

**EKONOMİK ETKİLERİ AÇISINDAN TÜRKİYE'DEKİ  
SICAK PARA AKIMININ DEĞERLENDİRİLMESİ**

**Dr. Mehmet KARA\***

**ÖZET**

Finansal liberalizasyon ve kamunun artan borçlanma gereği, dövizin kurunun düşük belirlendiği ülkelerde, "sıcak para" denilen kısa vadeli sermaye hareketlerini teşvik etmektedir.

Fon sahiplerine yüksek kazanç sağlayan bu kaynak akımının olumsuz makro ekonomik sonuçları bulunmaktadır. Pahalıya borçlanma ve reel kesimde küçülme, ekonomik ve politik araçların etkisizleşmesi ve ekonomik krizlere kaynaklık etmesi bunlardan en önemlileridir.

Çalışmada, konunun ampirik çalışmalarla desteklenmesi, sıcak para akımlarının belirlenen olumsuz etkilerinin güvenilirliğini arttırmıştır.

**Anahtar Kelimeler :** Sıcak Para Sorunu , Ekonomik Etki, Türkiye.

**TURKEY'S HOT MONEY PROBLEM EVALUATION FROM THE  
POINT OF VIEW OF ECONOMIC INFLUENCES**

**ABSTRACT**

If financial liberation in progress and public debt amount increases seriously in a developing country; applications of low valued rate of exchange causes tragic results. This situation encourages short term foreign credits. This kind of short term capital flow is often called "hot money".

While owners of this short term capital are getting ultra-high interest incomes, the national macro economy is effected and injured seriously. So, many negative economic failures are observed: National real economy gets smaller dramatically day by day. Economic and political measurements becomes ineffective. This kind of expensive credits are often resulted economic crisis additionally.

**Key Words :** Hot Money Problem, Economic influence, Turkey.

Süleyman Demirel Üniversitesi, Burdur Meslek Yüksek Okulu, İktisadi ve İdari Programlar Bölümü.

## **I. GİRİŞ**

Sıcak para, Asya ve Rusya krizinin dünya ve Türkiye ekonomilerini daha bir yakından etkilemeye başlaması ile birlikte, hem akademik çevrelerde hem de Türkiye'de tartışma konusu olmaya devam etmektedir. Öyle ki, bugün sıcak para olgusu, sermaye hareketlerinin serbestleştiği son 18 yılın en önemli dünya ekonomik değişkeni durumundadır. Bu önem, hem uluslararası piyasalarda dolaşan sıcak paranın boyutundan hem de bu olgunun ulusal boyutta izlenmeye çalışılan iktisat politikalarını adeta imkansız kılmasından ve ciddi ve ekonomik dengesizliklere kaynaklık etmesinden kaynaklanmaktadır<sup>1</sup>. Uluslararası piyasalarda dolaşan sıcak paranın boyutuna yönelik tahminler 1980'deki 5,000 milyar dolardan, 1992'de 35,000 milyar dolara, 2000 yılında ise bu miktarın 83,000 milyar dolar olduğudur<sup>2</sup>.

Dünya'da bu gelişmeler olurken, Türkiye ekonomisine son yıllarda damgasını vuran temel özelliğin istikrarsızlık olduğu görülmektedir. Bu istikrarsızlığın gerisindeki faktörler incelendiğinde kamu açıklarının ve bu açıkların finansman şeklinin belirleyici olduğu görülmüştür.

Kamunun ekonomi içinde belirleyici konuma gelmesi, devlet merkezli spekülative rant ekonomisini meydana getirmiş ve bunun sonucunda bir taraftan reel ekonomi ve finansal kesim arasında bağ kopmuş; diğer taraftan da Türkiye'nin makro ekonomik dengelerinde önemli bozulmalar olmuştur.

1980'li yılların ikinci yarısından sonra, IMF ve Dünya Bankası'nın yönlendirmesiyle, gelişmekte olan ülkeler giderek artan bir finansal liberalleşme sürecine girmiş ve buna paralel olarak kısa vadeli sermaye hareketlerinin önemi artmıştır. Dolayısıyla, gelişmekte olan ülkelerin dış kaynak açığını gidermede, dış yardım ve dış borçlanmanın yerini kısa vadeli sermaye hareketleri almıştır. Bu gelişmelere paralel olarak, Türkiye'de kamu açıklarının finansmanında 1980'li yılların ilk yıllarına kadar dış yardım ve dış borçlanma önemli bir yer

<sup>1</sup> Vedat Akman, (1998), Modern Dünya'daki En Büyük Ekonomik Kriz-Asya Krizi Sonrası ve Muhtemel Etkileri, İstanbul: Rota Yayınları, ss.49-50.

<sup>2</sup> Philip Arestis ve Panicos Demetriades, (1999), "Financial Liberalizations: The Experience of Developing Countries", Eastern Economic Journal, 25(4),s.5.

## MLKARA/EKONOMİK ETKİLERİ AÇISINDAN TÜRKİYE'DEKİ...

tutarken, 1980'li yılların sonundan itibaren kısa vadeli sermaye hareketleri ön plana çıkmıştır<sup>3</sup>.

Kamu açılarının finansmanında yoğun olarak kullanılan bu fonlar, dövizin kurunun düşük, reel faizlerin yüksek olmasına bağlı olarak harekete geçmektedir. Türkiye ekonomisi bu olguyu 1988'den itibaren yoğun olarak yaşamaktadır. Bir yandan, döviz kurlarının genel olarak arz ve talep şartlarına bırakıldığı bu durumda, şiddetli hareketler ve spekülasyon girişimlere karşı Merkez Bankası kurlarının aşırı değerlenmesine gerektiği şekilde müdahale etmemiştir. Yani, döviz arz-talep dengesinin kendiliğinden kurulacağı kabul edilmiştir<sup>4</sup>. Böylece döviz arzı, kısa vadeli sermaye hareketleri sayesinde hızla genişlemiş, döviz talebi ise arza göre sınırlı bir gelişme göstermesi nedeni ile kurların aşırı değerlenmesine neden olmuştur<sup>5</sup>. Diğer taraftan Türkiye'de kamu kesimi borçlanma gereğinin GSMH'ya oranı 1980 yılında %5 iken, 1990'da %10'a çıkmış, 1996 yılında ise bu oran %18.4'lere çıkarak, borçlanma gereği sürekli artmıştır<sup>6</sup>. Kamu Borçlanma gereğine paralel olarak iç piyasa faiz hadlerinin yüksek seviyelere çıkması, kurların aşırı değerliliği ile birleşince sıcak para girişi için uygun ortam sağlanmıştır.

Mekanizmanın işleyişi kısaca şöyledir: yabancı yatırımcılar ya da özel sektör tarafından kısa vadeli döviz kredileri (sıcak para), TL'ye çevrilerek yüksek faizlerle kamu iç borçlanma senetlerine ya da ticari bankalara mevduat olarak yatırılmakta, dönem sonunda bu fonlar tekrar dövize çevrilerek alınan

<sup>3</sup> Mevlüt Çetinkaya, İsmail Mazgıt ve Yaşar Uysal, (1999), "Sorun Kamu Maliyesinde", **TOBB Ekonomik Form Dergisi**, (11), s.22.

<sup>4</sup> Bu görüşler zaman zaman bizzat Merkez Bankasının başkanları tarafından ifade edilmiştir. Örneğin eski başkanlardan Rüşdü Saraçoğlu bir beyanatında şöyle demektedir: "Sermaye hareketlerinde hiçbir kontrolümüz yoktur. Merkez Bankasının kur politikası da yoktur Kur'u temel göstergeler tayin eder, bunlar da arz ve taleptir.

<sup>5</sup> Harun Bal, (1998), **Gelişme Sürecinde Dış Finansman Kullanımı ve Türkiye**, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Araştırma ve İnceleme Dizisi: 16,s.109.

<sup>6</sup> Nurhan Yentürk, (1997), "The Last Fifteen Years of the Turkish Economy: Destined to be in Crisis", **Görüş Dergisi**, TÜSİAD, s. 19.

## BALIKESİR ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

döviz kredileri kapatılmaktadır. Böylece sonuçta ekonomiye önemli boyutlarda reel faiz yüküne neden olunmaktadır<sup>7</sup>.

Böylece, sıcak para diye adlandırılan kısa vadeli sermaye hareketlerinin temel nedeninin arbitraj olduğu görülmektedir<sup>8</sup>. Dolayısıyla, sıcak para, kısa dönemli faizler ile devalüasyon-revalüasyon arasındaki ilişkiyi yararlanmaktadır.

Dünya Bankası verilerine göre; 1990-1997 yılları arasında 7 yıl içinde Türkiye'ye toplam 23.2 milyar dolar -ki bu yaklaşık 3 katrilyon lira ediyor- portföy ve benzeri şekilde sıcak para girişi gerçekleşmiştir. Yine 1990-1996 yılları arasında en yüksek sıcak para girişi 7.6 milyar dolar ile 1993 yılında yaşanırken, en az girişin olduğu yıl ise 1.1 milyar dolar ile 1991 yılı olmuştur<sup>9</sup>.

### II. SICAK PARANIN EKONOMİK ETKİLERİ

Bireysel açıdan yüksek kazançlı bir kaynak transferi olan sıcak paranın ekonomiye ciddi maliyetleri olmaktadır. Sıcak paranın bu etkilerinin en başında, yüksek maliyetle borçlanma ve reel kesimde küçülme meydana getirmesi, ayrıca devletin para, maliye ve hatta gelir politikalarını işlemez hale getirmesi ve nihayetinde ekonomik krizlere varan kritik etkilere sahip olduğu görülmektedir.

#### A- YÜKSEK MALİYETLE BORÇLANMA VE REEL KESİMDE KÜÇÜLME

Hızlı kalkınma çabası içinde olan gelişmekte olan ülkeler, tasarruf açığını kapatmak için dış borca başvurmaktadırlar. Borçlanma yoluyla sağlanan yatırımlardan elde edilen gelir, borçlanma maliyeti üzerinde olduğu sürece dış borçlanma ekonomiye olumlu katkılar sağlamaktadır. Ancak, son yıllarda borçlanma maliyetinin artması ve borçların borçlarla ödenmeye çalışılması dış borçlanmanın olumlu etkilerini tersine çevirmiştir.

<sup>7</sup>BAL,a.g.e., ss. 109-111

<sup>8</sup> Brain Aitken, (1998), "Hava Institutional Investors Destabilized Emerging Markets?", Contemporary Economic Policy, 16(2),s.174

<sup>9</sup> Garanti Dergisi, (1997), "Dış Ticaret Dengesi Kurulamıyor", 3(110),s.21.

## MLKARA/EKONOMİK ETKİLERİ AÇISINDAN TÜRKİYE'DEKİ...

Liberalizasyonla birlikte dış sermayenin özendirilmesi özellikle kamu açığının yüksek olduğu ortamda, bütçe açığının finansmanı için artan iç borçlanma, yurt içi faiz hadlerinin yükselmesine ve kısa vadeli sermaye akımlarının ülkeye girişlerinin hızla artmasına neden olmaktadır. Kamunun bu yolla finansman sağlaması iki olumsuz etkiyi de beraberinde getirmektedir:

i) Kamunun bütçe açıklarını kapatmak için iç borçlanmaya yönelmesi, hem ekonomideki faiz hadlerini yükseltmekte, hem de kamunun iç borç stokunu arttırmaktadır.

Türkiye'de Hazine, uluslararası finans piyasalarına daha fazla tahvil ihraç etmek yoluyla ihtiyaç duyduğu kaynakları kısmen de olsa tedarik etme imkanına sahip olmuştur. Özellikle, 1987 yılından itibaren Eurobond, Samurai Bond ve Yankee Bond ihraç ederek 1 yıldan 10 yıla kadar değişik vadelerle borçlanmıştır. Alman borçların ortalama faizi ise libor+2 ile libor+4 civarında seyretmiştir. Oysa özellikle 1990'lı yılların başından itibaren teşvik edilen kısa vadeli fonların dolar bazında ortalama faizi libor+10 ile libor+30 aralığında gerçekleşmiştir.

Dolayısıyla Hükümet, tahvil piyasalarından uygun borçlanma imkanını sonuna kadar kullanmayarak, bu tür fonlara %8 - %26 oranında daha fazla faiz ödemiştir. Bu oran dünyada bankaların ödedikleri faizden 5-6 kat daha fazla olmaktadır. Bu durum doğal olarak ülke ekonomisi için büyük bir kayıptır. Burada dikkati çeken husus, genelde tüm dünyada kamu, en düşük faizle borçlanan kurum iken, sıcak para ile Türkiye'de tersi olmuştur. Oysa kamu, riski en düşük kurum olarak, düşük faizden borç alabileceği kabul edilir. Yüksek maliyetle borçlanma sonucunda, 1993 yılında Türkiye'de bulunduğu tahmin edilen 4 milyar dolar sıcak para için 800 milyon dolar faiz verildiği tahmin edilmiştir. 1995 yılında dövize çapa yönteminin uygulanması nedeniyle 4.2 milyar dolar gibi çok yüksek oranda bir sıcak paranın Türkiye'ye girmesi, söz konusu maliyeti daha da arttırmıştır<sup>10</sup>. Türkiye'de bu fonlar dolar bazında

Mehmet Kara, (2000), "Ekonomik Sonuçları Açısından Türkiye'nin Dış Borçlanma Sorunu ve Çözüm Arayışları", Yayınlanmamış Doktora Tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, ss. 120-122.

## BALIKESİR ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

1990'da %28.95, 1991'de %17.2 ve 1995'de ise %46.84 gelir sağlamışlardır. Böylece sıcak para, dolar bazında dünya ortalamasının oldukça üzerinde bir gelir sağlamıştır<sup>11</sup>.

ii) Hükümetin iç borçlanma yoluyla hem bütçe açıklarını kapatmaya çalışması hem de dış borç ödemeye çalışması, iç borç senetlerinin faizlerinin yüksek seyretmesine ve dolayısıyla artan sermaye girişine neden olmaktadır. Böyle bir durum ise, ülkeye giren sermaye ile döviz arzındaki artış, döviz kurları üzerinde baskı meydana getirmekte ve ulusal paranın değerlenmesine neden olmaktadır. Zaman içerisinde faiz-kur arasındaki marjın giderek açılması, ülkeye yönelik sıcak para akımlarının daha çok, faiz ve kur beklentilerine göre hareket eden, duyarlık derecesi yüksek, spekülasyon amaçlı sıcak para niteliği taşımasına yol açmaktadır. Genellikle de bu gelen kaynaklar ilk siyasi krizde ülkeyi terk etmektedirler. Bunun sonucunda da, ülkeden çıkan sermaye, finansman sorununun yeniden gündeme gelmesine ve var olan makro ekonomik istikrarsızlığın daha da derinleşmesine neden olmaktadır.

Sıcak para akımının neden olduğu bir başka olumsuz etki de, bu tür akımların artması ile sabit sermaye yatırımlarının düşmesi olmuştur. Sıcak para girişinin hızlanması ile birlikte reel faiz oranlarının yukarıya doğru hareket etmesi, zamanla sabit yatırımların maliyetlerini arttıracığından, gelen sermayenin uzun dönemli yatırımlara yönelmesini engellemektedir. Böylece kaynaklar, reel yatırımlar yerine kamunun iç borçlanma senetlerine yönelmektedir. Reel faizlerin yükselmesi, bir yandan kaynakları spekülasyon finansal yatırımlara yönelmesine yol açarken, diğer yandan sermaye maliyetini yükseltmektedir. Bu sonuç, reel kesimin ekonomideki payını küçülürken, rantiyeye kesiminin payını büyütmektedir<sup>12</sup>.

Türkiye 1980 ortalarından itibaren gittikçe artan mali bozulma sürecinde, kendi kaynakları ile finanse edemeyeceği bir harcama ve tüketme sürecine girmiştir. Doğal olarak, bu süreçte ekonominin rekabet gücü azalmış, döviz kazanma potansiyeli düşmüş, sıcak paraya bağımlılığı giderek artmıştır.

<sup>11</sup> Yentürk, a.g.e., s.20.

<sup>12</sup> Çetinkaya ve Diğ., a.g.e., ss.22-23.

## M.KARA/EKONOMİK ETKİLERİ AÇISINDAN TÜRKİYE'DEKİ...

Sonuç olarak, Hükümetin kamu açıklarını azaltma yönünde girişimlerde bulunmak yerine, daha çok bu açıkların nasıl finanse edileceği ile ilgilenmesi ve kamu açıklarını kısa vadeli sermaye akımlarını teşvik ederek kapatmaya çalışması; diğer yandan da yurtiçi talebi arttırıcı politikalarla artan iç tüketimin, ihracattan çok ithalatı hızlandırması, ülkedeki faiz oranları ve döviz kurları üzerinde baskı yaratmaktadır. Bu durum ise, dış finansal serbestleşmenin sağlandığı bir ortamda, kısa vadeli sermaye hareketlerini yurtiçi faiz ve döviz kurlarındaki değişmelere karşı son derece esnek hale getirerek, ülkeyi hem yüksek maliyetle borçlanmaya, hem de reel kesimi küçülmeye zorlamaktadır.

### **B- SICAK PARA VE EKONOMİK KRİZLER**

"Merkez Bankaların Bankası" olarak isimlendirilen ve merkezi İsviçre'de bulunan Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) raporuna göre, global düzeyde sıcak paranın, 1994 yılında Meksika'da mali krizlere neden olduğu ayrıca Asya'nın gelişen ekonomilerindeki krizin 1990'lı yılların başından itibaren aşırı şekilde sıcak paraya dayanmasından kaynaklandığı vurgulanmaktadır. Öyle ki, Asya ülkelerinin 1997 yılı Haziran ayı itibariyle 389 milyar \$ olan toplam borçların yüzde 62.7'sini sıcak para oluşturmaktadır.

Taşdıkları spekülasyon nitelik nedeniyle üretken yatırımlarla ilgisi olmayan kısa vadeli bu sermaye hareketlerinin, giriş yaptığı ülkelerde kısa süreli yapay bir zenginlik meydana getirdikleri ve izleyen dönemde önce mali sektörü etkileyen ve giderek reel sektöre de yayılan ciddi krizlere yol açtıkları krize giren ülkelerin deneyimlerinden açıkça görülmüştür<sup>13</sup>.

Reel sektörle bağı koparmış parasal sermayenin dünya çapındaki serbestleşmesi, bu süreci kontrol altına alamayan, gerekli savunma/denetim mekanizmalarını geliştiremeyen ülkelerde ciddi tahribatlara yol açacak görünmektedir. Dolayısıyla, bugün üretim, ticaret ve finans alanlarında yaşanan küreselleşme sürecinin iyi analiz edilmesi, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeleri derinden etkilemesi açısından oldukça önem kazanmış durumdadır.

<sup>13</sup> Uğur Eser, (1997), "Türkiye'de Finansal Serbestleşme Deneyiminin Öğrettikleri ve Reel Ekonomi", İktisat Dergisi, (1), ss. 75-78; Aitken, a.g.e., s. 181.

## BALIKESİR ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

Türkiye'de 1994 Krizi'nin en büyük nedeni olarak, sıcak para akımlarının etkili olduğu bilinmektedir. Başlangıçta borsa yoluyla giren bu fonlar daha sonraları hazine bonolarında kendini göstermiştir. Öyle ki, sıcak para girişinin en yoğun yaşandığı 1988-1993 döneminde bu fonların %17'lik bir reel artış sağladığı görülmüştür<sup>14</sup>.

Asya Krizi ve Rusya Krizi ile birlikte gelişmekte olan ülkelerden sermaye kaçıışı hızlanmıştır. Özellikle uluslararası yatırımcılar, hangi ülke hatta hangi bölge daha güvenilir konusunda, derinlemesine araştırma yapmaya başlamışlardır<sup>15</sup>. Rusya Krizi'nden hemen sonra, Türkiye'den 5 milyar dolarlık kısa vadeli kaynak çıkışı olmuştur. Asya krizine kadar uzun süre uluslararası piyasalardan borçlanabilme konusunda sıkıntı çekmeyen Türk bankaları, Rusya Krizi ile birlikte dışarıdan kredi bulmakta itice zorlanmaya başlamıştır.

Global Krizler, Türkiye'nin hem uygun şartlarda borç bulabilme imkanını sınırlamış hem de borçlanma maliyetinde iki katma varan artışlara neden olmuştur. Deutche Bank'ın yaptığı araştırma, global krizin Türkiye'nin dış borçlanma maliyetleri üzerinde nasıl bir etki yaptığını göstermesi açısından önemlidir. Kriz öncesinde Türkiye'nin borçlanma maliyeti, kendi liginde yer alan ülkelere göre iyi sayılabilecek bir düzeyde iken, Rusya Krizinden sonra normalin iki katına çıkmıştır. Buna göre Türkiye, Deutche Bank'm verilerine göre, 1998 yılı başlarında yüzde 4.10 olan Türkiye'nin dış borçlanma maliyeti, 22 Ocak 1999 tarihi itibarıyla yüzde 7.17'ye çıkmıştır. Böylece Türkiye'nin dış borç kullanma maliyeti sadece bir (1) yılda 3.07 puan artmıştır. ABD Hazine kağıtlarının sabit getirişi olan yüzde 4.65 de eklendiğinde Türkiye'nin borçlanma maliyeti 11.82 düzeye ulaştığı görülecektir.

Yine Deutche Bank'a göre, dünyayı sarsan uluslararası kriz nedeniyle, Türkiye'nin borç senetlerinin getiri artışına karşın, işlem hacminin daralmış olması gerçeğidir. Türkiye, Ocak 1999'daki yüzde 7.17'den borç bulabilme

<sup>14</sup> Capital, (1995), "Hot Money Geri Geldi", Capital Dergisi, (4), ss. 140-141.

<sup>15</sup> Harvey D. Shapiro, (1999), "The World's Dangerous Place", Institutional Investor, 33(3), s. 154.



## **M.KARA/EKONOMİK ETKİLERİ AÇISINDAN TÜRKİYE'DEKİ...**

ratingi ile, Rusya (yüzde 34.65'le birinci) ve Brezilya'dan (yüzde 10.49'la ikinci) sonra dünyanın en yüksek maliyetle dış borç kullanan üçüncü ülkesi olmuştur.

Yine Türkiye, Şubat 1999 tarihi itibarıyla Meksika, Arjantin, Güney Afrika Cumhuriyeti ve Macaristan'dan daha yüksek maliyetle dış borç bulabilmiştir. Tüm bu gelişmeler, piyasaların, Türkiye'ye yönelik risk artışı beklentilerini yansıtmaktadır. Bu aşamada akla şu soru gelmektedir. Sıcak para olarak adlandırılan kısa vadeli bu fonlar, yatırım amaçlı kullanılarak ekonomik büyümeye destek sağlayıcı olabilirler mi? Hemen belirtmek gerekir ki; Dünya'da finansal serbestleşmenin yaşandığı 1980'li yılların sonlarından itibaren mali krizlerin sık sık yaşandığı görülmektedir<sup>16</sup>. Bu konuda yapılan bir çalışmada dünyadaki 26 bankacılık krizinden 18'inin finansal serbestleşmeden sonraki 5 yıl içinde gerçekleştiğini ortaya koymaktadır.

Dolayısıyla, "düşük döviz kuru-yüksek faiz" politikasıyla hareket eden ve yapısal olarak spekülasyon nitelik taşıyan bu fonlarla, özel sektörün yatırım yapmadığı, kamunun da bu fonları yatırım yerine, kamu finansman açıklarında kullandığı, krize giren ülkelere açık bir şekilde görülmektedir.

### **C- SICAK PARA VE EKONOMİ ARAÇLARININ ETKİNLİĞİNİ YİTİRMESİ**

Reel ekonomi ile bağımlı koparmış sıcak para hareketleri, giriş yaptığı ülkelerde yatırım eğilimini zayıflatmakta ve ekonominin makro politika araçlarını hızla etkisiz/kullanılmaz hale getirmektedir<sup>17</sup>. Yani, sıcak para, Merkez Bankası'nın (MB) bağımsız politikasını sınırlaması ve spekülasyon sermayenin tehdidine yönelik olarak yüksek boyutlarda rezerv tutmak zorunda kalmasına neden olduğu görülmektedir. Ayrıca, kıt mali kaynakların tasarruf ve yatırıma yönelmek yerine, atıl olarak sistem dışına çekilmesine neden olmaktadır.

United Nations Conference on Trade and Development, (1999), Trade and Development Report-1998, s. 85.

<sup>17</sup> Kamiharu Shigehara, (1998), "Financial Crises: Causes and Implications of Recent Episodes", OECD New Release, Organization For Economic Co-Operation and Development, Finance 1998 Conference, Istanbul-Turkey, s.3.

## BALIKESİR ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

Yine sıcak para, girdiği ülkenin döviz kurlarında yukarıya doğru bir baskı oluşturarak döviz kurlarında istikrarsızlığı neden olmaktadır. Diğer bir deyişle ulusal paranın aşırı değerlenmesine yol açmaktadır. Bu durumda para otoriteleri ulusal paranın aşırı değerlenmesine izin verirlerse, bunun ihracatta bir azalma, sonuçta da ödemeler dengesinde bir açığa yol açacağı açıktır. Tersine, döviz kurları sabit tutulursa, sıcak para olarak giren dövizleri karşılamak için piyasaya ulusal para sürülmesi gerekecektir. Böylece sıcak para, para politikasında ciddi bir istikrarsızlığa neden olmaktadır<sup>18</sup>.

Diğer taraftan, dış borç stokunun kabarmasına ve bütçedeki faiz yükünün ağırlaşması gibi olumsuz sonuçlara neden olarak, MB'nın ekonomik politikalarının etkinliğini azaltmaktadır.

Aynı zamanda, toplanan vergilerin, vergi verenlerden çok, mali sermayeye ve yüksek gelir sahiplerine gelir aktarımı biçiminde kullanılması sonucunu doğurmaktadır.

Böylece MB, Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın, para miktarı, fiyatlar düzeyi, ekonomik faaliyetin yönü ve gelir dağılımının belirlenmesi üzerindeki inisiyatifini azaltmaktadır. Dolayısıyla, sıcak para spekülasyonunun önlenmesi, bunun için de kamu borçlanma gereğinin azaltılması zorunluluk arz etmektedir.

### D- SICAK PARANIN ETKİLERİNİN EKONOMETRİK OLARAK İNCELENMESİ

Çalışmanın bu aşamasında, "düşük döviz kuru-yüksek faiz" politikasıyla teşvik edilen sıcak para akımlarının ekonomik etkileri, kurulan regresyon denklemi ile analiz edilecektir. Konunun ekonometrik olarak incelenmesi ile, çalışmada belirlenen "sıcak paranın olumsuz etkileri"nin pekişeceği ve güvenilirliğinin artacağı öngörülmektedir. Yani, alınan dış kredilerin GSMH'da bir artış yerine, reel sektörün ekonomideki payını küçülttüğü, ekonomik politika araçlarını etkisizleştirdiği ve sonuçta ekonomik krizlere neden olduğu saptaması ekonometrik modellerle test edilecektir.

<sup>18</sup> Philip Arestis ve Panicos Demetriadeis, (1999), "Financial Liberalizations : The Experience of Developing Countries", *Eastern Economic Journal*, 25(4), s.5.

## M.KARA/EKONOMİK ETKİLERİ ACISINDAN TÜRKİYE'DEKİ...

Bunun için 1980-1997 yılları arasındaki yıllık dış kredi kullanımlarının, GSMH üzerindeki etkileri ölçülmeye çalışılacaktır. GSMH faktörünün bağımlı değişken olarak ele alındığı modelde, Yıllık Dış Kredi Kullanımlarına ilave olarak, GSMH'yı etkileyeceği düşünülen Toplam Döviz Gelirleri ve Cari Denge bağımsız değişkenler olarak ele alınmıştır.

Çalışma; adımsal çoklu regresyon tahmin yöntemi yardımıyla gerçekleştirilecektir. Her adımda F testleri yapılarak denkleme giren değişkenlerin etkileri ölçülmekte ve model bir bütün olarak F testine göre yorumlanmaktadır. Yine t istatistiği yardımıyla, her bağımsız değişkenin GSMH üzerinde etkisi tek tek incelenmektedir.

Ayrıca R<sup>2</sup> belirlilik katsayısı, modelin matematiksel biçiminin iyi seçilip seçilmediği konusunda bilgi vermektedir<sup>19</sup>.

GSMH	=	Gayri Safı Milli Hasıla
TDG	=	Toplam Döviz Gelirleri
CD	=	Cari Denge
YDKK	=	Yıllık Dış Kredi Kullanımları

Regresyon denklemini;

$$GSMH = b_0 + b_1 TDG + b_2 CD + b_3 YDKK + e$$

Olarak kurabiliriz.

### **Adım 1:**

GSMH = b<sub>0</sub> + b<sub>1</sub> TDG arasındaki ilişkiyi incelemek için:

Zaman Aralığı	=	1980-1997
Gözlem Sayısı	=	18
Bağımlı Değişken	=	GSMH
Bağımsız Değişken	=	TDG

		Standart Hata	t İstatistiği
b <sub>0</sub>	= 8789.5	11889	0.75
b <sub>1</sub>	= 4.35	0.55	7.9

Şahin Akkaya ve M. Vedat Pazarlıoğlu, (1995), **Ekonometri 1**. Üçüncü basım. İzmir, s.135.

## BALIKESİR ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

$$R^2 = 0.82 \quad F \quad \text{İstatistiki} \quad 65$$

$$\text{GSMH} = 8789.5 + 4.35 \text{ TDG}$$

Olarak bulunmuştur.

Denklem sonucuna göre TDG katsayısı 4.35 olup pozitiftir,  $\alpha = 0.05$  anlamlılık düzeyinde toplam döviz gelirleri GSMH'yi önemli ölçüde etkilemektedir. Denklemle göre GSMH'da meydana gelen değişimin %82'sini tek başına TDG'deki değişim açıklamaktadır.

### Adım 2:

İkinci adımda bir önceki denkleme cari denge (CD) değişkeni eklendiğinde;

$$\text{GSMH} = b_0 + b_1 \text{TDG} + b_2 \text{CD}$$

Denklemini yazılabilir.

$$\text{Zaman Aralığı} = 1980-1997$$

$$\text{Gözlem Sayısı} = 18$$

$$\text{Bağımlı Değişken} = \text{GSMH}$$

$$\text{Bağımsız Değişken} = \text{TDG, CD}$$

		Standart Hata	t İstatistiği
$b_0$	= 18.6	10.5	0.01
$b_1$	= 4.4	0.45	9.8
$b_2$	= .2.2	2.2	5.8
$R^2$	= 0.9	F İstatistiki	50

$$\text{GSMH} = 18.6 + 4.4 \text{ TDG} - 2.2 \text{ CD}$$

olarak yazabiliriz.

Denklem sonucuna göre, GSMH'daki değişimin % 90'u, TDG ve CD'deki değişim ile açıklanabilmektedir. TDG ve CD'nin katsayı işaretleri beklenen yönde olup TDG'nin katsayısı  $b_1$ 'in işareti pozitif, CD'nin katsayısı  $b_2$ 'nin katsayısı negatiftir. Bağımsız değişkenlerin her ikisi de (TDG, CD) t ve F testine göre istatistiki açıdan anlamlıdır.

## M.KARA/EKONOMİK ETKİLERİ AÇISINDAN TÜRKİYE'DEKİ...

### Adım 3:

Üçüncü adımda denkleme YDKK (yıllık dış kredi kullanımını) bağımsız değişken olarak eklersek,

$$GSMH = b_0 + b_1 TDG + b_2 CD + b_3 YDKK$$

$$\text{Zaman Aralığı} = 1980-1997$$

$$\text{Gözlem Sayısı} = 18$$

$$\text{Bağımlı Değişken} = GSMH$$

$$\text{Bağımsız Değişken} = TDG, CD ve YDKK$$

		Standart Hata	t İstatistiği
$b_0$	= 4003	11171	-0.37
$b_1$	= 3.80	0.75	5.15
$b_2$	= -5.4	2.2	-2.5
$b_3$	= 3.40	3.41	1.1
$R^2$	= 0.91	F İstatistiki	33.75

olarak bulunmuştur. Buna göre denkleminizi,

$$GSMH = 4003 + 3.80 TDG - 5.4 CD + 3.40 YDKK$$

olarak yazılabilir. Denklemin çözümü sonucu elde edilen bağımsız değişkenlerin katsayıları beklenen doğrultuda olup, t testine göre YDKK'nın istatistiki açıdan önemli olmadığı görülmektedir. Denklemi oluşturan değişkenlerin tümü F testine göre istatistiksel açıdan önemli bulunmuştur. Bağımsız değişkenlerin katsayıları  $b_1$  ve  $b_3$ 'ün pozitif,  $b_2$ 'nin işareti ise negatiftir. Denklemin çözümünden elde edilen verilere göre, TDG ve CD, GSMH'yı  $\alpha = 0.05$  anlamlılık düzeyinde istatistiksel açıdan önemli ölçüde etkilemekte, YDKK istatistiksel açıdan önemli olmadığı görülmektedir. Esasen GSMH'yı etkileyen faktörler olarak ikinci adımdaki  $GSMH = b_0 + b_1 TDG + b_2 CD + e$  denklemi ele alındığında, TDG ve CD'nin birlikte  $\alpha = 0.05$  anlamlılık düzeyinde GSMH'daki değişikliklerin % 90'ı açıkladıkları görülmektedir.

Diğer taraftan, özellikle 1980-1990 yılları arasında kamunun aldığı dış kredilerin özellikle alt yapı yatırımlarında kullanıldığı bilinmektedir<sup>20</sup>. Alman

<sup>20</sup> Türkiye'de 1980-1990 yıllarında kamunun aldığı toplam 41 milyar 120 milyon dolarlık toplam dış kredinin % 64'ünü proje kredileri için alınırken, % 36'sı

## BALIKESİR ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

kredilerin alt yapı yatırımlarında kullanıldığı durumlarda bunun GSMH üzerinde etkisini eş zamanlı olarak göstermesi oldukça zordur. Bu durumda YDKK'nın gecikmeli etkilerini incelemenin gerekliliği ortaya çıkmaktadır.

Yapılan bir çalışmada<sup>21</sup> YDKK'nın alt yapı yatırımlarında kullanıldığı durumda istatistiksel açıdan en anlamlı sonucu (t -7) yılında alınan kredilerin t yılındaki GSMY'yı etkilediği görülmüştür. Kurulan regresyon denkleminde  $GSMH = 19318.2 + 1.96TDG - 2.4CD + 10.6YDKK$ ,  $R^2 = 0.90$ ,  $F$  İstatistiği  $43.96$ ,  $t$  istatistiği  $= 2.76$  bulunmuştur. Dolayısıyla, YDKK (t-7) yılında alınan krediler, GSMH(t) yılındaki gayri safi milli hasılayı  $\alpha = 0.05$  anlamlılık düzeyinde istatistiksel açıdan (t istatistiğine göre) önemli ölçüde etkilemektedir. YDKK'nın 7 yıl gecikmeli etkileri incelendiği regresyon analizinde dikkati çeken en önemli husus, Türkiye'de finansal liberalizasyonun yaşandığı 1990 yılından itibaren alınan kredilerin bu regresyon denkleminde yer almamasıdır. Bu durum, regresyon sonuçlarının değerlendirilmesi açısından oldukça önemlidir.

Dış borçlanmaya ilişkin verilerin, gayri safi milli hasılda meydana gelen değişiklikleri açıklamakta yetersiz kaldıkları, regresyon sonuçlarına göre de tespit edildikten sonra sorulacak soru, o halde yıllık dış kredi kullanımlarının, belirleyen faktörler nelerdir olmaktadır. Bu amaçla kurulan regresyon denkleminin sonuçlarına göre,  $YDKK = 618.67 + 0.72 TDBS$ ,  $R^2 = 0.71$ ,  $F$  istatistiği  $= 40.09$ ,  $t$  istatistiği  $= 6.3$ , yıllık dış kredi kullanımlarını belirleyen en önemli faktörün, toplam dış borç servisi olduğu bulunmuştur. Yıllık dış kredi kullanımlarında meydana gelen değişikliklerin % 71'ini toplam dış borç servisinin açıkladığı görülmüştür<sup>22</sup>.

program kredileri kapsamında alınmıştır. 11 yıllık süre içerisinde proje krediler içinde birinci sırayı 7 milyar dolar ile enerji sektörü aldığı görülmektedir. Dönem içerisinde ikinci sırayı, enerji sektöründen sonra 5 milyar 200 milyon dolarla ulaştırma sektörü almaktadır. İki sektör için sağlanan tutar, dönem süresince sağlanan 26 milyar 200 milyon dolarlık proje kredilerinin yaklaşık % 50'sini oluşturmaktadır: HDTM, (1990), **Dış Borçlar Bülteni**, s.53.

<sup>21</sup> Kara, a.g.e., s. 146.

<sup>22</sup> a.g.e., s.141

## MLKARA/EKONOMİK ETKİLERİ AÇISINDAN TÜRKİYE'DEKİ..

Bu sonuç Türkiye'nin refinansman amaçlı borçlandığını ve dolayısıyla alınan dış borçların, önceden alınan borçların ana para ve faiz taksidi ödemelerinde kullanıldığını göstermektedir. Aynı zamanda bu sonuç, büyük miktarda borç yükünün varlığına işaret etmektedir. Diğer bir ifadeyle, Türkiye'nin dış borç stoku artmakla beraber, net borçlanan ülke konumunda olamamasıdır.

Regresyon sonuçları birlikte değerlendirildiğinde;

i- Dış kredi kullanımlarının GSMH'yı etkilemede istatistiksel olarak anlamlı olmaması; Türkiye'de 1990'lı yılların hemen başında uygulamaya giren finansal liberalizasyonla birlikte, artan kısa vadeli borçların olumsuz etkilerinden kaynaklanmaktadır. Çünkü, Türkiye'nin son 8 yılda aldığı dış borçların % 34'ünün kısa vadeli olmuştur. Yine Türkiye aldığı bu kaynakları, reel sektör yerine spekülasyon amaçlı kullanarak, reel sektörde bir büyüme meydana getirememiştir.

ii- Diğer taraftan, alınan dış kredilerin, dış borç servis ödemelerinde kullanılması, Türkiye'nin her yıl 10-15 milyar dolar arasında ödediği dış borç servisinin bir sonucudur.

Özetle, dış kredi kullanımlarının Türkiye ekonomisine olumsuz etkilerinin nedenlerini; Türkiye'nin aşırı borçlanma gereğini neden olduğunu yüksek maliyetle borçlanma, bu kaynakların döviz kazandırıcı üretken yatırımlarda kullanılmaması ve kısa vadeli borçlanmaya indirgeyebiliriz.

### III. SONUÇ

Kısa vadede sıcak para sahiplerine yüksek kazançlar sağlayan bu sürecin makro ekonomiye ciddi olumsuz etkileri olduğu görülmektedir.

Dolayısıyla, 21. yüzyıla girerken liberalizasyon, daha genel bir ifadeyle globalizasyon sürecinin, özellikle gelişmekte olan ülkeler için -gerek bu ülkelerin bozuk dengelerinden ve gerekse bu liberalleşme sürecinin bu ülkeler aleyhine gelişmesinden dolayı -, krizlere neden olduğu görülmektedir.

Bu nedenledir ki, kamu kesimi borçlanma gereğini, borçlanmayı ve özellikle sıcak parayı teşvik etmesi nedeniyle, mutlaka azaltılması

## BALIKESİR ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

gerekmektedir. Veya kamunun daha uzun vadeli borçlanma yollarını bulmak zorundadır.

Yine, 1990'lı yıllarda yaşanan global mali krizlerle birlikte yeniden gündeme gelen sıcak paranın kısıtlanması ve tavan spread uygulanması gelinen bu noktada oldukça önem kazanmış durumdadır.

### KAYNAKÇA

- Aitken, Brain. (1998), "Have Institutional Investors Destabilized Emerging Markets?", **Contemporary Economic Policy**, 16(2)
- Akkaya, Şahin ve Pazarlıoğlu, M.Vedat. (1995), **Ekonometri 1**. Üçüncü basım. İzmir
- Akman, Vedat. (1998), **Modern Dünya'daki En Büyük Ekonomik Kriz-Asya Krizi Sonrası ve Muhtemel Etkileri-**, Rota Yayınları. İstanbul.
- Arestis, Philip ve Demetriades, Panicos. (1999), "Financial Liberalizations: The Experience of Developing Countries", **Eastern Economic Journal**, 25(4).
- Bal, Harun. (1998), **Gelişme Sürecinde Dış Finansman Kullanımı ve Türkiye**, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Araştırma ve İnceleme Dizisi: 16.
- Capital. (1995), "Hot Money Geri Geldi", **Capital Dergisi**, (4).
- Çetinkaya, Mevlüt, Mazgit, İsmail ve Uysal, Yaşar. (1999), "Sorun Kamu Maliyesinde", **TOBB Ekonomik Form Dergisi**, (11).
- Eser, Uğur. (1997), "Türkiye'de Finansal Serbestleşme Deneyiminin Öğrettikleri ve Reel Ekonomi", **İktisat Dergisi**. (1).
- Garanti Dergisi. (1997), "Dış Ticaret Dengesi Kurulamıyor", 110(3).
- Hazine Dış Ticaret Müsteşarlığı. (1990), **Dış Borçlar Bülteni**.
- Kara, Mehmet. (2000), **Ekonomik Sonuçları Açısından Türkiye'nin Dış Borçlanma Sorunu ve Çözüm Arayışları**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Shapiro, Harvey D. (1999), "The World's a Dangerous Place" **Institutional Investor**, 33(3).
- Shigehara, Kamiharu. (1998), "Financial Crises: Causes and Implications of Recent Episodes", **OECD New Release**, Organization For Economic Co-operation and Development, Finance 1998 Conference, Istanbul-Turkey.



M.KARA/EKONOMİK ETKİLERİ AÇISINDAN TÜRKİYE'DEKİ...

TCMB. (1994), **1994 Yıllık Raporu**.

United Nations Conference on Trade and Development. (1999), **Trade and Development Report 1998**.

Yentiirk, Nurhan. (1997), "The Last Fifteen Years of the Turkish Economy: Destined to be in Crisis", **Görüş Dergisi**, TÜSİAD.