ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ VE KALKINMA: TÜRKİYE ÖRNEĞİ*

M. Ferhat EMİL**
M. Tuğrul VEHBİ***

ABSTRACT
INTERNATIONAL CAPITAL FLOWS AND DEVELOPMENT: THE CASE OF TURKEY
The aim of this study is to investigate the economic impacts of liberalizing capital movements on Turkish economy. Within this respect a theoretical framework has been proposed and the validity of the framework has been tested by using Turkish data. It is found out that strong correlation exists between growth and capital inflows in Turkey. Bearing this in mind, special emphasis has been given to the ways and methods of dealing with capital inflows.

1. Giriş

1970'li yıllarda yaşanan petrol krizlerine kadar ithal ikameci kalkınma stratejisi benimsemiş birçok gelişmekte olan ülke petrol krizleri sonrasında yaşadıkları ekonomik darboğazlar ve kaynak sıkıntıları nedeniyle bu politikayı sürdüremez duruma gelmişlerdir. Özellikle tasarruf açığı ve ödemeler dengesi sorunları yaşayan gelişmekte olan ülkeler yurtdışından daha kolay kaynak sağlayabilmek ve kalkınmalarını hızlandırmak amacıyla 1980'li yılların başından itibaren gerek mal piyasaları gerekse de finansal piyasalar bağlamında önemli ölçüde serbestleşmeye gitmişlerdir. Bunun sonucunda gelişmiş ülkelerdeki fazla fonlar ülkeler arasındaki getiri farklılıkları çerçevesinde hareket etmeye başlamış ve bu bağlamda ciddi getiriler vaad eden gelişmekte olan ülkelere yönelmiştir. Bu süreçte gerek IMF gerekse de Dünya Bankası, sermaye hareketlerinin ticari ve mali küreselleşme sürecine giren

---

* Bu çalışmada yer alan görüşler yazarlara ait olup, Hazine Müsteşarlığı'nın resmi görüşünü yansıtmamaktadır

** Hazine Müsteşar Yardımcısı
*** Hazine Uzmanı

gelişmekte olan ülkelerin büyüme hedeflerine ulaşmadaki önemli bir kaynağı olduğunu belirtmiş ve istikrar programlarında mali liberalizasyonun tavsiye edilmesi temel bir politika haline gelmiştir.

Liberalizasyon sürecine hızlı bir şekilde giren ve bunun olanaklarından yararlanma yolunu seçen birçok gelişmekte olan ülke bu süreçte ortaya çıkabilecek olumsuzlukları dikkate almamış, beklemedikleri ve öngörmedikleri birtakım sorunlarla karşılaşmışlardır. Bu politikayı seçen ülkeler, sermaye hesaplarında geniş bir serbesti sonrasında para politikası, faiz haddi ve kur üzerindeki etkinliklerini bir ölçüde kaybetmiş, bu durum kısa vadeli sermaye hareketlerinin artmasına ve özel sektörün kısa vadeli borçlanmasına yol açmıştır. Öte yandan bu ülkeler sürekli sermaye girişini sağlayabilmek amacıyla reel faiz haddini yerli paranın aşınma haddinin üzerinde tutmak zorunda kalmışlardır. Özellikle 1994-95'te Meksika'da, 1997'de Asya'da ve 1998'de Rusya'da meydana gelen krizler sermaye hareketlerinden beklenen olumlu etkinin kolaylıkla tersine dönebileceğini göstermiş ve sermaye hareketleri ciddi bir biçimde sorgulanmaya başlanmıştır.

Bu süreçte bazı iktisatçılar (Akyüz ve Cornford,1999) uluslararası sermaye hareketlerinin doğasında bazı istikrarsızlık unsurları olduğunu ve gelişmekte olan bir ülkenin küresel mali sisteme bütünüyle entegre olmasının söz konusu ülkede finansal kriz ve parasal kargaşa yaşanmasına neden olabileceğini belirtmişlerdir. Bazı iktisatçılar ise sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile ilgili zamanlama sorunu üzerinde durmuş ve makroekonomik dengesizliklerini gidermeyen ve sağlıklı bir finansal sisteme sahip olmayan bir ülkenin sermaye hareketleri serbestisine geçmesinin ekonomiyi kırılgan ve krize açık bir hale getireceğini ifade etmiştir (Eichengreen et al. 1999).

Türkiye, 1970'lerin sonunda yaşadığı ciddi ödemeler dengesi kriziyle birlikte birçok gelişmekte olan ülkede olduğu gibi ithal ikamesine dayanan sistemi terk etmiş ve 1980'li yılların başında ihracata dayalı büyüme stratejisini benimseyen modeli uygulamaya koymuştur. Büyüme, ihracat artışı, gelişmiş bir mali sistem ve ekonomik istikrar bu süreçte önemli hedefler olmuştur. 24 Ocak Kararları ile öncelikle mal piyasaları serbestleştirilmiş daha sonra yurtiçi mali piyasaların uluslararası mali piyasalar ile eklemlenmesine yönelik mevzuat değişikliği yapılmıştır. Sermaye hareketlerine serbestlik getiren süreç 1989-1990 döneminde tamamlanmıştır.

Bu çalışmada 1989 yılında 32 Sayılı Kararın kabulü ile sermaye hareketlerine getirilen serbestinin Türkiye ekonomisine etkileri incelenmekte ve bu etkilerin teorik çerçeve ile tutarlılığı test edilmektedir. Sermaye hareketleri ile büyüme

arasındaki ilişkinin test edilmesinin ardından sermaye hareketlerinin olumsuz etkilerini gidermek amacıyla literatürde öne sürülen politika önermeleri tartışılmaktadır.

İkinci bölümde Türkiye ekonomisinde yaşanan gelişmeler temel makroekonomik büyüklükler çerçevesinde özetlenmekte ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi için gerekli makroekonomik ortamın var olup olmadığı incelenmektedir.

Üçüncü bölümde sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisine olan etkileri, teorik çerçeve içerisinde test edilmektedir. Bu kapsamda sermaye hareketlerinin reel kur, tüketim, yatırım ve ödemeler dengesi üzerindeki etkileri incelenmektedir.

Dördüncü bölümde sermaye hareketlerinin kontrolü ve denetimi ile ilgili politika önermeleri anlatılmakta ve yeni yaklaşımlar özetlenmektedir.

Beşinci ve son bölümde ise sonuç ve genel değerlendirme yer almaktadır.

2. 1980 Sonrası Makroekonomik Gelişmeler

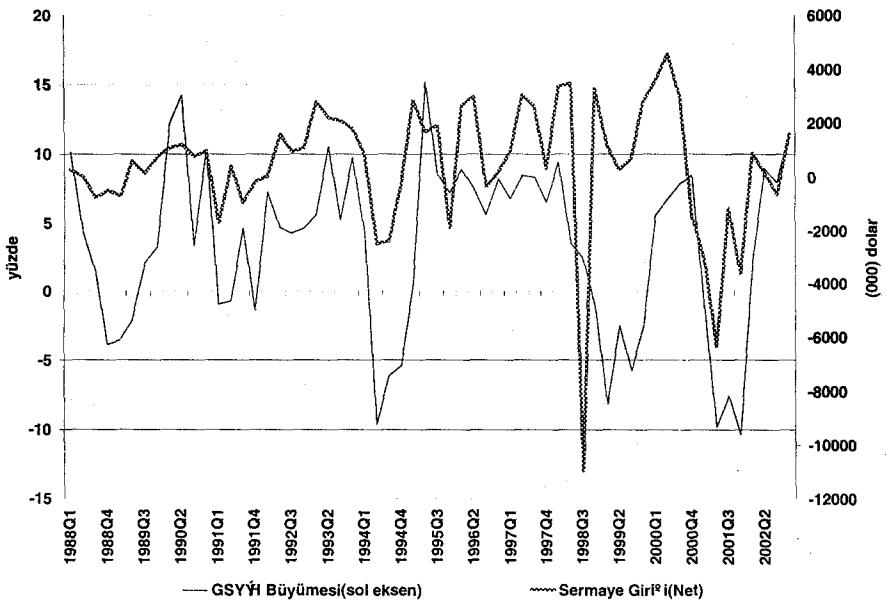
1980 sonrasında dışa açılan Türkiye ekonomisi, yıllar itibariyle yüksek oranda farklılıklar göstermekle beraber, 1981-2002 döneminde ortalama yüzde 4,1 oranında büyümüştür. Büyüme rakamlarının gelişimine bakıldığında başlıca iki dönemin var olduğu görülmektedir. Finansal liberalizasyonun henüz başlamadığı 1981-1989 döneminde ortalama büyüme yüzde 4,8 olurken, kambiyo rejiminin serbestleştirilmesinin ardından gelen 13 yıllık dönemde büyüme ortalama yüzde 3,6 olmuştur.

Grafik 1: *Büyüme (yıllık yüzde değişim)*



Büyüme oranları ile sermaye hareketleri arasında yüksek ve pozitif yönlü bir ilişki bulunmaktadır (bkz.grafik 2,korelasyon katsayısı=0,43). Bu analiz sermaye girişlerinin fazla olduğu dönemlerde büyümenin de yüksek olduğu, sermaye girişlerinin düşük olduğu veya ciddi miktarda sermaye çıkışının olduğu dönemlerde ise büyümenin düşük oranda arttığı veya ciddi miktarda gerilediğini göstermektedir.

Grafik 2: *Büyüme-Sermaye Hareketleri*



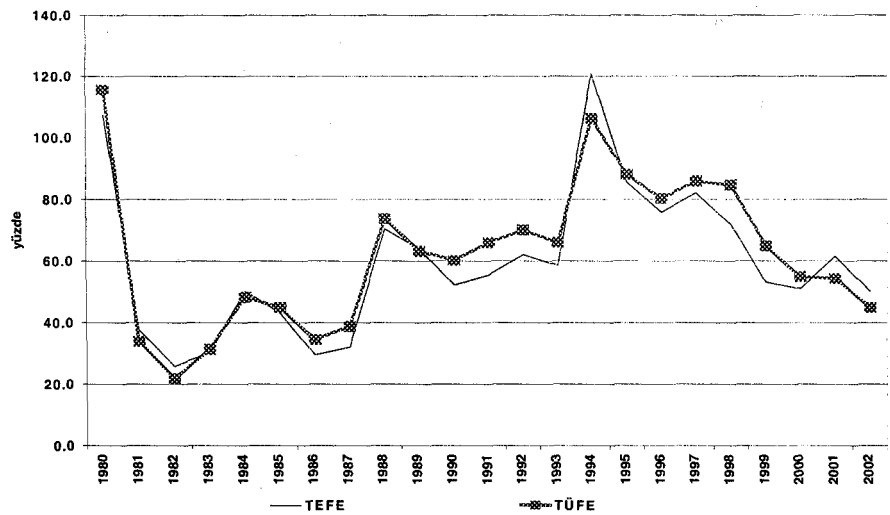
Ancak büyümenin seyri incelendiğinde, 1990 öncesinde görece daha az olan dalgalanmanın, sermaye hareketlerinin liberalleştirilmesinden sonra dalgalı bir yapıya büründüğü görülmektedir. Nitekim 1981-1989 döneminde 2,6 olan büyümenin standard sapması, 1990-2002 döneminde 5,7'ye yükselmiştir.

Tablo 1: *Büyüme ve Volatilite*

Büyüme (GSYİH) (1981-2002)	**Standart Sapma (1981-2002)**
4.1	4.7
Büyüme (G3SYİH) (1981-1989)	**Standart Sapma (1981-1989)**
4.8	2.6
Büyüme (GSYİH) (1990-1922)	**Standart Sapma (1990-2002)**
3.6	5.7

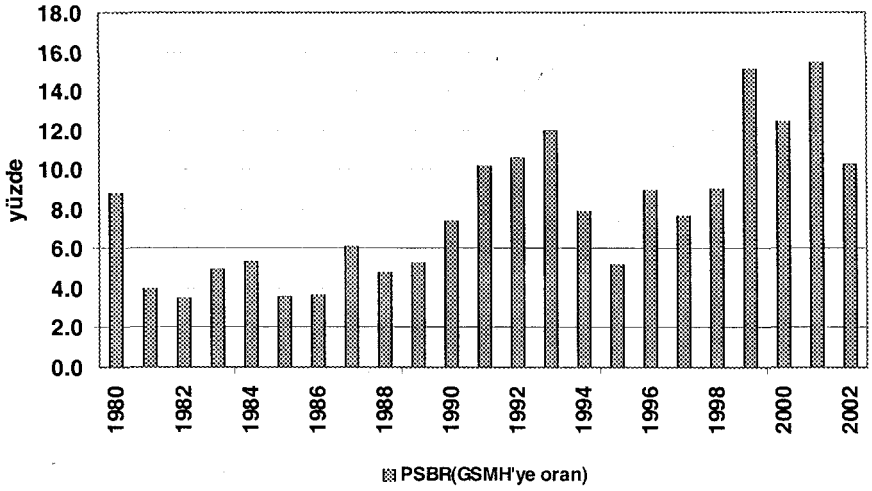
1981-1989 döneminde büyümede görülen nispi istikrar enflasyonda yaşanmamış ve enflasyon sürekli bir artış trendine girmiştir (bkz.grafik 3). Özellikle kamu ücretlerinde yaşanan yüksek reel artışlar ve kamu maliyesindeki olumsuz durum enflasyon üzerinde baskı yaratan temel unsurlar olmuştur. 1980-1989 döneminde ortalama yüzde 49 olan enflasyon (TEFE), 1990-2002 döneminde ortalama yüzde 68 civarında gerçekleşmiştir.

Grafik 3: *TEFE ve TÜFE(Yıllık ortalama % değişim)*



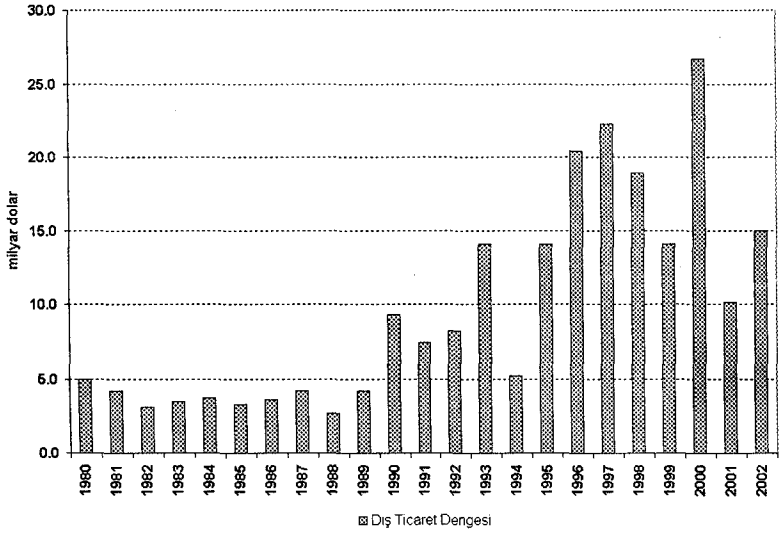
Kamu kesimi ile ilgili gelişmelere bakıldığında, özellikle 1980'lerin ikinci yarısından itibaren ciddi bir bozulmanın başladığı görülmektedir. 1980'lerin ilk yarısında GSMH'ye oran olarak yüzde 4-5 civarında seyreden Kamu Kesimi Borçlanma Gereği(PSBR) 1986 yılından itibaren özellikle personel harcamalarındaki hızlı artışa bağlı olarak yükselmeye başlamış ve 1990'lı yıllara gelindiğinde yüzde 10'lar düzeyine ulaşmıştır. Kamu kesimi dengesindeki bu bozulma nedeniyle oluşan finansman açığı piyasalardan karşılanmaya çalışılmış ancak mali sistemdeki borç verilebilir fonların azlığı nedeniyle bu finansman ancak yüksek reel faizler ödenerek sağlanabilmiştir. Bu durum özel sektör yatırımları üzerinde olumsuz etkide bulunurken ülkeye yönelik yabancı sermaye hareketinde de artışa neden olmuştur. Ancak yabancı sermaye girişleri faiz oranlarında düşüşe neden olmamış ve artan kamu açıkları nedeniyle faiz oranları yüksek seyretmiştir.

Grafik 4: *PSBR(GSMH'ye oran olarak)*



24 Ocak 1980'de alınan kararlar neticesinde ihracat ciddi oranda artış göstermiştir. İhracat 1980 yılındaki 2,9 milyar dolarlık seviyesinden 1988 yılında 11,6 milyar dolara, 1990 yılında ise 13 milyar dolara yükselmiştir. İhracatın genel ekonomi içerisindeki düzeyini gösteren GSMH içerisindeki payı da 1980 yılından sonra hızla artmış ve 1980 yılındaki yüzde 4,8'lik seviyesinden 1988 yılında yüzde 12,8'e yükselmiştir. İhracattaki artış trendinde 1980'li yılların sonlarından itibaren bir azalma görülmektedir. Kamu kesimi dengesinde mevcut olan yüksek orandaki açık ülke içi faiz oranlarının dış faiz oranlarından yüksek olmasına ve dolayısıyla ülkeye sermaye girişine neden olmuştur. Buna bağlı olarak artan döviz arzı TL'nin reel olarak değerlenmesine neden olmuş ve ihracatın artış hızının düşmesinde etken olmuştur. İthalat rejiminde alınan kararlar neticesinde ithalat 1980-90 döneminde ortalama yüzde 10,9 oranında artarak 1980 yılındaki 7,9 milyar dolarlık seviyesinden 1990'da 22,3 milyar dolara yükselmiştir. 1989 yılının ikinci yarısından itibaren gerek ekonomideki canlanma, gerekse de koruma oranlarının düşürülmesi ve TL'nin reel olarak değer kazanması sonucunda ithalat hızlı bir artış eğilimine girmiş ve dış ticaret açığı ciddi oranda artmıştır. Dış ticaret açığında 1989 yılı sonrasında yaşanan sıçrama grafik 5'te görülmektedir.

Grafik 5: *Dış Ticaret Dengesi(Milyar Dolar)*

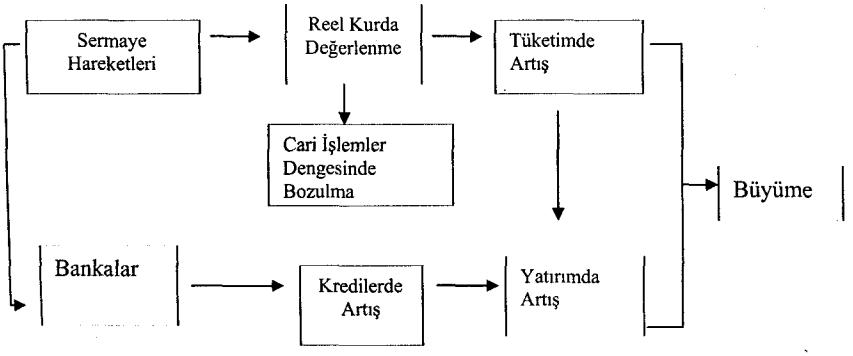


Reel kurdaki değerlenme paralelinde artan ithalat ve azalan döviz gelirlerine bağlı olarak cari işlemler dengesi de zaman zaman ciddi boyutlarda açık vermiştir. Bu ilişki bir sonraki bölümde daha detaylı irdelenecektir.

3. Sermaye Hareketlerinin Büyüme Üzerine Etkileri

Bu bölümde sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisine etkileri belirlenmeye çalışılacaktır. Test edilecek teorik çerçeve 2 numaralı tabloda özetlenmektedir.

Tablo 2: *Sermaye Hareketlerinin Etkileri*



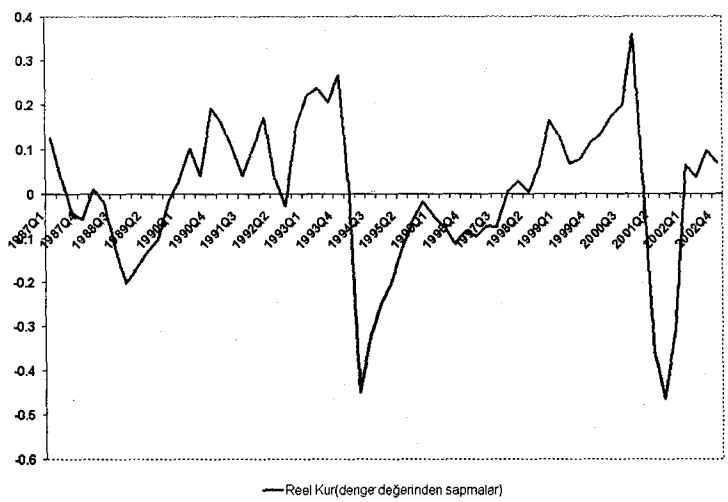
Belirlenen çerçeve sermaye hareketleri sonrasında görülen temel etkileri içermektedir. Buna göre gelişmekte olan ülkelerde sermaye hareketlerini serbestleştirmenin ilk yıllarında reel kurda hızlı bir değerlenme gözlemlenmektedir. Yerli paranın

değer kazanması ile birlikte reel gelirlerde artış olmakta ve bu da tüketimi artırmaktadır. Yatırım harcamalarında ise tüketimdeki canlanma ve bankalar tarafından özel sektöre açılan krediler vasıtalarıyla artış olmaktadır. Sermaye girişleri nedeniyle yaşanacak parasal genişlemenin sterilize edilmediği durumda faiz oranlarında da gerileme olacak ve bu sayede de yatırımlar artacaktır. Reel kurdaki değerlenme aynı zamanda ithalatı ucuzlatmakta ihracatı ise pahalı hale getirmektedir. Bu nedenle tüketim ve yatırım harcamalarının ithalata bağımlılığı yüksek olan gelişmekte olan ülkelerde reel kurdaki değerlenme cari işlemler dengesinin bozulmasına neden olmakta ve bu ülkeler zaman zaman ciddi döviz sıkıntısına girebilmektedirler. Bu çerçevede büyümeye olan net etki sermaye hareketlerinin iç talebe olan olumlu etkisi ile dış ticarete olan olumsuz etkisinin netleşmesi sonucunda belirlenmektedir.

3.1.Sermaye Hareketleri Reel Kur İlişkisi

Sermaye hareketlerini ile reel döviz kurları arasındaki ilişkinin yönünü belirlemek amacıyla Granger Nedensellik testi uygulanmıştır (bkz.ek 1). Buna göre sermaye hareketlerinin reel kurdaki değişimler üzerinde etkili olduğu sonucu çıkmaktadır. Reel kurun denge değerinin gerçek değerinden sapmaları incelendiğinde[1] (bkz. Grafik 6) sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin hemen ardından (1990-94) ve 1998-2000 döneminde yerli paranın aşırı değerlendiği ve bu dönemlerin krizlerle sonuçlandığı görülmektedir.

Grafik 6: *Reel Kur(denge değerinden sapma)*



1 Reel kurun denge değerinin nasıl hesaplandığı 3.4 numaralı kısımda açıklanmaktadır.

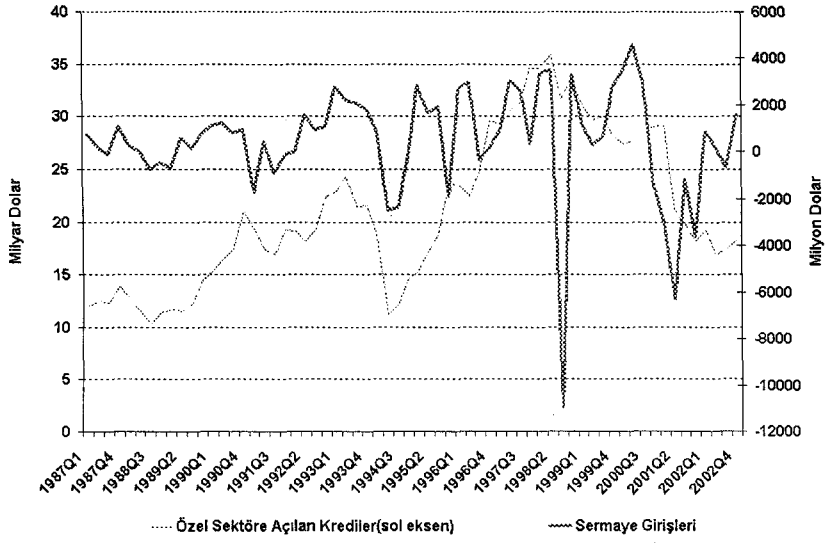
3.2.Reel Kur Tüketim İlişkisi

Reel kurdaki değişimlerin tüketim harcamaları üzerindeki etkisini test etmek amacıyla bir denklem tahmini yapılmıştır (bkz.ek 2). Tüketimi açıklayıcı değişken olarak reel kur ve harcanabilir gelir kullanılmıştır. Sonuçlar gerek reel kurun gerekse de harcanabilir gelirin tüketimi açıklamakta anlamlı değişkenler olduğunu göstermektedir. Buna göre yerli paradaki değerlenme tüketimi artırıcı etkide bulunmaktadır. Tüketim harcamaları ile yatırım harcamaları arasındaki yüksek korelasyon ilişkisi nedeniyle tüketim harcamalarındaki artış talep etkisi ile yatırımları da artırmakta ve dolayısıyla iç talepte sermaye girişlerine bağlı olarak artış olmaktadır.

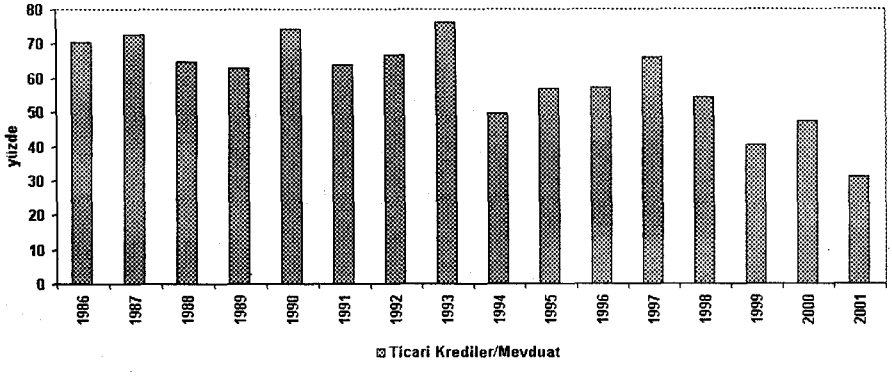
3.3.Sermaye Hareketleri-Krediler ve Yatırımlar İlişkisi

Önceki kısımlarda sermaye hareketlerinin tüketim ve yatırım harcamalarını artırıcı etkide bulunduğu belirlenmiştir. Bunun yanı sıra sermaye hareketlerinin artan yatırımların finansmanına ne ölçüde katkı sağladığının test edilmesi de önem arz etmektedir. Sermaye hareketlerinin reel sektöre aktarılmasında bankalar büyük rol oynamaktadır. Sermaye girişleri ile özel sektöre açılan krediler arasındaki ilişki çapraz korelogram yöntemiyle test edilmiştir (bkz. ek 3). 1987-2002 dönemi bir bütün olarak analiz edildiğinde sermaye hareketleri ile özel sektöre açılan krediler arasında korelasyon ilişkisi bulunmamaktadır. Ancak söz konusu dönem 1987-1994 ile 1994-2002 dönemleri olarak ikiye ayrılarak incelendiğinde farklı bir sonuç elde edilmektedir. Buna göre 1994 yılına kadar sermaye girişleri ile krediler arasında pozitif yönlü bir korelasyon olduğu ancak 1994 yılından sonra bu ilişkinin oldukça azaldığı görülmektedir. Türkiye'deki ticari bankaların yurtdışından borçlanarak kaynak yaratması ve ekonomide oluşan kur-faiz makasından yararlanarak bu kaynakla kamu açıklarını finanse etmesi beraberinde reel sektöre açılan kredilerdeki daralmayı getirmiştir. Bu durum reel faizlerin sıçrama yaptığı 1994 krizinin ardından daha da belirginleşmiştir. Nitekim kredilerin mevduata oranı özellikle 1994 sonrasında sürekli azalmıştır (bkz. Grafik 8).

Grafik 7: *Sermaye Girişleri ve Krediler*



Grafik 8: *Ticari Krediler/Mevduat (Yüzde)*

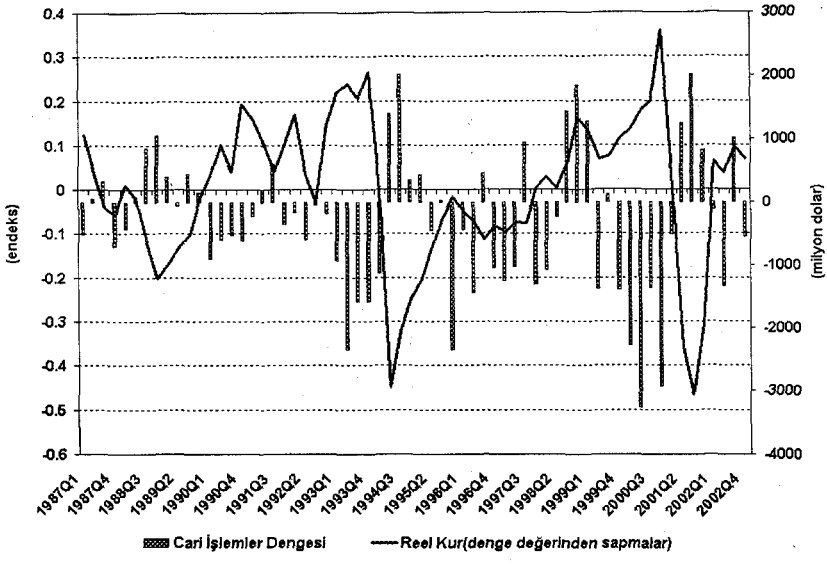


3.4.Reel Kur-Cari İşlemler Dengesi İlişkisi

Önceki bölümde belirtildiği üzere yüksek sermaye girişleri reel kur üzerinde etkide bulunarak yerli paranın değerlenmesine neden olmaktadır. Yerli paradaki aşırı değerlenme döviz gelirlerini azaltıcı, döviz giderlerini ise artırıcı yönde etkide bulunmaktadır. Bu kısımda Türkiye'de reel kurun değerlendiği dönemler ile cari işlemler dengesi arasındaki ilişki incelenecektir. Bu amaçla öncelikle reel kurun uzun dönem dengesinden sapmaları belirlenmeye çalışılmıştır. Bu analizde reel

kurun trend değerleri HP filtresi yardımıyla ayrıştırılmış ve elde edilen seviye reel kurun uzun dönem denge seviyesi olarak kabul edilmiştir. Daha sonra reel kurun gerçek değerleri denge değerlerinden çıkarılarak denge değerinden sapmalar hesaplanmıştır[2]. Grafikten görüldüğü üzere reel kurun denge değerinden yüksek oranda saptığı (yerli paranın aşırı değerlendiği) dönemlerde (1990-1994 ile 1998-2000) cari işlemler açığı da yüksek miktarda artmaktadır.

Grafik 9: *Reel kur(denge değerinden sapmalar)-Cari İşlemler Dengesi*



4. Sermaye Hareketlerinin Kontrolü ve Yeni Yaklaşımlar

1980'li yıllarda, tasarruf oranlarının yetersiz olduğu gelişmekte olan ülkeler kaynak sıkıntılarını giderebilmenin temel yöntemi olarak sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesini benimsemiş, bu yönde ciddi mevzuat değişiklikleri yaparak mali piyasalarını serbest hale getirmişlerdir. Bu süreçte IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşlar da sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesini istikrar programlarının temel unsurlarından birisi olarak atfetmiş ve gelişmekte olan ülkelere bu yönde telkinlerde bulunmuşlardır. Gelişmekte olan ülkeler sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi neticesinde sağlayacakları ek kaynak ile büyümelerini finanse etmeyi ve mevcut olan sermaye yetersizliklerini gidermeyi amaçlamışlar ve kısa

2 Bu konuda daha detaylı bilgi için bkz.Uğur G.,Vehbi M.T., 2002.

vadede başarılı olmuşlardır. Ancak yapısal sorunlarını çözmeden ve istikrarlı bir büyüme ortamına sahip olmadan liberalizasyona giden birçok ülkede yaşanan acı tecrübeler sonucunda, sermaye hareketleri daha çok olumsuz yönleriyle anılmaya başlanmış ve sermaye hareketlerinin yasaklanmasından kontrolüne kadar birçok görüş gündeme gelmiştir. Bu bölümde bu çerçevede yapılan değerlendirmeler özetlenecek ve sermaye hareketlerinin olumsuz etkilerini bertaraf etmeye yönelik politika önermeleri tartışılacaktır.

4.1.Para Politikası

Tam esnek kur rejimine sahip olmayan ülkelerde, sermaye hareketlerinin aşırı talep ve enflasyon yaratan etkilerini azaltmak amacıyla para politikası bir araç olarak kullanılabilmektedir. Buna göre para otoritesi sermaye girişlerine bağlı olarak yerli parada meydana gelecek değerlenmeyi önlemek amacıyla sterilizasyon uygulamakta ve piyasadaki fazla likiditeyi çekmektedir. Açık piyasa işlemleri bu amaçla sıklıkla kullanılmaktadır. Bu yöntem kısa vadede etkili bir araç olması nedeniyle yüksek sermaye girişleri karşısında ülkeler tarafından sıklıkla kullanılmaktadır.

Sermaye girişleri karşısında kullanılacak para politikası araçlarından bir diğeri de bankaların rezerv tutma zorunluluklarının artırılmasıdır. Bu sayede bankaların kredi açma kapasitelerine sınır getirilmekte ve aşırı talep artışının önüne geçilmektedir. Ancak bu yöntem uzun dönemli ve fazla sınırlandırıcı olarak uygulandığında sermaye hareketlerinden beklenen yatırım artışı da kısıtlanabilmektedir.

4.2.Maliye Politikası

Sermaye girişlerinin iç talep üzerindeki etkisini azaltmak ve enflasyonu kontrol etmek amacıyla sıkı maliye politikası uygulanabilmektedir. Özellikle kamu harcamalarının kısılması bu kapsamda değerlendirilmektedir. Ancak bu yöntemin kısa vadede uygulanmasının zor olması ve politik irade gerektirmesi para politikasına göre daha az uygulanmasına neden olmaktadır.

4.3.Yapısal Politikalar

Bazı ülkeler sermaye girişlerinin olumsuz etkilerine karşı dış ticaret rejiminde liberalleşmeye gitmektedir. Bu yöntem ile iç talep üzerindeki baskının azaltılması ve talebin dış piyasalara yönlendirilerek enflasyonist etkilerin azaltılması hedeflenmektedir. Bunun yanı sıra dış ticaretin daha liberal hale gelmesi ile birlikte net döviz girişlerinin de kısıtlanabileceği varsayılmaktadır. Ancak dış ticaret rejiminde serbestleşmeye giden ülkelere yönelik sermaye girişlerinin güven unsurundaki artış

paralelinde artabileceği de dikkate alınmalıdır. Bu nedenle bu politika sermaye hareketlerinin olumsuz etkilerine karşı alınacak bir önlemden çok ülkelerin uzun dönemli kalkınma stratejilerini ilgilendirmektedir.

Bankacılık alanında yapılan düzenlemeler yapısal anlamda alınan tedbirlerden bir diğeridir. Bununla amaçlanan finansal sektörün denetimini daha etkin şekilde yapmak, sermaye girişlerinin arttığı dönemlerde bankacılık sektörünün riskli kredi dağıtımına gitmemesini ve bilançolarının yapısının riskli hale gelmemesini sağlamaktır.

4.4.Sermaye Hareketlerini Kısıtlamaya Yönelik Politikalar

4.4.1.Sermaye Kontrolleri

Sermaye hareketlerinin kontrolüne yönelik yukarıda bahsedilen önlemlerin yanı sıra literatürde bu önlemleri yetersiz bulan ve daha radikal önlemler öneren yaklaşımlar da tartışılmaktadır. Bu görüşün temelinde sermaye girişleri ile artan likiditenin ekonomik canlılığa yol açması, finansal araçların ve gayri menkullerin aşırı değerlenmesine sebep olması bulunmaktadır. Enflasyon kaygısı sonucunda para tabanının sabit tutulması amacıyla artan sermaye girişinin sterilizasyonu faiz oranlarını yükseltmektedir. Faiz oranlarındaki bu artış bir yandan yerli paranın değerlenmesine yol açarak cari işlemler dengesi üzerinde olumsuz etkiler yaratmakta, diğer yandan da bütçenin faiz maliyetlerini artırmaktadır. Bankacılık düzenlemeleri eksik veya yetersiz olan ekonomilerde sermaye giriş leri bankacılık kesiminin bilançolarının aktif ve pasifi arasında vade uyumsuzluklarına ve döviz pozisyonu açıklarına sebep olabilmekte, bankacılık kesimi yükümlülükleri kur ve faiz oranlarındaki oynamalara son derece hassas hale gelebilmektedir. Özetle belirtilen bu zincirleme ilişkinin önüne geçmek amacıyla sermaye girişlerine kontroller getirilmektedir. Genelde sermaye girişinin vade yapısına bakılarak tutulması gereken rezerv miktarı ve/veya vergilendirme şeklinde uygulanan bu kontroller sermaye girişlerinin azaltılmasını hedeflemektedir.

Sermaye girişlerine getirilen kısıtlar temelde iki kategoride incelenmektedir. Bunlardan birisi sermaye girişlerine getirilen doğrudan miktar kısıtlamaları, diğeri ise vergilendirme uygulamalarıdır. Doğrudan miktar kısıtlamaları birçok ülkede farklı şekillerde uygulanmış ve başarısı değişkenlik göstermiştir. Örneğin 1992 yılında Meksika bankalarının döviz varlıklarına limit getirmiş ancak bu yöntem başarılı olmamıştır. 1994 yılında sermaye hareketlerine kısıt getiren Malezya ise bu kapsamda başarılı bir örnek sayılabilir. Malezya ekonomisinde mali liberalleşme süreci 1973 yılında dalgalı kur sistemine geçilmesinden sonra başlamış, 1987-89 yıl-

ları arasında mali sektör tamamıyla serbest hale getirilmiştir. Sağlanan serbestlik 1990'lı yıllarda yüksek sermaye girişlerine sebep olmuş, portföy yatırımları ve doğrudan yatırımlar cinsinden sermaye girişleri rekor seviyelere ulaşmıştır. Sermaye girişleri ile bankacılık sektörünün dış borç yükümlülükleri hızla artmış, ekonomik canlılığın yarattığı ısınma para tabanının kontrol edilememesi riskini ortaya çıkarmış, enflasyonist beklentiler ve kur üzerindeki baskılar artmıştır. Bu gelişmeler sonucunda, Malezya hükümeti ilk sermaye kontrolünü 1994 yılında yürürlüğe koymuştur. Uygulamaya konan sermaye kontrolleri temelde Ringgit üzerindeki spekülatif baskının önüne geçilmesini ve sermaye çıkışının azaltılmasını hedeflemiştir.

Sermaye hareketlerini kısıtlamaya yönelik tartışılan tedbirlerden birisi de vergilendirme politikası ile ilgilidir. Bu yaklaşımda sermaye hareketlerinden kaynaklanacak döviz kuru istikrarsızlığının giderilmesinde vergilendirmenin bir araç olarak kullanılması önerilmektedir. Tobin Vergisi olarak literatüre geçen ve basit anlamda spot döviz alım satım işlemleri üzerine getirilen sabit fakat düşük oranlı bir ad valorem vergi olarak tanımlanabilecek yaklaşım özellikle son yıllarda politik iktisat gündeminin çok tartışılan konuları arasına girmiştir. Önerilen Tobin Vergisi'nin temel prensipleri oldukça basittir: Herhangi bir paranın başka bir para birimine dönüştürülmesi işlemleri üzerine düşük oranda bir vergi uygulanacaktır. Tobin ilk olarak vergi oranının %0.1 ile %0.5 arasında olması önerilmiş, daha sonra verginin %1 e kadar çıkabileceğini belirtmiştir. Ancak Tobin'in son olarak önerdiği oran %0.2'dir. Bu konuda görüş bildiren diğer iktisatçı ve politikacılar tarafından da %0.01 kadar düşük oranlara da giden çeşitli oran önerileri yapılmıştır. Bu kadar düşük oranlı bir verginin uzun vadeli sermaye yatırımları üzerindeki olumsuz etkisi ihmal edilebilir düzeyde olacaktır. Örneğin %0.5 oranındaki bir vergi, on yıllık bir yatırımın yıllık sermaye maliyetini %.0.05 oranında yükseltecektir. Buna karşılık vergi, kısa vadeli sermaye hareketleri için önemli bir maliyet unsuru olacaktır. Tobin Vergisinin kısa vadeli ve özellikle spekülatif amaçlı sermaye hareketlerini kısıtlayıcı etkisinin yanı sıra ciddi miktarda gelir sağlayacağı da ifade edilmektedir. Tobin Vergisi'nin uygulanması halinde elde edilebilecek gelir miktarının büyüklüğü, verginin oranı, kısa vadeli spekülatif işlemlerinin ne miktarda azaltmasının hedeflendiği, hangi tür (ne büyüklükte) işlemlerin vergiden müstesna tutulacağı ve ne kadar vergi kaçağının ortaya çıkabileceği gibi birkaç değişkene bağlı bulunmaktadır.

Tobin Vergisinin sağlayacağı faydalar yanında bir takım olumsuz yönleri de gözden kaçırılmamalıdır. Literatürde bu yönde getirilen eleştirilerden birisi Tobin Vergisinin başarılı olabilmesi için yalnızca ülke bazında değil dünya çapında uygu-

lanması gerekliliğidir. Bu görüşe göre sadece belli başlı ülkelerin bu yönteme başvurması sonucunda sermaye vergi uygulamayan diğer ülkelere yönelebilecektir. Tobin Vergisine eleştiri getirilen bir grup iktisatçı ise istikrar sağlayan ve istikrarı bozan döviz işlemlerinin ayırt edilmesinin zorluğuna dikkat çekmektedirler. Buna göre vergi ile özellikle döviz piyasalarında spekülatif işlem yapanların cezalandırılması hedeflenirken, zaman zaman bu hedeften sapılarak ülkede doğrudan yatırım yapmış ve döviz piyasalarında yoğun işlem yapan yatırımcıların da cezalandırması ihtimali ortaya çıkmaktadır.

Türkiye'de bankalar TL karşılığı döviz satışlarına binde 1 oranında kambiyo gider vergisi uygulamaktadır. Döviz büfeleri de bu vergiyi döviz fiyatlarına yansıtmaktadır. Bu vergi kapsamı daha dar olmakla birlikte Tobin Vergisine benzemektedir. 2001 krizi sonrasında kapsamı daraltılan ve bankalar arası işlemlere konu olmayan bu vergi hali hazırda uygulanmaktadır.

1990'lı yıllarda sermaye kontrollerinin uygulanması tüketim, cari işlemler dengesi ve reel kur üzerinde fazla bir etkide bulunmazken sermaye girişlerini miktar olarak azaltmış ve vade yapılarında değişime neden olmuştur. Nitekim sermaye kontrolü uygulayan Şili, Çek Cumhuriyeti ve Malezya gibi ülkelerde sermaye hesabı, kontrollerin uygulandığı ilk yıl içerisinde sırasıyla yüzde 7,6, 3,5, ve 15,1 oranlarında küçülmüştür. Aynı zamanda söz konusu ülkelerde vade yapılarında da uzama olmuş ve kısa vadeli sermaye girişleri uzun vade lehine değişmiştir.

4.5.Uluslararası Finansal Mimari ve Krizler

Önceki bölümlerde özetlenen politika önermeleri özellikle sermaye hareketlerinden kaynaklanan finansal krizleri engellemek veya krizlerin olumsuz etkilerini en aza indirebilmek amacıyla birçok ülke tarafından uygulanmaktadır. Ancak ülke deneyimleri bu tür krizler karşısında kesin bir reçetenin olmadığını ve hiçbir önlemin "en iyi" olarak sınıflandırılamayacağını göstermektedir. Ülkeler arasındaki büyük çaplı sermaye hareketlerinden kaynaklanan krizler, mevcut uluslararası yapıların (mimari) çok zayıfladığını ortaya koymuştur. Bu çerçevede bu tür krizlerin olmaması veya olması halinde yaratacağı zararın en aza indirilmesi için mevcut yapının ne şekilde düzeltilebileceği ve bu konuda uluslararası kuruluşlara düşen görevlerin yeniden tanımlanması gibi hususlar 1994 Meksika ve özellikle 1997 Asya krizinin ardından daha sıklıkla tartışılmaya başlanmıştır. Uluslararası toplum ve örgütleri bu alanda yaptığı tüm çalışma ve öneriler "Uluslararası Finansal Mimarinin Güçlendirilmesi" olarak adlandırılmaktadır.

Temmuz 1997'de Tayland'da başlayan ve yayılan Uzak Doğu Asya krizinden sonra Hong Kong'da yapılan IMF Dünya Bankası yıllık toplantılarında uluslararası mali sistemin kırılganlığı ve getirdiği yükler karşısında mali sistemin etkin denetimi ve şeffaflığının sağlanması konusunda kararlar alınmıştır. Bu yönde atılan en önemli adım Ekim 1998 ile Haziran 1999'da G7 ülkeleri tarafından yayınlanan ve bu mimarinin yapısının ne olması gerektiği konusundaki resmi görüşün oluşumunda gelişmekte olan ülkelerin katılımının da gerekliliğinin vurgulandığı belgedir. Bu süreç 1999'da aralarında Türkiye'nin de bulunduğu 18 ülke ile AB, IMF ve Dünya Bankası'nın katıldığı G-20 grubunun oluşturulması ile devam etmiştir.

G-7 bildirisinin en önemli tespitlerinden birisi küreselleşen dünyada, uluslararası finansal sistemin istikrarının hem ulusal hem de uluslararası kararlarla ve işbirliği içinde ele alınmasının önemli olduğu hususudur. Bildirinin bir diğer tespiti ise mevcut koşullarda yeni bir uluslararası organizasyona ihtiyaç olmadığı ancak IMF ve Dünya Bankası'nın gelişen dünya koşullarının öngördüğü yeni roller üstlenmesi gerektiğidir. G-7 Bildirisinin en önemli vurgu noktalarından birisi gelişmekte olan ülkelerdeki makroekonomik dengesizliklerin krize yol açtığı ve finansal sistemdeki zayıflıkların da bunları beslediğidir. Bu eksikliklerin giderilmesinin sadece o ülkelerin refahına değil, aynı zamanda uluslararası finansal sistemin de yararına olduğu ifade edilmektedir. Borçlanma sistemlerinin düzenlenmesi ve maliye politikalarının sağlamlaştırılması makroekonomik dengesizlikleri giderici önlemlerin başında gelmektedir. Ülkelere kısa vadeli borçlanmanın yaratacağı risklerden kaçınmaları önerilmekte ve sermaye hareketlerinin liberalleştirilmesinin, iyi kontrol edilmiş bir mali sistemle bir arada götürülmesi tavsiye edilmektedir.

Döviz kuru politikaları ülkelerin açıklık derecesi, ticaret ortaklarının niteliği gibi konulara bağlı olmakla birlikte bu politikaların arkasında mutlaka sağlam makroekonomik dengeler ve sağlam bir bankacılık sisteminin bulunması gerektiği vurgulanmaktadır. Tartışmaların odak noktası, mali sistem ve özellikle bankacılık sistemindeki zayıflıkların krizlerin kaynağı olduğudur.

IMF tarafından hazırlanan bir çalışmada uluslararası sermaye hareketlerinin ülkeler arasındaki sermaye-işgücü oranlarını eşitleyebileceği ancak üretimin ve kalkınmanın temeli olan verimlilik unsurunun ülkelerin iç dinamikleri tarafından belirlenen bir değişken olduğu vurgulanmaktadır. Buna göre verimlilik anlamında sorun yaşayan ülkelerde sermaye hareketlerinden beklenen olumlu etkinin daha az olabileceği belirtilmektedir. Çalışmada ekonomik kalkınmanın temelde iyi yönetişim ve sağlam bir kurumsal yapı ile sağlanabileceği ve bunun sermaye hareketlerinden daha önemli bir unsur olduğu vurgulanmaktadır[3].

3 Kenneth S. Rogoff (2002) tarafından yazılan makaleden alıntı yapılmıştır.

5. Sonuç ve Değerlendirme

Bu çalışmada 1980'lerin sonunda sermaye hareketlerini liberalleştiren Türkiye'nin ekonomik anlamda bu gelişmeden nasıl etkilendiği belirlenmeye çalışılmıştır. Bu amaçla gelişmekte olan ülke deneyimleri göz önüne alınarak teorik bir çerçeve belirlenmiş ve Türkiye verileri kullanılarak çeşitli ilişkiler test edilmiştir.

Türkiye'de sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin zamanlama açısından doğru olup olmadığı literatürde çok sık tartışılan bir konudur. Dışa açılımın başladığı 1980 yılından sermaye hareketlerinin serbestleştirildiği 1989 yılına kadar olan dönem incelendiğinde Türkiye'nin bazı alanlarda ciddi iyileşme gösterdiği ancak bazı alanlarda sorunların var olduğu görülmektedir. Bu süreçte özellikle dış ticaret alanında olumlu gelişmeler yaşanırken 1981-89 döneminde nispi olarak istikrarlı bir büyüme sağlanmıştır (yüzde 4,8). Ancak kamu maliyesinde özellikle 1986 sonrasında başlayan bozulma 1990'lı yılların başına gelindiğinde ciddi bir istikrarsızlık unsuru olmaya başlamıştır. Özellikle kamu personel harcamalarında görülen yüksek oranlı artışlar ve verimsiz yatırım harcamaları nedeniyle kamu kesimi borçlanma gereği sürekli olarak artmış ve ciddi bir finansman açığı ortaya çıkmıştır. Bu açığın finansmanının fazla derinliğe sahip olmayan iç piyasalardan karşılanmaya çalışılması faiz oranlarının yükselmesine neden olmuştur. Yüksek faiz ortamında sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ise hızlı bir sermaye girişi ile sonuçlanmıştır. Burada dikkat çeken bir husus bu dönemde Türkiye'ye giren yabancı sermayenin genelde kısa vadeli ve faiz arbitrajından yararlanmak amacını güttüğü ve kalıcı ve kalkınmaya olan katkısı açısından daha çok arzu edilen doğrudan yatırımlar anlamında oldukça düşük meblağlarda kaldığıdır. Özellikle diğer gelişmekte olan ülkelere yönelik doğrudan yabancı yatırımlarının oldukça yüksek olduğu bir dönemde Türkiye'ye bu tür yatırımların oldukça düşük düzeyde yapılması makroekonomik istikrarın tam olarak mevcut olmadığının göstergesidir. Nitekim doğrudan yatırımlar ülkedeki arbitraj imkanlarından çok ülkenin makroekonomik koşullarına göre hareket etmektedir.

1980 sonrası dönemde artan kamu açıkları ve populist uygulamalar sonucunda enflasyon da sürekli artmış ve yapısal bir sorun olarak günümüze kadar gelmiştir. Sermaye hareketlerine yüksek faiz ortamında geçilmesi ile birlikte hızla artan yabancı sermaye girişleri yerli paranın değerlenmesine neden olmuş ve özellikle 1989 sonrasında ihracat artışını azaltarak ithalatı artırmıştır.

Türkiye ekonomisinde büyüme ile sermaye girişleri arasında yüksek bir korelasyon ilişkisi bulunmaktadır. Gerek tüketim gerekse de yatırım harcamaları sermaye girişlerinden etkilenmektedir. Ancak sermaye girişlerinin bankalar aracılığıy-

la özel sektöre kredi olarak aktarılması noktasında sorunlar mevcuttur. Türkiye'deki ticari bankaların yurtdışından borçlanarak kaynak yaratması ve ekonomide oluşan kur-faiz makasından yararlanarak bu kaynakla kamu açıklarını finanse etmesi beraberinde reel sektöre açılan kredilerdeki daralmayı getirmiştir. Bu durum reel faizlerin sıçrama yaptığı 1994 krizinin ardından daha da belirginleşmiştir. Buna göre sermaye girişlerinin ekonomideki yapısal sorunların varlığına bağlı olarak yatırımlar üzerinde fazla etkili olmadığı tüketim harcamalarını ise yüksek oranda artırdığı söylenebilir. Ancak sermaye girişlerinin üretken yatırımlara yönelmesi ve bu sayede kalkınmaya aracı olması sermaye hareketlerinden beklenen en önemli katkıdır.

Türkiye ekonomisinde üretim sürecinin ithalata bağımlılığının fazla olması, üretimin ve yatırımın sermaye girişlerinden zaman zaman olumsuz etkilenmesine neden olmaktadır. Yüksek sermaye girişleri ile değerlenen yerli para, ithalatın artmasına ve dolayısıyla cari işlemler dengesinin yüksek boyutlarda açık vermesine neden olabilmektedir. Bu durum 1994 ve 2001 yıllarında olduğu gibi krizlerin bizzat nedenlerinden birisi de olabilmektedir.

Tüm bu faktörler dikkate alındığında Türkiye'de sermaye hareketlerinin ekonomiye etkilerinin çok yönlü olduğu ve büyümenin temel belirleyicilerinden birinin sermaye hareketleri olduğu söylenebilir. Bu nedenle sermaye hareketlerinin krize neden olduğu veya krizleri derinleştirdiği iddiası bir ölçüde doğru bulunabilir. Ancak sermaye hareketlerinin makroekonomik dengesizliklere neden olabilmesi kapalı bir ekonomiye dönmeye yeterli bir sebep teşkil etmemektedir. Aksine gelişmekte olan ülkeler yaşanan krizlerden dersler çıkarıp kendi ülkelerine özel faktörleri belirleyerek bu çerçevede önlemler almaktadırlar. Bu anlamda alınması gereken tedbirler ve uygulanabilecek politika önermeleri gerek akademik, gerekse de uluslararası kuruluşlar nezdinde tartışılmaktadır. Ancak burada üzerinde durulması gereken bir nokta sermaye hareketlerinin olumsuz etkilerinin bertaraf edilmesine yönelik tek ve en iyi bir yöntemin var olmadığıdır. Gelişmekte olan ülkeler politika seçeneklerini belirlerken kendi ülke özelliklerini de dikkate alarak hareket etmeli ve gerektiğinde birden fazla önlemi uygulamaya koyarak sermaye hareketlerinin faydalarını maksimize etmeye çalışmalıdır. Bu çerçevede Türkiye ekonomisi için yapısal bozuklukların giderilmesi ve istikrarlı bir büyüme ortamının yakalanması oldukça önemlidir. Bu nedenle hali hazırda uygulanan ekonomik programın Türkiye'nin önünde ciddi bir fırsat olduğu hiçbir zaman unutulmamalı ve yapısal anlamda güçlü, makroekonomik dengelerini sağlamış bir ekonomik yapının sermaye hareketlerinin olumsuz etkilerini giderici en önemli faktör olduğu dikkate alınmalıdır.

KAYNAKÇA

Akyüz, Y. ve Cornford A. (1999), "Capital Flows To Developing Countries and The Reform of The International Financial System" UNCTAD Discussion Paper No:143

Eichengreen, Barry et al., (1999), "Liberalizing Capital Movements, Some Analytical Issues" IMF Economic Issues No:17

Emil, Ferhat, (2001), "Uluslararası Finansal Mimari ve Krizler" EKOPANEL Sayı:1 ve Sayı :2

Güven, Samih,(2001),"Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Türkiye Örneği",İktisat İşletme ve Finans Dergisi

Mejia, Alejandro Lopez,(1999),"Large Capital Flows:A Survey of the Causes, Consequences, and Policy Responses" IMF Working Paper 99/17

Rogoff, Kenneth, (2002), "Rethinking Capital Controls: When Should We Keep an Open Mind?" Finance and Development, December, Vol. 39, No. 4, pp. 55-56

Sancak, Cemile, (2002), "Financial Liberalization and Real Investment: Evidence from Turkish Firms" IMF Working Paper 02/100

Uğur Gamze ve Vehbi M.Tuğrul, "Reel Kur ve Uzun Dönem Denge Seviyesi", (2002) Hazine Dergisi Sayı:14

Yılmaz, Celali, (2002), "Döviz Kuru İstikrarının Sağlanmasında Vergi Politikasından Yararlanılması: Tobin Vergisi" Active, Bankacılık ve Finans Dergisi, Sayı:24

EKLER

Ek 1: Granger Nedensellik Testi (Sermaye Hareketleri-Reel Kur)

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 05/08/03 Time: 14:44

Sample: 1987:1 2002:4

Lags: 4

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
REELKUR does not Granger Cause CAP$	60	1.50976	0.21322
CAP$ does not Granger Cause REELKUR		2.26741	0.07466

Ek 2: Regresyon Denklemi (Tüketim Harcamaları)

Dependent Variable: DLOG(CONS,0,4)

Method: Least Squares

Date: 05/03/03 Time: 16:58

Sample(adjusted): 1989:2 2002:4

Included observations: 55 after adjusting endpoints

Convergence achieved after 8 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLOG(CONS(-1),0,4)	0.464358	0.079701	5.826260	0.0000
DLOG(PEDYR,0,4)	0.274839	0.053333	5.153213	0.0000
DLOG(REELKUR,0,4)	0.129484	0.035837	3.613108	0.0007
C	0.008416	0.003629	2.319221	0.0245
AR(4)	-0.357292	0.147838	-2.416783	0.0193
R-squared	0.799149	Mean dependent var		0.028293
Adjusted R-squared	0.783081	S.D. dependent var		0.066363
S.E. of regression	0.030908	Akaike info criterion		-4.029084
Sum squared resid	0.047766	Schwarz criterion		-3.846599
Log likelihood	115.7998	F-statistic	49.73527	
Durbin-Watson stat	2.305883	Prob(F-statistic)		0.000000
Inverted AR Roots	.55+.55i	.55+.55i	-.55+.55i	-.55+.55i

CONS: Özel Tüketim Harcamaları (1987 fiyatlarıyla, Trilyon TL)

PEDYR: Reel Özel Harcanabilir Gelir Serisi(Hazine Makroekonometrik Modelinden alınmıştır, Trilyon TL)

REELKUR:Reel Kur Serisi (TEFE bazlı)

Zaman Serisi Özellikleri

Serilerin durağanlık derecelerini belirlemek amacıyla birim kök testi uygulanmıştır. Tüketim ve reel kur serileri birinci dereceden entegre harcanabilir gelir serisi ise düzeyi itibariyle durağandır.

Ek 3: Korelogram (Sermaye Hareketleri-Krediler)

Date: 05/07/03 Time: 20:08

Sample: 1987:1 2002:4

Included observations: 64

Correlations are asymptotically consistent approximations

CAP$,CREDPR$(-i)	CAP$,CREDPR$(+i)	i	lag	lead
. |**	. |**	0	0.1766	0.1766
. |*.	. |**	1	0.0543	0.1855
. | .	. |**	2	0.0081	0.2538
. *| .	. |**	3	-0.0774	0.2412
. *| .	. |*.	4	-0.0440	0.1537
. | .	. |*.	5	-0.0307	0.0922
. | .	. |*.	6	-0.0132	0.0646
. *| .	. | .	7	-0.0616	0.0338
. | .	. | .	8	-0.0150	0.0051
. | .	. | .	9	-0.0065	-0.0096
. *| .	. | .	10	-0.0908	-0.0085
.**| .	. |*.	11	-0.1530	0.1246
.**| .	. |*.	12	-0.1601	0.1187
.**| .	. |*.	13	-0.1574	0.1325
.**| .	. |*.	14	-0.1771	0.0968
.**| .	. |*.	15	-0.1905	0.0960
. *| .	. |*.	16	-0.1277	0.0674
. *| .	. |*.	17	-0.0794	0.0493
.**| .	. | .	18	-0.1498	0.0380
.**| .	. |*.	19	-0.1681	0.0558
.**| .	. |*.	20	-0.1636	0.0521
.**| .	. | .	21	-0.1789	0.0468
.**| .	. |*.	22	-0.1572	0.0765
. *| .	. |*.	23	-0.1390	0.0676
. *| .	. | .	24	-0.0629	0.0470
. | .	. | .	25	0.0324	-0.0085
. |*.	. | .	26	0.0702	-0.0081
. |*.	. | .	27	0.0963	0.0015
. |*.	. | .	28	0.1270	0.0337

Date: 05/07/03 Time: 20:10

Sample: 1987:1 1994:4

Included observations: 32

Correlations are asymptotically consistent approximations

CAP$,CREDPR$(-i)	CAP$,CREDPR$(+i)	i	lag	lead
. |******	. |******	0	0.6001	0.6001
. |****	. |*****	1	0.4454	0.4989
. |** .	. |***.	2	0.2173	0.3334
. | .	. |** .	3	-0.0106	0.1579
. *| .	. | .	4	-0.0724	0.0264
. *| .	. *| .	5	-0.1088	-0.1371
. *| .	. **| .	6	-0.0586	-0.1563
. | .	. **| .	7	-0.0212	-0.2161
. |* .	. **| .	8	0.0717	-0.2116
. |* .	. **| .	9	0.0848	-0.1844
. |* .	. | .	10	0.0733	-0.0230
. | .	. |* .	11	0.0430	0.0586
. | .	. |* .	12	0.0146	0.0969
. *| .	. |* .	13	-0.1103	0.1228
. **| .	. | .	14	-0.2244	0.0467
.***| .	. | .	15	-0.2783	-0.0357
. **| .	. *| .	16	-0.2099	-0.1056

Date: 05/07/03 Time: 20:10
Sample: 1994:4 2002:4
Included observations: 33

Correlations are asymptotically consistent approximations

CAP$,CREDPR$(-i)	CAP$,CREDPR$(+i)	i	lag	lead
. |* .	. |* .	0	0.1144	0.1144
. *| .	. |**.	1	-0.0702	0.1601
. *| .	. |***	2	-0.0410	0.3037
. *| .	. |***	3	-0.0975	0.3272
. | .	. |**.	4	-0.0267	0.2303
. *| .	. |**.	5	-0.0684	0.1668
. | .	. |* .	6	-0.0287	0.1318
. *| .	. | .	7	-0.0458	0.0312
. | .	. *| .	8	-0.0096	-0.0543
. | .	. *| .	9	-0.0393	-0.0883
. **| .	. *| .	10	-0.1479	-0.1044
. **| .	. |* .	11	-0.1842	0.1133
. **| .	. |* .	12	-0.1487	0.1046
. **| .	. |* .	13	-0.1513	0.1376
. *| .	. |* .	14	-0.1243	0.0827
. *| .	. |* .	15	-0.0583	0.0916
.***| .	. | .	16	-0.2563	0.0424