

Sermaye Hareketleri ve Türkiye'nin Beş Krizi

Korkut BORATAV*

Öz: 1989 yılında sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin ardından Türkiye sermaye girişlerindeki ani durma ve canlanmalar sonucunda 1994, 1998-99, 2001, 2008-2009 yıllarında ve Mart (ya da alternatif olarak Ağustos) 2018 başlamış olan ve halen sürmekte olan beş kriz yaşadı.

Önceki dört krizi ve etkilerini başka çalışmalarımda inceledim. Bu çalışmanın amacı mevcut krizin erken aşamasını geçmiş krizlerle karşılaştırmaktır. Mevcut kriz henüz sürmekte olduğundan, elbette sonuçlarını önceki krizlerle karşılaştırmak için zaman yeterince olgunlaşmamıştır. Yine de burada sunulan ilk bulgular, bu alanda yapılacak gelecek çalışmalar için bir başlangıç oluşturabilir.

Yazıda sermaye akımlarındaki duraklama ve canlanmaların zamanları ile bunların GSYİH üzerine etkilerine (eşanlı ya da gecikmeli) ilişkin bir çerçeve sunulmuştur. 2018 Mart ayından Temmuz'a yabancı ve toplam sermaye hareketleri belirgin ölçüde düşmüştür. Ancak bu daralmanın negatif etkisi Nisan ve Temmuz ayındaki "düzelmeler" ile bir ölçüde yumuşamıştır. Ağustos 2018 ve sonrasında, sermaye hareketleri yeniden tersi bir eğilime girmiş ve izleyen iki ayda ekonomi üzerine olumsuz etkileri ortaya çıkmaya başlamıştır. Bu daralmanın etkileri önceki krizlerden daha güçlüdür. Bu süreç ve eğilimi Türkiye'nin önceki krizleri ile karşılaştırmayı amaçlayan yazı, mevcut iktidarın kriz üzerine değerlendirmeleri ile son bulmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Finansal krizler, Sermaye hareketleri, Sermaye hesaplarının serbestleşmesi, Türkiye ekonomisi.

Capital Movements and Five Crises in Turkey

Abstract: After the liberalization of the capital account in 1989, Turkey experienced five crises due to sudden stops and reversals of capital inflows, namely in 1994, 1998-99, 2001, 2008-2009 and a fifth one which appears to have started in March (or alternatively August) 2018 and is still ongoing.

The preceding four crises had been analysed by the author in an earlier paper. The present paper aims to compare the early phase of the current crisis with the preceding ones. Since the current crisis is still ongoing, its comparison with the earlier ones is premature. Nevertheless present findings may serve as a starting point for further research on the same theme.

A framework for comparing the "calendar of capital flow stops / reversals" is outlined and linked to their (simultaneous or delayed) incidence on GDP. From March to July 2018, foreign and total capital movements decline

* Prof, Dr.

significantly, but their negative impact is mitigated by “corrections” in such flows in April and July. From August 2018 onwards, capital flows move into a reversal pattern and adverse impact on the real economy starts to take place during the two following months.

A comparison of individual capital flow items and the current account shows that the ongoing crisis demonstrates no unique feature: The overall pattern shaped by foreign and net capital flow totals are roughly identical. Resident, non-resident flows and “errors and omissions” exhibit parallel or diverging patterns with some of the earlier ones.

The relative magnitude of the external shock measured by the “reversal” of foreign or net capital flows as a ratio of GDP in dollar terms of the pre-crisis period is compared for the five crises. The relative magnitude of the March-October 2018 shock is roughly comparable with the preceding crises. The August-October shock is stronger than the first three crises and is comparable with the 2008-2009 crisis.

The paper also includes a brief analysis of the contribution capital flow slowdown on the third quarter of 2016 to the GDP decline during the same period.

The paper ends with an assessment of the government response to the current crisis.

Key Words: Financial crises, Capital movements, Capital account liberalisation, Turkish economy

Giriş

İkinci Dünya Savaşı sonrasında uluslararası ekonomik ilişkileri düzenleyen Bretton Woods sistemi, altına bağlanan doları dünya para sisteminin merkezine oturtmakta; ülkeler arası cari işlemlerin (özellikle dış ticaretin) serbestleşmesini hedeflemekte; sermaye hareketlerinin denetlenmesini ise mümkün, hatta olağan kılmaktaydı.

Bu düzenin parasal boyutu 1970'li yılların ikinci yarısında çöktü ve dalgalı döviz kurları rejimine dönüştü. Serbest ticaret ve denetimli sermaye hareketleri ilkeleri ise, 1980'li yıllara kadar ana çizgileriyle devam etti. Bretton Woods kurumları (IMF ve Dünya Bankası) ise varlıklarını sürdürdü¹.

1980'e yaklaşıldıkça, daha sonra neoliberalizm diye adlandırılacak bir dalga, kapitalist dünya sistemine damgasını vurmaya başlamıştı. *Sınırsız piyasa ve açılmacı* bir doktrin iktisat öğretilisine egemen oluyordu. Bu akımın Bretton Woods kurumları içinde ağırlığı artıyor; doktrini olgunlaştıran ABD üniversitelerinden (örneğin bir tür “karargâh” olan Chicago Üniversitesi'nden) uzmanlar, Latin Amerika'yı “piyasa dostu” reformları deneyen bir laboratuvar olarak kullanmaya

¹ Türel (2017: 146, 238 vd.)

başlıyorlardı. Serbest sermaye hareketleri ilk defa Latin Amerika ülkelerinde uygulanıyordu.

Thatcher ve Reagan yönetimleri, neoliberalizmin Batı dünyasına yerleşmesinde bir dönüm noktası oldu. Sermaye hareketlerinin liberalleşmesi 1980 sonrasında aşamalı olarak sistemin merkezinde, Latin Amerika dışındaki çevre ekonomilerinde ise on yıl gecikmeyle yaygınlaştı. IMF ve Dünya Bankası'nın Üçüncü Dünya'daki politika reçeteleri içinde *sermaye hesabının serbestleştirilmesi*, giderek standart bir öge olarak yer almaya başladı.

Bu son aşama, çevre ekonomilerinde yeni bir kriz türünün ortaya çıkmasına da yol açacaktı: *Metropol ekonomilerinden çevreye dönük sermaye hareketlerinde ani yavaşlama ve tersine dönüşlerden kaynaklanan finansal ve ekonomik krizler...*

Bu tür bunalımların bazıları ülke sınırlarının dışına taşı. Hatırlatalım: 1980'li yıllar boyunca Latin Amerika'yı sarsan borç krizleri, 1994'te Meksika'da patlak veren "Tekila krizi"nin yaygınlaşması, 1997'de Tayland'da patlak veren Doğu Asya krizinin 2002'ye kadar dalgalar halinde dünya ekonomisinin (Rusya dahil) tüm çevresine yayılması ve 2007-2008'de Batı'da patlak veren küresel finansal krizin çevre ekonomilerine yansması...

Bu krizlerin nedenine ilişkin yukarıda değindiğim ortak teşhis ("*sermaye hareketlerinde ani yavaşlama ve tersine dönüşler*") gecikerek kabul gördü. Neoliberal doktrinin kuramsal ("neoklasik") çekirdeğinde iktisadî kriz yer almaz. Üçüncü Dünya ekonomilerini sarsan sözü geçen krizler, bir süre, piyasaları bozan devlet müdahaleleri veya "piyasa dostu reformlar"ın eksik, gönülsüz uygulamaları ile açıklandı. Açık-seçik teşhisi koyan öncü bir çalışma, *Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı'nın* (UNCTAD'ın) Doğu Asya krizini çözümleyen 1998 Raporu²dur.

Teşhis, bugün yaygın kabul görmekte; IMF'nin dünya ekonomisini incelediği iki ana rapor (*World Economic Outlook* ve *Global Financial Stability Report*), yükselen piyasa ekonomileri ve gelişmekte olan ülkelerde kriz olasılıkları veya olguları incelerken sermaye hareketlerindeki olumsuz hareketleri dikkate almaktadır³.

Yaygın kabule göre, serbest sermaye hareketlerine açılan, uyum sağlayan çevre ülkelerinde makro-ekonomik bağlantılar ve büyüme dinamikleri zamanla dış kaynak akımları tarafından etkilenmekte; bazen belirlenmektedir. Bu akımlarda gerçekleşen sert olumsuzluklar, bir **dışsal şok** oluşturur. Bu şokun, ülke

² UNCTAD (1999) Özellikle Bölüm III. 1999 tarihli rapor aynı çözümlemeyi ek bulgularla geliştirmiştir.

³ IMF'nin ülke raporlarında da benzer tespit ve uyarılar sıradanlaşmıştır. Çok sayıda örnekten yakın tarihte Türkiye'ye ilişkin bir ilişkin bir uyarı: "*Ayrıca büyük boyutlu finansman gereksinimleri ve kısa vadeli sermaye girişlerinin yüksek payı dikkate alınırsa Türkiye, sermaye akımlarında tersine dönüşlere karşı kırılgandır.*" IMF (2018: 43). Benzer tespitler önceki Türkiye raporlarında da yer almaktadır.

ekonomilerini kriz ortamına sürükleyen uzantılarının incelenmesinde ve politika tartışmalarında ise, görüş ayrılıkları, doğal olarak sürmektedir⁴.

Türkiye'de Bakanlar Kurulu Ağustos 1989'da, Türk Parasını Koruma Kanunu'na dayanan 32 sayılı kararname ile sermaye hareketlerini serbestleştirdi. 1990 başlarında da IMF'nin ölçütlerine göre TL konvertibiliteye geçmiş olarak kabul edildi. O tarihten sonra Türkiye ekonomisi, yukarıda değindiğim türden dört krizden geçti: 1994, 1998-1999, 2001, 2008-2009 krizleri...

Sermaye hareketlerindeki dalgalanmaların çevre ekonomileri ve Türkiye üzerindeki etkilerini 2000 sonrasında çeşitli çalışmalarında inceledim. Bunlardan biri, sözünü ettiğim dört krizi aynı çerçeve içinde çözümledi⁵.

Mart 2018'den itibaren sermaye hareketlerinde önceki dört krizi hatırlatan olumsuz (ayrıca çalkantılı) bir tablo ortaya çıktı; Ağustos sonrasında “tersine dönüş” özelliği kazandı. Bu yazının kaleme alındığı tarihte (Aralık 2018'de), Türkiye ekonomisi, döviz ve finans piyasalarını kapsayan bir kriz ortamına girmiş bulunmaktadır. Bu ortamın, reel ekonomiye (iç talep, üretim, istihdam ve millî gelir kalemlerine) yansımaları da başlamıştır. Kapsamlı bir bunalımın başlangıç aşamasındayız.

Bu yazıda, bu krizin başlangıcına katkı yapan sermaye hareketlerini önceki dört krizle karşılaştıracam. Erken bir karşılaştırma olduğunu biliyorum. 2018 bunalımının süresi, derinliği ileride ortaya çıkacaktır; ama bu süreci ileriki tarihlerde inceleyecek çalışmalar için bu yazının bir giriş veya hareket noktası oluşturabileceğini umuyorum.

Kriz Takviminin Arka Planı

Krizleri tetikleyen sermaye hareketlerinin zaman içindeki seyri, bir anlamda “kriz takviminin arka planı” olmaktadır. Tablo 1'de bunu “sermaye hareketlerinin kriz takvimi” olarak ifade ediyorum.

Sermaye hareketlerinde yavaşlama, tersine dönüş, döviz, para, sermaye piyasalarını; ayrıca reel ekonominin farklı kalemlerini eş-zamanlı olarak etkilemez. Bunlardan her biri için ayrı “kriz takvimleri” oluşturulabilir. Ancak, dış kaynak akımlarındaki bozulmanın bir bunalıma dönüşmesi, genellikle finansal göstergelerle değil, GSYH verileriyle izlenir. “Sermaye hareketlerinin kriz takvimi”, Türkiye'nin

⁴ Örneğin 1990 sonrasında serbest sermaye hareketlerini Üçüncü Dünya'ya fanatik, adeta militan bir söylemle “pazarlayan” IMF, 2010 sonrasında tutumunu revizyondan geçirmiş; belli koşullarda dış kaynak akımlarının denetlenmesine “icazet” vermiştir. Örnek olarak bk. IMF (2012).

⁵ Boratav (2011). Bu makale Korkut Boratav, *Dünyadan Türkiye'ye, İktisattan Siyasete*, İstanbul 2015, Yordam Kitap (ss.93-135)'te de yer almaktadır.

geçmiş dört krizinde bazen hemen, bazen birkaç ay arayla başlayan GSYH'nın küçülmesi ile “reel ekonominin kriz takvimi”ne bağlandı.

İlk “takvim”, sermaye hareketlerinin 12 aylık aralarla izlenmesi ile oluşturuluyor. Bu hesaplama, iki ana kategori için ayrı ayrı yapıyor: **Yabancı sermaye** ve **toplam sermaye hareketleri**...

Toplam sermaye hareketleri, yabancı ve yerleşik sermaye akımları ile net hata ve noksan kaleminin toplamına eşittir. Türkiye iktisat yazınında **net hata ve noksan** kategorisi, bir süredir **kayıt dışı sermaye** olarak adlandırıldı. Bu yazıda ben de aynı terimi kullanacağım.

Önceki dört krizi incelerken, yabancı ve toplam sermaye hareketlerinin düşmesi ve en azından birinde on iki ay öncesine göre büyük boyutlu bir tersine dönme, “dışsal bir şok”un başlangıç işareti olarak yorumlandı; millî gelire taşınınca kriz takvimine dönüştürüldü. Olumsuz eğilimin son bulması, **sermaye hareketlerinin kriz takviminin bitişini** belirledi.

Dış kaynak akımlarının sonraki aylardaki seyri, 12 ay öncesine göre “düşme” ve “net çıkış” ayrımı yapılarak Tablo 1’de yer alıyor. Görüldüğü gibi, ilk dört krizde “sermaye hareketlerinin kriz takvimi” 12 veya 13 ayı kapsıyor.

Tablo 1: Sermaye Hareketlerinin Kriz Takvimleri

	1994	1998-99	2001	2008-9	2018, III-X
Yabancı sermaye: Düşüyor	12 ay	10 ay	11 ay	13 ay	7 ay
Yabancı sermaye: Net çıkış	10 ay	8 ay	8 ay	9 ay	4 ay
Toplam sermaye: Düşüyor	12 ay	12 ay	12 ay	12 ay	6 ay
Toplam sermaye. Net çıkış	8 ay	6 ay	7 ay	4 ay	5 ay
Toplam kriz süresi	13 ay	12 ay	12 ay	13 ay	8 ay

Kaynak: Boratav (2011) ve TCMB 2010 ve önceki Ödemeler Dengesi tabloları.

2018’i önceki krizlerle karşılaştırmanın ilk adımı, Mart ve sonrasında sermaye hareketlerinin özetini içererek Tablo 2’de atılıyor. 2018 takvimi henüz tamamlanmamıştır ve aşağıda da görüleceği gibi başlangıç ayı da tartışmalıdır.

İlk dört krizde **yabancı sermaye hareketlerindeki düşme**, çoğunlukla, **net çıkışa** dönüşmektedir. Buna karşılık **toplam sermaye hareketleri** için aynı durum, sadece 1994 ve 2001 krizi için geçerlidir. Yüksek düzeyli kayıt dışı sermaye girişleri, 2008-2009 krizinde dışsal şoku hafifletmiştir. 1998-1999 ve 2008-2009’da yerli şirket, banka ve rantiyeler dış dünyaya sermaye ihracını kısarak veya dış yatırımlarından Türkiye’ye net aktarım yaparak benzer bir katkı yapmışlardır⁶.

⁶ 2008-2009 krizinin on üç ayı boyunca net hata / noksan (NHN) kalemi, toplam olarak +11,7 milyar dolar; önceki on üç ayda ise -3,1 milyar dolardır. Sözü geçen dört krizde tüm kalemlerin ayrıntılı incelemesi için bk. Boratav (2011)

2018 Mart-Ekim: Sermaye Hareketleri

Tablo 2, Mart-Ekim 2018 arasında yabancı ve toplam sermaye hareketlerini 2017 ile karşılaştırıyor. Önceki dört krizde izlenen ölçütlere göre, “sermaye hareketlerinin kriz takvimi” Mart 2018’de başlamış görünüyor: Bu ayda, hem yabancı, hem toplam sermaye hareketleri “düşme”nin ötesinde “net çıkış” göstermektedir. Yabancı sermaye akımları, dört ay sürekli düşmekte; Temmuz’daki kesinti sonrasında aynı eğilim geri gelmektedir.

Tablo 2: Mart-Ekim 2017/2018 Sermaye hareketleri (Mn. Dolar) ve Dolar ortalama fiyatı

	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim
2017 Yabancı Sermaye	3033	5444	7856	6016	-732	3018	4505	7646
2018 Yabancı Sermaye	-2443	5200	2732	-2088	2306	-3086	-1892	968
2017 Toplam Sermaye	600	-98	7815	6755	2316	4313	5378	8829
2018 Toplam Sermaye	-51	8475	3436	-3895	4812	-9927	-5272	-1023
Dolar/ TL	3,815	4,068	4,433	4,631	4,771	5,931	6,334	5,826

Kaynak: TCMB Ödemeler Dengesi tabloları ve Bank of International Settlements (BIS), ABD dolar kurları, aylık ortalamalar.

Bu olumsuz görüntüyü, toplam sermaye hareketleri hafifletmektedir: Nisan ve Temmuz 2018’de bu bilanço, bir yıl öncesine göre, özellikle kayıt dışı akımların katkısıyla olumlu seyretmiştir. Öyle ki, Temmuz 2018’de, Mart’ta başlayan dışsal şokun son bulduğu izlenimi oluşmuştur. Ancak, Ağustos-Ekim’de her iki kalem de üst üste net çıkış göstermiştir. Sonraki ayların verileri ve ekonominin seyri, belki de, sermaye hareketlerinin kriz takvimini Ağustos 2018’de başlatacaktır.

Dışsal şokun ilk yansıması döviz piyasalarında oldu. ABD doları / TL’in aylık ortalama fiyatları Tablo 2’nin son satırında yer alıyor. Ekonominin dış kaynak akımları bakımından olumsuz bir konjonktüre girdiği algısı Mart’tan itibaren yerleşmiş olmalı ki, yabancı sermaye girişlerinin arttığı Nisan ve Temmuz aylarında dahi dolar fiyatı yükselmeyi sürdürmüştür. Buna karşılık, döviz kurlarının yükselmesi, sermaye hareketlerinin net çıkışa yöneldiği Ağustos’ta hızlanacak; Eylül’de zirveye çıkacaktır.

Tablo 3, Mart / Ekim 2017 ve 2018'de sermaye hareketlerinin ana kalemlere ayrışmasını gösteriyor. İlk iki sütun, dönemin tümünü içeriyor. 2018 dışsal şokunun yoğunlaştığı Ağustos-Ekim ayları son iki sütunda ayrıca kapsanıyor ve 2017 ile karşılaştırılıyor.

Tablo 3: Mart-Ekim 2017/2018: Sermaye hareketlerinin ana kalemleri, Milyon dolar,

	2017 III+X	2018 III+X	2017 VIII+X	2018 VIII+X
Yabancı sermaye	36.882	811	15.209	-4.768
Yerli sermaye	-4.087	-22.045	-2.411	-16.534
Kayıt dışı sermaye	3.142	17.592	5.732	5.011
Rezerv hareketleri	5.993	-19.300	9.313	-9.838
Cari denge	-29.944	-15.658	-9.217	6.453
Toplam sermaye	35.937	-3.435	18.530	-16.212
Sıcak yabancı sermaye*	12.542	-6.149	5.005	-6.218
Borç yaratan sermaye*	26.716	-5.713	11.397	-7.637
Doğrudan yatırım	8.124	8.118	3.447	3.149

Kaynak: TCMB Ödemeler Dengesi tabloları **Not: (*)** Bazı ortak öğeler içerildiği için ikili sayma söz konusudur.

2017 Mart / Ekim ayları, Türkiye'nin otuz yıllık dış ekonomik ilişkilerinin (kriz dönemleri dışındaki) "olağan" görüntüsünü tekrarlamaktadır: ***Ekonomi cari açık vermekte; "yerli burjuvazi" dış dünyaya sermaye ihraç etmekte; ortaya çıkan dış finansman gereksinimi yabancı sermaye girişleriyle karşılanmaktadır.***

Sermaye girişleri dış finansman gereksinimini aşınca rezerv birikimi gerçekleşir. Ana eğilim böyledir. 2017'nin Mart-Ekim döneminde de kayıtlı ve kayıt-dışı sermaye girişleri, cari açık ile yerleşiklerin sermaye ihracı toplamını aşmakta; rezervler de yükselmektedir.

2018'in ilk sekiz ayında ise, görüntü tamamen değişmiştir. ***Yabancı sermaye girişlerinde sert bir gerileme ve yerli sermaye ihracının tırmanması, toplam sermaye hareketlerini "net çıkış"a taşımıştır.***

"Sıcak para" (öncelikle portföy) girişleri ve kredi akımı, bu sekiz ayda net çıkış göstermiştir. Yabancı bankalar, alacaklarının anaparasını tahsil etmeye başlamıştır. Doğrudan yabancı yatırımlar ise istikrarlı seyretmiştir. "Batan geminin mallarını ucuza kapatma" fırsatçılığı devreye girmiş; sabit varlıklardan çıkışı frenlemiştir.

Nedenlerini ileride tartışacağım iç talepteki daralma cari açığı yüzde 48 oranında aşığı çekmiştir. Ancak, bu etkenle hafifleyen dış finansman gereksinimi, yerli burjuvazinin yükselen sermaye ihracıyla (ve fazlasıyla) artmıştır. Dış finansman sorunu rezervlerdeki erime ve kayıt dışı sermaye girişleri ile karşılanmıştır. 2008-2009 krizinde ortaya çıkan “esrarengiz” kayıt dışı sermaye girişleri, bu sekiz ayda yükselen bir tempoyla (\$11,7 milyar → \$17,6 milyar) tekrarlanmıştır.

Bu sekiz ayın Ağustos-Ekim 2018 bölümüne tablonun son sütunlarında ayrıca (ve 2017'nin aynı dönemiyle birlikte) yer veriyoruz. Zira, bu üç ay, tam anlamıyla bir “ödemeler dengesi krizi” oluşturmaktadır. 12 ay öncesinin tam karşıtı söz konusudur: ***Yabancı ve toplam sermaye hareketlerinde 21,3 milyar dolarlık net çıkış*** gerçekleşmektedir. Yabancı sermayenin 4,8 milyar dolarlık net çıkışına, yerli sermayenin (büyük ölçüde bankalardan kaynaklanan) 16,5 milyar dolarlık net çıkışı eklenmektedir.

Ağustos-Ekim 2018'de ekonominin dışsal şoku, yabancı sermaye çıkışlarının ve yerli sermaye ihracının finansman sorunu biçiminde ortaya çıkmıştır. 21,3 milyar dolarlık net çıkışın finansmanı üç “istisnai” kalemlle sağlanmıştır: 6,5 milyar dolarlık kayıt dışı sermaye girişi, 9,8 milyar dolarlık rezerv erimesi ve 5,0 milyar dolarlık cari işlem fazlası...

Bu üç kalemin toplamı, dış finansman gereksinimine eşittir; ama üçü de “istisnai”dir. Zira, kayıt dışı para “esrarengiz”dir; ekonomik analize uygun değildir. Rezerv erimesi, sürdürülemez; felâket eşğine ulaşınca son bulur. Cari işlem fazlası ise, Türkiye ekonomisinin büyüme sürecinin ithalata bağımlılığını ortadan kaldıran bir yapısal dönüşümü içermemektedir. Tam aksine, ekonomik bunalımın yansımasıdır. İç talepteki ve üretimdeki daralma (yoksullaşma) belirleyicidir: Bu üç ayda ekonomiyi cari işlem fazlasına taşıyan ana etken mal ve hizmet ithalatındaki yüzde 20,2'lik (13 milyar dolarlık) daralmadır. Mal/hizmet ihracatındaki artış ise yüzde 5,5'le sınırlı kalmıştır.

Hazine/Maliye bakanı Berat Albayrak'ın “makro-ekonomik dengelenme” iddiası boştur. Türkiye, serbest sermaye hareketleri döneminde çevre ekonomilerinin tipik kriz senaryosu⁷ ile karşı karşıya kalmıştır: Finans kapitalin alacakları ve talepleri, ekonomi cari işlem ve bütçe fazlaları yaratarak; toplum yoksullaşarak ödenecektir.

“Dışsal Şok”un Büyüklüğü, Etkileri

Dış kaynak akımlarının makro-ekonomik etkileri nasıl izlenebilir? İki dönem arasında bu akımlarda belirlenen fark önem taşır. Pozitif değerler (dış kaynak akımlarındaki artışlar) ekonomiyi genişletici; negatif değerler (azalışlar) ise, daraltıcı

⁷ Türkiye'nin 2018 krizi ile 1998 Doğu Asya krizi arasındaki benzerlikler için ayrıca bk. Krugman (1998). Krugman, bu yazısında Türkiye için, sermaye hareketlerinin bir süre denetlenmesine ve bazı dış borçların ödenmemesine dayalı bir kriz yönetimi de öneriyor.

doğrultuda etkileyecektir. Bu değerlerin, ilk dönemin dolarlı millî gelire oranlanması, etkilerin görelî gücünü yansıtır.

Dolarlı millî gelir verilerinin, iktisadî çözümlenmelerde yarattığı sorunlara bu inceleme çerçevesinde kısaca değinmek gerekiyor. Millî gelir, yerli paralarla sürdürülen, işlem gören, fiyatlandırılan faaliyetlerde yaratılan katma değerlerin toplamıdır. Bu toplam, dolara dönüştürüldüğünde, TL'nin reel olarak değer yitirmesi ("dövizin reel olarak pahalılaşması"), dolarlı millî gelir toplamını yapay olarak düşürür. Böylece, sabit fiyatlı millî gelirin büyümeyi sürdürdüğü aylarda dahi, dolarlı millî gelir küçülebilecektir.

Bu durum, 2018'de Türkiye ekonomisinin gelişiminde gözleniyor. TÜİK, sabit fiyatlı (veya yeni terminoloji ile "hacim endekslî") GSYH'nın Ocak-Ekim 2018'de yüzde 4,5 büyüdüğünü tahmin etmiştir. Bu istatistik geçerli oldukça, son üç ayda ortaya çıkan bir küçülme dahi, 2018 reel millî gelirin bir önceki yıla göre artmasını önleyemeyecektir. Nitekim, IMF Türkiye'nin 2018 sabit TL'ye göre büyüme oranını yüzde 3,5 öngörmektedir.

Buna karşılık IMF'nin 2018 Türkiye'si için öngördüğü dolarlı GSYH, bir önceki yılın yüzde 16,2 altındadır. Nedeni, IMF'nin 2017 ortalama dolar kurunu 3,648 TL olarak belirlemesi; 2018 ortalama kurunu ise 4,998 TL düzeyinde tahmin etmesidir⁸.

Bu sorunları bu yazıda aşmamız mümkün değildir. Esasen, sermaye hareketlerinden kaynaklanan bir ödemeler dengesi krizinin ileriki aşamalarında TL ile üretilen, elde edilen millî hasıla kalemlerinin dış dünyaya aktarımı söz konusu olduğu için, dışsal şokun dolarlı millî gelire göre belirlenen ağırlığı, analitik olarak da anlamlıdır.

Tablo 4, Türkiye ekonomisinin önceki dört krizinde gerçekleşen negatif dışsal şoku, krizden bir önceki dönemin dolarlı millî gelire oranlamaktadır⁹. Dışsal şokun, millî geliri daima aşağı çektiği; ancak, bu etkinin iç ve dış ekonomik konjonktürün diğer öğelerine (örneğin ulusal para, maliye politikalarına, dış talebe, uluslararası finansal ortama) bağlı olarak zaman içinde değiştiği gözlenmektedir.

⁸ 2017 ve 2018 GSYH IMF verileri, 851521 ve 713530 milyon dolardır. Aynı yılın cari fiyatlı GSYH düzeyleri ise IMF veri bankasında 3106537 ve 3566407 milyon TL olarak yer alıyor. Ortalama dolar kurları bu verilerden türetiliyor. TL'nin "reel olarak" değer yitirmesi, doların iç fiyatlardan daha hızlı artışı anlamına gelir. Enflasyon, dolar hareketlerini tamamen izleseydi, cari fiyatlı ve dolarlı GSYH arasındaki büyüme hızları farklılaşmazdı.

⁹ 13'er ay süren 1994 ve 2008-9 krizlerinde on üç aylık "dışsal şok" toplamı millî gelire oranlanırken, GSYH serileri on üç aya (yani "yukarıya doğru") ayarlanmıştır. Bk. Boratav (2011).

Tablo 4: Krizlerde sermaye hareketlerinde “tersine dönüş”/Millî gelir; büyüme etkisi (%’ler)

	1994	1998-99	2001	2008-9	2018,III-X	2018,VIII-X
Yabancı sermaye: Değişim/GSYH	-6,5	-6,4	-7,4	-10,8	-5,6	-9,3
Toplam sermaye: Değişim/GSYH	-4,1	-7,4	-8,7	-5,4	-6,1	-16,1
Büyüme oranı	-6,1	-3,5	-5,7	-7,4	+3,3*	1,6**
Reel döviz fiyatı değişim	+63,3	+1,4	+54,7	+19,3	+44,3	+44,3

Kaynaklar: TCMB Ödemeler Dengesi tabloları; TÜİK 2017 GSYH tabloları; dolarlı millî gelir için IMF *World Economic Outlook* veri bankası; reel efektif döviz kuru için BIS’in reel efektif döviz kuru (tüketim tabanlı) verileri. **Not:** Reel efektif döviz fiyatı değişim oranı, kriz döneminde ulaşılan en yüksek düzeylerden hesaplanıyor. Son iki sütundaki yüzde 44,3, Eylül 2017 ile Eylül 2018 arasındaki değişim oranıdır. (*)2018, Nisan- Eylül büyüme hızı. (**)2018, Temmuz-Eylül büyüme hızı.

Benzer bir hesaplama (tablonun son iki sütununda) 2018’in Mart-Ekim ve Ağustos-Ekim dönemleri için de yapılmaktadır.

Tabloda kapsanan 2018’e ait sermaye hareketlerinin sekiz ayı, reel ekonomideki sonuçları bakımından önceki dört krizle farklılık göstermektedir. Önceki dört krizin üçünde (1994, 2001 ve 2008-2009) sermaye hareketlerindeki kriz takvimi, aşağı yukarı eş-zamanlı olarak millî gelir verilerine yansımıştır. 1998-1999 krizinde ise sermaye hareketlerinin gerilemesi Temmuz 1998’de başlamış; GSYH’nın küçülmesi ise, altı ay sonra (Ocak 1999’da) başlamıştır¹⁰.

Mart-Ekim 2018 sermaye hareketlerinde gözlenen bozulmanın millî gelir üzerindeki etkileri önceki üç krizdeki gibi eş-zamanlı olsaydı, 2018 Nisan-Ekim GSYH verilerine yansır. TÜİK, bu altı ayda GSYH’nın yüzde 3,3 büyüdüğünü belirlemiştir.

Sekiz aylık dönemin ilk beş ayında “dışsal şok”un dalgalı seyri, “sermaye hareketleri kriz takvimi”nin Ağustos 2018’de başladığı tespitine yol açabilir. Bu durumda, önceki krizlerle paralellik kurulursa, millî gelir verilerinin 2018’in üçüncü veya dördüncü çeyreğinde etkilenmesi beklenir. Sermaye hareketlerinde yüksek oranlı Temmuz artışını (bk. Tablo 2, sütun 5) da içeren üçüncü çeyrek büyüme hızını, TÜİK yüzde 1,6 olarak belirledi.

Sekiz aylık Mart-Ekim dışsal şokunu bir önceki yılın (2017’nin) dolarlı millî gelirine bağlarken dokuz aylık (Nisan-Aralık) GSYH verisi kullanıldı ve bir aylık

¹⁰ 1998-99 krizinin sermaye hareketleriyle bağlantısı, Ağustos 1999 depreminin etkileri nedeniyle 1999’un ilk altı ayının millî gelirine oranlanarak ölçülmüştü.

farkı dikkate alan bir ayarlama yapılmadı. Ağustos-Ekim aylarının “tersine dönüş” sayıları ise, yine üç aylık (Temmuz-Eylül) dolarlı GSMH hesabına oranlandı¹¹.

Mart 2018 sonrasında sermaye akımlarında gözlenen gerileme, daha şimdiden önceki dört krizde gözlenen görece büyüklüklere yaklaşmış veya ulaşmıştır. Son üç ayda (Ağustos-Ekim 2018’de) gözlenen “tersine dönme” ise önceki krizlerin üst sınırlarını (2008-2009’da yabancı sermayedeki daralma hariç) aşmıştır.

Son üç ayda toplam sermaye akımlarındaki daralma, 2017’in üç aylık millî gelirini yüzde 16 oranında aşmıştır. Dışsal şokun bu boyutu dikkat çekicidir ve büyüme üzerindeki etkisi merak uyandırıcıdır. Bir benzerlik, 2008-2009 krizinin en sert dönemi olan Ocak-Mart 2009’da yabancı sermaye akımları için söz konusudur: 12 ay öncesinin üç aylık dolarlı millî gelirine göre yüzde 13,5 oranında gerileme¹²... Sonuç, üç aylık sabit fiyatlı GSYH’nın da yüzde 14,7 oranında düşmesi oldu. 2018’in son çeyreğinde de sert bir küçülme, şaşırtıcı olmamalıdır.

Bu noktada, 2008-2009 sonrasında Türkiye ekonomisinin küçüldüğü tek çeyrek dönemin (Temmuz-Eylül 2016’nın) sermaye hareketlerine odaklanalım. Tablo 5, bu üç ayın sermaye hareketlerini (milyon dolar olarak) on iki ay öncesiyle karşılaştırıyor.

Tablo 5: Bir küçülme dönemi: Temmuz-Eylül 2016’da “dışsal şok”: (Milyon dolar ve %)

	2015, Temmuz-Eylül	2016, Temmuz-Eylül	“Dışsal şok”/GSYH
Yabancı sermaye	6443	-480	-3,0
Toplam sermaye	5418	3396	-0,9
Büyüme oranı	+3,9	-0,9	---

Kaynaklar: IMF veri tabanı; TÜİK GSYH, TCMB Ödemeler dengesi tabloları

Tablonun ilk iki sütunundan hesaplanan sermaye hareketlerindeki gerileme düzeyi, son sütunda, 2015’in üçüncü çeyreğinin dolarlı millî gelire oranlanıyor¹³. 2016’nın kısa süreli dışsal şokunun, böylece, millî geliri de eş-zamanlı olarak etkilediği belirleniyor.

2016’nın üçüncü çeyreğinde gerçekleşen bu eş-zamanlı yansıma, Mart 2018 sonrasında niçin gözlenmedi?

1998-1999’da sermaye hareketlerindeki gerileme ile küçülen GSYH arasındaki altı aylık gecikme 2019’da da gündemde olabilir. TÜİK’in Temmuz-

¹¹ Yıllık dolarlı millî gelir toplamalarının dönemsel büyüklüklerini, TÜİK’in cari fiyatlı millî gelir verilerindeki paylara göre hesapladım. 2017 GSYH’nın altı aylık Nisan-Eylül döneminin yıllık toplamdaki payı yüzde 76,1’dir. Üç aylık Temmuz-Eylül döneminin GSYH payı ise yüzde 25,3’tür.

¹² Bk. Boratav (2011), Tablo 2d.

¹³ Hesaplama bir önceki dipnottaki yöntemi, 2015 Temmuz-Eylül GSYH için de uyguladım. 2016’nın “şok”u izleyen son üç ayda yabancı sermaye akımları (2015’e göre) 1 milyar dolar gerilemiş; toplam sermaye ise 2 milyar dolar artmış; bu dışsal etkenler millî gelirden yüzde 4,2’lik bir büyüme temposuna refakat etmiştir.

Eylül 2018 verileri, küçülme ivmesinin başladığını ortaya koyuyor: Üç büyük üretken sektör (inşaat, sanayi, tarım), düşme veya sıfır büyüme güzergâhına girmiştir. Harcamalar hesabına geçildiğinde, iç talebin iki temel ögesi (sermaye birikimi ve özel tüketim), düşmekte veya sıfır büyüme civarında seyretmektedir.

İç talebi etkileyen tek kalem, cari kamu harcamalarında yüzde 7,5'lik artıştır. Bu kalem, kamu personeline ve yatırım dışı alımlar için müteahhitlere yapılan ödemeleri içerir. Üretime göre hesaplanan GSYH'da bu katkılar, hizmetler sektörünün ortalamayı aşan (yüzde 4,5'lik) büyüme temposuna yansımıştır. Zira, bu sektördeki artışın ana payı da yüzde 10,2'lik bir büyüme ile "kamu yönetimi"ne düşmüştür. Seçim ekonomisi, böylece, üretken olmayan, özel tüketimi dahi besleyemeyen devletin şişkinleşmesi sonucunu vermiştir.

Bu verileri, 2018'de ekonominin seyrini etkileyen iki karşıt etkenin bilançosu olarak da yorumlayabiliriz: ***Sermaye hareketlerinde kriz takvimi ile Haziran 2018 ve Mart 2019 seçimlerine odaklanan iktidarın genişlemeci malî ve parasal politikaları...*** Bu karşıtlık, Nisan sonrasında yükselen enflasyona, bütçe ve cari işlem açıklarına yansdı; Cumhurbaşkanı da, finans kapitale ve "yüksek faiz"e karşı başlattığı söylemle gerilimi tırmandırdı.

Ne var ki, döviz piyasalarından borçlu şirketlere, giderek bankalara taşınan Ağustos şoku, gerilimin sürdürülemezliğini ortaya çıkardı. Berat Albayrak, Londra'da finans kurumlarının üst düzey yöneticileriyle yaptığı görüşme sonunda politika güzergâhını değiştirdi. Eylül'de TCMB politika faizinin yüzde 24'e çekilmesi ve 2019 için daraltıcı maliye politikalarını hedefleyen Yeni Ekonomi Programı (YEP) ile iktidar finans kapitale teslim oldu¹⁴.

Kamu yatırımlarında, teşviklerde ve sosyal harcamalarda büyük boyutlu daralmaları hedefleyen YEP, aslında Nisan 2018 tarihli IMF'nin Türkiye raporunda yer alan önerileri içermektedir (bk. IMF, 2018) ve 2019 bütçesi bu hedeflere göre hazırlanmıştır. Cumhurbaşkanı ve hükümet, aynı zamanda vergi indirimleri ve teşvikler yoluyla 2018'in politikalarını sürdürmeye çalışmaktadır. Yukarıda sözünü ettiğim dışsal ve içsel iki karşıt etken hâlâ geçerlidir.

İktidarın dış dinamiklere karşı direnme çabalarının beyhude olduğu, Ağustos 2018'de ortaya çıktı. Bu yazının başında değindiğim *sermaye hareketlerinde ani yavaşlama ve tersine dönüşlerden kaynaklanan finansal ve ekonomik kriz* türlerinin dünyadaki ve bu yazıda gözden geçirilen Türkiye'deki bilançoları, bu karşıtlıkta dışsal etkenlerin belirleyici olacağını göstermektedir. Bugün (Aralık 2018'de) ufukta görülmeyen olağan-dışı dış kaynak akımları gündeme gelmedikçe 2018'in son çeyreği ve sonrasında Türkiye ekonomisinin sert bir ekonomik bunalım yaşayacağını tahmin ediyorum.

Mart 2018'de başlayan dışsal şok son bulunca ve veriler olgunlaşınca, bu yazının "devamı" kaleme alınabilir.

¹⁴ Bu sürecin aşamalarını Sol Haber Portalı'nda 2018'de yayımlanan çeşitli yazılarımda izledim, eleştirdim.

KAYNAKÇA:

Boratav, Korkut (2011) “Serbest Sermaye Hareketleri ve Kriz-Küçülme Dönemeçleri: 1990-2010”, *Bilsay Kuruç’a Armağan* Ankara, Mülkiyeliler Birliği Yayını.

IMF (2018), *Turkey: Staff Report for Article IV Consultation*, Nisan 2018.

IMF(2012), *The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View*.

UNCTAD (1999), *Trade and Development Report 1998*, United Nations, New York and Geneva

Krugman, Paul (2018) “Partying Like It’s 1998”, *New York Times*, 11.Ağustos 2018.

Türel, Oktar (2017) *Küresel Tarihçe 1945-79*, İstanbul, Yordam Kitap.

