

## “Yükselen Piyasa Ekonomisi” Olarak Türkiye

Erinç Yeldan, 2 Mart 2005

2004 yılına ait veriler, geçtiğimiz yıl içinde dünya finans piyasalarında olağanüstü coşkulu bir önemden geçildiğini gösteriyor. Örneğin, *Uluslararası Finans Enstitüsü*'nce yayımlanan veriler, 2004 yılı boyunca -aralarında Türkiye'nin de bulunduğu- *yeni yükselen piyasalar* diye adlandırılan ülkelere olan net özel sermaye girişlerinin 279 milyar dolara ulaştığını belirtmektedir. Söz konusu rakamın, 1997 Asya krizinden sonra dünya finans piyasalarında gerçekleşen en yüksek miktar olduğu sıkça dile getirilmektedir.

*Yükselen piyasa ekonomisi* kavramı, 1980'lerin sonlarından başlayarak finansal serbestleştirme ve kambiyo rejimlerinin kuralılaşdırılması (de-regülasyon) politikalarını benimseyerek, ulusal mali piyasalarını uluslararası finansal sermayenin spekülasyonuna açmaya yönelik ekonomilere verilen addır. 60'lı ve 70'li yıllarda *kalkınmakta olan ülkeler* diye anılan bu ekonomiler, kalkınma ve sanayileşme kavramlarının birer birer iktisat politikası gündeminden çıkarılmasıyla birlikte bu ifadeyle anılmak yerine, “yükselen piyasaya” dönüştürülmüşler ve uluslararası finans şebekesinin kısa dönemli faiz, kur, borsa hesaplarına dayalı mantığına tabi kılınmışlardır.

Türkiye de 1980'ler boyunca sürdürdüğü finansal serbestleştirme politikalarını, 1989'da sermaye hareketlerini tamamiyle kuralılaşdırılan 32 sayılı karar ile birlikte tamamlamış durumdadır. Böylece artık *yükselen piyasa* statüsü kazanan Türkiye, büyüme potansiyelinde iç dinamiklerini yitirerek, ekonomik ve siyasi geleceğini giderek uluslararası finans sermayesinin kararlarına teslim etmiştir.

\*\*\*

“Yükselen piyasa ekonomileri” içinde Türkiye, 2003 ve 2004 yıllarını oldukça yoğun bir “yabancı” ilgisi altında geçirmiştir. AKP'nin iktidarda olduğu bu dönemde, yurtdışı yerleşiklerin Türkiye'deki finansal portföylerinin toplamı 7.1 milyar dolardan, 2004 sonunda 30.2 milyar düzeyine sıçramıştır. Bu artışta en yüksek pay, 2002 sonunda 2.9 milyar dolardan, 2004 sonunda 15.4 milyar dolara yükselen İMKB hisse senetleri ile 8.7 milyar dolarlık net artış gösteren devlet iç borçlanma senetleri portföylerine aittir. Söz konusu veriler aşağıdaki tabloda özetlenmektedir.

### Yurtdışı Yerleşiklerin Finansal Portföylerinin Bileşimi (Milyon Dolar)

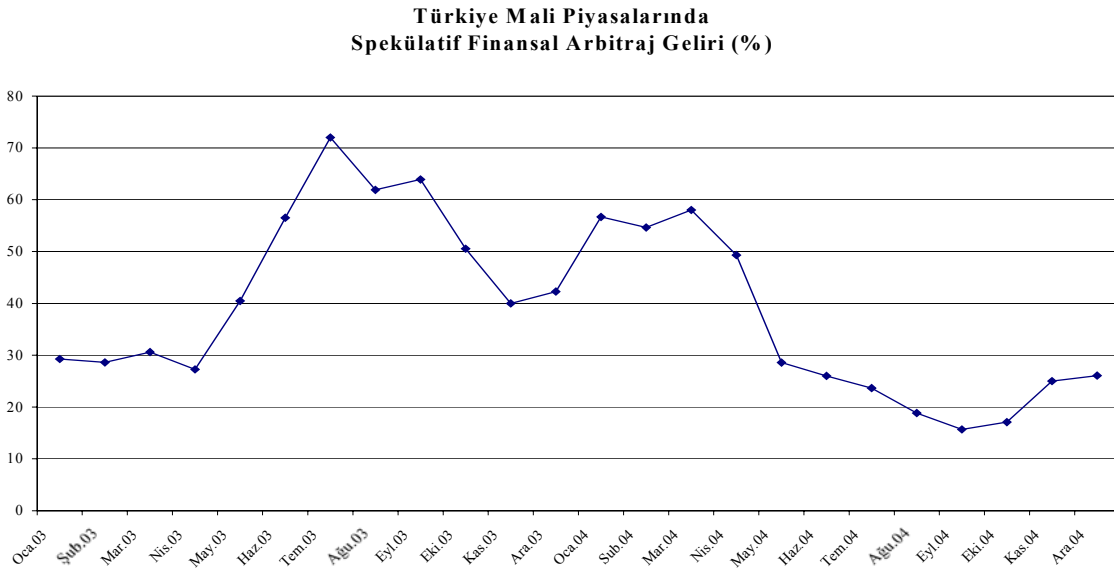
	2002 Aralık	2003 Aralık	2004 Aralık
İMKB Hisse Senedi	2,910	7,726	15,408
Devlet İç Borçlanma Senetleri			
TL Cinsinden	1,370	3,669	8,687
Döviz Cinsinden	99	218	1,413
Diğer	2,674	4,064	4,677
TOPLAM	7,053	15,677	30,185

Kaynak: TC Merkez Bankası, Dış Bank Ekonomik Araştırmalar ([www.disbank.com.tr](http://www.disbank.com.tr))

Söz konusu "sıcak" para hareketlerini uyarıcı ana iktisadi değişkenin yurt içi reel faiz ile yabancı paranın (doların) yıllık aşınması arasındaki arbitrajdan doğduğu bilinmektedir. Türkiye bu tür sermaye girişlerini yüksek reel faiz ve düşük döviz kuruna dayalı *spekülatif arbitraj* (korunmamış faiz paritesi) sayesinde çekebilmektedir.

Buradaki finansal arbitraj değişkeni, Türkiye finans piyasalarına giriş yapan 1 dolarlık dövizin, dönem başındaki kurdan TL'ye çevrilmesi, TL bazında faiz geliri elde ettikten sonra da tekrardan döviz cinsinden yurt dışına çıkışı sonucu elde edilen net geliri göstermektedir. Bu işlem boyunca arbitraj geliri faiz haddi yükseldikçe artacak, TL'nin yabancı para karşısında değer kaybetmesi durumunda da gerileyecektir. TL bazındaki faiz oranını  $R$ , döviz kurundaki (TL/\$) artış oranını da  $E$  olarak gösterirsek, finansal arbitraj oranı  $[(1+R)/(1+E)]-1$  olarak tanımlanmaktadır.

Aşağıdaki şekil Türkiye ekonomisinin dünya finans piyasalarına 2003 yılı başından bu yana sunmuş bulunduğu spekülatif arbitraj getiri oranını vermektedir. Şekil'de yurt dışından Türkiye'ye finansal yatırım amacındaki bir ajanın yurt içindeki en yüksek finansal getiriyi veren enstrümana yöneleceği varsayılmış, bunun için de 3-aylık devlet iç borçlanma senetleri (DİBS) faiz haddi seçilmiştir.



Şekil AKP iktidarı dönemi boyunca yurtdışından sağlanan sıcak para girişlerinin ardında da bu tür yüksek oranlı arbitraj fırsatları yattığını göstermektedir. OECD ülkelerinde ortalama faiz oranları yüzde 4-5 düzeyinde seyrederken, Türkiye'nin küresel finans piyasalarında yüzde 30'a yakın düzeyde bir spekülatif finansal getiri sunması sonucunda bu piyasalardan "sıcak" nitelikli finansman olanaklarına kavuşabilmiştir. Türkiye'nin *yükselen piyasa* olarak üzerine düştüğünü yapmış olduğu şekildeki verilerden anlaşılmaktadır!

Yüksek reel faizlerin başı çektiği finansal arbitraj getirisine dayalı spekülatif sermaye girişlerinin doğal sonucu, para piyasalarındaki döviz bolluğudur. Sıcak para girişlerinin olası

kıldığı döviz bolluğu, bir yandan ithalat hacmini uyarıp dış ticaret ve cari işlemler açıklarına yol açarken, bir yandan da hkmetin TL cinsinden dış borç yükümlülüklerini geriletmektedir. Dolayısıyla, son derece hassas spekülatif dengelelere dayalı bu tür döviz girişlerine dayanan bir büyüme konjonktüründen geçen Türkiye, bir yandan da işsizliğin geriletilemediği ve reel ücret düzeyinde 2001-2002 yıllarında gerçekleşen çöküntünün hl süregeldiği bir ekonomik süreç sergilemektedir.

Bu zellikleriyle Türkiye'nin büyüme olgusunu "spekülatif-yönlü büyüme" olarak nitelemek doğru olacaktır. Bu tür bir büyüme sürecinin sürdürülebilmesi ise sürekli olarak yüksek reel faiz ve düşük kur dengesinin tutturulabilmesine bağlı gözükmektedir.