

2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri

Prof. Dr. Korkut BORATAV (*)

2000/2001 krizinin oluşum ve gelişiminde sermaye hareketlerinin ve sıcak para giriş-çıkışlarının rolü belirleyici olmuş mudur? Ödemeler dengesinin sermaye hareketleri bölümünün ayrıntılı aylık verilerini kriz öncesi ile kriz dönemleri arasında toplulaştırarak çözümlersek bu soruya ışık tutmamız mümkün olacaktır.

Ampirik bulguları iki aşamada oluşturuyoruz. İlk olarak, toplam sermaye hareketlerini ve ana öğelerini yabancı ve yerli aktörler (teknik terimi ile bunlar "yerleşik olmayanlar" ve "yerleşikler" olarak anılır) arasında ayrıştırıyoruz ve ödemeler dengesi özdeşliğinin iki ek öğesi olan *cari işlem dengesi* ve *rezerv değişimleri* kalemleri ile birlikte sunuyoruz. Burada, kriz öncesini kapsayan on aya (Ocak-Ekim 2000) ve kriz dönemini içeren sekiz aya (Kasım 2000 ile Haziran 2001) ait veriler ayrı ayrı toplulaştırılmakta ve karşılaştırılmaktadır (Tablo 1). İkinci olarak da, toplam sermaye hareketlerinin "sıcak" öğelerini tanımlayıp ayrıştırıyoruz ve yine yerli/yabancı ve kriz öncesi/kriz dönemi ayrımları içinde inceliyoruz. (Tablo 2)

Bazı Ön-Açıklamalar

İlk başta, ödemeler dengesi kavramlarıyla, verilerle ve yöntemle ilgili bazı açıklamalar yapacağız. Böylece özellikle konuya yabancı olan okuyucuların bulguların çözümlenmesini daha rahat izlemesini kolaylaştıracağımızı umuyoruz.

(*) Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Öğretim Üyesi

(1) **Yerli ve yabancı** aktörlerden kaynaklanan sermaye hareketleri arasında ayırım yapabiliyoruz. İster yerlilerden, ister yabancılardan kaynaklansın sermaye girişleri **artı** ile işaretlenir. Örneğin Japon firmalar Türkiye'de fabrika kuruyorsa veya Deutsche Bank Türkiye'li bankalara kredi açıyorsa; Türkiye'li rantiyeler ise, diyelim, Frankfurt borsasındaki yatırımlarını tasfiye edip Türkiye'ye getiriyorlarsa bu işlemlerden kaynaklanan sermaye hareketleri **artı** işaretile kayda geçer. Kaynağı ne olursa olsun sermaye çıkışları (örneğin yabancılar İMKB'deki yatırımlarını tasfiye ederek veya Türkiye'ye açtıkları krediyi vadesi sonunda yenilemeyip anaparayı Türkiye dışına transfer ediyorlarsa ya da Türkiye'li bir firma Romanya'da fabrika kuruyorsa) **eksi** ile işaretlenir. Normal dönemlerde yabancılar Türkiye'ye net sermaye girişi (artı); yerliler ise net sermaye çıkışı (eksi) gerçekleştirirler; ancak, kriz-kargaşa dönemlerinde bu işaretler tersine dönebilir. Türkiye'nin dış dünya ile gerçekleştirdiği cari işlemlerin (mal ve hizmet ihracat/ithalatının, faiz, kâr ve ücret transferlerinin) toplamı açık veriyorsa, yani bu işlemlerden kaynaklanan döviz giderleri döviz gelirlerinden fazla ise net bilanço **eksi** ile, cari işlem fazlası ise **artı** ile gösterilir. Ödemeler dengesi muhasebesi gereği, rezerv artışları **eksi**; azalışları ise **artı** ile işaretlenir. Bu dört ana kalemin toplamı sıfıra eşittir. Yani **yabancılardan kaynaklanan net sermaye akımları + yerli aktörlerden kaynaklanan net sermaye akımı + rezerv hareketleri + cari işlem dengesi = 0**.

(2) Aslında yukarıda belirtilen ödemeler dengesi özdeşliğinin bir ana ögesi daha vardır: Bu, Türkiye ile dış dünya arasındaki işlemlerdeki tüm hataları ve kayıt-dışı işlemlerin net bilançosunu oluşturan **net hata ve noksan (NHN)** kalemidir. Biz, bu çalışmada **NHN** kalemini **yerli kökenli kayıt-dışı sermaye hareketleri** olarak yorumluyoruz. Bu yorumun ardında, ödemeler dengesi hesaplamalarındaki hata ve eksikliklerin, cari işlemlerden çok sermaye hareketlerinden; burada da yabancı aktörlerden ziyade yerli aktörlerden kaynaklandığı teşhisi yatıyor. Bu yorum, elbette, eleştiriye açıktır. Zira **NHN** kalemi içinde, cari işlem istatistiklerinin toplanmasındaki tüm eksik ve fazlalar; yabancılardan kaynaklanan kayıt-dışı sermaye hareketleri ve sınır-dışı sermaye hareketi içermeyen; ancak ülke içinde kayıt içi sektörlerle (bankalardan), kayıt dışı alanlar (kasalar, yastık altı) arasında gerçekleşen tüm döviz hareketleri de, nihai olarak **NHN** kalemine yansır. Ne var ki bu sonuncu türden işlemler de, aktörlerin niteliği, etkisi ve sonuçları bakımından **yerli kökenli kayıt-dışı sermaye hareketleri** ile benzerlik taşır. **NHN** ile ilgili bu değerlendirmemizin nicel analize çok büyük sapmalar getirmeyeceğini düşünüyoruz. Esasen, sözü geçen kalemi ayrı bir öge olarak değerlendirmek de mümkündür.

(3) Tablo 1 ve 2'nin kavramsal yapısı, IMF'nin 1993 yılında oluşturduğu standart ödemeler dengesi sistematğine dayanmaktadır. Türkiye, IMF'ye, sözü geçen sistematğe uygun veri yollamakta; ancak Türkiye'de yayımlanan ve T.C. Merkez Bankası (TCMB)'nin web sitesinde sunulan ödemeler dengesi istatistiklerinde bu sistematikten belli ölçülerde sapılmakta; bazı kalemler tam olarak verilmemektedir. Tablolarımızda sunulan aylık verilerde IMF tablolarına değil, TCMB verilerine dayanmak zorunluluğu var. Bu nedenle bu iki tabloda bazı belirsizlikler ve eksiklikler vardır. Örneğin, yerli aktörlerin uzun vadeli sermaye hareketleri ayrıştırılmadığı için bu kalem "net" olarak verilmekte; toplamın tümü "yabancı" kökenli olarak varsayılmaktadır. (Tablo 1). Aylık veriler üzerinden inceleme yapmak istiyorsak, bunları şimdilik sineye çekmek zorunda kalıyoruz.

(4) "Sıcak para"yı diğer sermaye hareketlerinden nasıl ayırıyoruz? Kısaca "arbitraj arayan sermaye hareketleri" olarak tanımlanabilecek olan bu kategori, (a) hisse senetlerine, (b) kısa vadeli borç senetlerine (hazinenin veya özel sektörün bonolarına) yönelen portföy yatırımlarından, (c) bankalara ve (d) diğer özel aktörlere açılan (ancak ticari kredileri içermeyen) kısa vadeli kredilerden, (e) banka mevduatında veya (f) banka-dışı diğer varlıklardaki değişmelerden oluşur. Tüm bu öğeler için sermaye hareketinin kaynağına göre yabancı veya yerli kökenli sıcak para arasında ayrıştırma yapılır. Yukarıda belirtildiği gibi, net hata ve noksan kalemi, bu çalışmada "yerli kökenli kayıtdışı sıcak para" olarak değerlendirilmiştir⁽¹⁾. Bu öğelerin ampirik saptanmasını, IMF sistematğindeki kalemlerin ayrıntılı bir incelenmesi ve ayrıştırılması sonunda yaptık ve IMF'nin yıllık verilerini içeren veri-tabanını bazı çalışmalarımızda kullandık. Ancak Tablo 2'deki aylık "sıcak para" öğeleri, TCMB veri tabanından türetilmediği için IMF sistematğindeki ayrıntı düzeyinde değildir. Örneğin, portföy yatırımlarında hisse senetleri / hazine bonoları ayrımı yapılamamakta; "sıcak para"nın dışında kalan ticari krediler yabancılar için ayrıştırıldığı (ve hesap-dışı tutulduğu) halde; yerli aktörler için bu ay-

(1) Yerli parayla ifade edilen getiri (faiz) oranı i , döviz fiyatındaki artışın beklenen oranı e olsun. Yabancı para (dolar) cinsinden beklenen arbitraj getirisi $r(\text{arb}) = [(1+i)/(1+e)] - 1$ olur. Bu getiri, risk marjı ile kırıldıktan sonra benzeri bir işlem (yatırım) için geçerli dış getiriden yüksekse sıcak para girişi gerçekleşir. Örneğin yabancı rantiyeli borsadan hisse senedi alır veya TL mevduatına girer; yerli banka dıştan kısa vadeyle borçlanıp hazine bonusuna yatırım yapar; yerli firma dövizle kısa vadeli borçlanıp yerli parayla işletme giderlerini (ücret ödemelerini) finanse eder. Bütün bu işlemlerde önce yabancı para TL'na çevrilecek, vade bitiminde tekrar dövize dönülecektir. Bu işlemlerde insiyatif yerleşiklerden kaynaklansa bile verdiğimiz örneklerin tümü (sermaye hareketinin kaynağına bağlı olarak) "yabancı kökenli sıcak para" grubuna girer ve bunlardan her biri nicel olarak saptanabilmektedir.

rım yapılamamakta; dolayısıyla "yerli kökenli sıcak para" düzeyi abartılmış olmaktadır.

Tablo 1: Kriz Öncesinde ve Kriz İçinde Sermaye Hareketleri, Milyon \$

	Kriz Öncesi: Ocak 2000- Ekim 2000	Kriz Dönemi: Kasım 2000- Haziran 2001
Yabancılar:Net Sermaye Akımı	15179	-10442
*Dolaysız yatırım	589	2406
* Portföy yatırımı	6789	-8457
*Uzun vadeli sermaye akımı	3201	-553
*Kısa vadeli sermaye akımı	4600	-3838
Yerli Aktörler:Net Sermaye Akımı	-5257	-3033
*Dolaysız yatırım	-751	-452
* Portföy yatırımı	-730	949
*Kısa vadeli sermaye, kayıt-içi	-1226	-1847
*Kısa vadeli sermaye, kayıt-dışı	-2550	-1683
Rezerv Değişmeleri	-2324*	15239**
Cari İşlem Dengesi	-7598	-1764

Kaynak: TCMB verilerinden yapılan hesaplamalar.

Notlar: (*) 499 milyon \$ IMF kredisi ile resmi rezervlerdeki 2823 milyon \$ artıştan oluşur.

(**) 8076 milyon \$ IMF kredisi ile resmi rezervlerdeki 7163 milyon \$ azalıştan oluşur.

Tablo 2: 2000/2001 Krizi Öncesinde ve Kriz İçinde Sıcak Para Hareketleri

	Kriz Öncesi: Ocak 2000- Ekim 2000	Kriz Dönemi: Kasım 2000- Haziran 2001
Yabancı Kökenli Sıcak Para	4204	-10984
*Portföy, menkul değer	835	-8586
*Yerli bankalara kısa vadeli kredi	3639	-1688
*Diğer kısa vadeli krediler(a)	84	224
*Mevduat ve diğer yükümlülükler	-354	-934
Yerli Kökenli Sıcak Para	-3498	-1012
*Portföy, menkul değer	-730	949
*Yerli bankalardan kısa vadeli kredi	59	-44
*Diğer kısa vadeli varlıklar(b)	-277	-234
*Kayıt-dışı (NHN)	-2550	-1683

Kaynak: TCMB verilerinden yapılan hesaplamalar.

Notlar: (a) Yabancılarca açılan ticari krediler ve kısa vadeli resmi borçlanmalar içerilmemiştir.

(b) Yerli aktörlerce açılan ticari krediler içerildiği için "sıcak olmayan" öğeler içermektedir.

Kriz Öncesinde Sermaye Hareketleri

2000 yılının ilk on ayı içinde, IMF ile imzalanan stand-by anlaşmasının desteği, nominal döviz kuru çıpasının inandırıcılığı ve sıcak para için pozitif arbitraj getirisinin düşen faizlere rağmen süregelmesi ⁽²⁾ sayesinde net yabancı sermaye girişi hızla artar ve 15.2 milyar dolara ulaşır. Sermaye girişleriyle başlayan sürecin, TCMB'nin pasif (daha doğrusu "namevcut") para politikasının katkısıyla reel faizleri sıfıra düşürdüğü; iç talepteki genişlemenin (reel olarak değerlendirilen yerli paranın da katkısıyla) cari işlem açığını hızla büyüttüğü iyi biliniyor ve Tablo 1'in ilk sütunu bu öykünün ana nicel göstergelerini sunuyor. Ancak, tablolarda sunulan verilerin ötesine de gidilerek bir dizi ek saptama yapmak yararlı olabilir.

8 Yabancı sermaye girişlerinin alt-dökümüne göre, toplamın %82'sini üç ana kalem oluşturmaktadır. Bunlar, hazinenin tahvil ihracı ile borçlandığı 5.7 milyar dolar, yerli bankaların yabancı bankalara kısa vadeli borçlarında gerçekleşen 3.6 milyar dolarlık artış (net ek borçlanma) ve 3.2 milyar dolarlık uzun vadeli borçlanmadır. Aşağıda da vurgulanacağı gibi, 2000 yılının ilk on ayındaki yabancı sermaye girişlerinde "sıcak olmayan" ve uzun vadeli ögeler başat görünmektedir ⁽³⁾.

- (2) 2000 yılında devlet iç borçlanmasındaki ortalama faiz %36'dır. Yıllık %20'lik kur artışı hedefleri gerçekleştiği için, bu faizle devlete borç veren bankaların dolar cinsinden getirileri %13 olarak gerçekleşir. IMF güvencesine dayanan kur hedefleri risksiz görüldüğü ve bu (beklenen) getiri ile dövizle borçlanma maliyeti arasındaki fark pozitif oldukça bankalar dıştan borçlanıp hazineye borç vermeyi sürdürmüşlerdir.
- (3) Bu yorumun yanlışlık içerme olasılığı vardır. Ödemeler dengesi sistematüğinde devlet tahvili ihracı yoluyla sağlanan kredileri "sıcak para" kategorisi dışında tutuyoruz. Buna mukabil kısa vadeli hazine bonusu ihracıyla veya bunların el değiştirmesiyle sağlanan sermaye girişini ve keza hisse senetlerine dönük portföy yatırımlarını "sıcak" grubuna katıyoruz. 2000 yılında ilk kategoriye dahil sermaye girişleri 5.4 milyar doları bulmakta; Tablo 1'de "portföy yatırımları" içinde yer almakta; Tablo 2'de Ocak-Ekim döneminde "sıcak para" girişlerini içeren portföy grubunun dışında tutulmaktadır. Ne var ki, Kasım-Haziran döneminde (ve büyük çoğunluğu krizin patlak verdiği günlerde) Türkiye'den çıkan yabancı kökenli portföy yatırımları, Tablo 2'nin "sıcak" kategorisi içinde yer aldı. Bu yoruma göre tahvil ihracıyla uzun vadeli giriş yapar gibi dikkate alınan bir sermaye kategorisi, birkaç ay içinde kısa vadeli ve "sıcak" bir araca dönüşmüş oluyor. Tahvillerin ikincil piyasada dolaşıma girmesi halinde bu yorum yanlış değildir. Belki de, giriş anında da aynı ögeyi "sıcak" kategorisi içine katmak gerekirdi. Bu yapılsa idi, Ocak-Ekim döneminde azınlıkta görünen "sıcak para" ögelerinin görece ağırlığı artmış olurdu.

§ Yüksek boyutlu sermaye girişlerinin ne kadarı dış borç artışına yol açmıştır? 15179 milyar dolarlık net yabancı sermaye girişinden dolaysız yatırımları (589 milyon dolar) ve menkul değerlere dönük net yabancı sermayeyi (835 milyon dolar, Tablo 2, satır 2) ⁽⁴⁾ çıkarırsak ve buna (sermaye girişleri içinde değil, rezerv değişimleri içinde yer alan) 499 milyon dolarlık IMF kredilerini eklersek, Ocak-Ekim 2000 döneminde borç artıran sermaye girişlerinin toplamını (14254 milyon dolar) elde ederiz. Hazine Müsteşarlığı verilerine göre 2000 yılının tümünde Türkiye'nin dış borç stoku 12.8 milyar dolar artmıştır ve iki rakam, kabaca, tutarlıdır ⁽⁵⁾. Bu bulgunun ilginç bir yorumu vardır: Türkiye 2000'in ilk on ayı boyunca 7.6 milyar dolarlık cari işlem açığını finanse ederken dış borcunu 12.8 (veya 14.2) milyar dolar artırmıştır. Kısacası, dış borçlar cari işlem açığından bağımsızlaşan bir ivme ile büyümektedir. Nedeni, sermaye girişlerinin önemli bölümlerinin rezerv birikimine ve yerli aktörlerin sermaye çıkarmalarının finansmanına tahsis edilmesidir. Farklı bir ifadeyle sermaye girişlerinin cari işlem açığının finansmanı ile bağlantıları kopmaktadır.

§ Dış borçlardaki kontrolsüz artışı belirleyen ikinci etken üzerinde kısaca duralım: Yerli aktörler 2000'in ilk on ayında 2.3 milyarı kayıt-dışı (NHN) olmak üzere ülke dışına 5.3 milyar dolar çıkarmışlardır. Kısacası, yabancılar Türkiye'ye büyük boyutlu sermaye aktarıırken, yerli bankalar, firmalar, rantiyeler sermaye girişinin yüzde 35'ine ulaşan bir tutarı ülke dışına aktarmışlardır. Brüt dış borçlardaki abartılı artışa katkı yapan bu olgunun bir de olumlu yanı vardır: Yerli aktörler, yabancılarla zıt yönde ("akıntıya karşı") davranarak hızlı sermaye girişlerinin genişletici etkilerini hafifleten bir katkı yapmaktadırlar.

§ Kriz öncesi dönemde yabancı kökenli sıcak para girişleri, Ocak-Ekim 2000 döneminde net yabancı sermaye girişinin %28'ini oluşturuyor. Buna karşılık yerli sıcak para, yerli aktörlerden kaynaklanan sermaye çıkışlarının

(4) Menkul değerlere dönük yabancı portföy yatırımlarının hazine bonolarına dönük bölümü de borç yaratır; ancak bunu toplamdan ayırtıramıyoruz.

(5) İki rakam arasındaki 1.5 milyar dolarlık fark, 2000 yılı boyunca doların değer kazanması sonunda, dış borç stokunun Euro, yen ve sterlinden oluşan bölümünün dolar cinsinden değerinin düşmesi ve IMF kredilerinin, muhtemelen, Hazine verilerinde içerilmesi ile açıklanabilir.

üçte ikisini (3.5 milyar doları) oluşturuyor. Bu süre içinde yabancı sıcak para girişleriyle yerli sıcak para çıkışları arasındaki fark sadece 500 milyon dolardır. "Arbitraj getirileri aynı değişkenlere bağlı olduğuna göre, yabancı ve yerli aktörler neden farklı doğrultularda (biri içeri, diğeri dışarı) hareket ediyorlar?" Bu önemli soruyu tartışmak için, sözü geçen akımların ana öğelerine bakmak gerekiyor. Yabancı kökenli sıcak paranın ana öğesi, Türkiye'li bankalara açılan kısa vadeli kredilerdir (3.7 milyar dolar) ve bu kalem büyük ölçüde yerli bankaların insiyatifi (talebi) sonunda şişmiştir. Yabancı bankalar ise, Türkiye'li bankalara açtıkları kredilerin son tahlilde T.C. hazinesi tarafından üstlenileceğini tahmin ederek risk faktörünü göz ardı etmişler ve haklı da çıkmışlardır ⁽⁶⁾. Yerli kökenli sıcak paranın ana öğesi ise, esrarengiz aktörlerin belirsiz alanlara kaynak kaydırması sonunda ortaya çıkan NHN kalemidir. Dolayısıyla, yüksek boyutlu sıcak paranın hem girdiği, hem çıktığı Ocak-Ekim dönemi içinde büyük kalemler için "aynı değişkenleri farklı algılayan yerli ve yabancı aktörler" ikilemi yoktur. Bu ikilem, yabancıların İMKB'ye yatırımları (0.8 milyar dolar) ile Türkiye'li yatırımcıların yurt dışındaki borsalara yönelik yatırımlarının (0.7 milyar dolar) yakın değerde olması dikkate alınırsa yabancı ve yerli rantiyeler açısından geçerlidir. Ola ki, 2000 yılının büyük bölümünde Türkiye'li rantiyeler, ülkeleri hakkında (özellikle döviz kuru hedefleri ve risk üzerinde) yabancılar kadar iyimser değildiler.

Kriz Oluşumunda ve Kriz İçinde Sermaye Hareketleri

2000 yılının ikinci yarısından itibaren, özellikle cari işlem açıklarındaki hızlı büyüme nedeniyle programla ilgili belirsizliklerin arttığı biliniyor. Burada Kasım ve Şubat aylarında patlak veren çalkantıların oluşumuna ve krizin sekiz aylık seyrine sermaye hareketlerinin katkısını mercek altına alacağız.

-
- (6) Kasım 2000 krizi ertesinde gerçekleşen yüz kızartıcı bir rezaleti hatırlatmak zorundayız: IMF ile yapılan yeni (kaçıncı?) anlaşmayı basına aktaran toplantı Ecevit'in "mevduat güvencesinin, bankaların dış borçlarına da teşmil edildiği" açıklaması ile başlatıldı. Bu yeni güvenceyi önce Demiralp, sonra Erçel açıklamaya, Deppler ise savunmaya çalıştı. Hukuki hiçbir dayanağı olmayan (ve Türkiye halkına kaç mal olacağı belirsiz olan) bu yükümlülük, bir sonraki niyet mektubunda (imza sahipleri kişisel sorumluluktan korkmuş olsalar gerek) gerçekte var olmayan bir hükümet kararına bağlanmaya çalışıldı. Türkiye'li bankalara kredi açmış olan yabancı bankalara yapılan bu ihsanın hesabı bir gün sorulacak mı? Bekliyoruz.

§ Sermaye hareketleri bakımından ilk tehlike sinyalleri Eylül 2000’de, net sermaye hesabının negatife (NHN hariç –243 milyon dolara) dönmesi ile ortaya çıktı. Buna karşılık Ekim içinde geçici ve aldatıcı bir düzelme meydana gelmiştir. Yerli aktörlerin yurt dışındaki portföy yatırımları bu ay içinde de devam etmekte; kayıt dışı sermaye çıkışı önemli boyutlara ulaşmakta; yabancıların banka mevduatında da önemlice bir erime meydana gelmektedir (bu üç ögenin temsil ettiği net sermaye akımı –1.4 milyar dolardır); ancak diğer kalemlerdeki olumlu gelişmeler Ekimde net sermaye girişini hâlâ pozitif değerlerde tutmaktadır. Tabloyu tamamen tersine çeviren ilk darbe Kasım’da yabancıların net 5.2 milyar dolar menkul değer satarak dışarıya çıkarmaları ile gerçekleşti ve bu şok, hemen hemen olduğu gibi rezervlerdeki erimeye yansdı. Aralık 2000-Ocak 2001 aylarında IMF’den gelen 2.9 milyar doların da katkısıyla sermaye hareketlerinde geçici bir istikrar sağlanmıştır. Krizin Şubat ayağında ise büyük boyutlu sermaye çıkışları üç kanaldan gerçekleşti: Bir kez daha yabancıların tasfiye ettiği menkul değerlerden 3.8, yabancı bankaların yenilemedikleri kısa vadeli kredilerden 1.3 ve kayıt-dışı hareketlerden 1.2 milyar olmak üzere, bu üç kalemden oluşan net sermaye akımı –6.3 milyar bulmaktadır. Dolayısıyla Kasım ve Şubat aylarında yukarıda belirlenen dört kalemden net olarak 11.5 milyar dolarlık sermaye çıkışı gerçekleşmiş ve bu büyük kanamanın 10.3 milyar doları yabancılardan kaynaklanmıştır.

§ Kriz öncesinin on ayını, sonraki sekiz ay ile karşılaştırsak, Türkiye ekonomisinin net sermaye çıkışları nedeniyle karşılaştığı şokun büyüklüğü ortaya çıkmaktadır: Ocak-Ekim döneminde yabancı kökenli net sermaye akımları +15.2 milyar dolar, Kasım 2000-Haziran 2001 süresinde –10.4 milyar dolardır. İki büyüklük arasındaki fark, yani 25.6 milyar dolar, bu iki dönem arasında ekonominin yabancı sermaye hareketleri dolayısıyla karşılaştığı negatif şokun büyüklüğünü ifade eder. Karşılaştırmayı yerli aktörleri de katarak, sermaye hareketlerinin net bilançosu açısından yaparsak, kriz öncesindeki +9.9 milyar dolarlık net sermaye akımı, krizi içeren sekiz ay boyunca –13.5 milyar dolara dönüşmüş; canlanma dönemindeki büyük boyutlu net sermaye girişlerini aşan miktarda net çıkış izlemiştir. Yerli ve yabancı aktörlerin net sermaye hareketlerinin yön değiştirmesi yoluyla ekonomiye taşıdığı negatif şokun büyüklüğü 23.4 milyar dolardır.

§ Bu büyüklükler, finansal krizin oluşumuna sermaye hareketlerinin katkısını açıkça ortaya koyuyor. Sermaye hareketlerinde GSMH’nın yüzde 12’si

dolaylarında bir yön değiştirmenin parasal büyüklüklerde, faiz hadlerinde ve finansal sistemde yaratacağı şoklar açık olsa gerektir. Bu boyutta şoklarla karşılaşan bir finansal sistemin çöküntüye sürüklenmesi için, ayrıca yapısal bozukluklar taşıması gerekmez. “Sermaye çıkışlarını başlatan etken nedir?” sorusu, tartışmaya fazla aydınlık getirmeyecektir. “Cari açığın sürdürülemediğini, dolayısıyla döviz kuru hedeflerinin inandırıcı olmaktan çıktığını algılayan yabancı aktörler, batacak gemiyi erkenden (devalüasyon öncesinde) terkettiler.” “Yapısal reformlardaki gecikmeler dış finans çevrelerinin Türkiye’ye olumsuz bakmalarına ve sermaye akımının tersine dönmesine yol açtı.” “Kasım’da Demirbank’ın desteklenmemesi, Şubat’ta Sezer-Ecevit çatışması iç piyasada dövize saldırıya yol açtı; bu da dış aktörleri olumsuz etkiledi.” Bu türden farklı ve çelişkili açıklamalar ana sorunu göz ardı ediyor: Türkiye’nin sermaye hesabı kevgir veya yol geçen hanı gibi açık olmasaydı, finansal sistemin yapısal sorunları ne olursa olsun, sermaye giriş ve çıkışları arasında bu boyutta dalgalanmalar mümkün olmazdı. Ekonomide aşırı bir ısınma meydana gelse bile bunun başlangıcı sermaye hareketlerinden kaynaklanmaz, olsa olsa cari işlem açıklarının finansmanı sorunları ile karşılaşılır; sermaye çıkışlarının yol açtığı finansal kriz (ve onu izleyen ağır depresyon) olasılığı çok daha zayıf olurdu.

§ Kriz içinde yabancı kökenli sıcak paranın oynadığı rol, kriz öncesine göre çok daha fazladır. Canlanma konjonktüründe sıcak paranın rolünün sınırlı olduğunu yukarıda belirttik ⁽⁷⁾. Kriz koşullarını içeren Kasım-Haziran aylarında ise, yabancı kökenli sıcak para çıkışları (11.0 milyar dolar), toplam yabancı sermaye çıkışlarını (10.4 milyar doları) aşmıştır. Bu durum, büyük ölçüde, finansal bunalımda, “sıcak” olmayan bir sermaye hareketinin, yani dolaysız yabancı yatırımlardan kaynaklanan girişlerin, Kasım-Haziran arasında 2.4 milyar doları bulmasından kaynaklanıyor. Yabancıların şirket ve banka satın almalarının da “dolaysız yatırım” olarak kayda geçtiğini hatırlatalım. *Financial Times*’ın 18 Ağustos’ta, “Türkiye’de ucuza mal kapatmanın tam zamanıdır” (yani “tasfiye dolayısıyla zararına satış”) anlamına gelen çağırısı hatırlanırsa dolaysız yatırım girişlerinin *krize rağmen değil, kriz nedeniyle* artmakta olduğu söylenebilir. Yabancıların sıcak para *çıkışları* öncelikle menkul değerlerden (-8.6 milyar dolar) ve daha düşük düzeylerde kısa va-

(7) Ancak 3 sayılı dipnota dikkati çekelim.

deli banka kredileri (-1.7 milyar dolar) ile mevduattan (-0.9 milyar dolar) oluşuyor. Menkul değer tasfiyelerinde hazine bonosu satışlarının önde geldiğine ilişkin bilgiler vardır.

⌘ Kriz içinde yerli kökenli sıcak paranın etkisi, canlanma dönemindeki gibi konjonktürü hafifletici (“akıntıya karşı”) doğrultuda olmuştur. Ocak-Ekim aylarındaki 3.5 milyar dolarlık **çıkış**, sonraki sekiz ay içinde 1.0 milyar dolara düşmüştür. Kayıt dışı sermaye çıkışları azalmıştır. Yerli aktörlerin özellikle yurt dışındaki portföy yatırımlarını tasfiye ederek sermaye girişine yönelmiş olmaları ise ayrıca ilginçtir. Bu davranış, krize karşı ülke dışındaki kaynakları kullanma gereksiniminden kaynaklanmış olabilir.

Sermaye Hareketleri Denetlenmelidir

Sermaye hareketlerinin 2000-2001 krizinin oluşumuna ve gelişim biçimine katkısını inceleyen yukarıdaki bulgular, geçmişe ve geleceğe ilişkin iktisat politikaları üzerinde bazı saptama ve öneriler yapmamıza imkân veriyor.

⌘ Daha önceki döneme gitmeye gerek yok; 1980 sonrasında başlayalım. Sermaye hareketlerinin denetim altında tutulduğu 1981-89 yıllarını, 32 sayılı kararın uygulandığı “açık sermaye hesabı” dönemiyle, yani 1990 ve sonrası ile karşılaştırdığımızda, ekonominin büyüme-daralma patikasının belirlenmesinde önemli bir “kopma” meydana geldiği anlaşılıyor. İlk dönemde ekonominin büyüme-daralma konjonktürleri, iç talep öğelerinden (örneğin bağımsız maliye ve para politikalarının katkısıyla) başlar; büyüme hızı belli bir cari işlem açığı doğurur; cari açığın ve belli ölçülerde ithalatla bağlantılı rezerv artışlarının finansmanını gerçekleştirecek boyutta sermaye girişi gerçekleşirdi. Kısacası, etkileşim bağlantıları **büyüme** → **cari açık** → **sermaye girişleri** doğrultusunda idi. Sermaye hareketlerinin serbestleştiği dönemde büyüme süreci, doğrudan sermaye girişlerine bağlanır ve yukarıdaki bağlantı **sermaye girişleri** → **büyüme** → **cari açık** doğrultusunda gerçekleşir. Büyüme-dış denge bağlantılarındaki bu değişme, 1980’li yıllarda belli bir büyüme hızından kaynaklanan cari açığa gözlenmez. Bu ikidönemde %5 dolaylarındaki bir büyüme hızı, milli gelirin (kabaca) %1’i kadar cari açık yaratmaktadır⁽⁸⁾. Asıl fark, cari işlem açıkları ile yabancı sermaye girişleri arasın-

(8) Oranları tam olarak verelim: 1981-89’da ortalama büyüme %5.2, cari açık/GSMH oranı %1.0’dir. 1990’lı yıllarda bu iki oran %4.2 ve %0.8 olmuştur.

daki bağlantıda gerçekleşmiştir: Sermaye hareketlerinin denetlendiği ilk dönemde yabancı sermaye girişlerinin milli gelire oranı %1.9 olmuş; büyüme ve cari açık göstergelerinin fazlaca değişmediği 1990 sonrasında ise aynı oran hızla yükselerek %3.4'e çıkmıştır. Sermaye akımı ile cari işlem açığı arasındaki farkın büyümesi, yabancı sermaye girişlerinin giderek artan bölümlerinin yerleşiklerin sermaye çıkarmasına, ve aşırı-abartılı rezerv birikimine tahsis edilmesi ile açıklanabilir.

§ Sermaye giriş ve çıkışlarının denetimsiz olduğu 2000-2001 yıllarının bulgularını bu açıdan değerlendirelim. 2000'de net yabancı sermaye girişleri, milli gelirin %6.5'ine ulaşmış ve döviz girişlerinin ivmesi sonunda milli gelir %6.1 oranında büyümüştür. Bu büyüme hızı, 2000'e özgü etkenlerden ötürü, önceki yıllardaki bağlantılardan beklenebilecek büyüklüğü fazlasıyla aşan (GSYİH'nın %4.9'una ulaşan) bir cari işlem açığına yol açmıştır. Döviz çapasına dayalı programın yol açtığı reel kur hareketlerinin (yani ucuzlayan dövizin) ve bu ortamda etkilerini daha da kuvvetle icra eden Gümrük Birliği'nin katkıları söz konusudur.

§ 2000 yılı içinde 1980'li yılların iktisat politikası parametreleri geçerli olsaydı, ortaya nasıl bir tablo çıkardı? Kaba bir senaryo yapalım: Sermaye hesabının açık olduğu koşullar döviz kuru ve para politikasının (faiz oranlarının) birbirinden bağımsız olarak yürütülmesini mümkün kılar. Böylece bir yandan döviz fiyatının yapay olarak ucuzlamasını önleyen bir *reel kur hedeflemesini*, bir yandan da %6.1'lik bir gelişme hızını sağlayacak *genişleyici para ve maliye politikalarını* bir arada izleyebilecek bir yaklaşım mümkün olurdu. %6.1'lik bir büyüme hızı, 1980-89 parametreleri (örneğin kur politikası) geçerli olsa idi, cari işlem açığını milli gelirin %1.2'si oranına çıkarırdı. Sermaye hareketlerinin denetlendiği bir ortamda, yerleşiklerin sermaye ihracı kısıtlı; abartılı rezerv birikimi ise anlamsız olacağı için bu boyutta bir cari açığın gerektireceği yabancı sermaye girişi milli gelirin %2.3'ü oranında gerçekleşecekti. Bu oran, IMF politikalarının geçerli olduğu 2000 yılında gerçekleşen sermaye girişlerinin sadece yarısıdır. Aynı oranda büyüme, ekonomiyi finansal krizlere sürükleyen aşırı sermaye girişine gereksinim duymadan sağlanacak; cari açığın "sürdürülemez" olduğu algılamaları ve ekonomiyi finansal bir krize sürükleyen boyutta çalkantılar muhtemelen gerçekleşmeyecek; finansal sistemde gerginliklerin belirlediği koşullarda dahi, yabancıların sermaye çıkarmaları geçen yıldaki boyutta olamayacaktı; zira, borsanın

kapıları yabancı sermayeye açılmamış; bankaların kısa vadeli dış borçları da bugünkü boyuta ulaşmamış olacaktı.

§ Kısacası, sermaye hareketleri denetlenmelidir ki Türkiye sermaye girişlerinden kaynaklanan *istikrarsız canlanma-finansal kargaşa* ve *kriz* sarmalından kurtulabilsin. Keza, sermaye hareketleri denetlenmelidir ki Türkiye faiz ve döviz kurunu farklı iktisat politikası hedeflerini gerçekleştirebilecek ve birbirini kösteklemeyecek iki bağımsız politika aracı olarak kullanmaya (1980’li yıllarda olduğu gibi) yeniden başlayabilsin. Ve keza sermaye hareketleri denetlenmelidir ki devletin kamu hizmeti sağlayabilme yeteneğini felce uğratmış bulunan iç borç yükünü hafifletici radikal bir operasyon, sermaye kaçıışı şantajı ile karşılaşılmadan yapılabilsin ve maliye politikası yeniden gündeme girebilsin. Hangi tür sermaye hareketleri denetlenmeli? Kriz atlattıncaya kadar mı; kalıcı mı? Yerleşiklere mi, yabancılara mı? Türkiye’de sermaye hareketleri üzerindeki 2000/2001 bulguları göstermektedir ki, yabancı rantiyelerin Türkiye’deki menkul değerler (hazine bonoları ve hisse senetleri) ile ilgili giriş ve çıkışları ile yabancı bankaların Türkiye’li bankalara açtığı kısa vadeli krediler en büyük istikrarsızlık öğeleridir. Yerli aktörler ise, özellikle canlanma döneminde büyük miktarlarda sıcak para çıkışlarına yönelerek, yabancı sermaye girişleri üzerinde önemli bir sızıntı oluşturmakta; brüt dış borcun aşırı büyümesine ve sermaye hareketleri ile cari açığın finansmanı arasındaki kopukluğun artmasına katkı yapmaktadırlar. Şüphesiz para ikamesinin ve dolarlaşmanın yaygınlaştığı ve cari işlemlerdeki konvertibilitenin süregeldiği koşullarda, sermaye hareketleri üzerindeki denetimlerin yüzde yüz başarılı olması beklenemez. Ancak bu, sorumluluktan kaçmanın gerekçesi olamaz. Yasa-dışı olmasına rağmen uyuşturucu ticaretinin önlenememesi, “uyuşturucu satışının serbestleştirilerek vergi gelirine katkı yapması” türü bir yönelişin gerekçesi olabilir mi? Yasaklı ve serbest dönemdeki uyuşturucu tüketiminin aynı olacağı iddia edilebilir mi?

§ Hangi yöntemlerle denetim? Sermaye hareketleri üzerindeki etkili denetim yöntemleri üzerinde uluslar arası deneyim zengindir. Öğrenmek isteyenler için sayısız yayın vardır. Sermaye hareketleri üzerinde kurumsallaşmış kontroller uygulayan ve bu nedenle Asya krizinden etkilenmeyen Çin ve Hindistan’ın uzun vadeli ve dolaysız sermaye hareketlerini büyük ölçüde çeken ülkeler olduğunu; Malezya’nın finansal kriz koşullarında sermaye çıkışlarını engelleyerek istikrarı komşularından çok daha hızla sağladığını; canlanma

konjonktürlerinde sermaye girişlerini ve genel olarak sıcak para çıkışlarını caydırıcı ve yumuşak yöntemlerle frenleyen Şili ve Kolombiya deneyimlerini hatırlatalım. Dış açık sorunları olmayan bir ekonomiyi bir yıl içinde bir ödemeler dengesi krizine sürükleyen, 16 ay içinde kur ve para politikaları bakımından birbirinin karşıtı iki programı siyasi iktidara kabul ettiren İMF uzmanlarından ve Fischer'den iktisatçıların, teknokratların ve siyasetçilerin öğreneceği bir şey yoktur. Bunlara, yerel ve uluslararası finans kapitalin şantajlarına teslim olmadan dünyayı izlemeleri, Türkiye ekonomisinin sağlıklı öğelerine güvenmeleri, araştırmaları, bilgilendikten sonra kendi kafalarıyla düşünmeleri tavsiye edilir.

Politika Tartışmalarında Tabular Yıkılmalıdır

1998'deki "yakın izleme anlaşması" ile yeniden IMF'nin denetim ve yönetimine giren Türkiye ekonomisi, o tarihi izleyen 14 üç aylık dönemin 8'inde küçülmüştür ve ekonomik gerileme bu satırların yazıldığı tarihteki (Ağustos 2001) verilere göre hızlanarak sürmektedir. Pek çok gösterge, Cumhuriyet tarihinin en ağır ekonomik bunalımından geçmekte olduğumuzu ortaya koyuyor. Ekonomik kriz, toplumun çok geniş kesimlerini, işçiyi, köylüyü, esnaf-zanaatkârlarları, küçük ve orta iş adamlarını, beyaz yakalı, profesyonel katmanları farklı boyutlarda ve biçimlerde etkileyerek gelişiyor ve çok vahim bir toplumsal bunalıma dönüşme belirtileri gösteriyor.

Krizin teknik sorumluluğu, özünde, ekonominin yönetimini 1998-99'da fiilen, 2000-2001 yıllarında ise stand-by anlaşmaları ve niyet mektupları ile doğrudan doğruya devralan IMF'ye ve "yapısal reformlar" diye adlandırılan bir dizi programın mimarı ve yürütücüsü olan Dünya Bankası'na aittir. Krizin siyasi ve ahlâki sorumluluğu ise, Türkiye halkının kaderini, sözü edilen dış kuruluşlara pervasızca teslim eden siyasi iktidara aittir. Kasım ve Şubat krizlerine yol açan politikaların mimarları olan IMF ve Dünya Bankası, krizin teknik sorumluluğunu utanmadan (ve küçültücü bir üslup içinde) siyasi iktidara fatura etmiş; hükümet ise herşeyi sineye çekerek kriz yönetimini aynı uluslararası kuruluşlara devretmiş bulunmaktadır.

Bu çerçeve içinde, kamuoyuna intikal eden iktisat politikaları tartışmaları, "döviz kuru dalgalanmaya bırakılmalı mı?"; "yapısal reformlar hızlandırarak ekonomiyi siyasetten nasıl ayırabiliriz?" türü sığ ve yanlış gündem maddeleri içine hapsedilmektedir. Ekonomik ve sosyal konuları siyasetin (yani

siyasi iktidarların) karar alanlarının dışına çıkarma talebinin temsil ettiği anti-demokratik içeriğe dikkati çekmekle yetinelim. “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” uygulamasının ilk soruya verdiği gizli yanıt ise, “ekonomi dolar talep edemeyecek kadar daralınca, döviz kuru istikrar bulacaktır” ifadesi ile özetlenebilir. Bu, kısacası, “hastayı bitkisel hayata sokarak ateşini düşürme” tedavisidir ve Türkiye bağlamında bir toplumsal cinayete tam teşebbüs anlamına gelir. Bu cinayet teşebbüsüne kalkışanların ve ona karşı duyarsız kalanların uykuları sadece bir “sosyal patlama” karabasanıyla kaçmaktadır. Müsterih olsunlar. Türkiye bir sosyal patlamaya değil, sosyal çöküntüye doğru sürüklenmektedir. Bu çöküntü Türkiye’nin insan malzemesinin yitip gitmesi, heba olmasıyla gelişecek, moral bozukluğu, intiharlar, kapkaççılık, insanların kendilerini suçlaması, komşularına düşman olması, politikadan kopuş, tarikatlara sığınma ve kurtarıcı bir lider arama gibi patolojik davranışlarla gün yüzüne yansıtacaktır.

Bu vahim tabloya iktisatçılar, sosyal bilimciler, yurtsever kişiler olarak kayıtsız kalamayız. “*Sermaye giriş ve çıkışlarının denetlenmesi*”, “*iç borç stoku üzerinde geçmişe dönük vergileme, konsolidasyon, servet vergisi veya monetizasyon gibi araçlardan birine dayanan radikal bir hafifletme*”, “*dış borç stokunun döndürülmesinde uluslararası bankalarla IMF’den bağımsız bir yeniden düzenleme müzakeresine girişilmesi*” gibi özünde sistem-içi olan seçeneklerin, düşünülmesi bile caiz olmayan tabu konular haline getirilmesini reddetmemiz gerekir.