sayısını göstermektedir ve Akaike kriterine göre belirlenmiştir.

**Tablo 4: Durağanlık için Phillips- Perron (PP) Birim Kök Testi
(Seviye)**

| Değişkenler | Kesmeli | Trend ve Kesmeli | Trensiz ve Kesmesiz | Kritik Değerler |
|-------------|-------------|------------------|---------------------|-----------------|
| T | - 3,092 (3) | -2.718 (3) | - 0.055 (3) | -3.58 -2.93 |
| Y | - 2,512 (3) | -2.333 (3) | 0.159 (3) | -2.60 |

(Birinci Dereceden Farkı)

| Değişkenler | Kesmeli | Trend ve Kesmeli | Trensiz ve Kesmesiz | Kritik Değerler |
|-------------|-------------|------------------|---------------------|-----------------|
| T | - 5,397 (3) | -5.511 (3) | - 5.489 (3) | -3.58 -2.93 |
| Y | - 5,557 (3) | -5.524 (3) | 0.159 (3) | -2.60 |

* Parentez içindeki rakamlar gecikme sayısını göstermektedir ve Newey-West'in önerisine göre belirlenmiştir.

Tasarruf (T) ve Yatırım (Y) serilerinin birinci dereceden farkları alınıp durağan (I(1)) hale getirildikten sonra, birim kök testleri değişkenlerin aynı dereceden entegre olduğunu göstermiştir.

Engle- Granger'in önerdiği iki aşamalı yöntemin ilk aşamasında EKK yöntemi kullanılarak modelde yer alan α ve β parametreleri tahmin edilmiştir. Bu iki değişkenin koentegre olabilmesi için hata terimlerinin yani (u_t) durağan I(0) olması gerekmektedir.

Tablo 5: EKK Test Sonuçları

| Model | Test Sonuçları | R ² | DW | F-istatistik | ADF (u_t) |
|------------------------|---|----------------|------|--------------|---------------------------------------|
| $T = \alpha + \beta Y$ | T = 8.328 + 0.537 Y (3.814) (5.309) | 0.395 | 0.58 | 28.189 | -3.297 (1)* (-2.6168 Tablo değeri) |

* ADF test sonucunda hata teriminin birim kök içermediği ve durağan olduğu test edilmiştir.

Modelde yer alan değişkenlerin aynı dereceden durağan olması ve dengesizlik hatası (u_t) yani kalıntıların durağanlık özelliğini göstermesi ve koentegrasyonun olmadığını söyleyen boş hipotezin red edilmesi ile tasarruf ve yatırım arasındaki uzun dönemli koentegrasyonun varlığı ortaya çıkmaktadır. Ancak yatırım ve tasarruflar arasında bu ilişkinin çıkması sermaye hareketi hipotezini yok saymaz. Hesaplanan koentegrasyon vektörünün istatistiksel olarak birden küçük olması, yurtiçi yatırımlar ve tasarruflar arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığı durumunda bile uluslararası sermayenin hareketli olduğu anlamına gelmektedir (Bodman, 1995;s.56 ve Kalyoncu, 2005; s.3)

Değişkenler arasında koentegrasyon ilişkisinin belirlenmesinden sonra bu ilişkiye dayanan hata düzeltme modeli oluşturulmaktadır. Bu model iktisadi bir değişkenin kısa ve uzun dönem ilişkilerini uyuşturma aracı olmaktadır. Eğer değişkenler koentegre olmuşlar ise regresyon modelinin kalıntıları, hata düzeltme modelini hesaplamak üzere kullanılmaktadır.

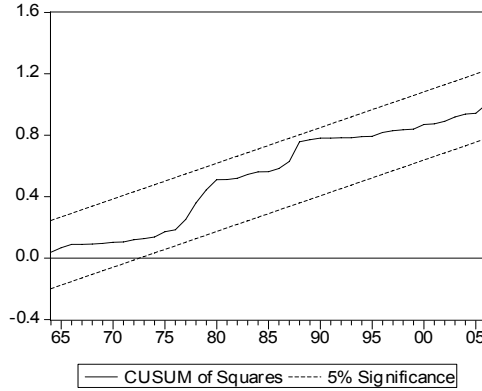
$$dT = \alpha + \beta dY + \delta u_{t-1} + \epsilon_t$$

$$dT = 10.989 + 0.415 dY + 0.708 u_{t-1}$$

(6.838) (5.594) (6.438)

$$R^2 = 0.67 \quad DW = 1.58 \quad F = 42.29$$

Elde edilen sonuçlarda denge hata terimi katsayısının anlamlı olduğu görülmektedir. Böylece kısa dönemden uzun döneme geçiş %70 düzeyinde anlamlıdır. Ayrıca Cusum of Square testi ile yapısal bir kırılma olmadığı test edilmiştir.



Sonuç olarak 1962-2006 yılları için yatırım ve tasarruflar arasında anlamlı bir ilişki söz konusudur ve seriler uzun dönemde birbiri ile koentegredir. Ancak Feldstein Horioka hipotezine dayandırarak hazırladığımız modelde, ilk aşamada EKK testi ile hesaplanan β katsayısının 1 değerinden düşük olması ve 1962-2003 yılları ile yapılmış olan çalışmalarla (Kalyoncu, 2005; Yavuz, 2005) karşılaştırıldığında hesaplanan katsayının giderek küçülmesi, Türkiye’de sermaye hareketliliğinin arttığını göstermektedir.

VI. Sonuç

Gelişmekte olan ülkelerin çoğunda olduğu gibi, Türkiye’de de iç tasarruf yetersizliği ekonominin en temel sorunlarından biridir. Türkiye ekonomisi üretim faktörlerinin mevcut verimlilik katkıları çerçevesinde hızlı ekonomik büyüme için yeterli iç tasarruf düzeyine sahip bulunmamaktadır. 1980’li yıllarda başlayıp 1990’larda tamamlanan finansal liberalizasyon sürecinin en temel hedeflerinden biri toplam tasarrufları artırmak suretiyle hızlı bir iktisadi

büyümenin sağlanması idi. Uygulanan reformlar sonucunda Türkiye finansal serbestleşmesini tamamlamış ancak iktisat kuramının öngördüğü tasarruf-yatırım etkinliğinin artması ve bu yolla sabit yatırımlara yönelik kredi havuzunun genişlemesini sağlayamamıştır. Finansal piyasaların yüksek maliyetli ve kısa vadeli yapısı, bu piyasaların reel ekonomiye yönelik temel işlevini yerine getirmesini engellemiştir. Yurtiçi kaynaklar reel ekonomi yerine yüksek reel getirileri nedeniyle büyük ölçüde finansal piyasalara kaymıştır.

Özellikle 1980’li yılların ikinci yarısından itibaren, gelişmekte olan ülkelerin çoğunda olduğu gibi, Türkiye ekonomisinde de ülke içindeki tasarruf yetersizliği dış kaynak kullanımı ile finanse edilmeye çalışılmıştır. Ancak yurtiçi piyasalardaki istikrarsız yapı, ülkeye giriş yapan yabancı sermayenin kendi dinamikleri çerçevesinde hareket etmesine ve ödemeler dengesinin finansmanı dışında arbitraj kazancı elde etmeye çalışan sermaye büyüklüklerinin oluşmasına neden olmuştur. Böylelikle, yurtiçi tasarruf eksikliklerin giderilmesi ve bu yolla ekonomik büyümeye kaynak teşkil etmesi beklenen yabancı sermaye, ani giriş-çıkışlar neticesinde piyasaların kırılganlığını artırmış ve kendisi bir istikrarsızlık unsuru haline gelmiştir.

Türkiye ekonomisinin son bir-kaç yılına baktığımızda önemli yapısal değişikliklerin yaşandığı görülmektedir. 1980’lerden bu yana kamu kesimi odağında gerçekleşen tasarruf açığı yerini, özel kesim kaynaklı tasarruf açığına bırakmıştır. Kamu kesimi net tasarruf dengesindeki iyileşmenin, özel kesim net tasarruf dengesindeki kötüleşmeyi karşılayamaması neticesinde, günümüzde Türkiye’nin dış kaynak ihtiyacı artan oranda devam etmektedir. Türkiye ekonomisinde son yıllarda dikkat çeken hususlardan bir diğeri de, özellikle 2003 yılından itibaren Türkiye’nin uluslararası sermaye hareketlerinden aldığı payın giderek artmasıdır. Dış kaynakların son yıllarda artan oranda ülke içine çekilmesinde, dünya ekonomisinin içinde bulunduğu konjonktürel durumun ve Türkiye ekonomisinin kendi dinamiklerinin rolü büyüktür. Uluslararası likidite hacminin yüksek olması ve ABD’nin uzun dönem faiz oranlarına ilişkin iyimser beklentiler, uluslararası likiditenin önemli bir kısmının yükselen ekonomilere yönelmesine neden olmuştur. Bu eğilim doğrultusunda yoğunlaşan sermaye hareketlerinden pay alan ülkelere biri olan Türkiye, diğer ülkelere göre halen yüksek oranlarda seyreden faiz oranı nedeni ile yabancı sermaye açısından cazibesini korumuştur.

Türkiye'nin aldığı dış kaynak bakımından dikkat çeken hususlardan bir diğeri de toplam sermaye akımları içinde doğrudan yabancı yatırımların payında görülen artıştır. 2001 krizi sonrasında alınan mali tedbirler neticesinde ortaya çıkan istikrar ortamı, Türkiye'ye yönelik sermaye girişlerinin kompozisyonunu yalnızca "sıcak para"ya bağımlı olmaktan çıkarmıştır. Bununla birlikte, yabancı sermayeye ilişkin asıl beklentinin ülkeye teknoloji girişinin sağlanması ve istihdamın artırılması olduğu göz önüne alındığında, söz konusu beklentilerin Türkiye örneğinde yaşanmadığı görülmektedir. Bunun en önemli nedeni, doğrudan yabancı sermayedeki artışın ağırlıklı olarak birleşme, satın alma ve gayrimenkule yönelmiş olması ve buna bağlı olarak istihdam üzerinde istenilen etkinin yaratılmamasıdır.

Sonuç olarak Türkiye ekonomisinin 2003 yılından itibaren uluslararası sermaye hareketlerinden aldığı pay giderek artmaktadır. Dünya konjonktüründeki iyileşme de 2001 yılından sonra krizden çıkmaya çalışan Türkiye için, yabancı sermaye girişlerinin artması yönünde büyük bir avantaj sağlanmıştır. 1962-2006 dönemi için zaman serileri metodolojisi kullanarak yaptığımız testlerin sonuçları da sermaye hareketlerindeki artışı doğrular niteliktedir. Feldstein Horioka'nun 1980 yılında yaptıkları çalışmaya dayandırarak hazırladığımız modelde, Türkiye'nin sermaye hareketliliği ölçülmeye çalışılmıştır. Tasarruf ve yatırım serilerinin eşbütünleşik olup olmadığını test ettiğimiz modelde, ele aldığımız dönem için yatırım ve tasarruflar arasında anlamlı bir ilişki bulunmakla birlikte tasarruf tutum katsayısının birden daha küçük bir değerde hesaplanması, Türkiye ekonomisinde sermaye hareketliliğinin olduğunu ve özellikle son yıllarda arttığını göstermektedir.

Kaynakça

BAXTER, M./ CRUCINI, M. (1993), "Explaining Saving-Investment Correlations", *American Economic Review* (June 1993, 83): 416-436.

BERKSOY, T./ SALTOĞLU, B. (1998), *Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri* (İstanbul: İTO Yayını, Yayın No; 1998-58)

BODMAN, P. M. (2005), "National Saving and Domestic Investment in the Long Term: Some Time Series Evidence From the OECD", *International Economic Journal*, Vol:9, No:2, s.37-60 den KALYONCU, H. (2005),

“Tasarruf Yatırım ve Uluslararası Sermaye Akımı: Türkiye Üzerine Bir Uygulama”, G.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü (Sayı 4), tarafından aktarılmıştır.

BAYOUMI, T. (1990), “Saving-Investment Correlations: Immobile Capital, Government Policy or Endogenous Behaviour, IMF Staff Papers (37): 360-387.

BAYOUMI, T./ ARTIS, M. (1991), “Global Financial Integration and Current Account Imbalances” in George Alogoskoufis, Lucas Papademos and Richard Portes, (eds), External Constraints on Macroeconomic Policy: the European Experience, Cambridge: Cambridge University Press: 10-37.

COAKLEY, J./ KULASI, F. (1997), “Cointegration of Long Span Saving and Investment”, Economics Letters (54): 1-6.

DOOLEY, M. / FRANKEL, J.A./ MATHISON, D.J. (1987), “International Capital Mobility-What do Saving-Investment Correlations Tell Us?”, IMF Staff Papers (September 1987, 34): 503-530.

KORKUT, B. (2007), “Dünya Ekonomisindeki Değişimler ve Türkiye’ye Yansımaları”, İktisat Fakültesi Mezunlar Cemiyeti, İktisatçılar Haftası, 5-7 Nisan

KORKUT, B. (2001), “2000-2001 Krizinde Sermaye Hareketleri”,
http://www.bilkent.edu.tr/~yeldanbs/Yazilar_Uye/Boratav_agu01

FELDSTEIN, M / HORIOKA, C. (1980), "Domestic Saving and International Capital Flows", Economic Journal, 90.

FELDSTEIN, M. (1983), “Domestic Saving and International Capital Movements in the Long Run and in the Short Run”, European Economic Review (March-April 1983, 21): 129-151

GÖKTAŞ, Ö. (2005), Teorik ve Uygulamalı Zaman Serileri Analizi (İstanbul: Beşir Kitabevi)

GÜNGÖR, H. (2007), Yabancı Sermaye: Tercih Mi, Mecburiyet Mi?
<http://www.denetde.org.tr/Yabanc%fdSermaye.htm>, 28 Mayıs 2007

GULLEY, O.D. (1992), “Are Saving and Investment Cointegrated? Another Look at the Data”, Economics Letters (39): 55-58.

HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI, 2006 Yılı Uluslararası Doğrudan Yatırımlar Raporu, Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü (www. Hazine.gov.tr)

HUSSEIN, K.A. (1998), "Intertemporal Capital Mobility in OECD Countries: the Feldstein-Horioka Puzzle Revisited", *Economics Letters* (59): 237-242.

İNAN, A. E. (2006), Türkiye'de 2002-2005 Döneminde Tasarruf Dengeleri ve Ani Kesinti, *Bankacılar Dergisi* (Sayı 59).

İNSEL, A./SUNGUR, N. (2003), "Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği – 1989-1999", *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni*, 2003/8 (<http://www.tek.org.tr>)

KAZGAN, G. (1985), *Ekonomide Dışa Açık Büyüme* (İstanbul: Altın Kitaplar Yayınevi)

KALYONCU, H. (2005), "Tasarruf Yatırım ve Uluslararası Sermaye Akımı: Türkiye Üzerine Bir Uygulama", *G.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü* (Sayı 4)

KENEN, P. B. (2000), *The International Economy* (UK Cambridge University Pres, 4th. Ed.).

KRUGMAN, P. R./ OBSTFELD, M. (1994), *International Economics Theory and Policy* (New York, Harper Collins College Publisher, 3th Ed.)

LEVY, D. (1995), "Investment-Saving Comovement Under Endogenous Fiscal Policy", *Open Economies Review* (July 1995, 6): 237-254.

McCLURE, J. H. (1994), "The Feldstein-Horioka Puzzle: The IS-LM Model with Optimal Policy", *Open Economies Review* (October, 1994, 5): 371-382.

McKINNON, R. (1973), *Money and Capital in Economic Development* (Washington D.C: The Brooking Institution)

MURPHY, R. (1984), "Capital Mobility and the Relationship Between Saving and Investment Rates in OECD Countries", *Journal of International Money and Finance*, (December 1984, 3): 327-342.

MURPHY, R. (1986), "Productivity Shocks, non-traded goods and Optimal Capital Accumulation", *European Economic Review* (October 1986, 30): 1081-1095.

NARAYAN, P. K. (2005), "The Saving and Investment Nexus for China: Evidence from Cointegration Tests", *Applied Economics*, (37): 1979-1990.

OBSTFELD, M. (1986), "Capital Mobility in the World Economy: Theory and Measurement", Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy (Spring 1986, 24): 55-103.

OBSTFELD, M./ROGOFF, K. (1994), "Intertemporal Approach to the Current Account", NBER Working Paper Series, Working Paper No: 4893.

ÖZMEN, E. / PARMAKSIZ K. (2000), "Policy Regime Change and the Feldstein- Horioka Puzzle: the UK Evidence", METU-ERC Working Papers in Economics, No:00/03.

ROUBINI, N. / BACKUS, D. (2001), Lectures in Macroeconomics, Chapter 3: International Indicators, (Çevrimiçi) <http://equity.stern.nyu.edu>,

SACHS, J.D. (1981), "The Current Account and Macroeconomic Adjustment in the 1970s", Brookings Papers on Economic Activity, 12.

SHAW, E.S. (1973), Financial Deepening in Economic Development, (New York: Oxford University Press).

SINN, S. (1992), "Saving-Investment Correlations and Capital Mobility: On the Evidence from Annual Data", Economic Journal (September 1992, 102): 1162-1170.

SUMMERS, L. (1988), "Tax Policy and International Competitiveness", in Jacob A. Frenkel, (eds), International Aspects of Fiscal Policies, NBER Conference Report, (Chicago: Chicago University Pres): 349-375.

ŞAHİN, Hüseyin (2000), Türkiye Ekonomisi, (Bursa:Ezgi Kitabevi)

TESAR, L. (1991), "Saving, Investment and International Capital Flows", Journal of International Economics (January 1991, 31): 55-78.

T.C. MERKEZ BANKASI, İstatistik Genel Müdürlüğü, Ödemeler Dengesi Müdürlüğü Ödemeler Dengesi İstatistikleri Tanım ve İlkeleri İle Türkiye Uygulaması, www.tcmb.gov.tr, 10 Temmuz 2007

THOMAS, R. L. (1997), Modern Econometrics (England: Addison Wesley Longman Limited).

WONG, D.Y. (1990), "What do Saving-Investment Relationships Tell Us About Capital Mobility: Norwegian Evidence", Norges Bank Skriftserie (Oslo: Norges Bank, No.21).

YAVUZ, Nilgün (2005), “Feldstein- Horioka Yaklaşımına Göre Türkiye’de Tasarruf Yatırım İlişkisi ve Hata Düzeltme Analizi (1962-2003), İ.Ü. Maliye Araştırma Merkezi Konferansları (Seri: 47, Yayın No:91): 107-123.

YELDAN, E. (1995), “Türkiye’de Finansal Serbestleştirme Deneyimi”, Petrol İş Yıllığı, İstanbul.

YELDAN, E. (2001), Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi, (İstanbul: İletişim Yayınları)

YILDIRIM, J. (2000), “Current Account Imbalances And Intertemporal Approach to the Balance Of Payments”, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (Cilt 2, Sayı:4): 122-132.

YILMAZ, S. (1994), "Gelişmekte Olan Ülkelerde Dış Tasarrufa Duyulan İhtiyacın Nedenleri", Hazine ve Dış Ticaret Dergisi, (20):97-113.

www.dtm.gov.tr

www.dpt.gov.tr

www.hazine.gov.tr

www.tcmb.gov.tr