

*Araştırma Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği No:8*

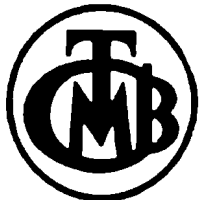
---

---

CARİ İŞLEMLER HESABINA ÇEŞİTLİ  
YAKLAŞIMLAR, SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK  
VE TÜRKİYE ÖRNEĞİ  
Temmuz 2002

*Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası*

---



# CARİ İŞLEMLER HESABINA ÇEŞİTLİ YAKLAŞIMLAR, SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK VE TÜRKİYE ÖRNEĞİ

**S. TOLGA TIRYAKI\***

**Araştırma Genel Müdürlüğü  
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası  
06100 Ulus Ankara TURKEY**

**E-mail: Tolga.Tiryaki@tcmb.gov.tr**

**Temmuz 2002**

## **ÖZET**

Bu çalışmada cari işlemler dengesine farklı kuramsal yaklaşımlar incelenmiştir. Esneklikler yaklaşımı, toplam harcama yaklaşımı ve Mundell-Fleming modeli kısaca anlatıldıktan sonra, tüketimin dönemler arasında ikamesi yaklaşımı ve buna bağlı olarak cari işlemlerin sürdürülebilirliği konuları ele alınmıştır. Kuramsal olarak oluşturulan sürdürülebilirlik kavramları anlatıldıktan sonra, sürdürülebilirlik koşulunun pratikte nasıl kullanılabileceğine değinilmiştir. Türkiye'nin 1994 ve 2001 yıllarında yaşamış olduğu iki kriz öncesindeki ödemeler bilançosu gelişmeleri, çalışmada kullanılan modeller ve belirlenen temel değişkenler çerçevesinde incelenmiştir. Son olarak, ileride yapılabilecek daha ayrıntılı çalışmalara yön vermek amacıyla bazı sorular ortaya konmuştur.

---

\* Araştırmacı, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Araştırma Genel Müdürlüğü.

E-posta: [Tolga.Tiryaki@tcmb.gov.tr](mailto:Tolga.Tiryaki@tcmb.gov.tr).

Bu çalışmadaki görüşler yazarına ait olup, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının görüşlerini yansıtmamaktadır. Son bölüme ait eleştirilerinden ötürü A. Hakan Kara'ya teşekkür ederim. Kalan tüm eksik ve yanlışlar yazara aittir.

## I. GİRİŞ

Bu çalışmada cari işlemler hesabına ilişkin temel kavramlar ortaya konularak, teorik yaklaşımların tarihsel gelişim süreci çerçevesinde politika yapıcıların cari işlemler dengesine (veya dengesizliğine) yaklaşımları incelenecektir. Çalışma daha çok bir tarama niteliğinde olup, ileriki ampirik çalışmalara dayanak olma amacı taşımaktadır.

Cari işlemler açıklarının sürdürülemez boyutlara ulaşması ödemeler bilançosu krizlerinin temel nedenini oluşturmaktadır. Türkiye’de de 1970’lerin sonunda, 1994 yılında ve son olarak 2001 yılında yaşanan ekonomik krizlerin pek çok araştırmacı tarafından ödemeler bilançosu kaynaklı olduğu ileri sürülmektedir. Bundan ötürü cari işlemler hesabı ekonomi politikaları hakkında karar alma sürecinde göz önünde bulundurulması gereken en önemli değişkenlerden biridir.

Uluslararası iktisat literatürü tarihsel olarak cari işlemler dengesi ile reel döviz kuru, yurt içi ve yurt dışındaki ekonomik faaliyet düzeyi, para, maliye ve diğer politikaların mevcut konumları arasında dinamik bir ilişki kurmaya çabalamıştır. Son yıllarda ise, cari işlemlere dönemler arası (intertemporal) yaklaşım ağırlık kazanmaktadır. Sonraki bölümde ise politika yapımına dair konular işlenecek ve Türkiye’nin yaşadığı ödemeler bilançosu kaynaklı iki kriz örnek olarak incelenecektir.

## II. CARİ İŞLEMLER: TEMEL KAVRAMLAR

Cari işlemler hesabı iki şekilde tanımlanabilmektedir. Bunlardan ilkinde cari işlemler dengesi, ödemeler bilançosu kayıtlarından elde edildiği şekilde net mal ve hizmet ihracatı ile karşılıksız transferler dengesinin toplamından oluşmaktadır. Mal ticaretinden kaynaklanan net ihracata transit ticaret gelirleri, navlun, sigorta ve taşımacılık gibi ticaretin gerçekleşmesini temin edici çeşitli hizmet gelirleri de dahil edilmektedir. Hizmetler dengesinde ise ülkenin turizm gelir ve harcamaları, yabancı yatırım gelirleri ve ülkenin dış borçluluk konumuna bağlı olarak dış borç faiz ödemeleri veya gelirleri dahil edilmektedir.

Cari işlemler dengesinin elde edilmesindeki ikinci yöntem ise milli gelir hesaplarının kullanılmasıdır. Bu yöntemle milli gelir hesapları, cari işlemler dengesi ve sermaye akımları arasındaki etkileşim gösterilebilmektedir. Gayri safi milli hasıla (*GSMH*), özel tüketim harcamaları (*C*), özel yatırım harcamaları (*I*), hükümetin cari harcamaları (*G*) ve net mal ve hizmet ihracatı ile net faktör gelirlerinin (*X - M*) toplamından oluşmaktadır.

$$GSMH = C + I + G + X - M. \quad (1)$$

Milli gelir hesaplarındaki ikinci temel eşitlik elde edilen gelirin ne yapılabileceğine yönelik ilişkiyi belirlemektedir. Milli gelir harcanabilir ( $C$ ), tasarruf edilebilir ( $S$ ), vergi olarak hükümete aktarılabilir ( $T$ ) ya da yurt dışına transfer edilebilir ( $Tr$ ).

$$GSMH = C + S + T + Tr.^1 \quad (2)$$

GSMH için oluşturulan iki ifade birbirine eşitlenip, gerekli sadeleştirmeler yapılarak meydana gelen ifade yeniden düzenlendiğinde aşağıdaki eşitliğe ulaşılır:

$$X - M - Tr = (S - I) + (T - G). \quad (3)$$

Bu eşitliğin sol tarafı cari işlemler dengesini vermektedir. Başka bir ifadeyle, cari işlemler dengesi, özel tasarrufların özel yatırımlardan farkı ve hükümetin harcamaları ile vergi gelirleri arasındaki farktan oluşmaktadır. Örneğin, yurt içi özel yatırımlar yurt içi tasarruflarla karşılanamıyorsa ve hükümetin bütçe açığı bulunmaktaysa o ülkenin cari işlemler hesabı açık vermektedir.

Son olarak, ülkenin cari işlemler dengesi ile net sermaye akımları arasındaki ilişkiyi ortaya koymak amacıyla yeni bir eşitliğe ihtiyaç vardır. Tasarruf edilen her lira yurt içinde fizikî yatırım yapmak, hükümetin bütçe açığını finanse etmek için çıkardığı borç senetlerini satın almak ya da yurt dışında herhangi bir varlık satın almak ( $FA$ ) suretiyle kullanılabilir.

$$S = I + (G - T) + FA. \quad (4)$$

Yukarıdaki ifade yeniden düzenlendiğinde aşağıdaki eşitliğe ulaşılır:

$$FA = (S - I) + (T - G) = X - M - Tr. \quad (5)$$

Bu eşitlik, yurt içi yatırımlarını finanse edebileceğinden daha yüksek miktarda tasarruf eden ve bu farktan daha düşük miktarda bütçe açığı bulunan bir ülkenin yabancı varlık stokunu artıracığı şeklinde açıklanabilir. Bu durum yurt dışına sermaye çıkışı olarak da nitelendirilebilir. Dikkat edilmesi gereken bir diğer konu da yurt dışına sermaye çıkışının cari işlemler fazlasıyla mümkün olabileceğidir.

### III. CARİ İŞLEMLER: FARKLI YAKLAŞIMLAR

Bir ülkenin belirli bir zaman dilimi içindeki cari işlemler dengesi yerleşiklerin yabancı ülkelerin gelir veya üretimleri üzerindeki haklarındaki artış ile yabancıların yurt içi gelir veya üretim üzerinde benzer şekilde sahip oldukları haklarındaki artış arasındaki fark olarak tanımlanabilir (Obstfeld ve Rogoff, 1995). Bu tanımdan yola çıkılarak, cari işlemler hesabını yalnızca ihracat ve ithalat arasındaki fark olarak değil, bu farka yabancı varlıklardan kaynaklanan net sermaye kazancını da ekleyerek oluşturmak gerekir.

### III.1. Esneklikler Yaklaşımı

Uluslararası sermaye akımlarının günümüzdeki kadar yüksek hacimli olmadığı dönemlerde cari işlemlere net dış ticaret akımlarının sonucu olarak bakmak doğal görünmekteydi. Bu dönemdeki iktisatçılar net ticaret akımlarının temel belirleyicisinin uluslararası nispi fiyat hareketleri olduğu görüşü üzerinde durmaktaydı. Cari işlemlere esneklikler yaklaşımı olarak adlandırılan bu görüş, arz ve talebin durağan fiyat esnekliklerinin uluslararası ticaret akımlarını belirlediğini ileri sürer; bu arada geri planda uluslararası harcama ve gelir düzeylerinin sabit kaldığı varsayılmaktadır.

İkinci Dünya Savaşı'nın hemen sonrasındaki dönemde ortaya çıkan esneklikler yaklaşımı gelişmekte olan ülkelerde de politikalara yönelik tartışmaların önünü açmıştır. 1970'lerin ortasına kadar süren politika tartışmaları "esneklik karamsarlığı" olarak adlandırılan görüş etrafında gelişmiştir. Bu kapsamdaki tartışmalar devalüasyonların ülkenin dış ticaret ve cari işlemler hesabını ne ölçüde iyileştirebileceğini sorgulamaktaydı. Cooper (1971a, 1971b) çalışmalarında devalüasyonların, söz konusu esnekliklerinin gerçekten küçük olmasına karşın, örneklem kapsamındaki ülkelerde dış ticaret ve cari işlemler dengelerini iyileştirmede başarılı olduğunu ileri sürmüştür.

Buna karşın, yapısalci gelenekten gelen iktisatçılar gelişmekte olan ülkelerdeki dış ticaret ve cari işlemler dengesizliklerinin özünde yapısal etkenlerden kaynaklandığını ve bu dengesizliklerin söz konusu ülkelerin büyüme imkanlarını ciddi şekilde sınırladığını ileri sürmüştür (Edwards, 2001). Bu görüşe göre ülkeler söz konusu dengesizlikleri gidermek için döviz kuru ayarlamalarına gitmek yerine ithal ikameci politikalar yoluyla sanayileşmeyi desteklemelidir. Latin Amerika'da Birleşmiş Milletler Latin Amerika Ekonomik Komisyonu Genel Sekreteri Raul Prebisch tarafından savunulan bu görüş Türkiye'de de Devlet Planlama Teşkilatı (DPT) tarafından hazırlanan kalkınma planlarında somutlaştırılmıştır.

### III.2. Toplam Harcama Yaklaşımı

Devalüasyon yoluyla cari işlemler açığını azaltmaya ilişkin çözümlemede bazı eksiklikler mevcuttur. Esneklikler yaklaşımında yapılan devalüasyonun sonraki dönemlerde gelir üzerindeki etkileri göz ardı edilmiştir. Devalüasyon ilk etapta ülkenin ihracatını teşvik edici bir rekabet gücü sağladığı gibi, ithalatı da caydırıcı bir etkide bulunur. Böylelikle önceden ithal edilen malların yurt içinde üretimi teşvik edilmiş olunur. Üretimde ve dolayısıyla reel gelirden artış yaşanması ithalatı yeniden artırıcı yönde etkiler. Bundan ötürü ülkenin dış ticaret dengesinde gözlenen devalüasyon kaynaklı iyileşme kısmen giderilmiş olur.

---

<sup>1</sup> Milli gelir çeşitli amaçlarla yurt dışına transfer edilebileceği gibi, Türkiye örneğinde olduğu üzere, yurt dışında kazanılan gelir de yurt içine transfer edilebilir. Bu durumda eşitlikte transferlerin işareti eksiye dönüşmektedir.

Ödemeler bilançosu denkleştirme sürecinde gelir etkisini de dikkate alan toplam harcama (absorption) yaklaşımı ekonomideki iç denge (istihdam) durumuna göre farklı sonuçlara ulaşır. Keynesyen gelir belirleme modelindeki toplam harcama değişkenleri birlikte ele alınarak net ihracatın ve gelir düzeyinin ( $Y$ ) etkileşimi açığa çıkarılabilir. Ülkenin reel gelir düzeyi aşağıdaki eşitlikle belirlenir:

$$Y = C + I + G + (X - M). \quad (6)$$

Eşitlikteki  $C + I + G$  toplam yurt içi harcama ( $A$ ) olarak tanımlanırsa yukarıdaki eşitlik şu şekli alır:

$$Y = A + (X - M). \quad (7)$$

Dış ticaret açığının iyileşebilmesi için ülkenin ya üretim düzeyini ( $Y$ ) artırması gerekir ya da yurt içindeki toplam harcama düzeyini ( $A$ ) azaltması gerekir. Ekonominin eksik istihdamda faaliyet gösterdiği durumda net ihracattaki artışa üretim de artışla eşlik edebilir. Ancak bunun için yurt içi harcamanın üretimdeki artış oranından daha küçük oranda artması gerekir. Diğer taraftan, eğer ekonomi başlangıç durumunda tam istihdam konumunda ise üretim daha fazla artırılmaz ve net ihracatı artırabilmenin tek yolu yurt içi toplam harcamayı kısmak olur. Böyle bir durum ise elbette para ya da maliye politikası yoluyla yurt içi harcamanın baskı altına alınmasını gerektirir. Talebin baskı altına alınmasının mümkün olmadığı durumda, devalüasyonla kazanılan fiyat avantajı, yurt içi fiyatlar seviyesinin ülkeyi önceki rekabetçi konumuna geri götürecektir. Bu çözümlenmenin sonucu olarak, devalüasyon gibi *harcama kaydırıcı* politikaların amaçlanan etkilere sahip olabilemesi için mutlaka daha sıkı maliye ya da para politikaları gibi *harcama kısıcı* politikalarla desteklenmesi gerektiği görüşü kabul görmüştür. Bir başka deyişle, ekonomi tam istihdamdayken yurt içi harcama kısılarak kaynaklar serbest bırakılmalıdır. Devalüasyondan kaynaklanan görece fiyat değişiklikleri, boşta kalan kaynakların ihracat sektörüne tahsis edilmesine ve harcamanın ithal mallardan yerli mallara kaydırılmasına yol açacaktır.

### III.3. Mundell-Fleming Modeli

1960'ların başından itibaren Mundell-Fleming modeli iktisatçılar arasında kabul görmeye başlamıştır. Keynes'in Genel Teorisi üzerinde yaptıkları çeşitli uyarlamalarla Metzler, Machlup ve Meade, Mundell-Fleming modeline zemin hazırlamışlardır. Mundell-Fleming modeline yolu açan modeller, fiyat ve ücret katılıklarının, işsizliğin ve ülkeler arasında sınırlı düzeyde finansal etkileşimlerin bulunduğu, özünde durağan bir ekonomi varsayımı altında geliştirilmiştir. Söz konusu öncül modellerin başlıca katkıları, ticaret bağlantılarının Keynesyen çarpanlar üzerindeki etkisini, uluslararası yansımaları, devalüasyonun etkilerini, döviz kurlarının belirlenmesini ve dış ticaret hadlerinin Keynesyen tüketim fonksiyonundaki rolünü açıklamak olmuştur. Klasiklerin yaklaşımında odak noktası olan parasal etkenler ise

çoğunlukla göz ardı edilmiş ya da yeterince önemsenmemiştir (Obstfeld, 2001). Ancak, bu yeni yaklaşım dış dengesizliklerin hangi mekanizmalarla giderilebileceği hakkında herhangi bir yön göstermemiştir.

1960'lar ile 1970'lerin başlarında köşe taşı haline gelen Mundell-Fleming modeli makroekonomik politikaların iç ve dış dengeyi eşzamanlı olarak sağlayabileceği düşüncesini yansıtmaktaydı. Mundell-Fleming modeli özünde klasik IS-LM modelinin açık ekonomiye uyarlanmış halidir. Uluslararası sermaye hareketliliği varsayımına ek olarak yerli mallar ile yabancı malların eksik olarak ikame edilebilirliği ve istihdam varsayımına göre ya sabit fiyat-değişken reel üretim düzeyi ya da sabit reel üretim-değişken fiyat düzeyi varsayımları yapılmaktadır.

Model temelde kısa vade üzerinde yoğunlaşmakta olduğundan ötürü, basit denkleştirme mekanizmalarını akım dengesi ve durağan döviz kuru bekleyişleri yoluyla açıklamaktadır. Yaygın bir popülerite kazanan model, politika uygulamalarının farklı döviz kuru rejimleri altında üretim düzeyi ve faiz oranları üzerindeki etkisini açıklamakta kullanılmıştır.

Mundell-Fleming modelinin başlıca zayıflığı durağan bir yapıya sahip olmasından kaynaklanmaktadır. Modelin kısa vadeye odaklanmış olması, net yatırımların üretken sermaye üzerindeki etkisi ile cari işlemler dengesizliklerinin net dış borçluluk konumu üzerindeki etkisini yadsımaya yol açmıştır (Knight ve Scacciavillani, 1998). Diğer bir deyişle, Mundell-Fleming modeli politika kararlarının cari işlemler dengesi üzerindeki stok ve akım değişkenlerinin uzun vadedeki etkileşiminden kaynaklanan etkileri göz ardı ettiği için yalnızca kısa vadedeki etkiyi açıklamaktadır. Örneğin genişletici bir maliye politikası uygulanması ilk aşamada ülkenin para biriminin reel olarak değer kazanmasına, dolayısıyla cari işlemler açığına ve sermaye girişine neden olur. Uzun dönemde ise bu durumun sürmesi ülkenin dış yükümlülüklerinin ve dolayısıyla net dış borç servisinin de yükselmesine yol açar. Böyle bir durumda hem dış borç servisini yerine getirebilmek hem de mevcut cari işlemler dengesini koruyabilmek için dış ticaret dengesinin iyileşmesi gerekmektedir. Böylelikle ilk aşamada reel olarak değer kazanan yerli para biriminin zamanla değer kaybetmesi zorunlu hale gelmektedir. Ülkenin cari işlemler konumunun sürdürülebilirliği konusunu çözümlenebilmek için önemli olan uzun dönemli dinamik etkiler Mundell-Fleming modelinde yer almamaktadır.

#### **III.4. Tüketimin Dönemler Arası İkamesi Yaklaşımı**

Dönemler arası yaklaşıma göre cari işlemler dengesi, verimlilik artışı, hükümet harcamaları, faiz oranları gibi değişkenler hakkında oluşturulan beklentiler doğrultusunda, özel kesimin optimal dinamik tasarruf ve yatırım kararlarının bir sonucudur. Bu çerçevede dahilinde, cari

işlemler dengesinin rolü, geçici olduğu düşünölen verimlilik veya talep şoklarına karşı yastık görevi görmek olarak tanılanmaktadır.

Bu yeni yaklaşım, net ihracatın cari gelir tarafından belirlendiği ve net dış borç faiz ödemelerinin çoğunlukla ihmal edildiği Keynesyen yaklaşımlardan temelde ayrılmaktadır. Diğer taraftan, tüketimin dönemler arası ikamesi yaklaşımı Ramsey-Cass-Koopmans optimal büyüme kuramlarından da ayrılmaktadır. Söz konusu büyüme modelleri, olası şoklardan sonra uzun dönem dengelenmiş büyüme yoluna geçiş sürecini açıklamaktadır. Dönemler arası yaklaşım ise olası şokların kısa vadeli dinamik etkilerine ışık tutmaktadır. Cari işlemlere dönemler arası yaklaşım, dış denge, dış ödemeler pozisyonunun sürdürülebilirliği ve denge reel kur düzeyi gibi birbiriyle ilişkili politika konularını aynı kavramsal çerçeve içerisinde birleştirmektedir.

Obstfeld ve Rogoff (1995) çalışmalarında tüketici ve firmaların dönemler arası optimizasyon yaptıkları varsayımına dayanan modern cari işlemler modellerini kapsamlı şekilde gözden geçirmiştir. Bu tür modellerde tüketimin dönemler arası ikamesi cari işlemler dengesinin arkasındaki temel neden olarak düşünölmektedir. Farklı çeşitlemelere sahip olan dönemler arası modellerin en basit deterministik örneği aşağıdaki eşitlikle gösterilebilir:<sup>2</sup>

$$CA_t = (r_t - r_t^p)A_t + (Y_t - Y_t^p) - (G_t - G_t^p) - (I_t - I_t^p) + [1 - 1 / (\beta / R)^\sigma](r_t^p A_t + Y_t^p - G_t^p - I_t^p) \quad (8)$$

Burada  $CA$  cari işlemler dengesini,  $r$  dünya faiz oranını,  $A$  net yabancı varlık pozisyonunu,  $R$  ilerideki bir  $s$  anında gerçekleşecek tüketim için geçerli yurt dışı piyasa iskonto oranını,  $\beta$  tüketicilerin öznel (subjective) iskonto oranını,  $\sigma$  ise dönemler arası ikame esnekliğini temsil etmektedir. <sup>p</sup> harfi söz konusu değişkenlerin, zaman sonsuza giderken sabit faiz oranıyla şimdiki değerinin bulunması yoluyla hesaplanan kalıcı değerlerini göstermektedir.

Yukarıdaki eşitlikten önemli çıkarımlar yapmak mümkündür. Bunlardan ilki ülkenin dış borçluluk konumunu gösteren net dış varlık pozisyonuyla ilgilidir. Eğer ülke dış aleme karşı net borçlu konumda ve dünya faiz oranları kalıcı değerinden yüksekse, artan dış borç faiz ödemeleri cari işlemler dengesini bozucu yönde etkide bulunacaktır. Eğer ülkedeki yerleşikler net olarak yabancı varlık sahibi iseler, geçici olarak yüksek faiz oranları cari işlemler hesabını iyileştirici etkide bulunacaktır.

Eşitlikten çıkarılabilecek ikinci sonuç, üretim düzeyi kalıcı değerinden yüksek olduğu durumda, tüketimin dönemler arasında ikame edilmesi dolayısıyla cari işlemler dengesinin iyileşmesidir. Benzer şekilde, hükümet harcamaları ya da yatırımlar kalıcı değerlerinin



üzerine çıkarsa daha büyük bir cari işlemler açığı verilir. Diğer bir deyişle, özel kesim, normalin üstünde hükümet ya da yatırım harcamaları ile karşı karşıya kaldığında tüketimini koruyabilmek için dış borç kullanacaktır. Örneğin, yeni yatırım projeleri kısmen dış borçlanma yoluyla finanse edilebilir ki böyle bir durum daha büyük bir cari işlemler açığına sebep olacaktır.

Bu noktada, tüketimin dönemler arası ikamesi hakkında önemli bir uyarıda bulunmak yararlı olacaktır. Tüketimin dönemler arası ikamesi, Modigliani-Miller Yansızlık Teoreminin (Irrelevance Theorem) uluslararası makroekonomiye uyarlanmış haline dayanmaktadır. Şöyle ki: Uluslararası sermaye piyasalarına tam olarak erişimi olan bir ülkede sabit sermaye yatırımlarının yerli ya da yabancı sermaye ile yapılmış olması tamamen yansızdır, çünkü her iki durumda da yatırımın getirisi uluslararası piyasalarda geçerli olan riske göre ayarlanmış denge getiri oranı ile hesaplanmalıdır. Diğer bir deyişle, yatırım projelerinin net şimdiki değerinin pozitif olması koşulu sağlandığında finansmanın coğrafi kaynağı önemsizdir (Knight ve Scacciavillani, 1998).

Dünya faiz oranının kalıcı değeri olan  $r^p$  düzeyinden sapması cari işlemler dengesini ülkenin net dış borçluluk durumuna göre etkilemektedir. Eğer ülke dış aleme karşı net olarak borçlu durumda ise faiz oranlarında kalıcı değere göre bir artış söz konusu olduğunda ülkenin cari işlemler dengesi kötüleşecektir.

Son olarak, eşitliğin son terimi, söz konusu ülkenin tüketim için sabırsızlığını ölçen  $\beta$  parametresine bağlı olarak tüketim eğilimini yansıtmaktadır. Ülkenin tüketim için dünyanın geri kalanına göre ortalama olarak daha sabırsız olduğu durumda,  $\beta$  dünya faiz oranlarının gelecekte alacağı değerden daha düşük olmaktadır. Bu durum  $(\beta / R)^{\sigma}$  ifadesinin birden küçük olmasına yol açar. Böyle bir durumda, ülke şimdiki zamanda daha çok tüketebilmek için ithalat yapar ve dolayısıyla cari işlemler açığı artar, dış borçlar artmaya başlar, tüketim de zamanla azalma eğilimi gösterir. Tüketim için ortalama olarak daha sabırsız olan taraf yabancılar olduğundaysa  $(\beta / R)^{\sigma}$  ifadesi birden büyük olur. Böyle bir durumda sabırsız yabancıların tüketimini karşılayabilmek için ülkenin cari işlemler dengesi fazla verme eğiliminde olur ve tüketim zaman içinde yukarı doğru hareket gösterir. Tüketimin zaman içinde aşağı ya da yukarı yönlü hareket etme eğilimi (tüketimin dönemler arasında ikamesi) ekonominin kalıcı kaynaklarıyla ve sermayenin uluslararası hareketlilik derecesiyle orantılıdır.

#### **IV. CARI İŞLEMLERİN SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ**

Cari işlem açıkları süreklilik göstermeye başladığında ekonomik birimlerin ve özellikle politika yapıcıların endişelenmesine yol açmaktadır. Cari işlemler açığının gayri safi milli hasılaya

---

<sup>2</sup> Bu eşitlik Obstfeld ve Rogoff'tan (1995) alınmıştır. Eşitliğin türetilmesi, modelin diğer çeşitlemeleri ve stokastik

oranı hangi düzeye ulaştığında uygulanmakta olan politikalarda bir değişikliğe ihtiyaç duyulmaktadır? İktisatçılar arasında uzlaşma sonucu belirlenecek bir oran her ülke için geçerli olabilir mi? Bu gibi sorulara yanıt verebilmek için öncelikle sürdürülebilirlik kavramının tanımlanması gerekmektedir. Diğer bir ifadeyle, ülkenin mevcut borçlarını ödeyebilme gücünün (solvency) var olup olmaması, doğrudan cari işlemler açığının sürdürülebilirliği konusunda bir karara varılmasını etkilemektedir. İzleyen bölümde cari işlem açıklarının sürdürülebilirliği üzerine kuramsal çalışmalar ışığında bir tanım yapılmaktadır. Sonraki bölümde ise ülkenin cari işlemler açığının sürdürülebilirliği üzerine karar verebilmek için hangi değişkenlerin incelenmesi gerektiği araştırılmaktadır. Bu bölümde belirlenen değişkenler daha sonra Türkiye örneklerinin incelenmesine temel oluşturacaktır.

#### **IV.1. Sürdürülebilirlik Kavramı**

Ekonomi politikalarında karar verici konumunda bulunanlar, cari işlemler dengesinin (ve diğer bir çok değişkenin) gelecekte izleyeceği yolun uygulanmakta olan politikalarda bir değişikliği gerektirip gerektirmediği konusunda bilgiye ihtiyaç duyar. Politika yapıcının temel problemi, bir dizi sürdürülebilir nitelikte ekonomi politikası üzerinde karar kılmaktır.

Milesi-Ferretti ve Razin (1996) sürdürülebilirlik tanımının ülkenin ödeme gücü ile ilişkili olduğunu ileri sürmüştür. Yazarlara göre bir ülkenin gelecekteki dış ticaret fazlalarının şimdiki değeri ülkenin dış borcunun cari değerine eşitse o ülkenin ödeme gücü bulunmaktadır. Mevcut politika uygulamasının belli olmayan bir tarihe kadar sürmesi eğer ülkenin ödeme gücünü azaltmıyorsa, bir başka ifadeyle, ülkenin bütçe kısıtını ihlal etmiyorsa ülkede uygulanmakta olan politika ve cari işlemler açığı sürdürülebilirdir. Mevcut politika uygulamasını önemli ölçüde değiştirmeyi gerektirecek ya da bir krize yol açabilecek dengesizliklerin varlığı durumunda cari işlemler dengesi sürdürülemez hale gelmektedir. Politikalarda değişiklik yaşanması veya bir krizin baş göstermesi dahili ya da harici bir şok tarafından tetiklenebilir.

Milesi-Ferretti ve Razin (1997, 1998) çalışmalarında cari işlemlerin sürdürülebilirliği için yeterli koşulun ülkenin dış borç yükümlülüklerinin gayri safi milli hasılaya oranının istikrar kazanması olduğunu ileri sürmüştür. Yazarlar çalışmalarında söz konusu oranın istikrarlı hale geldiği dış ticaret açığına ulaşmak için ülkenin dış ticareti açığında ne ölçüde bir daralmaya gitmesi gerektiğini hesaplamıştır. Temel çıkarımlardan en önemlisi, döviz kurundaki reel değişikliklere göre ayarlanmış reel faiz oranının ekonominin büyüme oranını aştığı durumlarda söz konusu oranın sabitlenmesi için dış ticaret fazlasının zorunlu hale geldiğidir.

Roubini ve Wachtel (1998) de benzer şekilde dönemler arası bütçe kısıtının ülkenin cari işlemler dengesi ve dış borç stokuna üzerinde gevşek kısıtlamalar koyduğunu ifade

---

örnekleri de aynı çalışmada ayrıntılarıyla anlatılmaktadır.

etmiştir. Bir ülkenin sonsuza kadar uzanan bir gelecekteki cari işlemler dengelerinin iskonto edilmiş toplamını cari dönemdeki dış borç stokuna eşit kılan herhangi bir cari işlemler projeksiyonu tanım gereği sürdürülebilir olmaktadır. Cari işlemler hesabının hem özel hem de kamu sektörünün tasarruf ve yatırım kararları arasındaki ilişki ve yabancı yatırımcıların borç verme isteğiyle belirlenmesi nedeniyle ileriki dönemlerde gerçekleşmesi olası akımların doğru şekilde tahmin edilmesi mümkün değildir. Bundan ötürü, Roubini ve Wachtel, artış göstermeyen bir dış borç/GSMH oranının pratik olarak sürdürülebilirlik için yeterli bir koşul oluşturduğunu ifade etmiştir. Böyle bir durumda, söz konusu oran büyümedikçe ülke borçlarını ödeme gücüne sahip olacaktır.

Cari işlemler toplam harcama yaklaşımındakine benzer şekilde ve ülkenin net dış yükümlülüklerine ( $F$ ) ait faiz ödemelerini de kapsayacak şekilde aşağıdaki şekilde yeniden tanımlanabilir:

$$CA_t \equiv F_t - F_{t-1} = Y_t + rF_{t-1} - C_t - I_t - G_t. \quad (9)$$

Özel kesimin ve hükümetin dönemler arası bütçe kısıtları eşitlik (9)'da yerlerine konularak eşitlik (10)'a ulaşılır. Eşitlik (10), eşitlik (8)'in üzerinde sabit faiz oranı ve ülkenin tüketimin zamanlaması konusunda dış dünya ile aynı tercihlere sahip olduğu varsayımları yapılmış halidir.<sup>3</sup>

$$CA_t = (Y_t - Y_t^p) - (C_t - C_t^p) - (I_t - I_t^p) - (G_t - G_t^p). \quad (10)$$

Dönemler arasında ödeme gücünü koruyan bir ülkenin cari işlemler dengesi üretim, tüketim, yatırım ve hükümet harcamalarının kalıcı değerlerinden sapması şeklinde tanımlanır (Milesi-Ferretti ve Razin, 1996). Yazarlar çalışmalarında ödeme gücü koşulunun pratik olarak uygulanmasının güçlüğünden ötürü, ödeme gücü için operasyonel bir koşul türetmiştir. Bu koşul, makroekonomik değişkenlerin gayri safi milli hasılaya oranları, faiz oranı ve döviz kurundaki reel değişim oranının sabit olduğu varsayımına dayanmaktadır.

Sonuç olarak, yazarlar cari işlemlerin (ya da net dış varlıklardaki değişimin) gayri safi milli hasılaya oranının dış ticaret açığı ve borç dinamikleri terimlerinden oluştuğu bir ifadeye ulaşmıştır. Bu ifadede borç dinamikleri dünya reel faiz oranı ile aynı yönde ilişkili, para biriminin reel olarak değer kazanması ve yurt içi büyüme oranıyla ise ters ilişkilidir.

Reisen (1998) çalışmasında uzun dönemde sürdürülebilir cari işlemler açığını tanımlayan bir eşitlik türetmiştir. Bu çalışmada, Milesi-Ferretti ve Razin'in çalışması geliştirilerek, uzun dönemde büyümeden dolayı artan ithalatı karşılayabilmek ve ödemeler bilançosundaki değişkenlikle başa çıkabilmek için ülkenin rezerv biriktirme gereksinimi de analize dahil edilmiştir. Türetilen eşitlikte dış borcun gayri safi milli hasılaya oranının sabit

<sup>3</sup> Eşitlik (9) ve (10) Milesi-Ferretti ve Razin'den (1996) alınmıştır.

kalacağı ve arzu edilen rezerv düzeyinin ithalatın büyüme oranına eşit şekilde artacağı uzun dönemde sürdürülebilir bir cari işlemler tanımlanmaktadır.

## IV.2. Sürdürülebilirlik Göstergeleri

Dönemler arası bakış açısının önemli sonuçlarından biri, daha yüksek yatırım olanakları sağlayan politika uygulamalarının zorunlu olarak ülkenin cari işlemler hesabında bozulmaya yola açacak olmasıdır (Edwards, 2001). Bu görüşe göre cari işlemlerdeki bu tip bozulmalar politikalarda değişikliğe gitmeyi gerektirecek bir endişeye yol açmamalıdır. İngiltere eski Maliye Bakanı Nigel Lawson 1988’de Uluslararası Para Fonuna (IMF) hitaben yaptığı bir konuşmada, İngiltere’nin cari işlemler açığını değerlendirirken geçmişten gelen bütçe açıklarının cari işlemler açığının temel nedeni olduğunu belirtmiştir. Bu nedenden ötürü, bütçenin dengede olduğu durumlarda özel kesim davranışından kaynaklanan cari işlemler açıklarının endişe kaynağı olmayacağı görüşü “Lawson Doktrini” olarak literatüre geçmiştir.

Lawson Doktrini, Corden (1994) tarafından şöyle ifade edilmiştir:

*“Cari işlemler özel ve kamu kesiminin tasarruf ve yatırımlarının net sonucudur. Özel kesimin optimal tasarruf ve yatırım kararları yine optimal bir dengeye –cari işlemler dengesine– yol açar. Hükümet kaynaklı bozulmaların mevcut olmaması koşuluyla, hükümetlerin ya da harici gözlemcilerin özel kesimin ne kadar yatırım yapması veya tasarruf etmesi gerektiğini bu kesimin kendisinden daha iyi bildiği varsayılmaz. Sonuç olarak, özel kesim davranışındaki değişimden kaynaklanan cari işlemler açıkları endişeye neden olmamalıdır. Diğer taraftan, kamu bütçe dengesi kamu politikasının ilgi alanına girmekte olup, asıl üzerinde durulması gereken konu da bu olmalıdır.”*

1982 yılında yaşanan uluslararası borç krizi Lawson Doktrininin güvenilirliğinin sorgulanmasına yol açmıştır. Bazı Latin Amerika ülkeleri kriz öncesinde çok yüksek cari işlemler açıkları vermiştir. Bu açıkların ağırlıklı olarak artan yatırımlardan kaynaklanmış olması ve bu ülkelerin bazılarının gayet iyi bütçe dengelerine sahip olmasına rağmen söz konusu ülkeler borç krizinden olumsuz şekilde etkilenmiştir.

Borç krizinden sonra gelişmekte olan ülkelere 1990'lara kadar belirgin bir sermaye girişi gerçekleşmemiştir. Uluslararası borçlanma kısıtıyla karşı karşıya kalan bu ülkelerde cari işlemler açıkları makul düzeylerde seyretmiştir. Ancak, gelişmekte olan ülkelere, özellikle Latin Amerika'ya, 1990'larda yeniden sermaye girişi başlamıştır. Meksika'nın 1994'te yaşadığı krizden sonra Lawson Doktrini uluslararası akademik çevrelerde yeniden eleştirilmeye başlamıştır. Eski Amerikan Hazine Sekreteri Lawrence Summers, Lawson Doktrinine karşı koyarak, cari işlemler açıklarının sırf özel kesim kaynaklı olmalarından ötürü zararsız olduklarının düşünülmemeyeceğini ve gayri safi milli hasılanın yüzde 5'ini aşan

açıklara, özellikle bu açıklar hızlı şekilde ters çevrilebilecek şekilde finanse edilmişse, dikkat edilmesi gerektiğini söylemiştir.

Edwards (2001) çalışmasında portföy teorisini kullanarak bir sürdürülebilirlik eşitliğine ulaşmıştır. Buna göre, yabancıların ülkenin yükümlülüklerine olan talebi kullanılarak elde ettiği sürdürülebilir cari işlemler oranı ülkeler arasında değişiklik gösterebilir. Yabancıların portföy kararlarını ve ekonomik büyümeyi etkileyen değişkenler söz konusu oranı belirlemektedir. Böylece, Summers'ın ifade ettiği yüzde 5 oranı anlamını yitirmektedir.

Ekonomik birimler tarafından mevcut politikaların uygulanmaya devam edilmesi durumunda cari işlem açıklarının sürdürülemez hale geleceği düşünölmeye başlandığında ya bir politika değişikliğine gereksinim vardır ya da bu bölümde incelenecek olan değişkenlerin durumuna bağlı olarak cari işlemler açığında kendiliğinden (veya bir kriz yoluyla) bir daralma gerçekleşecektir.

Cari işlemler açıklarının keskin şekilde daralması Milesi-Ferretti ve Razin (1997, 1998) tarafından incelenmiş ve ampirik olarak daralmaları tahmin eden bazı değişkenler belirlenmiştir. Bu değişkenler şunlardır: cari işlemler dengesinin düzeyi (cari işlemler açığı ne kadar büyükse daralma o kadar olasıdır), döviz rezervleri (rezervler ne kadar düşükse daralma o kadar olasıdır), kişi başına GSMH (kişi başına GSMH ne kadar büyükse daralma o kadar olasıdır), dış ticaret hadleri (dış ticaret hadlerinin bozulduğu ölkelerde daralma yaşanma olasılığı daha yüksektir), yatırımlar (yatırımlar ne kadar yüksekse daralma o kadar olasıdır). Daha fakir ve gelişmekte olan ölkeler de örnekleme katıldığında şu değişkenler de belirgin şekilde devreye girmektedir: gelişmiş ölkeler büyüme oranları (gelişmiş ölkeler büyüme oranları ne kadar büyükse daralma o kadar olasıdır) ve gelişmiş ölkeler faiz oranları (gelişmiş ölkelerde reel faiz oranları ne kadar yüksekse daralma o kadar olasıdır).

Cari işlemler açıklarının ne kadar aşırı, bir başka ifadeyle sürdürülemezliğe ne kadar yakın olduğu konusu, politika yapıcıları ve diğer ekonomik birimler açısından önem teşkil etmektedir. Mevcut durumun sürdürülebilir olup olmadığı ve eğer giderek bozulan bir yapı mevcutsa, ne tür bir düzeltme yapılması gerektiği üzerine özellikle politika yapıcılar tarafından yapılmış çalışmalar bulunmaktadır. Örneğin, IMF bir ülkenin cari işlemleri ve reel döviz kuru pozisyonunu değerlendirmek amacıyla ağırlıklı olarak "yapısal cari işlemler dengesi" (underlying current account balance) yaklaşımını kullanmaktadır (Isard ve diğerleri, 2001). Bu yaklaşımda döviz kurlarının "uygun" olarak nitelendirilen cari işlemler pozisyonları (dış denge) ve ülkenin potansiyel üretimiyle (iç denge) tutarlı olup olmadığı sorgulanmaktadır.

IMF'nin kullanmakta olduğu makroekonomik denge yaklaşımı ülkenin cari işlemlerini milli gelir hesaplarıyla ilişkilendirmektedir. IMF'nin yaklaşımı Isard ve diğerlerinin (2001)

çalışmasında aşamalarıyla anlatılmıştır. Birinci aşama, yapısal cari işlemler dengesini tahmin etmektir. Yapısal cari işlemler dengesi tüm ülkelerin potansiyel üretim düzeylerinde faaliyet gösterdiği ve döviz kurundaki geçmişte gerçekleşen tüm gecikmeli etkilerin tamamen gerçekleştiği bir durumda mevcut döviz kurlarının belirlediği cari işlemler dengesidir. İkinci aşama her bir ülkenin orta vadede normal olarak nitelendirilebilecek denge tasarruf-yatırım pozisyonunu tahmin etmektir. Söz konusu sürdürülebilir tasarruf-yatırım farkı, ülkenin ve ticaret ortaklarının düşük enflasyon ortamında ve uygun kapasite kullanım oranlarıyla faaliyet gösterdiği varsayımına dayanmaktadır (Knight ve Scacciavillani, 1998). Üçüncü aşama,  $CA = S - I$  eşitliğinin ayrı ayrı tahmin edilen sol ve sağ tarafını (yapısal cari işlemler dengesi ile orta vadedeki tasarruf-yatırım dengesini) eşitleyebilmek için gerekli reel döviz kuru değişimini hesaplamaktır. Son aşamada ise, önceki aşamada hesaplanan döviz kurunun olması gereken değerinden sapma miktarının, yakın zamanda herhangi bir politika değişikliğine gidilmesini gerektirip gerektirmediği ve makroekonomik görünüm açısından risk teşkil edip etmediği konusunda yargısal bir sonuca varılmaktadır.

Politika yapımı açısından sürdürülebilirlik kavramı cari işlem açıklarına ne zaman karşı koymak gerektiği sorusuna yanıt bulmaya yardımcı olmaktadır. Reisen (1998) bu konudaki temel ilkenin, cari işlemler açıklarının tüketim patlamalarını değil fakat üretken yatırımları finanse etme aracı olarak görülmesi gerektiğini ileri sürmüştür. Bu yatırımların tercihan ihracat sektöründe yapılması, ülkenin kaçınılmaz şekilde artan dış yükümlülüklerini yerine getirmesine hazırlık sağlar.

Milesi-Ferretti ve Razin (1996) bir ülkenin cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliğini değerlendirebilmek için dikkate alınmasını gerekli buldukları değişkenleri dört ana kategoride sınıflandırmıştır. Yapısal özellikler kategorisinde ülkenin tasarruf ve yatırım eğilimleri, ekonomik büyüme oranı, dışa açıklık ve dış ticaret hacmi, dış yükümlülüklerin kompozisyonu, ülkenin finansal yapısı, sermaye hesabı rejimi gibi değişkenler yer almaktadır. Yüksek yatırım oranları ileriki dönemlerde yüksek büyüme oranlarını da beraberinde getirdiğinden ülkenin ödeme gücünü artırmaktadır. Diğer taraftan, dış borç servisini sağlayacak ve dış borçları azaltabilecek döviz kazancı yaratılması amacıyla ülkenin dış ticarete konu olan malların üretimine ağırlık vermesi gerekmektedir. Ancak ülke dış ticarete ne kadar açıksa, dış ticaret hadlerinde bozulma veya dış talepte gerileme gibi dış şoklara maruz kalma riski de o kadar yüksek olacaktır. Ülkenin dış yükümlülüklerinin vade yapısı, yarattığı yükümlülük şekli (borç veya hisse senedi), döviz ve faiz kompozisyonu değerlendirmelerin yönünü belirleyebilir. Sermaye hesabı ne kadar liberal olursa ülkenin olumsuz dış şoklara maruz kalma riski o kadar yüksek olacaktır. Ancak, liberal bir sermaye hesabı, ülkenin finansal sektörünün gelişmişlik düzeyine de bağlı olarak, yurt içi politikalarda disiplin sağlayıcı bir rol de oynayacaktır.

Makroekonomik politika durumu kategorisinde döviz kuru politikası, kur rejiminin esneklik derecesi ve mali denge unsurları bulunmaktadır. Üçüncü olarak, ülkenin siyasi istikrarsızlığı, uygulanan politikaların devam edip etmeyeceği hakkındaki belirsizlikler, ve mevcut politika uygulayıcılarının kredibilitesi dış yükümlülüklerin sürdürülebilirliğini etkileyebilmektedir. Son olarak ise, ülkenin dış yükümlülüklerine ait fiyat göstergeleri, yabancı yatırımcıların ülkeye borç verme isteği ve cari işlemlerin sürdürülebilirliği konusundaki beklentileri hakkında bir işaret olarak yorumlanabilir.

Benzer bir çalışmada Roubini ve Wachtel (1998) de sürdürülebilirlik konusunda değerlendirilmesi gerekli bazı değişkenler ortaya atmıştır. Milesi-Ferretti ve Razin'deki (1996) değişkenlerden farklı olarak cari işlemlerin kompozisyonu, sermaye hareketlerinin büyüklüğü ve kompozisyonu, ülke riski ve döviz rezervlerinin düzeyi gibi göstergeler yazarlar tarafından incelenmiştir.

## **V. TÜRKİYE ÖRNEKLERİ**

Türkiye ekonomisi 24 Ocak 1980 kararları ile dışa açık bir ekonomiye dönüşmek için gerekli yapısal dönüşümleri tamamlama çabasına girişmiştir. 1989 yılında sermaye hareketlerinin de serbestleştirilmesi Türkiye ekonomisinin tamamen dışa açık bir ekonomi haline gelmesine yol açmıştır.

Dış ticaretin serbestleştirilmesinden sonra ülkenin gayri safi milli hasıla büyüme oranı 1980'ler ve 1990'larda ortalama olarak gerileme kaydetmiş, enflasyon oranı ise sürekli olarak artmıştır. Sermaye hesabının 1990'larda serbestleştirilmesi temelde hükümetin bütçe açıklarını finanse etmede yurt dışı piyasaları da kullanmak istemesinden kaynaklanmıştır. Ancak, serbestleşme politikaları uluslararası sermaye girişlerinin artmasına ve dolayısıyla dış borç stokunun giderek yükselmesine yol açmıştır. Türkiye ekonomisi, kriz yılları hariç olmak üzere 1990'larda cari işlemler açıklarından daha yüksek tutarda yabancı sermaye çekebilmiştir. Bundan ötürü, Merkez Bankası geçtiğimiz on yıl boyunca hemen hemen her yıl döviz rezervi pozisyonunu güçlendirebilmiştir. Cari işlemler açıklarının gayri safi milli hasılaya oranı ise 1970'lerden bu yana her on yılda yaklaşık olarak yarı yarıya azalmıştır. Ekonominin dışa açılmasıyla beraber ihracat ve turizm gelirleri ile karşılıksız transferler gibi cari işlem gelirlerinin büyümesi, cari işlem açıklarının gayri safi milli hasılaya oranındaki gerilemenin kaynağını oluşturmuştur.

1994 ve 2001 yıllarında yaşanan iki krizin oluşumunda dış dengesizliklerin nasıl bir role sahip olduğu ve söz konusu krizler sırasında dış dengenin nasıl geliştiği bu bölümün konusunu oluşturmaktadır. Dördüncü bölümde işlenen sürdürülebilirlik tartışmaları çerçevesinde ele alınan değişkenler kriz dönemleri incelenirken kullanılacaktır.

## V.1. 1994 Krizi

1994 yılında yaşanan kriz temelde uygulanmakta olan maliye politikalarının sürdürülemez hale gelmesinden kaynaklanmıştır. 1988 yılından 1993 yılına kadar kamu kesimi borçlanma gereği sürekli olarak yükselmiştir. Kamu kesiminde çalışan işçi ve memur maaşlarına yapılan zamlardan kaynaklanan yüksek harcamalar, cömert tarımsal destekleme politikaları ve kamu iktisadi teşebbüslerinin giderek bozulan performansları kamu kesimi borçlanma gereği artışının arkasındaki başlıca etkenlerdir.

1980'lerin ikinci yarısından 1990 yılına kadar Hazine kamu açıklarının finansmanında ağırlıklı olarak iç borçlanma senetleri ihraç etmeyi tercih etmiştir. 1990'ların ilk yıllarında ise kontrol altına alınamayan kamu kesimi açıkları giderek daha yüksek oranlarda merkez bankası kaynakları ile (monetizasyon yoluyla) finanse edilmeye başlanmıştır. Örneğin, 1990 yılında gerekli finansmanın yüzde 72,1'i iç borçlanmayla, yüzde 2,4'ü Merkez Bankasından sağlanan kısa vadeli avanslarla karşılanmışken, aynı oranlar 1993 yılında sırasıyla yüzde 41,5 ve yüzde 42 olmuştur. İç borçlanmanın toplam finansman içindeki payının küçülmesine karşın, hızla artan kamu kesimi borçlanma gereği nedeniyle iç borçlanma tutarı da aynı dönemde büyük ölçüde yükselmiştir.

Yurt içinde özel kesimin kamu açıklarını finanse edebilmesini teminen özel kesimin yurt dışından borçlanabilmesi tamamen serbest bırakılmıştır. Bankacılık kesiminin dış piyasalardan kısa vadeli olarak borçlanması ve yurt dışında yerleşiklerin özellikle yurt içi menkul değer piyasalarındaki yatırımlarının hızla çoğalması, bir taraftan ödemeler bilançosunu rahatlatmakta, diğer taraftan da kamu açıklarının daha kolay şekilde finanse edilebilmesine olanak tanımaktaydı.

Bu dönemde Merkez Bankası tarafından uygulanan para politikası ise yabancı sermaye akımlarını çekecek şekilde etki göstermiştir. Artan iç borçlanma nedeniyle yükselen faiz oranları, yurt içi ve yurt dışındaki görelî getiri oranlarını Türk lirası lehine çevirmiştir. Türk lirasının görelî olarak daha yüksek getiriye sahip olması liraya olan talebi artırarak liranın güçlenmesine yol açmıştır. 1980'lerde uygulanmakta olan ihracatı teşvik politikaları dahilinde Türk lirasının sürekli olarak değer kaybetmesi stratejisi 1990'larda terk edilmiştir. Diğer bir ifadeyle, Merkez Bankası, yabancı sermaye girişinden kaynaklanan değerlenmeye, parasal büyüklükleri kontrol altında tutabilmek kaygısıyla müdahale etmemiştir.

1980'lerde reel ücretlerin bastırılması yoluyla yurt içi üretimin ihracat pazarlarına yönlendirilmesi ve dolayısıyla ihracatla büyüme politikası benimsenmiştir. Ancak, başta kamu kesiminde olmak üzere çalışanlara ödenen reel ücretlerde 1989 yılından itibaren çok hızlı artışlar gerçekleşmiştir. Rekabetçi reel kur politikasının da sona ermesiyle birlikte Türkiye



ekonomisi yurt içi talep yoluyla büyüme eğilimine girmiştir. Bu eğilimin doğal sonucu olarak dış dengesizlikler giderek büyümeye başlamıştır.

1993 yılında görece olarak daha da kötüleşen kamu dengesine ek olarak, 1994 yılına ait bütçe tasarısında bütçe açığının daraltılmasına yönelik önlemler öngörülmemiş olduğundan, finansal piyasalarda meydana gelen tedirginlik had safhaya ulaşmıştır. Bu noktada, cari işlemlerin sürdürülebilirliği konusundaki endişeler de mevcut tedirginliği pekiştirmiştir. Sonuç olarak, yurt dışından döviz cinsinden kısa vadeli borçlanarak Türk lirası cinsinden aktiflere sahip olan bankacılık kesimi Merkez Bankasından döviz satın alarak açık pozisyonunu kapatabilmek için döviz taleplerini büyük oranda artırmıştır. Merkez Bankası ise rezervlerini korumak amacıyla bankalararası para piyasasına müdahale ederek gecelik borçlanma faizlerinin çok yüksek seviyelere yükselmesine neden olmuştur. Merkez Bankası Ocak 1994 sonunda ABD dolarına karşı nominal döviz kurunu yüzde 13,6, 6-7 Nisan tarihlerinde ise yüzde 38,9 ve yüzde 24,6 oranlarında artırmak zorunda kalmıştır. Buna rağmen, Merkez Bankası Aralık 1993-Mart 1994 döneminde 3,9 milyar ABD doları tutarında rezerv kaybına uğramıştır.

Yapılan devalüasyonlar sonucunda Türk lirası 1994 yılında ortalama olarak yüzde 36,9 oranında reel değer kaybına uğramıştır. Cari işlemler açığı 1994 yılında fazlaya dönüşmüş, dış ticaret açığı ise önemli ölçüde daralmıştır. Gayri safi milli hasıla 1994 yılında yüzde 6,1 oranında gerilemiş, enflasyon oranı yüzde 106,3'e yükselmiştir. Tüketim harcamaları gayri safi milli hasıladaki gerilemeden daha yüksek oranda gerilemiş, ancak en büyük tepkiyi yatırım harcamaları vermiştir. Krizden önceki yılda, artan cari işlemler açığıyla birlikte yatırım harcamaları yüzde 29,1 oranında yükselmışken, krizin yaşandığı yıl yüzde 29,8 oranında bir gerileme kaydedilmiştir. 1993 yılındaki yatırım artışı çok büyük ölçüde özel sektör kaynaklı iken, hükümetin açıkladığı "5 Nisan Kararları" nedeniyle 1994 yılında kamu yatırımlarındaki yüzde 34,8 oranındaki gerileme toplam yatırımlardaki gerilemenin temel kaynağı olmuştur.

Tasarruf-yatırım dengesi 1993 yılında önceki yıla göre artarak gayri safi milli hasılanın yüzde 3,7'sine ulaşmıştır. 1993 yılındaki cari işlemler açığının iki temel nedeni bulunmaktadır: yatırımların hızlı bir şekilde yükselmiş olması ve kamu kesimi bütçe açığının büyümesi. Lawson Doktrinine göre, genişleyen cari işlemler açığının özel kesim kaynaklı ve üretim kapasitesini artırıcı nitelikte olması, bütçe dengesizliğinin bulunmaması durumunda sürdürülebilirlik açısından bir endişeye yol açmamalıdır. Ancak, faiz ödemeleri dahil konsolide bütçe açığının gayri safi milli hasılaya oranı 1993 yılında önceki yıla göre 2,4 puan artarak yüzde 6,7 oranına ulaşmıştır.

1993 yılında ülkeye net yabancı sermaye girişi cari işlemler açığından daha fazla tutarda gerçekleşmiştir. Söz konusu sermaye girişi ağırlıklı olarak kolaylıkla geri çevrilebilir

nitelikte olan portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketleri şeklinde gerçekleşmiştir. Krizi izleyen yılda ise gayri safi milli hasılanın yüzde 3,8'i oranında sermaye Türkiye'yi terk etmiştir. Bu yıldaki sermaye hareketlerini de yine temelde kısa vadeli sermaye hareketleri belirlemiştir.

Bu gelişmeler sonucunda dış borç stoku 1994 yılında 13,1 puan artış kaydederek gayri safi milli hasılanın yüzde 50,1'ine ulaşmıştır. Dış borç servisinin cari işlem gelirlerine oranı ise 1994 krizinde önemli bir değişiklik göstermemiştir. Ancak, net faiz ödemeleri ise büyüyen dış borç stoku ve yurt dışında artan faiz oranlarının etkisiyle 1994 yılında bir miktar yükselmiştir.

## **V.2. 2001 Krizi**

1994 yılındaki krizden farklı olarak, 2001 yılında yaşanan krizde ödemeler bilançosu dengesizliğinin rolü görece olarak daha büyük olmuştur. 2000 yılı başında uygulanmaya başlayan döviz kuru temelli istikrar programı, bu tip istikrar programlarının neredeyse tüm karakteristik özelliklerini göstererek sona ermiştir. Döviz kurunun kontrollü şekilde artırılması, buna karşılık enflasyondaki atalet nedeniyle yerli para biriminin reel olarak değerli hale gelmesi, tüketim talebinin artması, cari işlemler dengesinin bozulması ve sürdürülebilirliğinin sorgulanmaya başlaması, döviz kuru riskinin ortadan kalkmasıyla (ya da azalmasıyla) yurt dışından borçlanmanın cazip hale gelmesi ve dolayısıyla dış borç stokunun yükselmesi gibi konular Türkiye'de uygulanan programın da yüzleştiği sorunlardan olmuştur.

Kasım 2000'de yaşanan finansal kriz bankacılık kesimi başta olmak üzere ekonominin tüm alanlarını olumsuz etkilemiştir. Krizi izleyen iki ayda IMF'den ek dış finansman sağlanması ve alınan önlemler sayesinde ekonomik ortam ve beklentiler görece olarak iyileşmiş, ancak yapısal sorunlar (bütçe ve cari işlemler açıkları) mevcudiyetini sürdürmüştür.

Yarı-para-kurulu olarak tanımlanabilecek para politikası çerçevesinde yabancı finansal sermaye girişleri yalnızca yatırım ve büyümeyi finanse etmekten değil, aynı zamanda menkul kıymet piyasalarının likidite gereksinimlerini de karşılamaktan da sorumluydu (Yeldan, 2001). Böylelikle, yabancı sermaye girişi faiz oranları kanalıyla da yurt içi yatırımları etkileyebilmekteydi. Uygulanan program öngörülen de fazla miktarda yabancı finansal sermaye çekmeyi başarmıştır. Bunun sonucu olarak, yurt içi faiz oranları hızla gerilemiştir. Yatırımlar önceki yıla göre reel olarak yüzde 19,7 oranında artmıştır. Diğer taraftan, hem bankacılık kesiminin hem de bankacılık dışı özel kesimin yurt dışından sağladığı kredilerin 2000 yılında önemli miktarda artması yurt içindeki kredi arzını ve kredi faiz oranlarını olumlu şekilde etkilemiştir. Yurt içi tüketim harcamalarının 2000 yılında yüzde 6,2 oranında artmış olmasının arkasında önceki yıllarda süregelen yüksek reel faiz oranlarından ötürü ertelenmiş tüketimin gerçekleştirilmesi ile uygun kredi koşulları nedeniyle öne alınan tüketim harcamalarının bulunduğu öne sürülmektedir (TCMB, 2000). Aynı zamanda, güçlü

pozisyonda bulunan Türk lirası da tüketim malı ithalatının yüksek oranda artmasına yol açmıştır.

Yatırım ve tüketim için yapılan harcamanın gayri safi milli hasıla içindeki payının 2000 yılında artış kaydetmesi, buna karşılık, tasarrufların gerilemesi cari işlemler açığının genişlemesini de beraberinde getirmiştir. Diğer taraftan, özellikle faiz dışı konsolide bütçe dengesinde çok önemli bir iyileşme kaydedilmiştir. 1999 yılında gayri safi milli hasılanın yüzde 1,8'i olan faiz dışı konsolide bütçe fazlası 2000 yılında yüzde 5,3'e yükselmiştir. Faiz ödemeleri de katıldığında oluşan konsolide bütçe açığı ise 1999 yılında önemli ölçüde artmış, ancak 2000 yılında bir miktar azalmıştır.

2000 yılında cari işlemler açığı gayri safi milli hasılanın yüzde 4,9'una ulaşmıştır. Bu yılda da IMF kredileri dahil edildiğinde cari işlemler açığının ötesinde bir sermaye girişi gözlenmiştir. Kasım 2000 krizine kadar olan dönemde portföy yatırımları toplam sermaye girişlerinin en büyük kısmını oluşturmaktaydı. Ancak, yaşanan kriz sırasında yabancı yatırımcılar portföylerini önemli miktarda azaltmış ve dolayısıyla sermaye çıkışına neden olmuştur. Yılın tümüne bakıldığında, ağırlıklı kısmı kredi işlemlerinden oluşan uzun ve kısa vadeli sermaye hareketleri net sermaye girişinin büyük kısmını oluşturmuştur.

2000 yılında gözlenen yüksek tutardaki sermaye girişinin ağırlıklı olarak yükümlülük yaratıcı nitelikte olması nedeniyle, 2000 ve 2001 yıllarında dış borç stoku önemli ölçüde yükselmiştir. Diğer taraftan, önemli bir sürdürülebilirlik göstergesi olan dış borç servisi/cari işlem gelirleri oranı 1999'dan sonra yüksek oranlara ulaşmıştır. 2000 yılında çoğunlukla bankacılık kesimi tarafından kullanılan kısa vadeli kredilerin geri ödemelerinin 2001 yılında tamamlanmış olması ve bu kredilerin yerini uzun vadeli IMF kredilerinin almış olmasından ötürü, 2001 yılında kısa vadeli dış borç stokunun toplam stok içindeki payı büyük ölçüde gerilemiştir.

## **VI. SONUÇ**

Cari işlemlere dönemler arası yaklaşım Türkiye ekonomisi için Selçuk (1997) ve Akçay ve Özler (1998) tarafından test edilmiştir. İki çalışmada da Türkiye'nin tüketimini dönemler arasında optimal şekilde ikame etmesini sağlayacak şekilde cari işlemler açığı (ya da fazlası) vermediği sonucuna varılmıştır. Selçuk (1997), ulaşılan bu sonucun Türkiye'nin yabancı sermaye piyasalarını optimal şekilde kullanamamasından ve bu piyasalarda kredi kısıtı ile karşı karşıya olmasından kaynaklanabileceğini ileri sürmüştür. Akçay ve Özler (1998) ise, sermaye hareketliliğinin kısıtlı olmasının değil, spekülatif sermaye akımlarının mevcut bulunmasının söz konusu sonuca yol açtığını ileri sürmüştür.

2000 yılında Türkiye'nin yaşamış olduğu yabancı sermaye kaynaklı reel kredi genişlemesinin tüketimin dönemler arasında ikame edilmesine olanak verdiği iddia edilmektedir. Bundan ötürü, tüketimin dönemler arasında ikamesi yaklaşımının güncel verilerle yeniden sınanmasının yararlı olabileceği düşünölmektedir.

Beşinci bölümdeki Türkiye örnekleri incelendiğinde ortaya önemli bir sonuç çıkmaktadır. Her ne kadar her iki kriz döneminde de cari işlemler açığının bir nedeni olarak yatırımlardaki yüksek artış oranları bulunsa da, bozuk kamu kesimi bütçesinin her iki dönemde de baskın olduğu ortaya çıkmaktadır.

Bu çalışma sonunda ortaya çıkması muhtemel bir başka soru da dış yükümlölüklerin aşırı hale geldiği durumda sürdürülebilirlik koşulunu sağlamak için gerekli dış ticaret denkleştirmesinin reel döviz kuru dışında bir değişken yardımıyla yapılıp yapılamayacağı sorusudur. Türkiye ekonomisinde ihracat ve ithalatın reel döviz kuru esnekliklerinin düşük olması nedeniyle, cari işlemlerin yeniden sürdürülebilir konuma gelmesi için Türk lirasının çok yüksek oranda değer kaybetmesi gerekebilecektir. Döviz kurunda yapılacak yüksek oranlı bir düzeltmenin ekonominin diğer dinamikleri (enflasyon, sektörler arası kaynak dağılımı, vb.) üzerinde olumsuz etkilerde bulunma olasılığı da göz ardı edilmemelidir.

## TABLolar

Tablo 1: Ödemeler Bilançosu

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
	(GSMH'nin Yüzdesi)									
Cari İşlemler Dengesi	-0,6	-3,6	2,6	-1,6	-1,4	-1,3	1,2	-1,0	-4,9	2,8
Dış Ticaret Dengesi	-5,2	-7,9	-2,9	-7,9	-5,7	-8,1	-6,9	-5,8	-11,2	-2,7
Net Faiz Ödemeleri	-1,5	-1,3	-2,4	-1,6	-1,5	-1,4	-1,1	-1,7	-1,7	-3,0
Toplam Karşılıksız Transferler	2,5	2,1	2,4	2,6	2,4	2,6	2,8	2,8	2,6	2,5
Sermaye Akımları	2,4	4,8	-3,8	2,3	2,6	3,5	-0,8	2,8	4,5	-9,7
Net Doğrudan Yabancı Yatırımlar	0,5	0,3	0,5	0,5	0,3	0,3	0,3	0,1	0,1	1,6
Portföy Yatırımları	1,6	2,3	0,5	0,2	0,1	0,7	-3,6	1,9	0,2	-2,5
Uzun Vadeli Sermaye	-0,6	0,8	-0,7	0,0	1,1	2,6	1,9	0,3	2,2	-0,6
Kısa Vadeli Sermaye	1,0	1,5	-4,0	1,6	1,1	-0,1	0,5	0,5	2,1	-8,2
Net Hata ve Noksan	-0,6	-1,2	2,4	1,3	0,8	-0,5	-0,7	0,7	-1,4	-1,3
IMF Kredileri	0,0	0,0	0,3	0,2	0,0	0,0	-0,1	0,4	1,8	6,9
Rezerv Değişimi	1,1	0,0	1,5	2,2	2,0	1,6	-0,4	2,8	0,0	-1,4

Kaynak: TCMB.

Tablo 2: Seçilmiş Sürdürülebilirlik Göstergeleri

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
	(GSMH'nin Yüzdesi)									
Cari İşlemler Dengesi	-0,6	-3,6	2,6	-1,6	-1,4	-1,3	1,2	-1,0	-4,9	2,8
Dış Ticaret Dengesi	-5,2	-7,9	-2,9	-7,9	-5,7	-8,1	-6,9	-5,8	-11,2	-2,7
Sermaye Akımları	2,4	4,8	-3,8	2,3	2,6	3,5	-0,8	2,8	4,5	-9,7
Dış Borç Stoku	34,7	37,0	50,1	42,6	42,9	43,3	46,8	54,4	58,9	78,3
Dış Borç Stoku: Kısa Vadeli	22,8	27,5	17,2	21,4	21,6	21,0	21,6	22,4	23,9	14,2
Dış Borç Servisi / Cari İşlem Gelirleri (yüzde)	28,3	29,7	28,2	23,4	19,4	18,3	21,1	30,3	34,1	37,8
Net Dış Borç Faiz Ödemeleri	-1,5	-1,3	-2,4	-1,6	-1,5	-1,4	-1,1	-1,7	-1,7	-3,0
Yatırımlar <sup>1</sup>	23,1	26,4	21,2	25,2	24,2	24,6	23,6	23,1	24,3	16,7
Tasarruflar	21,6	22,7	23,1	22,1	19,8	21,4	22,7	21,2	18,1	15,7
Tasarruflar – Yatırımlar	-1,5	-3,7	1,9	-3,1	-4,4	-3,2	-0,9	-1,9	-6,2	-1,0
Tüketim	66,5	66,8	66,0	69,5	66,3	66,7	67,5	71,4	70,9	73,1
Konsolide Bütçe Dengesi	-4,3	-6,7	-3,9	-4,0	-8,3	-7,6	-7,3	-11,9	-10,9	-16,0
Faiz Dışı Konsolide Bütçe Dengesi	-0,6	-0,9	3,8	3,3	1,7	0,1	4,3	1,8	5,3	6,9
	(Yıllık Yüzde Değişim)									
GSMH Büyümesi	6,4	8,1	-6,1	8,0	7,1	8,3	3,9	-6,1	6,3	-9,4
Tüketim Büyümesi	3,3	8,4	-5,3	5,6	8,5	8,4	0,6	-2,6	6,2	-9,0
Hükümet Harcamaları Büyümesi	3,8	5,4	-3,5	6,7	8,6	4,1	7,8	6,5	7,1	-8,6
Yatırım Büyümesi	10,9	29,1	-29,8	35,5	5,4	11,9	-1,2	-8,9	19,7	-42,1
Enflasyon	70,1	66,4	106,3	88,6	80,3	86,0	84,7	65,0	39,0	68,5
Rezervler (Milyar ABD Doları)	4,8	6,9	5,3	13,3	15,7	17,4	22,3	22,2	23,0	19,1
Reel Kur (1987=100) <sup>2</sup>	78,6	75,7	102,9	91,0	88,3	84,0	78,8	76,1	69,4	87,8
Yurt Dışı Faiz Oranı (Yüzde) <sup>3</sup>	3,7	3,2	4,5	6,0	5,4	5,6	5,6	5,2	6,4	3,9

Kaynak: TCMB, DPT, IMF.

<sup>1</sup> Gayri safi sabit sermaye oluşumu artı stok birikimi.

<sup>2</sup> Endeksteeki artış Türk lirasının reel olarak değer kaybetmesi anlamına gelmektedir.

<sup>3</sup> 1 ay vadeli ABD doları cinsinden mevduat için LIBOR oranı.

## KAYNAKLAR

- Akçay, Cevdet and Şule Özler. 1998. "Current Account Position of the Turkish Economy: Is There Any Cause for Concern?" *Boğaziçi Journal Review of Social, Economic and Administrative Studies*, Vol. 12, No. 1.
- Cooper, Richard N. 1971a. "Currency Devaluation in Developing Countries." Princeton Essays in International Finance, No. 86.
- Cooper, Richard N. 1971b. *Issues in Trade Policy in the Seventies*. Tübingen, Mohr.
- Corden, Max. 1994. *Economic Policy, Exchange Rates and the International System*. Clarendon Press, Oxford.
- Edwards, Sebastian. 2001. "Does the Current Account Matter?" National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 8275.
- Isard, Peter, Hamid Faruquee, G. Russell Kincaid and Martin Fetherston. 2001. "Methodology for Current Account and Exchange Rate Assessments." International Monetary Fund, Occasional Paper No. 209.
- Knight, Malcolm and Fabio Scacciavillani. 1998. "Current Accounts: What is Their Relevance for Economic Policymaking?" International Monetary Fund, Working Paper No. WP/98/71.
- Milesi-Ferretti, Gian Maria and Assaf Razin. 1996. "Current-Account Sustainability." Princeton Studies in International Finance, No. 81.
- Milesi-Ferretti, Gian Maria and Assaf Razin. 1997. "Sharp Reductions in Current Account Deficits: An Empirical Analysis." International Monetary Fund, Working Paper No. WP/97/168.
- Milesi-Ferretti, Gian Maria and Assaf Razin. 1998. "Current Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities." International Monetary Fund, Working Paper No. WP/98/89.
- Obstfeld, Maurice. 2001. "International Macroeconomics: Beyond the Mundell-Fleming Model." National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 8369.
- Obstfeld, Maurice and Kenneth Rogoff. 1995. "The Intertemporal Approach to the Current Account," in ed., Gene M. Grossman and Kenneth Rogoff, *Handbook of International Economics*, Vol. 3.

- Reisen, Helmut. 1998. "Sustainable and Excessive Current Account Deficits." OECD Development Centre, Technical Paper No. 132.
- Roubini, Nouriel and Paul Wachtel. 1998. "Current Account Sustainability in Transition Economies." National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 6468.
- Selçuk, Faruk. 1997. "Consumption Smoothing and the Current Account: Turkey's Experience, 1987-1995." METU Studies in Development, Vol. 24, No. 4.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB). 2000. Yıllık Rapor.
- Yeldan, Erinç. 2001. "On the IMF-Directed Disinflation Program in Turkey: A Program for Stabilization and Austerity or a Recipe for Impoverishment and Financial Chaos?" Bilkent University Department of Economics Discussion Paper.