



Abant İzzet Baysal Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi - Journal of Social Sciences
Cilt/Volume: 2007-1 Sayı/Issue: 14

PARA, DÖVİZ VE SERMAYE PİYASALARI ARASINDAKİ İLİŞKİLER VE İSTİKRARSIZLIK DÖNGÜSÜNE KATKI YAPAN DİNAMİKLER: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Kemal ÇAKMAN*
Ümut ÇAKMAK**

Özet:

1989'da sermaye piyasasını açmasından sonra 2003 yılına dek, Türkiye'de iç borç-servisi, faiz ödemelerinin, borç stokunun ve kamu-açığının GSMH'ya oranı gibi temel değişkenler bozulma trendine girmiş ve iki büyük finansal kriz yaşanmıştır. Her iki krizden önce, faiz/kur makasının faiz lehine açılması, reel-kur endeksinde, kısa-vadeli sermaye-girişinde, büyüme hızlarında ve cari-ışlemler-açığında önemli artışlar gözlenmiş; tüm bu temel makro değişkenlerdeki hareket, krizi takip eden yıl boyunca sert bir şekilde tersine dönmüştür. Bu makale, söz konusu istikrarsızlık döngüsünü yaratan para döviz ve sermaye piyasaları arasında iç-içe geçmiş dinamiklerin ve seçilmiş temel makro-değişkenler arasındaki etkileşimlerin bir analizini, özellikle piyasa beklentileri üzerine vurgular yaparak sunmaktadır.

Anahtar Kelimeler: İstikrarsızlık Dinamikleri, Para/Döviz Piyasası, Faiz/kur Makası, Tasarruf Açıkları..

Abstract:

Following the opening of her capital account in 1989, fundamentals such as the domestic debt service ratio and the ratios to the GNP of budget deficits, public debt and interest payments have deteriorated until 2003 and meanwhile Turkey experienced two financial crises in 1994 and 2001. The real-exchange rate index, the growth rate, short term foreign capital flow and the current account deficit, all, increased for a year or two prior to both crises; and the

* Prof. Dr., Gazi Üniversitesi, İ.İ.B.F., İktisat Bölümü Öğretim Üyesi, kemalcakman@yahoo.com, Tlf: 0312 2126853/1521

** Dr. Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F, İktisat Bölümü Araştırma Görevlisi, ucakmak@gazi.edu.tr, Tlf:03122126853/1507

said four variables fell during the year immediately preceding the crisis. The authors offer an analysis of the relationships between the money, bond, capital and exchange markets and among the key fundamentals that have given rise to these cycles of instability and the dynamics involved therein, with special emphasis on expectations.

Keywords: Dynamics of Instability, Money and Currency Markets, Interests and Exchange Rates, Savings Gaps.

I. GİRİŞ

Ülkenin karşılaşmış olduğu para/döviz krizleri ve hızlı devalüasyonlar gibi olumsuz deneyimlerin anısı ve benzer deneyimlerin tekrarlanma olasılığını içeren ve de Kamu Borçlanma Gereksinimi'nin (KBG), enflasyonun ve iç-borç servisinin yüksek olduğu bir ekonomik ortamın varlığı, Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) alıcılarını yüksek risk-primi talep etmeye yöneltir. Yüksek enflasyon ortamında belirsizlikten kaynaklanan faiz ve kur risklerini karşılayabilmek amacıyla gelecek hakkındaki tahminlerine genişçe bir güven-aralığı ekleyen ekonomik ajanlara bono satabilmek için Hazine, vadeyi kısaltmak ve yüksekçe bir faiz ödemek zorunda kalır. Çünkü yüksek KBG'nin var olduğu durumlarda, DİBS piyasası bir "alıcı piyasası"dır ve ekonomik ajanlar, Hazine'nin, ihalelerde ilan ettiği minimum miktarı almak zorunda olduğunu; almadığı takdirde, Merkez Bankası avanslarına başvurulmak durumunda kalınacağını bilirler --ki bu enflasyonist baskı anlamına gelir. Dolayısıyla Hazine vadesi kısa ve nominal-faizi yüksek ihraçlar yapma durumunda kalır. Bu, *cet.par.*, bir dönem sonraki iç borç servisini ve KBG'yi yükseltici bir etki yapar. Bu da, kamu-tasarruf açığına ilişkin makro değişkenlerde ve beklentilerde bozulma yaratacak ve *cet.par.*, büyük olasılıkla DİBS alıcısının talep ettiği risk primini yükseltici bir etki yapacaktır.

Bu gibi bir argümanın içerdiği mantık zincirindeki *cet.par.*ın örtük içeriğinde önemli mülahazalar ve şerhler saklıdır. Örneğin yukarıda özetlenen etkileşim zinciri, nominal-faizi (f_n) arttıran bir etki yapar. Ama başka bazı faktörler bu etkiyi dengeleyip tersine bile çevirebilir: Örneğin gelecek bir yıl içinde, $|CIA|$ 'nı önemli ölçüde aşan bir pozitif net sermaye hareketi bekleniyorsa ve bunun sonucu olarak döviz-kuru artış-oranının enflasyonun çok altında oluşacağı beklentisi piyasada yaygınsa,

bu durumda DİBS'lerin döviz bazında getirisi daha da yükseleceği için nominal-faizler rekabetçi bir biçimde düşecektir. f_n üzerindeki bu aşağı istikametteki etki, yukarıdaki paragrafta açıklanan dinamikten kaynaklanan vektörlerin yukarı istikametteki etkilerini telafi edebilir ve hatta tersine bile çevirebilir. Para ve YTL cinsinden borç-verilebilir-fonlar piyasası ile döviz piyasası arasındaki bu tür etkileşimlere, aşağıdaki başlıklar altında daha etraflıca değineceğiz.

II. YÜKSEK ENFLASYON ORTAMINDA BELİRSİZLİĞİN FAİZLERİ YÜKSELTİCİ ETKİSİ VE YARATTIĞI ETKİLEŞİM ZİNCİRİ

Yüksek enflasyon oranı, belirsizliği; belirsizlik de, reel-faizi arttırıcı etkiye sahiptir. Belirsizliğin reel-faizi arttırıcı etkisini bir rakamsal örnekle açıklayalım: Enflasyonun %3 olduğu bir ülkede, iktisadi ajanlar, eğer yaptıkları ortalama-tahminin $\pm\%30$ 'luk bir hata aralığı içinde %99 ihtimalle tutacağını düşünüyorlarsa ve gelecek yılın enflasyonunun bu yılki kadar olacağını tahmin ediyorlarsa, %99 güven atfettikleri tahmin aralığı %2.1 - %3.9 olacaktır. Bu durumda tasarruf sahibi, en kötü senaryoda %2 reel-faizi kabul ediyorsa, %5.9 gibi bir faiz oranından Hazine Bonusu almaya razı olacaktır. Halbuki enflasyonun %80 seyrettiği bir ülkede belirsizlik daha yüksek olduğu için, tasarruf sahibinin, tahmin hata-aralığını $\pm\%30$ 'un çok üstünde düşünmek istemesi oldukça rasyoneldir. Ama biz gene de piyasadaki aktörlerin ortalama olarak "Gelecek yıl enflasyon oranı, %99 ihtimalle *"bu yılki kadar $\pm\%30$ olacak"* tahminini yaptığını varsayalım. O zaman, tasarruf sahibi, enflasyonun %56 - %104 arasında olacağını tahmin ediyor demektir. Öyleyse, en kötü senaryoda 0 reel-faize razı olacak tasarrufçuya bile ancak %104 (veya daha yüksek) bir faiz sunarak Hazine Bonusu satılabilecektir. Bu durumda, eğer $t+1$ 'deki enflasyon oranı, piyasa aktörlerinin tahminlerinin ortalaması olan $e_t = \%80$ olarak gerçekleşecek olursa, tasarrufçu 24 puanlık (veya %15'lik) bir reel-faiz elde edecektir. Hele bu arada, enflasyonu düşürmek konusunda hükümet politikaları beklenenden daha başarılı olur da $e_t = \%70$ olarak gerçekleşecek olursa, tasarrufçu, 34 puanlık (veya %22'lik) bir reel-faiz elde etmiş olur. Bu, tasarrufçu açısından memnuniyet vericidir; ama yüksek reel-faiz, fiziki yatırımlar üzerinde olumsuz bir etki yaratacaktır: Yatırım oranı ve dolayısıyla, *cet.par.*, büyüme oranı beklenenden düşük olacaktır.

Her-halükârda, bu örneğin de simgelediği üzere enflasyon oranı ne denli yüksekse belirsizlikten kaynaklanan risk-priminin miyasy ve de iç-borçlanma senetlerinin hem nominal hem de (*cet.par.*) reel-faiz oranları o denli yüksek oluşur ve faiz/kur makası büyük olasılıkla faiz lehine açılır. Reel-faizlerin yüksek olması, yatırım ve büyüme oranı üzerinde olumsuz etki yapmanın yanı-sıra, faiz ödemelerinin reel-yükünü de arttıracığı için, KBG ve iç borç servisinde *cet.par.*, reel artışlar oluşur; bu da beklentileri olumsuz istikamette etkiler.¹ Öte yandan faiz-kur makasının faiz lehine açılması, *cet.par.*, kısa-vadeli sermaye-girişini (KVSG) yükseltir; yükselttiği ve “giriş” sterilize edilmediği derecede piyasalarda artan likidite, büyüme oranı üzerinde yüksek reel-faizin negatif etkisini dengeleyen ve hatta tersine çeviren bir etki yaratabilir.

Ama bu gelişmelerin başka bir olumsuz etkisi vardır: Artan KVSG sterilize edilmediği derecede, yurt-içi döviz piyasasında döviz arzını arttıracak ve dövizin TL fiyatı, KVSG artmış olmasaydı varmış olacağı düzeyin altında kalacaktır. Dolayısıyla kur artış oranı büyük ihtimalle enflasyon oranının altında oluşacak² ve böylece ulusal para (olasılıkla hızlıca) reel-değer kazanmaya başlayacaktır. Bu, bir yandan *cet.par.*, GSYİH’ı ve kişi başına düşen milli hasılayı döviz cinsinden yükseltir; ama diğer yandan da dış ticaret açığını ve cari işlemler açığını yükseltici etki yapar. Bu son etkinin birikimi ise, kısa vadede olmasa bile daha uzun vadede, bir para/döviz krizinin oluşması için gerekli zeminini hazırlamakta önemli bir rol oynayabilir.

Dolayısıyla yüksek enflasyonist ortamda, geleceğe ait enflasyon-oranı tahmini ve hesaplamaları yaparken kullanılan destenin içinde bir de kur-riskine ait “joker” vardır: Yukarıdaki örnek bağlamında, t+1 yılında döviz-kuru artış-oranı enflasyon oranının ne denli altında seyrederse, DİBS’lerin döviz cinsinden getirileri, TL cinsinden reel getirilerinin o denli üstünde gerçekleşecektir. Bu; $f_n > e > dk^3$ eşitsizliğinin (saadet zincirinin) bir müddet daha devam edeceği beklentisini yaratan --ve de besleyen-- dinamiğin önemli bir parçasıdır ve sıcak para girişini teşvik eder. Böylece artan KVSG, döviz arzını arttırarak döviz-kuru üzerinde aşağı istikamette baskı yapar ve dolayısıyla faiz kur

¹ Burada dikkate değer bir paradoksla karşılaşırız: Betimlenen tür ortamda, enflasyonu düşürme konusunda elde edilecek başarı, bir sonraki sene kamu maliyesi üzerinde olumsuz bir etkide bulunmaktadır.

² Türkiye’de bu sık sık gözlenmiştir: Örneğin: 1992-1993 sonu; 1999/IV-2001/I; 2001/ IV-2006 / II

³ f_n : Yurtiçi Nominal Faizler, e : Enflasyon oranı, dk : Döviz kuru artış oranı.

makasının faiz lehine daha da açılmasını ve de DİBS'lerin döviz cinsinden getiri beklentisinin sürmesini ve hatta daha da artmasını sağlar.

Bu döngü, ulusal paranın zamanla aşırı değerlenmesine ve Cari İşlemler Açığının (CİA) idame ettirilemez boyutlara varmasına neden olarak kriz öncesi ortamın oluşmasında kilit bir rol oynar. Eğer piyasadaki aktörlerin önemli bir kısmı, ulusal paradaki reel değerlenmenin "aşırı" boyutlara ulaştığını, gelecek bir yıl zarfında beklenen pozitif net sermaye hareketinin beklenen CİA'nın çok altında kalacağını ve dolayısıyla t+1 yılında kurda bir düzeltmenin oluşacağını düşünmeye başlarsa ve ulusal paranın (diyelim ki) en az %20 reel değer kaybedeceğine dair kanı piyasada pekişirse, o zaman ekonomik aktörler %20'ye TL'nin piyasadaki bu ortalama beklentiden de yüksek bir oranda değer kaybetme olasılığını karşılayabilecek bir risk-primi de ekleyerek, nominal faizlerin hızla yükselmesini çok olası kılan davranış içine gireceklerdir. Bu olasılık, bu görüşte olan piyasa aktörlerinin (finansal güçleriyle ağırlıklandırılmış) oranı ne denli büyükse o denli yüksektir. **Kısacası, gelecek 3-12 ay arasında piyasaca beklenen döviz-kuru artış-oranı, nominal-faizlerin düzeyini belirlemede kilit role sahiptir.**

Dolayısıyla yüksek enflasyon ortamında, hem bu ortamda yapılan tahminlere-ilişkin güven-aralığının geniş tutulması nedeniyle, hem de ulusal paranın uzunca bir süredir değer kazanmasına ve CİA'nın giderek büyümesine paralel olarak artan kur-riski algılamasına bağlı olarak, DİBS alıcılarının talep ettikleri risk-primi yüksek olacaktır. Kamu borçlanma gereksiniminin yüksek olduğu durumlarda, Hazine, ihalelerde talep edilen bu risk-primini vermek zorundadır. Bu durumda nominal-faizler yüksek seyrederek ve DİBS'lerin ortalama vadesi kısa kalır. Neticede, *cet.par.*, zaten yüksek olan borç servis oranı yükselme trendindedir. Bu ise, bir sonraki dönemde KBG'yi daha da yükselteceği için, enflasyonist beklentiler ve belirsizlik üzerine olumsuz etki yapar ve de DİBS piyasasının bir alıcı piyasası olma özelliğini pekiştirir. Öte yandan, nominal-faizler ne denli yüksek olursa, *cet.par.*, faiz kur makası faiz lehine o denli fazla açılır ve KVSG'yi teşvik ederek ulusal paranın reel değer kazanmaya devam etmesine neden olur. Bu ise, *cet.par.*, CİA'nın büyümeye devam etmesine ve egzojen iç veya dış şoklar oluştuğu takdirde negatif KVSG'nin tetiklediği bir "düzeltme hareketinin" daha sert olması ihtimalini ve hareketin, ulusal paraya bir saldırı şekline dönüşme olasılığını artırır.

Şimdi; para, borç-verilebilir-fonlar ve döviz piyasaları arasında --en

son analizde beklentiler eliyle oluşan-- karmaşık dinamikleri daha etraflıca inceleyelim.

III. PARA, BORÇ-VERİLEBİLİR-FONLAR VE DÖVİZ PİYASALARI ARASINDAKİ DİNAMİKLER

3.1. Faiz/Kur Makasının Yakın Gelecekteki Seyrine İlişkin Beklentiler ve “Kendi-Kendini Doğrulayan Kehanet” Olgusu:

Eğer t-1 dönemde, ($f_n > e > dk$) ise ve eğer piyasadaki oyuncuların büyükçe bir çoğunluğu bu eşitsizliğin gelecekte de süreceğine inanıyorlarsa, faiz lehine açılmış kur-faiz makasından yararlanmak isterler. Yabancı olsun TC vatandaşı olsun, ekonomik ajanların bu inanca uygun davranmaları KVS girişinin artmasına, böylece piyasada döviz arzı bolluğu yaşanmasına ve kur-artış-oranının baskı altında kalmasına, dolayısıyla enflasyonun devalüasyon oranının üzerinde seyretmesine ve ülke parasının reel değer kazanmaya devam etmesine neden olur. Eğer reel-kur endeksindeki artış verimlilik artışları ile telafi edilemiyorsa, zamanla, paranın aşırı değerlenmesine ve cari işlemler açığının büyümesine yol açacaktır.

Bu döngü ise, eninde sonunda kurda bir düzeltme ihtiyacının oluştuğuna dair bir kanı doğurur ve yaygınlaştırır. Bu kanı yaygınlaşmaya başlayınca piyasadaki aktörler, ekonomik veya politik olsun iç ve dış gelişmeleri, “kaçınılmaz olan düzeltme için gerekli ortam acaba oluşmak üzere mi?” tedirginliğiyle gözler hale gelirler. Böyle bir durumda, egzojen veya endojen, iç veya dış⁴ bir veya bir-dizi olumsuzluk oluştuğu takdirde, piyasadaki “oyuncular” arasında beklenen düzeltme için “zaman geldi” kanısı yaygınlaşabilir. Böyle bir kanı ve beraberinde getirdiği beklentiler yaygınlaştığı derecede de, bu beklentilere uygun davranmaya başlayan aktörler, kurdaki gerekli ve gecikmiş düzeltme hareketinin oluşmasını sağlarlar.

Literatürde “kendi-kendini doğrulayan kehanet” tabir edilen bu dinamik esnasında, döviz-kuru yükselirken ulusal para cinsinden getiri getiren kağıtların arzı artar ve talebi azalır. Dolayısıyla kurdaki yükselmeyle eş-anlı olarak nominal-faizler yükselir (Çakman ve Çakmak,

⁴ Buradaki bağlamda; endojen iktisadi değişkenlere ilişkin olan, egzojen ise olmayan şokları, olayları, etkileri, vs. tanımlar. İç ve dış ise “ülke içi” ve “ülke dışı kaynaklı” anlamına kullanılmıştır. Örneğin, Mayıs-Haziran çalkantısında, FED’in faiz artırımları ve yükselen piyasalardan gözlenen KVS çıkışları, iktisadi verilerle ilgili olduğu için endojendir, ama “dış” kaynaklıdır.

2001:51). Böylece oluşan düzeltme hareketi –ulusal paraya saldırı ile başlayan 1994 ve 2001’deki gibi tam bir finans krizine mi dönüşür, yoksa şiddetli veya sertçe dalgalanmalardan sonra piyasa, daha yüksek bir döviz-kuru ve daha yüksek bir faiz oranında yeni bir dengeye, finans krizi diye nitelendirilebilecek bir oluşuma yol açamadan mı ulaşır? Bu; bankacılık sektöründeki temel rasyoların sağlamlığı ve kamu-tasarruf açığına ilişkin bütçe-açığı, KBG, borç-servis oranı ve benzeri temel makro göstergeler gibi faktörlere, ama en son analizde “**beklentiler**”e bağlıdır. Spesifik olarak da yakın vadede (diyelim ki gelecek bir yıl içinde) **oluşması beklenen pozitif net sermaye hareketi/cari-işlemler açığı oranına** ($NSH_{\beta}/C\dot{I}A_{\beta}$) ve de **düzeltilme hareketini başta başlatan gelişmelerin ne denli olumsuz ve ne denli uzun vadeli olacağına dair beklentilere** bağlıdır. $NSH_{\beta}/C\dot{I}A_{\beta}$ oranının, bazı durumlarda belirleyici bir rol oynadığını düşünüyoruz.

3.2. NSH/CİA Beklentisi ve Mayıs-Haziran 2006 Çalkantısı

Anlaşılan odur ki, Mayıs-Haziran çalkantısının krize dönüşmemesinin ardında, (i) Mayıs’ta bir miktar kısa-vadeli yabancı-sermaye çıkışı olmasına rağmen, özelleştirme gelirleri ve süren doğrudan yabancı sermaye yatırımları sayesinde bunun döviz rezervlerinde kayda-değer bir erimeye neden olmaması ve (ii) bu olguyu gözleyen “yerli ekonomik ajanlar”ın da, çalkantıyı ulusal paraya saldırı şekline dönüştürecek biçimde hareket etmemiş olmaları yatmaktadır. Bu davranış biçiminin ardında yatan temel neden ise şudur: 2006 yıl sonu itibariyle net pozitif sermaye hareketinin CİA’yı kapatmakla kalmayıp en az 15 milyar dolarlık bir fazla vererek gerçekleşeceği beklentisi gerek yabancı gerek yerli ekonomik ajanların çoğunluğu tarafından paylaşılıyordu. Mayıs ayına gelindiğinde, 2006 yılı için CİA beklentisi -30 (± 3); NSH beklentisi ise, +45 (± 3) milyar \$ civarındaydı ve Haziran ayına girildiğinde de bu beklenti aşağı yukarı bu düzeylerde kaldı.⁵

Mayıs 2006 tarihinde, ulusal paraya bir saldırıyı tetiklemek için bazı egzojen nedenler oluşmuştu.⁶ Ama NSH/CİA beklentisi bu ahvaldeyken,

⁵ Bu makalenin kaleme alındığı Aralık ayının ikinci yarısı itibariyle bu beklentinin gerçekleştiği anlaşılmaktadır.

⁶ Egzojen ve iç üç etken vardı: (i) iç politikada “laik/dinci” polemiklerinin sertleşmesi ve Çankaya kim çıkar/kim çıkamaz bağlamında yansıyan politik fay hattının gerilmesi. (ii) Güneydoğuda PKK aktivitesinin ve aylık şehit ortalamasının artması ve (iii) TCMB Başkanı atanmasında “güven sarsan” bir süreç yaşanması. Endojen ve dış bir olumsuzluk bununla çakıştı: ABD’de FED’in takiben AB

tetiklenmiş olsa bile saldırının sürmesi pek olası değildi. 2006 yılı için 15-20 milyar dolarlık bir döviz fazlası beklenirken, bırakınız ulusal paraya saldırının sürmesini, YTL'deki aşırı değerlenmenin marjinal bir ölçüde bile olsa düzelmesi için kurda oluşması gereken düzeltmeyi sağlama yönünde kayda-değer bir gelişme bile gerçekleşemezdi --nitekim öyle de oldu: Çalkantı sona erdikten 3 ay sonra, Eylül ortasında, doların fiyatı sadece %10 dolaylarında artmıştı; çalkantıdan altı ay sonra, Aralık sonunda ise dolardaki yıllık artış oranı %8'in altına indi. Yıllık enflasyon oranının da %10 civarında gerçekleşeceği beklendiğine göre, bu demektir ki, YTL, çalkantıya rağmen 2006 yılında reel değer kaybetmemiştir. Yıllık bileşik cinsten nominal-faizler ise, çalkantıdan 6 ay sonra %20-%22 arasındaki platoya yerleşti --ki, bu, nominal-faizlerde 7 puanlık (yaklaşık %50'lik) bir artışa tekabül etmekteydi. Kuşkusuz bu gelişmenin iç borç servisi cinsinden bir faturası olmuştur: Mayıs 2006 ile 2006 yıl-sonu arasında açılmış ihalelerde satılmış olan toplam 69.5 milyar YTL'lik DİBS'ler için ödenecek faiz toplamı, "çalkantı" olmamış olsaydı ödenmiş olacak faiz toplamına kıyasla yaklaşık 4 milyar YTL(=0.06x70) yükselmiştir (<http://www.hazine.gov.tr/stat/nakit2006.htm>).

Bu saptamayı yaptıktan sonra vurgulamak isteriz ki, para-döviz krizine yol açacak yoğunlukta bir saldırının olduğu süreç sırasında NSH/CIA beklentisinin (bırakınız 1'in altına sarkmasını) sıfır veya negatif değerler bile alması her zaman mümkündür. Gerçi ulusal paraya saldırının önemlice bir oranı, saldırının başlangıcında, yabancı sermaye çıkışından⁷ kaynaklanır Ama saldırıyı ve sonucunda oluşan para/döviz krizini sadece buna bağlamak yanlıştır. **Çünkü salt yabancı sermaye çıkışı, ulusal paraya tam (full-fledged) bir saldırıyı kaçınılmaz kılar denilemez; böyle bir olgunun oluşması için saldırıya yerli ekonomik aktörlerin**

Merkez Bankası'nın da faiz artırımlarına gitmesi, Türkiye dahil yeni gelişen ülkelerden KVS çıkışlarını tetikledi.

⁷ "yabancı sermayenin" tanımından kaynaklanan ve bu hareketlerde yabancıların payını abartan bir imaj yaygındır. Oysa bu hareketlerinin ağırlığı yurtiçi kaynaklıdır. Örneğin, Akyüz-Boratav'ın (2002:29) verdiği rakamlara göre, 2000 yılının ilk 10 ayında gerçekleşen 15.2 milyar dolarlık net yabancı sermaye "girişi"nin %84'ü üç borç kalemden müteşekkildi: (i) Kamunun uluslararası piyasalara ihraç ettiği, Hazine-garantisine haiz tahviller: 5.7 milyar dolar. (ii) Yurtdışından sağlanan kısa vadeli banka kredileri: 3.6 milyar dolar. (iii) Yurt-dışından sağlanan uzun vadeli banka kredileri: 3.2 milyar dolar... Bu kalemlerin hepsi de, Ödemeler Bilançosunda "Yabancı Sermaye Hareketi" kalemi altında görünür, ama işlemin yapılmasına yol açan talebin kaynağı yurtiçidir ve sağlanan kaynağı kullanan TC uyruklu tüzel kişilerdir. Yabancı sermaye çıkışı durumunda da aynı tür oranlar söz konusudur. Keza, ulusal paraya saldırı olgusu esnasında Yerli/Yabancı payı benzer oranlarda olduğu anlaşılmaktadır.

katılması şarttır. Yabancı sermaye çıkışı gözleendiğinde, eğer yerli ekonomik aktörlerin çoğunluğu bunun uzun süre sürmeyeceği; marjinal boyutlarda kalacağı ve dolayısıyla cari işlemler açığının finansmanında kısa/orta vadede bir soruna yol açmayacağı ve/veya gözlenen çıkışın döviz-kurunun yükseltici etkisinin kayda-değer bir spekülâtif kazanç fırsatı yaratacak kadar olmayacağı kanısını paylaşırlarsa, ulusal para cinsinden getiri getiren menkul değerlerden yoğun çıkışlar yapıp döviz talep etmeyeceklerdir. O zaman da yabancı sermaye çıkışı, ulusal paraya 1994 ve Kasım 2000/Şubat 2001 krizlerinde olduğu türden yoğun ve sarsıcı bir saldırıyı tetikleyemeyecektir.

Mayıs-Haziran 2006 çalkantısı böyle bir duruma örnektir: Mayıs ayı başında Türkiye'deki politik ortamın gerilmesi ve ABD ve AB Merkez Bankalarının faiz artırımlarına gitmesi gibi nedenlerin de tetiklemesiyle önemli addedilebilecek bir kısa-vadeli yabancı sermaye çıkışı yaşanmış; başlangıçta YTL'den kaçışa yerli oyuncuların bir kısmı da katılmış; ve neticede, dolar 1.35 dolaylarından hızla yükselerek 1.65-1.70 düzeylerini test etmişti. Bu gelişim tam anlamıyla ulusal paraya bir saldırı şekline dönüşebilir ve "klasik bir para/döviz krizi"ne yol açabilirdi. Ama öyle olmadı. Çünkü 5-6 milyar dolarlık yabancı kısa-vadeli sermaye çıkışına rağmen, Haziran ayı içinde (doğrudan yabancı sermaye girişleri ve özelleştirme gelirleri sayesinde) 2006 yılında NSH/CİA tablosunda ve döviz rezervlerinde önemli bir olumsuzluk oluşmayacağı ve yıl sonu itibarıyla NSH/CİA oranının 1.4'ün üzerinde gerçekleşeceği beklentisi pekişmeye başladı. Beklentiler bu şekilde oluşunca, yerli ekonomik aktörler DİBS'lerden yoğun çıkışlar yaparak çalkantının ulusal paraya saldırıya dönüşmesini kaçınılmaz kılacak bir dinamik yaratan davranışlara (girmediler demeyelim de) devam etmediler. Böyle davranmaya devam edenler de 1 ay içinde azınlığa düşüverdiler. Dolayısıyla başlayan saldırı da eriyip gitti.

Ama vurgulamak gerekir ki, ulusal paranın aşırı değerlendirildiği durumlarda⁸ egzojen ve/veya endojen bir dizi olumsuzluk oluşur da buna tepki olarak **eğer piyasanın NSH/CİA beklentisi 1'in altına düşüp giderek küçülmeye başlarsa, işte o zaman gerek yerli gerek yabancı aktörlerin mahalli-paraya tam anlamıyla bir saldırı yaratacak dinamiği**

⁸ Ulusal paranın aşırı değerlendirilmiş olup olmadığı için CİA/GSMH oranına bakarız: Eğer bu oran yükselse ve giderek yükselme eğilimindeyse --örneğin 2005'ten beri Türkiye'de olduğu gibi %6'nın üstünde seyrediyorsa-- ulusal para kesinlikle aşırı değerlendirilmiştir, diyebiliriz.

başlatan ve sürdüren davranışlara girmeleri çok olasıdır.

3.3. Para piyasası, Faizler, Enflasyon ve Döviz-Kuru Artış Beklentilerinin Para/Döviz Krizlerinin Zemininin Hazırlanmasında Oynadıkları Rol

Hiç kuşkusuz borç-verilebilir fon sahibi büyük/küçük yerli/yabancı tüm ekonomik ajanlar, ellerindeki fonları, Hazine Bonoları ve Devlet Tahvilleri başta olmak üzere TL cinsinden getirisi olan menkul değerler ile yurtiçinde veya yurtdışında döviz cinsinden getiri getiren menkul değerlere plase etmek arasında gün-be-gün seçim yapmak durumundadır. Dolayısıyla döviz piyasası ile ülke parası cinsinden menkul değerler piyasası arasındaki etkileşimleri belirleyen şey, bu seçimlere dayanak teşkil eden beklentilerdir. Faizlerin reel-getirisinin döviz ankeslerinin reel-getirisinden daha yüksek olmaya devam edeceği beklentisinin çoğunluk tarafından paylaşıldığı bir ortam sürdüğü sürece, bu beklentiyi paylaşan mahalli özel ve tüzel kişilerin davranışları, döviz talebinin artmasını kısıtlar⁹; aynı saikler (güdüler) ve beklentilerle yurtdışından KVS girişi sürer veya 2003-2006 arasında olduğu gibi önemli ölçüde artar. Böylece yurtiçi-piyasada artan döviz-arzı ve kısıtlı kalan döviz-talebi döviz fiyatının artışını baskılayarak, hem saadet zincirinin devam etmesine, hem de ülke parasının daha da reel değerlenmesine neden olur.

Böyle bir durum sürdürüldüğü ve de sürdürülebilir olduğuna dair kanı yaygın olduğu sürece, bunun, ekonomik ortamın algılanışı ve ekonominin kısa/orta vadeli geleceği hakkındaki beklentiler üzerinde olumlu birtakım etkileri vardır. Çünkü:

(1) Gerek yurtiçinden gerekse de yurtdışından sağlanan yabancı para cinsinden fonlar, kamu borçlanma gereksinimi yüksek olan Hazine için ek kaynak sağlar ve ihalelerde oluşan ortalama faiz, bu ek-kaynak olmasaydı gerçekleşmiş olacak faizin altında kalır.

(2) Bu; *cet.par.*, ileriki yılın borç-servis oranı ve bütçe-açığı üzerinde olumlu bir katkı yaratır.

(3) Öte yandan faiz lehine açık kalan faiz/kur makası sayesinde tasarruf sahipleri, döviz-bazında yüksek oranlarda reel-faiz elde ederler.

(4) Ulusal paranın reel değer kazanmaya devam etmesi sayesinde

⁹ Hatta mahalli ekonomik aktörler, 2004 ile 2006 birinci çeyreği arasında yaptıkları gibi, döviz ankeslerinden çıkıp ülke parası ve ülke parası cinsinden getiri getiren menkul değerler talep edebilirler.

çerkerdek enflasyon, 'ulusal para reel-değer kazanmış olmasaydı varmış olacağı düzeyin' altında kalır: Dolayısıyla enflasyonu düşürme çabalarına katkı yapar. Sektördeki toplam maliyette ithal-malı girdi payı ne denli yüksek ise, birim maliyetler üzerindeki bu olumlu etki, o denli yüksektir (İmalat sektöründe ve özellikle Türkiye'nin ihraç ettiği endüstri mallarında birim maliyette ithal malı girdi payı %60'ın üzerindedir). Bu nedenle ihracatın bağımlı, reel-kur endeksi ve Türkiye GSMH'sindeki büyüme oranının bağımsız değişken olarak alındığı regresyonlarda, reel-kurun negatif işaretli katsayısının mutlak değeri görece ufak çıkmaktadır. (Çakmak, 2007:9)¹⁰

(5) Ulusal paranın reel-değer kazanması sürdürülebildiği sürece, ithal tüketim mallarının fiyatları ve ithal girdi-maliyetleri görece azalacağı için, toplumda bir refah havası yaratır. Ayrıca milli gelir; döviz cinsinden, *cet.par.*, reel-kur endeksi sabit kalmış olsaydı varmış olacağı düzeyin üstünde oluşur.

(6) Özel sektörde ulusal paranın reel değer kazanacağı beklentisi ile TL yerine döviz cinsinden borçlanmayı tercih etmiş olan şirketler, döviz-cinsi borçlarını öderken TL cinsinden miniskül ve hatta bazı ahvalde negatif faizle borçlanma gibi büyük bir fayda sağlarlar. Ayrıca ulusal paranın reel-değer kazanması, *cet.par.*, gerek özel sektörün gerek kamunun döviz cinsinden borç stokunun büyüklüğünün TL cinsinden düşmesine neden olur.

Fakat yarattığı tüm bu olumlu etkilere karşın, ulusal paranın değer kazanması çok önemli bazı sakıncalar içerir:

(1) Reel-kur endeksi yükselirken TL yerine döviz cinsinden borçlanmayı tercih etmiş olan şirketler, düşük faizle borçlanma avantajını yakalamışlardır, ama bu, ulusal paranın reel değer kazanması sürdürüldüğü sürece geçerlidir. Başka bir deyimle, değinilen bu avantajın diğer yüzü

¹⁰ Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF dergisinde hakem sürecinden geçmekte olan söz konusu çalışmada $X = -0.038kur + 0.736büy$; $M = 0.534kur + 1.403büy$ olarak bulunmuştur. Bu bulgunun iki imlemi vardır: (i) ihraç endüstri mallarımızda katma-değer payı daha yüksek olsaydı (ki bu arzulanır bir şeydir), *cet.par.*, reel-kur endeksinde veri bir yükselmenin ihracat artış hızını düşürme istikametinde yaptığı etki, şimdikine kıyasla daha güçlü olurdu. (ii) X ve M için bulunan reel-kur katsayı tahminlerinin kıyaslaması artan DTA ve CIA'nın düşmesi için, büyüme oranındaki düşüşlerin kurda düzeltmeye kıyasla daha güçlü olacağı anlaşılmaktadır. Ama bu ikinci imlem de önemli bir ikileme işaret eder: Türkiye ekonomisinin hali-hazırdaki yapısı veri iken, ya sürdürülebilir DTA ve CIA oranlarını tutturulur ama ortalama büyüme oranı düşük kalır, ya da 6-7 yıl boyunca yüksek büyüme oranı tutturulur ama bu sefer de CIA sürdürülemez boyutlara ulaşır, sert devalüasyona ve para/döviz krizine yol açar.

giderek artan bir kur-riskidir. Aynı şey kamunun döviz cinsinden birikmiş borç stoku için de geçerlidir.

(2) Reel-kur endeksi çok yükseldiği zaman ithal girdi mallarının fiyatlarının TL cinsinden görece ucuzlaması, bir yandan bu girdileri ithal edip kullanan şirketlerin birim- maliyetleri üzerinde olumlu bir etki yaratırken, diğer yandan aynı tür girdileri üreten mahalli üreticileri fiyat rekabeti açısından giderek güç durumda bırakır.

(3) 1990-2006 döneminde Türkiye verileri, TL'nin reel değer kazanması ile KVS girişi arasında, KVS girişi ile de büyüme hızı arasında pozitif bir korelasyon olduğuna işaret etmektedir. Aynı dönem için, büyüme hızı ile de CİA arasında güçlü bir pozitif bir ilişki bulunmaktadır (Çakmak, 2006:209): Büyüme hızı, *cet.par.*, ne denli yüksekse, CİA o denli yüksek oluşmaktadır. Ayrıca ulusal paranın reel-değer kazanmasını dengeleyen veya aşan oranda bir toplam faktör verimliliği artışı sağlanmadığı takdirde, RKE'deki artışlar sürdüğünde, *cet.par.*, ihracatın artış hızı düşer, ithalatın artış hızı artar ve dolayısıyla dış ticaret açığı ve CİA giderek büyür. CİA belirli bir düzeyi aştıktan sonra, sertçe bir düzeltme hareketinin, kaçınılmaz olduğuna dair kanı eninde-sonunda yaygınlaşır. Döngü bu noktaya vardığında, piyasalar artık bir düzeltme için hazırdır: Düzeltme, şu veya bu şekilde gerçekleşecektir; bunu herkes bilir. Bilinmeyen --İstanbul depremi misali-- düzeltmenin **tam ne zaman** olacağı ve hareketin yaratacağı sarsıntının **ne denli şiddetli** olacağıdır.

Bu koşullar altında, iç veya dış olumsuz bir-dizi gelişim, yakın bir gelecekte düzeltmenin gerçekleşeceği beklentisini yaygınlaştırabilir. İşte o zaman bu beklentilere uygun davranmaya başlayan aktörler, "*kendi-kendini doğrulayan kehanet*" dinamiğini yaratırlar: Döviz-talebi artar; döviz-arzı hızla düşer ve dolayısıyla döviz fiyatları artar. Buna paralel olarak TL cinsinden getiri-getiren menkul değerlerin talep eğrileri aşağıya, arz eğrileri ise yukarı ve sağa kayar. Çünkü tasarruflarının ve plasmanlarının reel değerini korumaya çalışan ekonomik-aktörler, döviz cinsinden değerinin hızla düşmesini beledikleri mahalli (*TL-denominated*) menkul değerlerden mümkün olduğunca çabuk çıkıp, dövize yönelmek isterler. Neticede DİBS fiyatları düşer ve nominal-faizler --ve özellikle kısa vadeli faizler-- fırlar. Kurda, gerekli ve gecikmiş düzeltme hareketi gerçekleşmiştir, ama bu arada faizler de hızla yükselmiştir.

Kurdaki ve faizlerdeki yükselme eş-anlı oluşur. Çünkü kurda beklenen yükselmeden yararlanmak isteyen oyuncuların davranışları

nedeniyle döviz talebi aşırı artmış ve aynı spekülâtif nedenlerle döviz arzı kısılmıştır. Zaten döviz fiyatları da bu yüzden hızla yükselmektedir. Döviz talebi olan efektif-talebin çok önemli bir kısmı ise, DİBS satışlarından elde edilmiştir. Çünkü para/döviz krizi sırasında, yerli ve yabancı ekonomik ajanlar; döviz ve/veya döviz-cinsinden getiri getiren menkul değerler almak için gerekli nakiti, portföylerindeki DİBS'leri ve hisse senetlerini satarak sağlamaya çalışırlar. DİBS arzı bu nedenle hızla artarken, alıcı az olduğu için DİBS fiyatları hızla düşer. Aynı nedenle hisse senetlerinin fiyatları da hızla düşer.¹¹ Neticede hem faizler yükselir, hem de kamu borçlanmasının ortalama-vadesi kısalmıştır. Bu nedenle (ve de kriz yılında GSMH artış oranı -5 ilâ -10 gibi rakamlara ulaştığı için) kamu faiz-ödemeleri, bütçe açığı ve toplam borç stokunun GSMH'ye oranları ve iç borç-servis-oranları gibi temel makro değişkenler de olumsuz istikamette etkilenir. Bu dinamiğin bu neticeleri vermesinin kaçınılmaz olması, piyasa beklentilerindeki olumsuzluğu pekiştiren önemli bir faktördür.

IV. PARA, TAHVİL VE DÖVİZ PİYASALARINDAKİ BEKLENTİLERİN CİA İLE BAĞLANTISI

4.1. Faiz/Kur makası, Mahalli-Paranın Reel-Değer Kazanması ve CİA/GSMH Oranı ve Kurda Sert düzeltme Olasılığı

$f_n > e_p > dk_p$ eşitsizliğinin olumsuz istikamette etkilediği iki önemli temel değişken, ülke parasının aşırı değerlenmesi ve CİA/GSMH oranının giderek artmasıdır. Ülke-parasının reel değer kazanmasının, dört paragraf evvel açıklandığı üzere, birçok avantajı vardır ve aşırı-değerlenmeye yol açmadığı sürece arzulanır bir olgudur. Bu iki kavramı birbirinden ayıran şey, cari işlemler açığının idame ettirilemez boyuta taşınıyor olup olmadığıdır. Bu ayırım için CİA/GSMH oranının seyrine bakılır: Mahalli-para reel-değer kazanmaya devam ederken, (büyüme oranındaki dalgalanmalar için düzeltme yapıldıktan sonra) eğer CİA/GSMH oranı sürekli bir yükselme trendi gösteriyorsa para aşırı değerlenme yolundadır. Ve de tersi...

CİA/GSMH oranının %3.5-%4 düzeyine ulaşması, bazı iktisatçılar

¹¹ Krizin son çeyreğinde bu düşüşleri frenleyen bir piyasa mekanizması devreye girer: Bu mekanizmanın nasıl çalıştığını, aşağıda 3.2 Başlığı altında açıklayacağız.

tarafından tehlike sinyali için eşik-değer olarak belirtilmişse de (Uygur, 2001:18.), elbette bu rasyo konuya ilişkin tek faktör addedilemez ve söz konusu eşik-değer, elbette, bazı durumlarda tehlike sinyali olarak algılanmayabilir. Nitekim 2005 yılında Türkiye'nin CİA/GSMH oranı belirtilen eşik değerın yaklaşık iki katına çıkmış olmasına rağmen, iki yıl boyunca piyasalarca "tehlike sinyali veriyor" olarak algılanmamış ve de ekonominin temel makro-değişkenlerindeki gelişmeler gerek yerli gerek yabancı uzmanlarca "övgüye-değer" bulunmaya devam etmişti. Konuda, şu genellemeyi yapabiliriz:

Dış ve iç politik ve ekonomik gelişimler, bu gelişmelere ait beklentiler ve de buna bağlı olarak oluşmuş bulunan ve oluşması beklenen net pozitif sermaye hareketine dair tahminler, söz konusu eşik-değerin çok üstünde bir cari işlemler açığının sürdürülebilme beklentisini mümkün kılan koşulları oluşturabilir. Örneğin, AB'ye 2005'te katılan 10 yeni ülkenin CİA/GSMH oranları yukarıda belirtilen sınırm çok üstüne çıkmıştır; ama bu düzeydeki açıkların bile orta vadede, pozitif net sermaye akımları eliyle sorun yaratmadan finanse edileceğine dair görüş de yaygın kalmıştır. Dolayısıyla çok yüksek CİA/GSMH oranlarının varlığına rağmen, kurda düzeltme baskısı gündeme gelmemektedir. Ama bu gibi özel (ve en son analizde geçici) koşullar haricinde ve özellikle Türkiye gibi iktisadi yapısal sorunlarının yanı sıra çözülmemiş iç ve dış politik sorunları olan ve bu sorunlardan kaynaklanacak şoklarla kısa/orta vadede karşılaşması çok muhtemel olan ülkelerde, (%4'lerin değilse bile) %6'nın üstünde bir CİA/GSMH oranının 3-5 seneden fazla idame ettirilemez olduğunu düşünüyoruz.

Bu bağlamda, cari işlemler açığının sorun olup olmadığı üzerindeki tartışmaya kısaca değinmek gerekir: Bazı iktisatçılar "*Cari açık finanse edildiği sürece sorun yoktur*" demektedir. Bu elbette doğrudur; ama **anlamlı bir yanıt değildir**. Çünkü bu yanıt yeni soruları davet eder: (i) Bu boyutlarda bir cari açığın sürmesi halinde finansmanın rahatlıkla sağlanma olasılığı nedir? (ii) İleride sorun ortaya çıkar mı ve hangi koşullarda çıkar? Bu sorulara yanıt vermeden evvel bir noktaya işaret etmek istiyoruz: "*Cari açık finanse edildiği sürece sorun yoktur*" klişesini öne sürenler, hemen şunu da söylerler:

"Dalgalı kur sistemi uyguluyoruz. Eğer piyasadaki oyuncuların çoğunluğu, cari açığın sorun olduğu kanısına varırlarsa, döviz piyasasında bir düzeltme hareketi yaşanır: kurlar yukarı doğru hareketlenir ve TL reel değer kaybetmeye başlar. O durumda

ihracatımızın artış hızı yükselir, ithalatımızın artış hızı düşer ve dolayısıyla cari açığımız küçülür. Ve böylece piyasa gerekli düzeltmeyi yapmış olur. Oysa hali-hazırda, piyasalar bu bağlamda bir sorun öngörmüyorlar ki, böyle davranmıyorlar.”

Bu da doğrudur. Ama bu neden böyle acaba? Daha evvel de işaret edildi: 2005 yılında cari açığı finanse etmek için gerekli miktardan 23 milyar dolar fazlası girmişti. 2006 yılında Mayıs-Haziran çalkantısı esnasında bile, 2006 sonu itibariyle pozitif NSH'nin CIA'dan en az 15 milyar dolar daha fazla olarak gerçekleşeceği beklentisi sarsılmadığı için, çalkantı krize dönüşmeden eridi gitti. Bu dövizleri Türkiye'ye sokan, Türk olsun yabancı olsun, özel ve tüzel kişiler faiz/kur makasının önemli ölçüde faiz lehine açık kalmaya devam edeceğine inandıkları ve bundan yararlanmak istedikleri için YTL cinsinden getiri getiren varlıklar satın aldılar. Bu işlemleri yapmak için bu dövizleri YTL'ye çevirdiler. Bu, 2003'te de, 2004'de de 2005'te de böyleydi. Gelecek birkaç çeyrek boyunca bu işlerin böyle devam edeceğine dair beklenti yaygın olduğu sürece de, piyasalar böyle davranmayı sürdürecektir; dolayısıyla döviz arzı, döviz talebini haydi-haydi karşılamaya devam edecektir. Bu nedenlerle, piyasadaki beklentiler ve koşullar böyle olduğu sürece, mahalli para --arz-talep kanunları gereği-- beklenildiği gibi değer kazanmayı sürdürecektir.

Kısacası, eğer “piyasadaki oyuncuların çoğunluğu” kurların yükselmesine ve TL'nin reel değer kaybetmesine neden olacak şekilde davranmıyorlarsa, bunun nedeni cari açığın uzun vadede sorun yaratmayacağı kanısını paylaşmaları değil, yukarıdaki paragrafta açıklanan dinamiktir. Piyasadaki oyuncular, yabancı sermaye girişi verilerini izlemekte ve bu rakamlara bakarak yüksek cari işlemler açığının kısa/orta vadede pozitif net sermaye hareketi ile haydi-haydi karşılanacağı kanısına varmakta ve onun için böyle davranmaktadırlar. Ama net sermaye hareketi 2006'daki 42-43 milyar dolar düzeyinden 10-20 milyar dolar düzeyine doğru geri çekilecek gibi olursa, piyasadaki oyuncular böyle davranmayacaklardır. Bu gibi bir durumda beklentileri ve davranışları derhal tersine dönecek ve TL cinsinden getiri getiren menkul değerlerden çıkıp döviz talep etmeye başlayacaklardır. O zaman, dalgalı-kur uygulamasına rağmen, kurlarda hızlıca bir yükselme yaşanması kaçınılmaz olur. Bütün sorun, söz konusu bu yükselmenin ve buna bağlı olarak YTL'nin reel değer kaybetmesinin ne denli hızlı ve şiddetli olacağıdır.

Şimdi yukarıda sorduğumuz soruya geri dönelim: “%6'nın üstünde

bir CİA/GSMH oranının sürmesi halinde, finansmanının rahatlıkla sağlanma olasılığı nedir? İleride sorun ortaya çıkar mı ve hangi koşullarda çıkar?" Yanıtımız nettir: Bu boyutlarda bir cari açığın sürmesi durumunda, finansmanın, orta-uzun vadede sorun olmadan sağlanma olasılığı küçüktür. Söz konusu vade uzadıkça bu olasılık sifıra yaklaşır; çünkü her şeyden evvel, iç veya dış egzogen veya endojen bir dizi olumsuzluk oluşma olasılığı, "vade" uzadıkça elbette yükselir.

Sermaye ürkektir. Yabancı sermaye daha bile ürkektir: Türkiye'nin durumunu ve karşı karşıya olduğu ekonomik ve politik sorunlarını yakından takip eder. Uluslararası likiditede daralmalar olacağı beklentisi global piyasalarda yaygınlaşabilir ve böyle bir beklenti, Ağustos 2007'de olduğu gibi, marjinal değil de daha güçlü ve kalıcı olumsuz etkilerde bulunabilir: Neticede, gelişen piyasalara kreditor ülkelerden akan kısa-vadeli sermaye hareketinin hacminde önemli oranda bir düşüş yaşanabilir. Ve/veya Güneydoğuda yeniden kıpırdamaya başlayan terörist aktivite, 1990'lı yılların ortasında Genel Kurmay'ın "düşük yoğunluklu savaş" diye nitelendirdiği düzeye doğru yeni bir tırmanış gösterebilir. Veya AB müzakere sürecinde ortaya çıkan engeller ciddileşebilir ve Kıbrıs konusu veya başka bazı nedenlerle AB-Türkiye ilişkileri şimdikine kıyasla çok daha fazla gerginleşebilir. Veya ABD-İran gerginliği Türkiye'yi güç durumda bırakan bir niteliğe bürünebilir. Veya ham-petrol fiyatları hızlıca 100 dolar civarına tırmanabilir... Veya bu olası olumsuzlukların ikisi-üçü-veya dördü **bir arada oluşabilir**... Bunlar veya bunlara benzer iç veya dış, politik veya ekonomik "şok"lar, net sermaye girişinin 43 milyar dolardan 10-15 milyar dolara doğru düşme beklentisinin doğmasına neden olabilir. Böyle bir durumda YTL'den ve YTL-cinsinden-getiri-getiren menkul-değerlerden kaçış oluşacaktır. Bu kaçış şiddetli olursa --örneğin, 4-5 ay içinde kurun %30-%40 yükseleceği beklentisi yaygınlaşırsa-- enflasyon ve nominal-faizler paralel bir biçimde hızla yükselecektir. Bu kriz demektir.

Ama asıl şunu vurgulamak gerekir: Türkiye, yukarıdaki iki paragrafta değinilen olası gelişimlerin haricinde bile temel bir **salt-iktisadî-ikileme** karşı-karşıyadır. Sorun şudur: Piyasalar, Mayıs-Haziran çalkantısı sırasında yapamadıkları "*kurda gerekli düzeltmeyi*" **tedrici bir biçimde ve kriz üretmeden** yapabilirler mi? Bizce piyasanın bunu başarma olasılığı düşüktür. Cari işlemler açığı böylesine büyükken, YTL şimdiki gibi büyük ölçüde (%30-%40 gibi bir oranda) aşırı değerlenmişken ve de iç-borç stokunun ortalama vadesi **hala** çok kısa iken, orta/uzun vadede kaçınılmaz olan "düzeltme"nin kriz yaratmadan

yapılabilme olasılığı düşüktür.¹² Bu olasılık neden düşüktür açıklayalım:

Söz konusu “düzeltmenin” kriz yaratmadan gerçekleşmesi, ancak ve ancak *YTL'nin olumsuz beklentiler yaratmadan ve tedrici bir biçimde reel-değer kaybetmesi* yoluyla olabilir. Ama sorun şu ki, Türkiye gibi bir ülkedeki piyasaların aşırı değerlenmiş kurda gerekli düzeltmeyi tedrici bir biçimde yapılmasını sağlayacak dinamiği yaratması pek olası değildir. Çünkü Türkiye ekonomisinde, son 5 yıla özgü koşullar altında, tedrici de olsa kurun reel değer kaybetmesinin aşağıda betimlenen türden bir zincirleme reaksiyon yaratması kaçınılmazdır. Bugüne özgü rakamsal bir örnekle anlatalım:

2006 yılı enflasyon oranının %10 civarında olmuştur. 2007 yılı enflasyon oranı beklentisini %10 olarak alalım ve de piyasaların, YTL'nin (tanımlanmış bir döviz sepeti karşısında) 2007 yılında %15 oranında nominal değer kaybedeceği beklentisine sahip olduğunu varsayalım (5 puanlık “tedrici-düzeltilme”)... YTL'nin yıllık sadece %4.9 civarında reel-değer kaybetmesini sağlayan bu durumda bile, YTL cinsinden yıllık nominal-faizler %30 civarına oturacaktır. Çünkü dövizin YTL fiyatının bir yılda %15 artması demek, salt bu nedenle dövizin %15 nominal getirisi olacak demektir-- +%5 dövizin faizi + en az %10'luk bir risk primi= en az %30. Bugünlerde %17-%19 bandına oturmuş olan nominal-faizlerin %30'un üstüne çıkması demek, başta *iç-borç servis oranı ve toplam kamu faiz ödemelerinin GSYİH'ye oranı* ve de *cet.par., toplam kamu borç stokunun GSMH'ye oranını sabit tutabilmek için gerekli faiz-dışı-bütçe-fazlası* olmak üzere kamu-tasarruf açığına ilişkin bir dizi makro-değişkende bozulma olacak ve ekonominin geleceğine ait beklentiler bozulacak demektir. Üstelik, bu beklentilerdeki bozulmaya paralel olarak %10 varsaymış olduğumuz risk priminin daha da yükselmesi ve nominal faizlerin %35 civarına yükselmesi muhtemeldir. Nominal faizin %35 civarına yerleştiği böyle bir ortamda, döviz kurundaki %15'lik artışa rağmen enflasyon %10 civarında tutulabilirse, rYTL %25 civarına çıkar. rYTL'de böyle bir yükselme, yatırım ve büyüme oranı üzerinde olumsuz bir etki yapacaktır. Gerçi büyüme oranındaki düşüş, cet.par., hem CİD /GSMH oranını yükseltir hem de anti-enflasyonist bir etki yapar. Ama bu “olumlu” etki için

¹² Dalgalı kur rejimi, bizatihi ve tek başına, “kötü senaryo”nun ve bir para/döviz krizinin oluşmamasının garantisi değildir. Bu bağlamda bir garanti veya “sigorta” varsa, o da doğru-dürüst bir ihracata yönelik kalkınma stratejisinin uygulanması ve ihracatın artırılarak cari işlemler hesabında dengeye doğru gidişin sağlanmasıdır. Ne var ki bu uzun vadeli bir çözümdür.

ödenecek fatura fazlasıyla ağır olur: Çünkü, rYTL %25 düzeyine çıkmışken bir de büyüme oranının düşmesi, *kamu borç stokunun GSMH'ye oranını sabit tutabilmek için gerekli faiz-dışı-bütçe-fazlası* olmak üzere kamu-tasarruf açığına ilişkin bir dizi makro-değişkenlerdeki bozulmayı ve olumsuz beklentileri pekiştirecektir. Bu sakıncaları engellemek gayesiyle rYTL'nin onca yükselmemesi için para ve maliye politikaları gevşetilmesi ve dolayısıyla e'nin %15 veya üzerine çıkmasına izin verilmesi de düşünülemez. Çünkü o takdirde hem RKE hedeflenen tedrici düzeltme olamayacak hem de ekonominin daha yüksek fn ve daha yüksek e düzeyinde yeni ve çok daha olumsuz nitelikte bir dengeye doğru itilmiş olur.

Bu rakamsal örnekteki varsayımlar altında, “acaba söz konusu ikilemden olası bir çıkış yolu, nominal faizleri baskı altına alacak politikalar uygulanması olabilir mi?” şeklinde bir soru akla gelebilir. Olamaz. Çünkü, bu tür politikaların YTL nominal faizleri %20 civarında tutmakta başarılı olabildiği varsayılsa bile¹³, o durumda döviz cinsi menkul değerlerin getirisi ile DİBS faizinin döviz cinsi getirisi birbirine eşitlenir. ($\%15+\%5 = \%20$)... Ama TL, Euro veya Yen veya Dolar gibi güçlü ve global bir para mıdır ki, yerli olsun yabancı olsun piyasa oyuncularını bu uluslararası paralar cinsinden getiri getiren kağıtları değil de, TC DİBS'lerini tercih etsinler? Soru didaktik. İmlemi açık: **Bu olamaz.**¹⁴ Çünkü nominal faizler (bu varsayımlar altında) %20 civarında kalabilecek olsa, NSH ve NSH beklentisi sıfırlanır, hatta negatife döner. Bu ise para/döviz krizi için “tehlike-çanları”nın değil; “geçmiş-olsun-çanları”nın çalması demektir! Görülüyor ki, Türk ekonomisinin bugünkü koşullarında, --dalgalı kur rejimi altında dahi-- temel makro değişkenlerin birçoğunda ciddi bozulmalar yaratmadan kurda **tedrici bir düzeltmenin bile gerçekleşmesi imkânsız gibidir.**

¹³ --ki, bu varsayım gerçekçi olamaz. Çünkü o koşullarda YTL cinsi nominal faizleri %20'lerde tutmak için uygulanabilecek politikalar kaçınılmaz olarak para-arzını ve enflasyonu artırıcı etki yapacaktır. Enflasyon artışı ise ikilem demetinin yukarıdaki paragrafa açıklanan bir kolu ile birleşmektedir.

¹⁴ Bu ne koşullarda olabilir? Eğer Türkiye, tasarruf oranını %19-20'den %27-%28'e çıkarır; bu arada Toplam Faktör Verimliliğinde de önemli artışlar sağlar ve %6-%7 büyürken bile CİB dengesi sağlar hale gelirse, işte o zaman olur.

4.2. Mahalli-Paraya Saldırının Son Bulmasında Önemli bir Rol Oynayan Piyasa Mekanizmasının İşleyişi ve DİBS Faizleri

Ülke parasının aşırı değerlenmesi ve takiben dış dengenin bozularak CİA/GSMH oranının yüksek değerlere ulaşması, herhangi bir iç veya dış şok kombinasyonu ile karşılaşıldığında mahalli-paradan döviz kaçışı tetikleyebilir ve ülke hızlı bir devalüasyon sürecine girebilir. Bu durumda DİBS fiyatları düşerken faizler hızla yükselir. Ancak bir noktadan sonra bu süreç hız keser: Mahalli-paraya saldırı sırasında hızla artan döviz-kuru fiyatına paralel olarak yükselen faiz oranları tepe yaparken, ülke parasına talep yeniden artar ve spekülatif döviz talebi durur. Çünkü piyasadaki aktörlerin giderek artan bir kısmı --ve bir noktadan sonra çoğunluğu-- kurun artık bundan sonra daha fazla yükselmeyeceği ve DİBS fiyatlarının da daha fazla düşmeyeceği kanısını paylaşmaya başlamıştır.

Ama gerek teorik gerek pratik açılardan asıl önemli ve belirleyici olan piyasa-dinamiği, bu son cümlede ifade edilen olgu oluşmadan önce çalışmaya başlar: Döviz-kurunun bir miktar daha yükseleceği beklentisi yaygınken bile, yüksek düzeylere çıkmış olan kısa vadeli faiz oranları, bizatihi, döviz-kurunun daha da yükselmesini frenleyen bir piyasa mekanizmasının oluşmasında anahtar bir rol oynar. **Mahalli-paraya saldırının son safhalarında, döviz-kurunun bir miktar daha yükseleceği beklentisi var olsa bile, piyasa aktörlerinin giderek artan bir oranının, kısa-vadeli gelecekte döviz-kuru fiyatında bekledikleri artışın henüz-elden-çıkaramamış-oldukları DİBS'lerin söz konusu vadedeki faiz getirisinin altında kalabileceğine inanmaları, mahalli-paraya saldırıyı ve döviz-kurunda yukarı doğru hareketi frenlemek için yeterlidir.** Çünkü DİBS fiyatları düşerken, ekonomik aktörlerin henüz elden çıkaramamış olduğu kağıtlar arasında itfasına birkaç ay kalmış DİBS'lerden elde edeceği getiri, o ekonomik aktörün o kağıdı satıp döviz aldığı takdirde, o bir-kaç ay içinde döviz fiyatında oluşması beklenen yükselişten elde etmeyi umabileceği getiriye eşitlenmeye başlamıştır artık... İşte o noktadan sonra o ekonomik aktör, DİBS'ten çıkıp döviz geçmeyi yeğlemeyecektir.

Rakamsal bir örnekle açıklamak gerekirse: Bir ekonomik aktörün bir-yıl-vadeli ve nominal değeri 100 TL olan ıskontolu bir Hazine Bonosu'nu 75 TL'den (%33.33 faiz) aldıktan dokuz-buçuk ay sonra mahalli-paraya bir saldırı başladığını düşünelim. Saldırı başlamadan

hemen evvel itfasına 2.5 ay kalmış olan bu kağıdın fiyatı 95 TL civarına¹⁵ yükselmişti. Saldırı başladığında döviz-kurundaki artış beklentisinin en az %40 olduğunu varsayalım. Bu DİBS'e sahip olanlar, başlangıçta bu kâğıdı 90'a da satarlar, 85'e de satarlar, 80'e de (Çünkü %40 >>20/80). Bu koşullar altında, piyasada hemen-hemen hiç alıcı olmadığı için fiyat hızla 80 TL'ye doğru inecektir. 15 gün kadar tereddüt ettikten sonra elindeki bu Hazine Bonosu'nu 80 TL'ye satıp-satmamak konusunda karar vermeye çalışan bir ekonomik aktörün yapacağı hesap basittir: Kağıdı elinde tuttuğu takdirde, iki ay sonra 20 TL kazanacaktır: Bu, iki ayda %25 getiri demektir. Dolayısıyla bu kişi, ancak ve ancak gelecek iki ay içinde döviz fiyatının en az %25 civarında artacağını tahmin ediyorsa ve bu tahminine kesinlikle güveniyorsa, o kağıdı satıp dövize geçmeye karar verecektir. Saldırının başlangıcında hızlı hareket etmeyip tereddüt etmiş olduğu için, aradan geçen 15 gün içinde döviz beklenen %40'lık artışın önemli bir kısmını zaten gerçekleştirmiştir. Örneğin o ilk on beş gün içinde dövizin TL fiyatı %25 yükseldiğini ve piyasa beklentisinin o noktadan sonra döviz fiyatının en fazla %20-%25 daha artacağı ve daha sonra en az 3 çeyrek boyunca yatay bir seyir izleyeceği şeklinde oluştuğunu varsayalım.¹⁶ Öyleyse başlangıçta hata edip de 15 gün tereddüt etmiş olan o ekonomik aktör eğer bu piyasa beklentisini paylaşıyorsa, söz konusu kağıdı satmaya artık yanaşmayacaktır. Bu koşullarda bile halâ satanlar elbette olacaktır. Çünkü genel piyasa beklentisinin yanıldığına ve döviz fiyatının o noktadan sonra bile %30 ve hatta belki %40 daha artacağına inanan bir çok oyuncu olabilir ve bunlar söz konusu kağıdı 80TL'ye ve hatta altında bir fiyata bile satmaya razı olabilirler. **Fakat bunların sayısı ve oranı gittikçe azalır ve arz ettikleri kağıdı almaya hazır olan tersi-görüşteki oyuncular çoğunlukta olduğu andan itibaren kağıdın fiyatı artık düşmez.** Aynı mantık ve dinamikle döviz piyasasındaki ateş de söner.

Bu rakamsal örnekte de görüldüğü üzere, hem saldırı sırasında faizlerin ve döviz fiyatının hızla yükselmesine neden olan, hem de saldırı sürecinin sonuna doğru bir noktadan sonra, döviz fiyatının ve nominal-faizlerin daha da yükselmesini giderek daha güçlü bir şekilde frenleyen ve nihayetinde sona erdiren piyasa mekanizmasının özü budur.

¹⁵ Bunun yıllık bileşiği %28 civarındadır. Şöyle ki: Vadesine 2.5 ay kalmış bu kağıdın 2.5 ay için getireceği faiz: $5/95 = \%5.263$. Bunun yıllık bileşiği: $(1.05263)^{4.8} = 1.279$

¹⁶ Bu demektir ki, piyasa o noktada, kur, yeni ve daha yüksek platoda istikrara kavuştuğunda saldırının başlangıcındaki döviz fiyatına kıyasla %50 yükselecek görüşündedir ($1.25 \times 1.20 = 1.50$).

Aynı piyasa mekanizması, saldırı sırasında kısa-vadeli faiz oranları çok yükseğe çıkarken uzun vadeli oranlarının neden çok daha düşük seyrettiğini de açıklar: Saldırı başladıktan on beş gün sonra itfasına tam bir ay kalmış başka tertip bir ıskontolu Hazine Bonosu'nu elinde tutan başka bir tasarrufçuyu düşünelim. Varsayalım ki, o noktada döviz-kurunun sonraki bir ay içinde en fazla %25 daha yükseleceğine ve sonraki 8-10 ay boyunca o yükseklikteki platoda yatay seyredeceğine dair beklenti piyasada yaygın. Bu durumda, itfasına bir ay kalmış olan tüm DİBS'lerin fiyatı 80 TL ve nominal-faiz getirisi %25 civarında oluşacaktır. Bir aylık %25 faizin yıllık bileşiği %1355'e tekabül eder. Benzer bir şekilde, o tarihte itfasına altı ay kalmış olan DİBS'in de fiyatının da yaklaşık 80 TL civarında oluşması beklenebilir.¹⁷ Ama vade daha uzun olduğu için tahminde hata payı olasılığını ifade eden bir risk primi de eklenince fiyat 80TL'nin bir miktar altında, diyelim ki 75 TL civarındadır. Bu demektir ki, itfasına altı ay kalmış olan bu kağıdın yıllık bileşik faizi %78 civarında oluşacaktır.¹⁸ Görüldüğü üzere, bu gibi bir mantık ve dinamik eliyle para/döviz krizi sırasında faizler yükselir, ama kısa-vadeli faizler, orta ve uzun vadeli faizlere kıyasla çok daha yüksek bir düzeye çıkarlar. Oysa normal ve sağlıklı piyasa koşullarında bunun tersi söz konusudur.¹⁹

Vurgulamak gerekir ki, bu örneğin betimlediği koşullar oluştuğunda, mahalli-para cinsinden getiri getiren orta/uzun vadeli kağıtların döviz cinsinden beklenen getirisi yükselmiştir. Dolayısıyla "kendi-kendini doğrulayan kehanet" dinamiği bu sefer de yavaş-yavaş diğer istikamette çalışmaya başlar: Gelecek dönemde gerçekleşmesi beklenen faiz/kur makası yeniden ve belirgin bir şekilde faiz lehine açılmaya başlamıştır. Dolayısıyla kısa vadeli sermaye girişi yeniden (ve olasılıkla güçlü bir şekilde) başlar; döviz talebi düşer, döviz arzı artar ve mahalli-para cinsinden getiri getiren kâğıtlara talep yeniden yükselir. Kısacası, artık, mahalli paraya saldırı ve finansal kriz sona ermiştir. Bir müddet sonra reel sektörde de yeniden konjonktürün yükselme safhasına girilir. Ama öte yandan, yaşanmış olan devalüasyonun da etkisiyle yükselmiş olan enflasyon, kriz sonrasında hemen düşmemiştir ve

¹⁷ Çünkü döviz fiyatının bir ay içinde bir %25 daha yükseleceği ve daha sonra vardığı o düzeyde yatay seyredeceği beklentisinin piyasada yaygın olduğunu varsaymıştık.

¹⁸ Hesaplaması: $25/75 = 33 (1.33)^2 = 1.778$.

¹⁹ Örneğin düşük enflasyonlu bir ekonomide kısa vadeli faizlerin yıllık bileşiği sözcülümü %5 iken, 4-5 yıl vadeli kağıtlara ödenen faizlerin yıllık bileşiği, kağıdı ihraç eden kuruluşun kredibilitésine göre %6-%9 olmaktadır.

konjonktür dalgasının olumluya dönmesinden sonra da düşmeye direnir. Dolayısıyla (hem beklenti hem de gerçekleşme cinsinden) enflasyon ile döviz-kuru artış-oranı arasındaki makas da yeniden açılır ve finansal kriz sırasında hızla değer kaybetmiş olan mahalli-para, kısa/orta vadede yeniden hızlı bir değer kazanma sürecine girer. Kısacası sarmalın (veya "salınım"ın) başlangıç noktasına yeniden varılmıştır.

4.3. Bu Tür Sarmalların Oluşum Zeminini Hazırlayan Öğeler

Yukarıda özetlenen ve istikrarsızlık-sarmalı-yaratan dinamiklerde rol oynayan öğeler, en son analizde, iç ve dış tasarruf-açığına ilişkin bir etkileşim demeti teşkil eder. Bu iki açığın mikyası birbirine eşittir. Eğer X (ve M) sadece mal değil de, mal + hizmet ihracatı (ve ithalatı) olarak ve (S-I) da özel-sektör ve kamu-sektörü tasarruf yatırım dengelerinin toplamı olarak tanımlanırsa, CIA = (S - I) olur.²⁰ Dolayısıyla iç-tasarruf-açığı her zaman dış tasarruf açığına eşittir. Yani eğer bir ülkenin kamu+özel sektörü, ülkede üretilen toplam katma değerinde tüketim ve yatırım harcaması yapıyorsa, aradaki fark (iç-tasarruf-açığı) yabancıların tasarrufları ithal edilerek kapatılır --ki bu da tanım gereği cari işlemler açığına eşittir.

Bunun imlemi şudur: Eğer cari işlemler açığını azaltmak gereği duyuluyorsa, tasarruf oranının yükseltilmesi ve toplam tüketim ve/veya yatırım harcamalarını azaltması şarttır. Eğer büyüme oranını yüksek tutmak amacıyla yatırım harcamalarının ve bu harcamaların GSMH'ye oranının düşmesi istenmiyorsa, kamu+özel toplam tüketim harcamaları kısılmadan dış-açık kapatılamaz. Vurgulamak gerekir ki, iç-tasarruf açığı kamu sektöründen de özel sektörden de kaynaklanabilir. Kamu sektörünün açık vermediği birçok ülke, iç-tasarruf-açığı (=dış tasarruf açığı) ile karşı karşıya olabilir: Örneğin kamu sektörünün dengede olduğu bir ülkede eğer cari işlemler açığı varsa, bu açık tamı-tamına özel sektör yatırımları ile özel sektörün tasarrufları arasındaki farka eşittir.²¹

Bu bağlamda işaret etmek gerekir ki, 1989-2002 arası her yıl Türk özel sektörü çok önemli ölçüde tasarruf fazlası vermesine rağmen, 1994 ve 2001 yılları hariç her yıl cari-işlemler açığı oluşmuştur. Yani o yıllar kamu-sektörü tasarruf-açığı cari işlemler açığından daha büyük olmuş;

²⁰ İspatı: $C = C_G + C_D$; $S = S_G + S_D$; $I = I_G + I_D$ olarak tanımlanır. Gelir, ya tüketilir ya tasarruf edilir: $Y = C + S$. Harcamalar cinsinden $Y = C + I + (X - M) \rightarrow (S - I) = (X - M) \dots q.e.d.$

²¹ Ve tersi: Özel sektörde yatırım-tasarruf eşitliği olan bir ülkenin verdiği cari işlemler açığı tamı-tamına kamu tasarruf açığına eşittir.

özel sektör ise aradaki fark kadar tasarruf fazlası yaratmıştır --ki bu da söz konusu dönem boyunca özel-sektörün çok önemli ölçüde "mali-dışlama" (*crowding-out*) olgusu ile karşı-karşıya kalınmış olduğu anlamına gelir.

Fakat 2002-2006 arasında bu tabloda çok önemli bir değişiklik olmuştur: Kamu tasarruf açığı önemli ölçüde düşerken, özel sektör tasarruf fazlası tasarruf açığına dönüşmüş; bu arada 2003-2006 arasında CIA'da hızla artmıştır: CIA/GSMH oranı ise 2003 yılında -3.4 iken, hızla yükselerek 2005'te -6.2'ye ve 2006'da -8.3'e ulaşmıştır (DPT ve TCMB). 2003 ile 2006 arası kamu-tasarruf açığının GSMH'ye oranı sırasıyla, -11.2, -7.1, -1.9 ve -1.0 olarak oluşurken; özel sektör tasarruf-yatırım dengesinin GSMH'ye oranı +7.8, + 2.0, -4.3 ve -7.3. olarak gerçekleşmiştir.²² Bu rakamların özet imlemi şudur: Son dört yıl zarfında Türkiye'nin cari işlemler açığı büyürken, tanım gereği buna eşit mikyasta oluşan iç-tasarruf açığının iki müsebbibinden kamu-sektörü açığı giderek küçülmüş; ama öte yandan özel sektör tasarruf-yatırım dengesi 2004 yılından evvel önemli ölçüde fazla verirken, 2005 yılından itibaren büyüme trendi gösteren bir açık vermeye başlamıştır. 2007 yılında da bu rakamların 2006 yılına benzer bir biçimde oluşacağını tahmin ediyoruz. Bu gibi oranlar Türkiye'de daha evvel hiç gözlenmemiştir ve önemli --ve belki de kalıcı-- bir değişikliği simgelemektedir.

Yukarıda vurgulanan bu noktaları zihnimizde tutmak kaydıyla, 1989-2002 arasındaki dönem için istikrarsızlık yaratan dinamik döngülerin altında yatan makro-etmenler ve aralarındaki ilişkiler, aşağıdaki gibi iki ana grupta toplanabilir:

(i) Kamu-tasarruf-açığına ilişkin olanlar: Yüksek enflasyon, bütçe açıkları, iç borcun servis edilme zorunluluğu ve Hazine'nin belirsizlik ortamında kısa-vadeli ve yüksek-faiz vererek DİBS ihraç etmekten başka çıkar yolu olmaması gerçeği ve bunun iç-borç-servis oranını ve bütçe açıklarını arttırıcı etkisi... İstikrarsızlık-sarmalı-yaratan merkezi-çekirdek-problemin kamu-tasarruf açığına ilişkin en önemli kaynağı; istikrarsızlık beklentisinin, güvensizlik ve de kamu borçlanma

²² Metinde kamu açığı/GSMH yerine bütçe açığı/GSMH rakamları kullanılmıştır. Bu aslında önemli bir saptırma içermektedir, çünkü söz-konusu dönemde Türkiye'de birincisi ikincisinden 4-5 puan daha yüksek seyretmektedir. Bütçe-dış fonların net açıkları (ki aralarında sosyal güvenlik sistemi açığı önemli bir yer tutmaktadır) da eklenince, 2003-2006 dönemi Kamu Açığı/GSMH'nin (yaklaşık) -14.2, -10.5, -6.0 ve -5.5 ve dolayısıyla Özel-Sektör Tasarruf-Yatırım dengesinin de +10.8, + 5.4, -0.2 ve - 2.8 olduğunu tahmin ediyoruz.

gereksiniminin yüksek olduğu ortamda, iç borç stokunun ortalama faizinin yüksek ve ortalama vadesinin kısa olmasından kaynaklanan yüksek iç-borç servis yüküdür, denebilir.

(ii) **Cari İşlemler Açığına ilişkin olanlar:** $Nf > enf_p > dk_p$ eşitsizliğinin oluşmasına neden olan etkileşimler ve bunun neticesinde mahalli-paranın aşırı değerlenmesine ve cari işlemler açığının sürdürülemez düzeylere ulaşmasına yol açan dinamikler...

Bu iki temel etkileşim demeti arasındaki bağlaç, döviz-kurunun belirlendiği döviz piyasası ile nominal-faizlerin belirlendiği mahalli-para-piyasası arasındaki ilişkidir. Çünkü Hazine'nin sürekli ve oldukça kısa aralıklarla DİBS ihaleleri açma zorunluluğunda olduğu bir ortamda, ihalelerde alıcıların talep ettikleri nominal-faiz (f_n), alıcıların söz konusu vadede oluşmasını bekledikleri döviz-kuru artış-oranı (dk_p) artı bir risk-primine (RP) eşit olacaktır: ($f_n = dk_p + RP$). Belirsizlik ne denli yüksek ve DİBS piyasası ne denli bir "alıcı-piyasası" niteliğine sahip ise, risk-primi o denli yüksek olacaktır. İşaret etmek gerekir: Söz konusu vade içinde gerçekleşen NSH- CIA, dönem başında beklenen NSH-CIA'dan daha büyük olduğu derecede, (gerçekleşen dk , dk_p 'den küçük olacağı için) vade başlarında açılan ihaleler sonucunda ortaya çıkmış olan ortalama f_n , vade sonunda o derece yüksek bir döviz bazında getiri sağlayacaktır.

Böylece o dönemde --gerçekleşme cinsinden-- faiz lehine açılan faiz/kur makası, aynı tür dinamiğin gelecek vadede de oluşacağı beklentisini destekleyebilir. Desteklediği derecede de, aynı tür yatırımcı davranışı bir sonraki dönemde de aynı tür neticeyi verir. Çünkü beklenti bu şekildeyken faiz/kur makasından yararlanmak isteyen, gerek yabancı gerek TC uyruklu özel ve tüzel kişiler pozitif net sermaye hareketinin büyümesine yol açacak şekilde davranacak; bu ise piyasada döviz arzının bollaşmasına yol açarak döviz-kuru artış-oranının aksi-halde-oluşacağı-düzeyin altında kalmasına neden olacaktır. Dolayısıyla *cet.par.*, $enf > dk$ eşitsizliği büyüyecek ve mahalli para "**bu tür bir dinamik oluşmuş-olmasaydı-sıkki**"na kıyasla daha fazla reel-değer kazanacaktır. Bu tür bir döngünün orta vadedeki birikiminin CIA üzerindeki olumsuz etkisi malumdur.

Bu tür dinamikler üzerine fikir yürütürken, "beklenti" ve "gerçekleşme" cinsinden ayırımın her zaman titizlikle yapılması gerekir. İşaret etmek isteriz ki, yayımlanan birçok ekonometrik çalışmada bu ayırımın önemi göz ardı edilmekte ve "*incelenen dönem için tüm*

beklentiler aynen, gerçekleşmiştir” gibi hem gerçeğe aykırı, hem de “örtük” (deklare edilmemiş) bir varsayım yapılmaktadır. Örneğin bağımsız değişken olarak reel-faiz alınmışken, nominal-faizi reel-faize çevirmekte kullanılan enflasyon oranı beklenti cinsinden değil de gerçekleşmiş enflasyon cinsinden alınmaktadır. Veya örneğin, KVSG bağımlı; nominal-faiz ve döviz-kuru bağımsız değişkenler olarak yazılıp test edilirken, dk_p değil de **gerçekleşen dk** kullanılabilir! Dönem sonunda gerçekleşen oranların hiçbir belirsizliğe yer vermez bir kesinlikle dönem başında bilindiği örtük varsayımı yapılarak yürütülen böyle bir çalışma, hiçbir şekilde aydınlatıcı olamaz. Çünkü böyle bir varsayımla yola çıkmak demek, bu piyasalardaki *belirsizliklerin varlığını* ve *“geleceğe ait kesin bilgiye sahip olmanın imkânsızlığı”*’nı ve dolayısıyla piyasa dinamiklerinde beklentilerin rolünü tümünden inkâr ederek, incelenen konuya ilişkin en can-alıcı ve en temel ekonomik sorunsalı göz-ardı etmek demektir.²³

V. SONUÇ

Sonuç bölümündeki bu paragraflara, beklentilerin önemini vurgulayarak başlamak isteriz: Piyasadaki ekonomik aktörlerin (ağırlıklandırılmış) büyük çoğunluğunun beklentisi hangi yönde ise o gerçekleşir ve para otoritesinin müdahaleleri netice vermez. Örneğin reel-kur %30 değerlenmiş olsa ve önemli bir “kriz öncü-göstergesi” olan CİA/GSMH oranının yılsonu itibarıyla %8’leri bulacağına tahmin ediliyor olsa bile, eğer NSH makyası ve beklentisi gibi başka bazı nedenlere dayanarak piyasa istemiyorsa, kurun fiyatını yükseltmek amacıyla TCMB’nin yapacağı 5 milyar dolarlık alım, 15 Şubat 2006 gününde olduğu gibi kuru yerinden kıpırdatamayacaktır. Ve de tersi. Beklentiler kesin ve ağırlıklı bir biçimde olumsuzsa dönerse, ciddi bir spekülasyon saldırdı durumunda olduğu gibi TCMB’nin yapacağı döviz-satımları kurun yükseliş trendini kırmakta başarısız olur. Mayıs-Haziran çalkantısında bu olmamıştır. Neden? Çünkü piyasadaki bir takım aktörler, kurun yükseleceğini bekleyip hareketi başlatmışlarsa da, kısa bir müddet içinde 2006 yılı için beklenen pozitif net sermaye hareketinin 40 milyar doları aşacağına²⁴ dair tahminlerde bir değişiklik olmadığı için, hareket bir

²³ Son yıllarda TCMB beklenti anketlerinin sağladığı veriler bu bağlamda araştırmacıları “çaresizlikten kurtarabilir. Nitekim enflasyon beklenti anketleri artık üretilmektedir.

²⁴ Nitekim Net pozitif sermaye hareketindeki ilk altı aylık gerçekleşme 26 milyar dolar civarındaydı.

“mini-saldırı” hüviyetine bürünmüş ve sonunda eriyip gitmiştir.

Bu bağlamda şu noktaya işaret etmek gerekir: “Parasal Otorite hem faizi hem döviz kontrol edemez; birini kontrol edip diğerini piyasa koşullarının belirlenmesine bırakmak zorundadır.” Bu artık “klişe” olmuş bir söz. Oysa bu, bazı koşullarda doğru değildir: Ciddi bir spekülatif bir saldırı durumunda, TCMB ne faizi ne de döviz kontrol edebilir. Bırakınız ciddi bir spekülatif saldırıyı, Mayıs-Haziran çalkantısı gibi bir “mini saldırı” esnasında bile bu ikisi beraber hareket ederler. Bu beraber-hareket basit bir korelasyon eseri değil, piyasa aktörlerinin iktisadi ve mantıki davranışından ve bu davranışa bağlı olarak oluşan piyasa matematiğinden kaynaklanır. Bu son cümledeki önermenin açılımı, rakamsal bir örnekle beraber 3.2. No.lu bölümün ilk 3 paragrafında verilmiştir.

Bu noktaların haricinde sonuç olarak şunlar söylenebilir:

Serbest piyasa ekonomilerinin konjonktürel hareketler yaşadıkları ve birkaç yıl için bile olsa çok düşük oranda büyüebildikleri, %8’i aşmış olan CİA/GSMH oranında yansıdığı üzere YTL’nin aşırı değerlendirildiği ve birkaç yıl boyunca --tercihen tedrici bir biçimde-- reel değer kaybetmesinin arzulanır olduğu göz önüne alınırsa ve de bu iki olgunun aynı zaman aralığında yaşanma olasılığının yüksek olduğu kabul edilirse, Mayıs-Haziran çalkantısından çok daha ciddi bir sarsıntının gelecekte para, döviz ve sermaye piyasalarını sarsması muhtemeldir. O zaman, enflasyon ve nominal faiz-oranları artacak; iç borç servis oranı ve *Borç-Stoku/GSMH oranını sabit tutabilmek için gerekli Faiz-Dış-Bütçe-Fazlası’nın GSMH’ye oranı* önemli ölçüde yükselecektir. Peki, bu ikilemlerden kurtuluş yolu yok mudur? Vardır: Türk toplumu, tasarruf oranını şimdiki %19-%20 düzeyinden %26-%28 aralığına çıkartırsa, bu ikilemlerden büyük ölçüde kurtulur. Bunun ötesinde söyleyeceklerimizi ise iki başlık altında toplayabiliriz:

(i) Kamu tasarruf açığının giderilmesi için gereken gelişmeler

2002-2006 arasında bütçe açıkları başta olmak üzere kamu maliyesine ilişkin bazı istatistiklerde önemli iyileşmeler sağlanmış olmasına rağmen, henüz “**kalıcı bir düzelme sağlanmıştır**” diyebilmek için erkendir. İki nedenle:

(i) Çünkü 2006 yılı bütçesi denk bütçe olmaya çok yaklaşmış görünmesine rağmen²⁵ başta sosyal güvenlik sistemi açığı olmak üzere

²⁵ Aralık 2006 sonu itibarıyla Bütçe-Açığı/ GSMH tahmini %0.5 dolaylarındaydı.

bütçe-dışı kamu kuruluşlarının açıkları da hesaba katıldığında, toplam kamu tasarruf-açığının GSMH'ye oranı hala %4'ü bulmaktadır. Kaldı ki, adı "*işsizlik sigortası fonu*" olmasına rağmen, kurulduğundan bu yana gerçekte "*kamu-borçlanma gereksinimine destek fonu*" olarak işlev gösteren bu fonun²⁶ verdiği yaklaşık 6.5 milyar YTL'lik fazlayı düşecek olursak, kamu-açığı/GSMH oranı %5'i geçer. (ii) Ayrıca; toplam faiz ödemeleri, iç borç-servisi ve KBG/GSMH oranları, salt 1999'dan bu yana uygulanmaya çalışılan politikalar demeti eliyle düşürülmeye karşı dirençli görünmektedir. 2002-2006 arasında 5-yıllık bir yüksek konjonktür döneminde hakim olan iyi beklentiler ve ehven piyasa koşullarında oluşmuş bulunan iyileşmelere rağmen, **KBG, iç borç-stoku ve toplam faiz ödemelerinin GSMH oranlarında ve de iç borç-servisinde 1992-99 dönemi ortalamasını bile tutturamayan gerçekleştirmeler** bu önermenin doğru olduğuna işaret eder (Çakmak, 2006:47-49).

Kamu-Açığının ve KBG'nin düşürülmesi için kamu harcamalarının kısılması ve/veya kamu gelirlerinin arttırılması gerekir. Fakat TC hükümetleri son 35 yıldır kamu gelirlerini arttırmak için özelleştirme çabaları haricinde sadece ek vergilere ve dolaylı vergilerin sayısını ve oranlarını arttırma yoluna başvurmuşlar; vergi sistemini iyileştirmek için ciddi girişimlerde bulunmamışlar; özellikle doğrudan vergiler ve gelir vergisi alanında yapılması elzem reformlardan --bu tür reformların o-yakaybına neden olacağına inandıkları için-- kaçınmışlardır. Kamu harcamalarını kısma girişimleri ise daha çok kamu yatırımlarının Milli Gelir oranının düşmesi ve kamu çalışanların reel-gelirlerinin uzun vadeli artış-oranının Milli Gelir artış-oranının altında kalması şeklinde tezahür etmiştir. Ama artık cari ve yatırım harcamaların GSMH'ye oranları fazlasıyla düşük düzeylere varmış ve harcama kalemleri arasında faiz ödemeleri haricinde kısılacak bir kalem kalmamıştır. Toplam faiz ödemelerini azaltmak ise, beklentilerin ve "güven" in çok önemli bir ölçüde ve kalıcı bir şekilde iyileşmesine bağlıdır. 2002-2006 arasında olumlu beklentilerin varlığına rağmen güven sorunu sürmektedir. Bunun

²⁶ 2006'da İşsizlik Sigortası Fonunun (İSF) gelirleri yaklaşık 7 milyar YTL, Gelir/Gider fazlası 6.5 milyar YTL iken, toplam işsizlik ödenekleri yaklaşık 0.41 milyar YTL olmuştur. Yani 2006'da İSF toplam fon gelirinin yaklaşık %75'i ile DİBS satın alırken, işsizlik ödeneği olarak toplam gelirinin sadece %6'sından azını harcamıştır. İSF'nin toplam fon büyüklüğü 22 milyar YTL'yi geçmiştir. Bunun yaklaşık %77'si (yaklaşık 17 milyar YTL) DİBS'lere plase edilmiş durumdadır. Yani 251 milyar YTL'lik iç borç stokunun yaklaşık %6.8'i İSF'nin portföyündedir (İSF verileri http://www.calisma.gov.tr/basimbulteni/issizlik_sig_gelir_gider3.htm; DİBS stoku rakamı ise <http://ekutup.dpt.gov.tr/tg/index.asp?yayin=teg&yil=0&ay=0> dan alınmıştır.

tartışılmaz yansıması, döviz mevduatı tutmanın fırsat maliyeti son beş yıl boyunca yüksek kalmış olmasına rağmen, döviz mevduatlarının toplam mevduatlar içindeki oranında önemli bir düşüş kaydedilmemiş olmasıdır. Ayrıca 2001-2006 arasında geçen beş yıl boyunca çok olumlu bir yüksek konjonktür döneminin yarattığı koşullara ve iyi beklentilere rağmen, Mayıs-Haziran 2006 çalkantısından beri yıllık bileşik nominal-faiz oranları %17'nin altına düşmeye karşı direnç göstermektedir.

Kalıcı bir çözümün olmazsa-olmaz koşulu Türk toplumunun toplam tasarruflarını %19 civarından %30 civarına yükseltmesidir. Bu arada ve buna paralel olarak, özellikle dolaysız vergi gelirlerinin payını ve de toplam kamu gelirlerini arttıracak köklü reformların yapılması gerekir. Vurgulamak gerekir ki, toplam kamu gelirlerinin ve de faiz-dışı kamu harcamalarının GSMH'ye oranları, aynı oranların OECD-ortalamasına kıyasla Türkiye'de fazlasıyla düşüktür. 2004 rakamlarıyla 15 eski AB ülkesinde faiz-dışı kamu harcamaları/GSYİH oranı ortalama %43 civarındadır. Bu oran Fransa'da ve İskandinav ülkelerinde ise %50'nin üstünde iken,²⁷ Türkiye'de 2002-2005 ortalaması cinsinden, %23'ün altındadır. (Çakmak, 2006:47-48) Bu rakamlar, **Türkiye'de kamu kesiminin asli fonksiyonlarını çağdaş ülkelere benzer bir şekilde yerine getirebilmesi ve de hizmet eden ve kaliteli hizmetler sunan bir konuma gelebilmesi için fazlasıyla küçük olduğunu göstermektedir.** Öyleyse bütçe gelirleri arttırılmalıdır. Ama bunu yaparken toplam gelirler içinde vergi gelirlerinin, vergi gelirleri içinde de dolaysız vergi gelirlerinin payını yükseltecek köklü reformların yapılp; Türk vergi sistemine müterakki bir nitelik kazandırılması ve etkin uygulamasının --icbar edici cezai müeyyideleri dahil-- çağdaş ülkelere benzer bir hale getirilmesi gerekir. Yani kaba bir özetle; dolaylı/dolaysız vergi gelirleri oranının tersine çevrilmesi, kayıt dışı faaliyetlerin kayıt altına alınması ve de zaten kayıt altında görünmekle birlikte yalan matrah beyanı yoluyla kaçırılan önemli ölçüdeki kaçığın engellenmesi için gerekenlerin yapılmasının şart olduğunu düşünüyoruz.

(ii) Dış açığa ilişkin istikrarsızlığın giderilmesi için gereken gelişmeler

Eğer toplam faktör verimliliğindeki (TFV) artışlar, Dolar ve Euro

²⁷OECDStatisticalDatabases"verileri(<http://cs4hq.oecd.org/oecd/eng/TableView/wdsview/dispviewp.asp>) yardımıyla tarafımızdan hesaplanmıştır.

gibi rezerv paraların sahibi ülkelerdeki verimlilik artışlarının üzerinde seyredebilirse ve de ihracata-yönelik hem yerli, hem de doğrudan yabancı sermaye yatırımları önemli ölçüde artarsa, o zaman YTL'nin ihtiyaç duyduğu "düzeltme," YTL reel-değer kaybına uğramadan da gerçekleşebilir. Cari işlemler açığı üzerindeki etki açısından salt reel-kura değil de, reel-kur artı Türkiye ve Türkiye'nin en çok ihracat yaptığı 5-10 ülkenin TFV artış hızları arasındaki farkın bileşkesine bakmak gerekir.²⁸ Çünkü Türkiye'deki TFV artışları Dolar ve Euro gibi rezerv paraların sahibi ülkelerdeki TFV artışlarının ne derece üzerinde seyrederse, TFV artışlarında Türkiye lehine oluşan bu farkın yaratacağı görece birim maliyet düşüşlerinin etkisiyle ihracatın artış hızı, *cet.par.*, o derece olumlu etkilenecektir.²⁹ O takdirde YTL'nin reel değeri sabit kalırken bile, DTA/GSMH ve CIA/GSMH oranları zamanla küçülebilir. Üstelik bu gerçekleşebilirse, ekonomi düşük büyüme konjonktürüne girdiği dönemlerde bile "*Borç/GSMH oranını sabit tutabilmek için verilmesi gerekli faiz dışı bütçe fazlası (FDBF) /GSMH*" tutturulması çok güç olan oranlara ulaşmaz. Çünkü bu takdirde, kurda düzeltme için dk'nın --ve de ona paralel olarak nominal faizlerin-- yükselmesi gerekmeyecektir.

Bu son önerme karmaşık ama çok önemli bir ilişki yumağının sonucuna işaret etmektedir. IMF modeline dayanarak yapılan iki çalışma, *cet.par.*, büyüme oranı ve enflasyon oranı ne denli düşük, YTL reel faiz oranı ve döviz kuru artış oranı ne denli yüksek ise, *Borç/GSMH oranını sabit tutabilmek için verilmesi gerekli FDBF/GSMH oranının* o denli yüksek olacağını göstermektedir (Keyder, 2003: 57-64; Çakmak, 2006: 212-226). Bu sonuç önemli bir dizi ikilem içerir: Eğer tasarruf oranı sabitse, CIA'yı azaltmak için büyüme oranının ve/veya YTL'nin reel

²⁸ Bu bağlamda işaret etmek isteriz ki, Türkiye'deki ihracatın reel-kur ve OECD ülkelerinin GSYİH'sinin bir fonksiyonu olarak alan ve ihracatın reel-kur esnekliğini bulan (Senhadji ve Montenegro, 1999; Aydoğan, 2002; Burhan ve Mustafaoğlu, 1998) bazı çalışmalar, bu açıdan geliştirilmeye açıktır. Fonksiyona TFV artış oranlarının (farkı veya oranı) üçüncü bir bağımsız değişken olarak dahil edilirse, hem kuramsal açıdan daha doğru bir iş yapılmış olur, hem regresyondaki r^2 yükselir. Hatta daha iyisi, "*TFV'liği artış oranları arasındaki fark ile düzeltilmiş reel-kur*" değişkeni hesaplamak ve bu değişkeni "salt reel-kur" yerine bağımsız değişken olarak kullanmaktır.

²⁹ Nitekim 2001-2004 arasında Türkiye'deki TFV artış hızının, Türkiye'nin en çok ihracat yaptığı 5-10 ülkedeki TFV ortalamasının üstünde seyrettiği ve bunun YTL'nin reel değer kazanmasının ihracat artışı üzerine yaptığı olumsuz etkinin önemli bir kısmını telafi ettiği anlaşılmaktadır. Ama bu "telafi edici" etkinin 2004 yılından itibaren iyice azalmış görünmektedir. 2004 ve 2005 yıllarında (ve de tahminen 2006'da) CIA'nın onca yüksek oluşmasında vurguladığımız bu faktörün önemli bir etkisi olduğu kamsındayız.

değerinin düşmesi gerekir. İkincisinin gerçekleşmesi için *cet.par.*, dk'nin yükselmesi ve/veya enflasyonun düşmesi gerekir. dk'nin yükselmesi, *cet.par.*, nominal faizleri yükseltir; bu arada enflasyon sabit kalır veya düşerse reel-faizler de yükselecektir; bu ise, *cet.par.*, yatırımları ve g'i düşürecektir. Oysa model, hiçbir tereddüde mahal vermez bir şekilde bu dört değişkenin (g, dk, enf ve reel-f) herhangi birinde bu istikametlerde değişiklik olması durumunda, *cet.par.*, *Borç/GSMH oranını sabit tutabilmek için verilmesi gerekli (FDBF)/GSMH oranının* yükseleceğini; dördünün birden işaret edilen istikametlerde değiştiği takdirde ise, *Borç/GSMH oranını sabit tutabilmek için verilmesi gerekli FDBF/GSMH oranının* tutturulması çok güç (yüksek) oranlara çıkmasının kaçınılmaz olduğunu göstermektedir. Ama öyleyse söz konusu dört değişkenin en az üçünde FDBF/GSMH üzerinde "olumsuz" etki yapan değişimler çok olası olduğuna göre,³⁰ istikrar beklentilerini oluşturan bir dizi temel makro değişkende piyasa beklentilerini ve "güven" faktörünü olumsuz etkileyecek gelişmeler oluşma ihtimali yüksektir.

Bir önceki paragraftaki ilişkiye geri dönersek... Hem toplam faktör verimliliğindeki artışlarda hem de ihracata yönelik doğrudan yabancı (ve de yerli) sermaye yatırımlarında bir önceki paragrafta betimlenen öncül önermede değinildiği gibi "olumlu" gelişmeler gerçekleştiği derecede, *cet.par.*, Türk ekonomisinin dış dengelerine ilişkin istikrarın ve dolayısıyla döviz-kurundaki istikrarın sürekliliği hakkında piyasaların duyduğu güven o derece pekişir. Bu gibi bir "iyi-senaryo"nun gerçekleşmesi halinde, risk-algılaması olumlu etkilenecek ve piyasanın TL cinsi borçlanmalarda talep ettiği risk primi önemli ölçüde düşecektir. Bu durumda başta nominal faizler ve enflasyon ve de kamu faiz ödemelerinin bütçe içindeki payı olmak üzere, "kamu-tasarruf açığına ilişkin" değişkenler de olumlu etkilenir. Çünkü piyasa aktörleri burada yapılan analizin benzerlerini zaten yapmaktadırlar ve bu aktörlerin risk algılamaları ve davranışları elbette vardıkları sonuçlara göre oluşmaktadır. Ama gerçekçi olmak gerekirse, bu iyimser senaryonun toplam tasarruf oranında önemli artışlar kaydedilmediği sürece, fazlasıyla iyimser olduğunu düşünüyoruz. Çünkü bu bağlamdaki özet ve sonuç yargımız şu

³⁰ Enf.'i düşürmek zaten hedef. Bu başarıyla sürdürülürken kurda bir düzeltme, tedrici bile olsa nominal faizleri yükseltecektir. Bu arada enf düşük tutulabildiği derecede reel faizler yükselecektir. Bu arada, bir de, g düşerse, *Borç/GSMH oranını sabit tutabilmek için verilmesi gerekli (FDBF)/GSMH oranını* belirleyen dört temel makro değişken de bu oranı yükseltici istikamette değişiyor olacaktır.

dur: Türkiye'nin, yukarıdaki paragrafta değinilen iki çalışmadan ortaya çıkan tablonun imlemediği ikilemler ve bu ikilemlerin içerdiği ciddi sorunlar ile gelecek üç-beş yıl içinde karşı karşıya gelme olasılığı, tasarruf oranında önemli artışlar kaydedilmediği derecede ve de bir önceki paragrafın ilk cümlesinde betimlenen olumlu gelişmeler gerçekleşmediği derecede artacaktır.

Maalesef tasarruf-oranının artacağına dair hiçbir emare yoktur; tam tersine, kamu-tasarruf açığındaki düşüşe rağmen Türkiye'nin toplam tasarruf açığı %8'lik CİA/GSMH oranında yansıdığı üzere yükselme trendindedir. Bu ekonominin (daha doğrusu bu toplumun) daha çok tasarruf etmesi için ne gibi bir transformasyon gerekir, bunu ayrıca tartışmak gerekir. Ama böyle bir transformasyon ufukta görünmemektedir. TFV ve ihracata yönelik doğrudan yabancı yatırımlarda önemli ölçüde ve kalıcı bir artış beklemek de fazla iyimserlik olur. Gelecek üç-beş (veya beş-on) yıl boyunca, bir önceki paragrafta özetlenen *Borç/GSMH oranını sabit tutabilmek için verilmesi gerekli FDBF/GSMH oranına ilişkin tablonun imlemediği ikilemler yumağı ile boğuşmak* durumunda kalacağız anlaşılabilir...

KAYNAKÇA

- Akyüz, Y ve Boratav, K (2002) "Türkiye'de Finansal Krizin Oluşumu", *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 197, 14-45.
- Alper, C.E. ve Z. Onis, (2003). "Financial globalization, the democratic deficit and recurrent crises in emerging markets: The Turkish experience in the aftermath of capital account liberalization." *Emerging Markets Finance and Trade* 39 (3), s. 5-26.
- Burhan, V., Mustafaoğlu, Z. (1998) "Asya Krizinin Türkiye İhracatı Üzerine Muhtemel Etkileri", *DPT*, Ankara.
- Çakmak, U. (2006) *2001 Krizinin Anatomisi, -Krizin Kökenlerinin ve Oluşumunun Bir Analizi, İç ve Dış Tasarruf Açığının Sürdürülebilirliğine İlişkin Kantitatif Çalışmalar ve Yorumlar: Yayınlanmamış Doktora Tezi*, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı.
- Çakman, K, Çakmak U. (2007), "Türkiye'de 'Anahtar' Fundamentaller Arasındaki Etkileşim-Dinamikleri Üzerine Analitik Notlar", *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, Cilt 18 No. 63 (Basımda)
- Çakman, K, Çakmak U. (2007), "Cari İşlemler Açığı, Net Sermaye Hareketi, Kur Değişim Hızı ve Reel Kur Endeksi" *Politik, Finans ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Cilt 44 Sayı 511, s. 28-37.
- Keyder, N. (2003) "Kur Değişimi ve Türkiye'de Borcun Sürdürülebilirliği",

İktisat İşletme ve Finans Dergisi, 207, 57-64.

Kibritçioğlu, B, Köse, B ve Uğur, G. (1998) "A Leading Indicators Approach to the Predictability of Currency Crises: A Case of Turkey", *Hazine Dergisi*, 12, 1-27.

Özkan, F. G. (2005) "Currency and Financial Crises in Turkey 2000–2001: Bad Fundamentals or Bad Luck", *The World Economy*, 28, 541- 572.

Senhadji, A, Montenegro, C. (1999) "Time-Series Estimation of Structural Import Demand Equation: A Cross-Country Analysis", *IMF Staff Papers*, 45 (2), 259–279.

Uygur, E. (2001) "Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri", *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni*, 1, 1-36.

Yay, G. G. (2001) "1990'lı Yıllardaki Finansal Krizler ve Türkiye Krizi", *Yeni Türkiye Dergisi*, 42, 1234–1248.