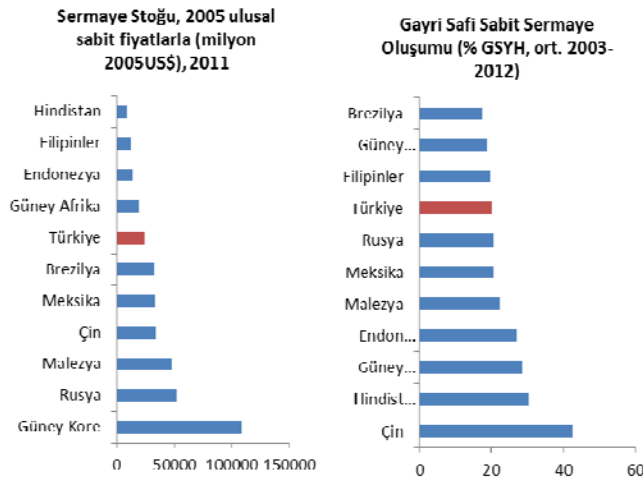




- Türkiye`de kişi başına düşen fiziki sermaye miktarı göreceli olarak düşük.¹
- Özel yatırımlar son dönemde azalıyor, buna karşın kamu yatırımları 2012 ve 2013`de belirgin biçimde arttı.
- Politika belirsizliklerinin azaltılması ve iyileştirilmiş iş yapma ortamı özel yatırımları destekleyecektir.

Türkiye`de kişi başına düşen fiziki sermaye miktarı benzer ülkelerin altında, buna karşın yatırımların GSYH`ye oranı düşük seviyelerde ve son dönemde azalmakta. Yatırımların GSYH`ye oranı, küresel krizin ardından (düşen faiz oranları ve yüksek sermaye akışı sonucu) hızla toparlandıktan sonra, 2011`in son çeyreğinden 2013`ün üçüncü çeyreğine kadar, düşen özel yatırımlar ile birlikte, devamlı olarak azaldı (Grafik 1). Bunun sonucu olarak, sermaye stoğunun büyümeye katkısının azalarak uzun dönem ortalaması olan 1.7 yüzde puanın altına gerilemesi muhtemel görünüyor. Türkiye önümüzdeki dönemde orta ve uzun vadeli potansiyel büyümesini desteklemek için bu trendi tersine çevirmesi gerekiyor.



Grafik 1

Kaynak: Dünya Bankası

Özel yatırımlar 2013`un ilk çeyreğine kadar altı çeyrek arkaya azaldı. Krizden, 2010 ve 2011 yıllarında ortalama yüzde 28 artış ile hızla çıktıktan sonra, 2012 yılında özel yatırımlar yüzde 4.8 (g-y-o) oranında daralarak ekonomik

büyümeden 1.1 yüzde puan götürdü. Bununla birlikte, sermaye malı ithalatı da yüzde 9 (g-y-o) oranında daraldı ve özel yatırımlardaki düşüş 2012 yılında ekonomideki yeniden dengelenmenin en büyük etkenlerinden biri oldu. 2013 yılında ekonomideki genel toparlanmanın aksine, özel yatırımlar ilk üç çeyrekte düşüş trendine devam etti ve yüzde 1.4 (g-y-o) oranında daraldı. Öte yandan üçüncü çeyrekteki toparlanma sinyalleri önümüzdeki döneme dair umut verdi.

2008 küresel krizi öncesinde yatırımlarda gerçekleşen aşırı artış, yüksek reel faiz oranları ve artan oynaklık, reel efektif döviz kurunda ki değer kaybı, ve görece düşük tüketici güven oranı özel yatırımlardaki azalmanın arkasındaki faktörler arasında. Özel yatırım davranışını daha iyi anlayabilmek adına bu bilgi notu için yatırım talebinin, kapasite kullanım oranı (KKO), reel faiz oranı, reel efektif döviz kuru, firmaların döviz borçlanması, tüketici güven oranı, kurdaki ve faizdeki oynaklık oranı ile arasındaki ilişkiye baz alan bazı regresyon analizleri yaptık. Sonuçlar ışığında görüyoruz ki ne firmaların döviz borçlanması ne de döviz kurundaki oynaklık yatırım trendlerini açıklamada istatistiksel olarak anlamlı değil. Buna karşın, kapasite kullanım oranı (KKO), faiz oranı ve oynaklığı, reel döviz kuru, ve piyasa güveni; 2003 yılından itibaren Türkiye`de kısa dönemde özel yatırım büyümesini belirleyen faktörler arasında yer alıyor (Tablo E.1). Bunu paralel olarak, 2011 yılının son çeyreğinden itibaren artan faiz oranları ve oynaklığının, reel döviz kurundaki değer kaybının son yıllarda azalan özel yatırımların arkasındaki temel faktörleri oluşturduğunu düşünüyoruz. Ek olarak, 2013`ün ikinci yarısına kadar, kriz öncesi seviyelerinin altında olan kapasite kullanım oranındaki ve piyasa güven oranındaki negatif trend bize üreticilerin yatırım yapmadan önce hali hazırda kapasitelerini artırmak istemediklerini gösteriyor.

2012 ve 2013 yıllarında artan kamu yatırımlarının 2014 yıllık programında azaltılması öngörülmüyor. Kamu kesimi 2012 yılında toplamda 0.9 yüzde puan katkıda bulunarak büyümenin lokomotifini oldu ve 2013 yılında da bu rolünü sürdürdü. Kamu yatırımlarındaki yıllıklandırılmış artış oranı 2012 yılı sonunda yüzde 9.3`e ulaştı ve 2013 yılı 3. çeyrek sonu itibarıyla yüzde 32.5 oldu. 2012 yılında, kamu yatırımları konut sektörü hariç her sektörde artarken özellikle eğitimin kamu yatırımları içerisindeki oranı bir yıl öncesine göre yüzde 12.2`den yüzde 14.1`e arttı. Bu dönemde eğitim sektörüne yapılan kamu yatırımları yüzde 28.2 artarak (g-y-o) 2012 yılında kamu yatırımları büyümesine en yüksek katkısı sağladı. Hükümetin 2014 yılında kamu yatırımlarını yüzde 3.8 oranında (g-y-o) azaltmayı hedeflediğini göz önünde bulundurursak, önümüzdeki dönemde özel yatırımlarda ki toparlanmanın büyüme açısından kritik öneme sahip olduğunu düşünüyoruz.

Modelimiz, özel yatırımların toparlanmaya devam edip etmeyeceğine dair karmaşık bir tablo çiziyor. Olumlu tarafta, Mayıs 2013`ten itibaren KKO`nun artması ve Merkez Bankası`nın faiz piyasasındaki belirsizlikleri azaltıcı duruşu benimsemesinden dolayı faiz oynaklığının önümüzdeki dönemde azalacağı yer alıyor. Buna ek olarak, 2014 yılında özel yatırımların toparlanmasına baz etkisi de olumlu katkıda bulunacak. Görece kötümser tarafta ise, sıkılaşan küresel likidite ve buna bağlı olarak Türkiye piyasalarında artan borçlanma maliyeti ile azalan kamu yatırımları yer alıyor. Bir bütün olarak ele alındığında, bütün bu gelişmelerin net katkısının

¹ Bu önümüzdeki dönemde yayınlamayı planladığımız bilgi notlarının birincisidir. Bu notların temel amacı Türkiye`nin karşı karşıya kaldığı yerinde ve önemli konuları tartışmaya açmaktır. Hiçbir şekilde derin analizlere dayanan akademik sonuçlar sunmayı amaçlamaz. Geleceğe dair konu önerileriniz ile birlikte her türlü yorum ve görüşünüze açığız. Konu önerileriniz ile birlikte değerli görüş ve düşüncelerinizi de bizimle paylaşabilirsiniz.



olumlu olacağını ve 2014 yılında yatırımların ılımlı ölçüde toparlanacağını düşünüyoruz.

Orta vadede Türkiye yatırımlarını sürdürülebilir olarak arttırmak istiyorsa; yurtiçi tasarruf oranını artırmalı, finansman kalitesini geliştirmeli ve iş ortamını iyileştirici reformlarını sürdürmelidir. Türkiye'nin kısa vadeli yurtdışı finansman bağımlılığı, kırılganlıkları ve buna bağlı olan oynaklıkları arttırıyor. Bu durum yatırımlardaki büyümeyi de sınırlıyor. Yurtiçi tasarruf oranlarını artıracak önlemler kritik öneme sahip, bu bağlamda bu yılın başlarında uygulamaya konulan özel emeklilik reformu bir başlangıç adımı. Ek olarak, iş ortamını daha elverişli hale getirerek doğrudan yabancı yatırımını arttırmak ve böylece yurtdışı finansmandaki vadeyi uzatmak da önem taşıyor

(Grafik 2²).



Grafik 2

Kaynak: Dünya Bankası

Ek

Literatürde kısa dönemde özel yatırımları belirleyen faktörlere ilişkin bir çok hipotez yer alıyor. Öncelikle, reel faiz oranı, yatırımı, finansman kaynağının yurtiçi veya yurtdışı olduğuna bağlı olarak olumlu veya olumsuz olarak etkileyebilir (Agosin, 1995). Aynı durum reel efektif döviz kuru için de geçerli. Eğer ekonomi ihracata dayalı ise reel efektif döviz kurundaki değer kaybı, özel yatırım talebini daha yüksek yurtdışı talebine bağlı olarak olumlu etkileyebilir (Froot and Stein, 1991). Fakat, yatırım mallarının ithalat bağımlılığı yüksek ise reel efektif döviz kurunda meydana gelecek değer kaybı, sermaye girdi mallarının fiyatını arttıracığı için, yatırım talebinde bir düşüşe yol açabilir. Belirsizliklerin özel yatırımları olumsuz olarak etkilemesi beklenirken, yüksek reel sektör güveninin olumlu olarak etkilemesi beklenir (Bloom et. Al, 2007). Yurtiçi veya yurtdışı finansman kısıtları yatırım artışına engel olurken, kapasite kullanım oranının özel yatırım

talebine olumlu katkı yapması öngörülmektedir (Bloomstrom et al., 1996). Buna ek olarak, iş yapma ortamı, piyasadaki rekabet derecesi, ve kamu yatırımları da özel yatırımları etkileyen belirleyen faktörler arasında yer alabilir.

Bu not, özel yatırımları kısa dönemde belirleyen faktörleri adimsal regresyon metodu kullanarak inceliyor. Önce açıklayıcı değişkenin özel yatırımlar ile arasındaki tekil ilişki test ediliyor. Eğer değişken ilk basamakta anlamlı bir katsayıya sahip ise diğer değişkenler ile birlikte toplu regresyona dahil ediliyor. Bu regresyonda, politikalara ve ülkedeki döngüsellığe bağlı olarak değişmesi beklenen değişkenlere odaklanılıyor ve muhtemel etmenlerden oluşan bir alt küme kullanılıyor. İş yapma ortamı veya rekabet derecesinin yatırımlar üzerine etkisini test etmek için sektörler ve ülkeler arası bilgi ve analiz gerekir, bu da bu notun çerçevesinin dışında kalıyor. Bütün değişkenler bir önceki yıla göre değişimi baz alan çeyreklik değişkenleri temsil ediyor. Lütfen bu notun amacının teorik bir ilişkiyi kanıtlamak olmadığını, sadece makroekonomik değişkenlerin özel yatırımlar üzerindeki kısa dönemli etkilerini tahmin etmek olduğunu göz önünde bulundurunuz.

Bağımlı Değişken: Özel yatırımların büyümesindeki değişim

Regresyonlar	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8
Sabit	0.05 (0.07)							0.02 (0.02)*
Özel Yatırım Büyümesi (-1)	0.53 (0.00)	0.89 (0.00)	0.85 (0.00)	0.85 (0.00)	0.84 (0.00)	0.85 (0.00)	0.77 (0.00)	0.71 (0.00)*
Kapasite Kullanım Oranı	1.31 (0.00)							0.55 (0.00)*
Reel Faiz Oranı (2-y) ¹		-0.06 (0.00)						-0.02 (0.04)*
Faiz Oranındaki Oynaklık			-0.02 (0.04)					-0.01 (0.47) ¹
Reel Efektif Döviz Kuru				0.68 (0.00)				0.24 (0.05)*
Döviz Kurundaki Oynaklık					-0.01 (0.30)			
Tüketici Güveni ²						0.045 (0.00)		0.31 (0.00)*
Firmaların Döviz Borçlanması							0.06 (0.10)	
R-squared	0.79	0.83	0.77	0.87	0.65	0.86	0.72	0.96
Örnek Boyutu	47	47	47	39	47	35	47	35

Bütün değişkenler çeyreklik verilerde geçen yıl oranına karşılaştırılmıştır.

* Sembolü, katsayıların CCS anlamında anlamlı olduğunu gösterir

¹ Regresyon sonuçlarına göre, 2 yıllık gösterge faiz kısa dönemli faize göre daha yüksek açıklayıcılığa sahip bir değişken

² Tüketici güveni regresyona reel sektör güvenini temsil etmesi açısından eklenmiştir. Reel sektör güveni istatistiksel olarak anlamlı katsayıya sahip olmasına rağmen veri sayısında ki

¹ Faiz oranındaki oynaklığın istatistiksel olarak anlamsız çıkmasının sebebi faiz oranı ve oynaklığı arasındaki çoklu birlikte doğrusalılık

Tablo E.1

İletişim:

Marina Wes: mwes@worldbank.org

Cevdet Çağdaş Ünal: cunal@worldbank.org

² Bu grafik, her ekseninde o grup içerisindeki en iyi performans gösteren ülkeye göre normalize edilmiş verileri içerir. En iyi performans gösteren ülkenin verisi bire eşitlenmiş, ve gruptaki diğer ülkeler buna göre normalize edilerek orandık sayıya çevrilmiştir. Elmas'ın şekli büyüdükçe, o ülke için daha iyi bir genel performansı ifade eder.