

TÜRKİYE'DE CARİ İŞLEMLER DENGESİ SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ

Barış BABAOĞLU

Danışman

Yrd. Doç. Dr. Selin SAYEK BÖKE

Uzmanlık Yeterlilik Tezi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
İstatistik Genel Müdürlüğü
Ankara, Haziran 2005

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No</u>
İÇİNDEKİLER.....	i
TABLO LİSTESİ.....	iv
GRAFİK LİSTESİ.....	v
KISALTMA LİSTESİ.....	vi
SEMBOL LİSTESİ.....	vii
EK LİSTESİ.....	viii
ÖZET.....	ix
ABSTRACT.....	xi
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

CARİ İŞLEMLER HESABI VE DÖNEMLERARASI MODELİ.....	5
1.1. Cari İşlemler Hesabının Tanımlanması.....	5
1.2. Cari Dengeye Teorik Yaklaşımlar.....	7
1.2.1. Geçmiş Yaklaşımlar.....	7
1.2.2. Dönemlerarası Yaklaşımı.....	7

İKİNCİ BÖLÜM

CARİ AÇIK SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ KAVRAMI VE DÖNEMLERARASI MODELİNİN SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK KRİTERLERİ.....	10
2.1. Cari Açık Sürdürülebilirliği.....	10
2.2. Dönemlerarası Modelinde Sürdürülebilirlik Kriterleri.....	14
2.2.1. Dönemlerarası Borç Ödeyebilme Kapasitesi.....	15
2.2.2. Sürdürülebilirlik İlkesi.....	18
2.2.3. Aşırılık Kriteri, Optimal Cari Dengenin Tanımlanması ve Tüketim Dalgalanmalarının Giderilmesi Yaklaşımı.....	20

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

CARİ AÇIK SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİNE UYGULAMALI YAKLAŞIMLAR ...	22
3.1. Genel Çerçeve	22
3.1.1. Dönemlerarası Yaklaşımına Göre Asıl Cari Dengeyi Optimaliyle Karşılaştırarak Cari Dengenin Aşırılığını Ölçen Çalışmalar	23
3.1.2. Cari Denge Sürdürülebilirliği İle İlgili Diğer Çalışmalar	25

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE CARİ AÇIK SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER	29
4.1. Türkiye'de Cari Açık Sürdürülebilirliği Göstergeleri	31
4.1.1. Cari Denge ve Dış Ticaretin Yapısı	31
4.1.2. Cari Açığın Finanse Edilmesi (Sermaye Hareketleri)	38
4.1.2.1. Sermayenin Yapısı	38
4.1.2.2. Sermayenin Kullanılış Şekli	44
4.1.2.3. Sermayenin Vade Yapısı	46
4.2. Diğer Göstergeler	47
4.2.1. Reel Döviz Kuru ve Türkiye'nin Rekabet Gücü	47
4.2.2. Tüketim, Yatırım ve Tasarruflar	50
4.2.3. Türkiye'nin Uluslararası Piyasadaki Risk Primi	53

BEŞİNCİ BÖLÜM

EKONOMETRİK MODEL VE UYGULAMASI	55
5.1. Dönemlerarası Tüketim Dalgalanmalarının Giderilmesi Modeli	55
5.2. Ekonometrik Model	57
5.3. Tahmin Yöntemi	61
5.4. Modelin Kurulması ve Çözümlemesi	64
5.4.1. Durağanlık (Birim-kök) Test Sonuçları	66
5.4.2. Eş-bütünleşme Analizi ve Asıl Cari Denge (ca_t)'nin Bulunması	68
5.4.3. VAR Modeli ve Optimal Cari Denge (ca_t^*)'nin Hesaplanması	71
5.4.4. Modelden Bulunan Asıl Cari Denge ile Optimal Cari Dengenin Karşılaştırılması ve Modelin Başarısı	73
5.4.5. Ekonometrik Modelin Sonucu ve Yorumlar	76
5.4.6. Faiz Oranlarının Modele Etkisi	79

ALTINCI BÖLÜM

SONUÇ VE ÖNERİLER.....	81
KAYNAKÇA.....	85
EKLER.....	90

TABLO LİSTESİ

Sayfa No

Tablo 2.1. Bazı Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Cari Denge ve Seçilmiş Veriler.....	13
Tablo 4.1. Doğu Asya Ülkelerinde Krizden Önce Bütçe Dengesi (GSYİH'ye Oran).....	30
Tablo 4.2. Ödemeler Dengesi Tablosunda Cari İşlemler Hesabı (Milyar Dolar) ve Yıllık Artışlar (%), 1987-2004.	33
Tablo 4.3. Tüketim Malları İthalatı (Milyon Dolar).....	34
Tablo 4.4. Ödemeler Dengesinde Alt Kalemler İtibariyle Cari Dengenin Finansmanı (Milyon Dolar)	41
Tablo 4.5. Rezerv Harici Sermaye Hareketlerinin Yapısı	43
Tablo 4.6. Sermaye Hareketlerinin Kullanılış Şekli.....	44
Tablo 5.1. Birim-Kök Test Sonuçları.....	68
Tablo 5.2. Johansen Test Sonuçları.....	70
Tablo 5.3. VAR Analizi Sonuçları	72
Tablo 5.4. Granger Testi Sonuçlarına Göre Asıl Cari Dengenin Nakit Akım Değişimi Üzerindeki Açıklama Etkisi	73
Tablo 5.5. Wald Testi Sonuçları	75

GRAFİK LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Grafik 1. Cari Dengenin GSYİH'ye Oranı (%)	2
Grafik 4.1. Dış Ticaret Dengesi, Cari Denge ve Milli Gelir Artışı	32
Grafik 4.2. Dış Ticaret Açığı/GSYİH.....	34
Grafik 4.3. Türkiye'de İthalatın Ana Mal Gruplarına Göre Dağılımı	35
Grafik 4.4. İmalat Sanayiinde Oluşan İhracat Fiyatı ve İşgücü Maliyeti Endeksleri (1995=100), 1995 – 2004.....	36
Grafik 4.5. Ödemeler Dengesi İstatistiklerine Göre Toplam Mal İhracatı ve İthalatı, 1992 – 2004.....	37
Grafik 4.6. Yurt Dışı Yerleşiklerce Türkiye'ye Giriş Yapan Sermayenin Dağılımı	39
Grafik 4.7. Cari İşlemler Hesabı ile Sabit Fiyatlarla Yatırım ve Tüketimdeki Yüzde Değişim İlişkisi	45
Grafik 4.8. Yurt Dışı Yerleşiklerce Giriş Yapan Sermayenin Vade Yapısı..	47
Grafik 4.9. Türkiye'de Reel Efektif Döviz Kuru Endeksleri (1995=100)	48
Grafik 4.10. Cari Denge ve REER İlişkisi	49
Grafik 4.11. Birim Ücret Maliyet Tabanlı Rekabet Endeksi (1995=100).	50
Grafik 4.12. Tasarruf ve Yatırımların Milli Gelir İçindeki Payları (Yüzde)	52
Grafik 4.13. JP Morgan Gelişmekte Olan Ülke Tahvilleri (EMBI) Risk Primi.	54
Grafik 5.1. Ncfr ile Tüketim Arasında Uzun Dönemli İlişki	69
Grafik 5.2. Ekonometrik Modelden Hesaplanan Asıl Cari Denge	71
Grafik 5.3. Asıl Cari Dengenin Optimal Cari Dengeyle Karşılaştırılması	76
Grafik 5.4. Faiz Oranı % 10 Olarak Seçildiğinde Asıl (Asılca) ve Optimal (Optimal10) Cari Denge	80
Grafik 5.5. Faiz Oranı % 20 olarak Seçildiğinde Asıl (Asılca) ve Optimal (Optimal20) Cari Denge	80

KISALTMA LİSTESİ

- ABD : Amerika Birleşik Devletleri
- DPT : Devlet Planlama Teşkilatı
- GSYİH : Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
- GSMH : Gayri Safi Milli Hasıla
- IMF : International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
- OECD : Organization for Economic Co-operation and
Development
(Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü)
- TCMB : Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
- DİE : Devlet İstatistik Enstitüsü

SEMBOL LİSTESİ

CA	: Cari Denge
Y	: Milli Gelir
C	: Hanehalkı Tüketimi
I	: Kamu ve Özel Sektör Yatırımları Toplamı
G	: Hükümet Harcamaları
X	: Toplam İhracat Gelirleri
M	: Toplam İthalat Giderleri
r	: Uluslararası Reel Faiz Oranı
F	: Net Yabancı Varlıklar (Yükümlülükler)
S	: Yurt İçi Kamu ve Özel Sektör Tasarrufları Toplamı
ncf	: Nakit Akım Değişkeni
ncfr	: Faiz Ödemelerini İçeren Nakit Akım Değişkeni
b	: Net Dış Varlık Stoğu
Y	: Gayri Safi Milli Hasıla
q	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
Θ	: Tüketimin Dönemlerarası Kayma Büyüklüğü
β	: İskonto Oranı
ca	: Asıl Cari Denge
ca*	: Optimal Cari Denge

EK LİSTESİ

Sayfa No

- Ek 1. Türkiye Ekonomisi Seçilmiş Veriler, 1987-1995.....90
- Ek 2. Türkiye Ekonomisi Seçilmiş Veriler, 1996-2004.....91
- Ek 3. Sabit Fiyatlarla Özel Nihai Tüketimler (1987=100)
Sabit Fiyatlarla Gayri Safi Sabit Sermaye Oluşumu (1987=100)
Sabit Fiyatlarla Devletin Nihai Tüketim Harcamaları (1987=100)....92

ÖZET

1980'lı yılların sonlarında ithalat ve sermaye hareketleri önündeki engellerin kaldırılmasıyla, kriz yılları haricinde Türkiye'de sürekli cari açıklar ve yüksek sermaye girişleri görülmüştür. Cari açıkların krizlerdeki rolü ile ilgili çalışmaların bu dönemden sonra yoğunlaşması da buna bağlanabilir. Özellikle, 1994 yılındaki krizden sonra cari açık sürdürülebilirliği ile ilgili yurt içi akademik çalışmalar öne çıkmaktadır.

Türkiye'de 1994 ve 2001 yıllarında yaşanan krizler, cari açığın milli gelire oranla % 3,5 - 4,5'e ulaşmasının sürdürülebilirlik için eşik olarak kabul edilmesine yol açmıştır. Ancak, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin deneyimleri göstermektedir ki, genel kabul görmüş bir cari açık eşik oranı mevcut değildir. Çok daha yüksek oranlarda açıkların hiç bir müdahaleye gerek kalmaksızın uzun süre sürdürülebildiği bilinmektedir.

Bu çalışmanın amacı, 1987-2004 yılları arasında Türkiye'de cari açık sürdürülebilirliğini incelemek olacaktır. Uygulama kısmında ekonometrik model yardımıyla yapılan teknik analiz, çeşitli veri analizleri ile de desteklenmiştir. Çalışma, cari açıkların değerlendirilmesinde kullanılan 3 temel kriterle başlamaktadır ve aşırılık kriterinin Türkiye verisine uygulanmasıyla devam etmektedir. Bu kriter asıl cari denge verisini, dönemlerarası yaklaşımı ve sürekli gelir hipotezine dayalı tüketim dalgalanmalarının giderilmesi modelinden bulunan optimal cari denge verisiyle karşılaştırmaktadır. Uygulama sonuçları grafiksel olarak incelendiğinde, Türkiye'de asıl ve optimal cari denge serilerinin birbirine çok yakın seyrettiği anlaşılmaktadır. Dolayısıyla, cari açık finansmanında sermaye hareketlerinin etkin olarak kullanıldığı sonucuna varılır. Kriz öncesi dönemlerde bile cari açıkların optimale yakın bir seyir izlemesi, cari açıkların sürdürülemez olduğu savını çürütmektedir. Ancak grafikte görülen bu yakınlık, Wald testte istatistiki olarak reddedilmektedir. Bu da bize cari açıkların geçmiş dönemde sürdürülebilir olmadığını göstermektedir.

Modelde grafiksel ve istatistiki yönden farklı sonuçların çıkması, çalışmanın veri analizleriyle de desteklenmesini gerektirmektedir. Böylece, sadece geçmiş dönem dış dengenin sürdürülebilirliği ile ilgili yorumda bulunmak amacı gdlmemekte, önümüzdeki kısa dönem hakkında da bilgi elde edilmesi umulmaktadır. Veri analizinden elde edilen sonuçlara göre, Türkiye’de özellikle son yıllarda dış ticaret açıklarındaki tehlikeli büyümeye ve reel kurlardaki değerlenmeye rağmen rekabet avantajının korunduğu ve ihracatta kârlılığın devam ettiği görülmektedir. Buna karşın, yurt içi yatırımların döviz kazandırıcı sektörlere yapılmaması, gelecekte cari açık sürdürülebilirliğini tehlikeye sokan en önemli unsurlardan biridir. Bunun yanında, 2003 ve 2004 yıllarında cari açık finansmanının daha çok kısa vadeli sermaye girişleriyle yapılıyor olması, negatif şok sırasında sermaye çıkışı riskini artırmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Cari Aık, Sürdürülebilirlik, Tüketim Dalgalanmalarının Giderilmesi Modeli, Sermaye Hareketleri.

ABSTRACT

After the late 1980's with the elimination of all the barriers over imports and capital movements, persistent current account deficits and high capital inflows have been realized except for the crises episodes in Turkey. This is the reason why the studies regarding the role of the current account deficits on the crisis intensified after this period. Especially after the 1994 crisis, the subject of current account sustainability has come to the forefront of academic discussions locally.

The crises in 1994 and 2001 have led to the thinking that the sustainability threshold for the "current account deficit to national income ratio" is 3,5 - 4,5 percent in Turkey. However, the experiences of both developed and developing countries show that it is impossible to determine a generally accepted ratio for measuring the sustainability of persistent current account deficits as the higher deficits could have been sustained for a long time without any intervention.

The aim of this study is to investigate the sustainability of the current account deficits in Turkey over the 1987-2004 period. The empirical analyses use not only the technical methods, but are also supported with data analysis. The paper starts by presenting three basic criteria for evaluating the deficits, and applies the excessiveness approach to the Turkish data. This approach compares the actual current account with the optimal one derived from consumption-smoothing model based on intertemporal approach and permanent income theory. The graphical results show that the time path of actual and optimal current account series move closely together, implying that the capital movements have been used efficiently in financing the current account deficits. This closeness between two series is clearly evident during the pre-crisis period, which leads us to the conclusion that the current account was sustainable during that time. On the other hand, the Wald test

rejected the equality of the two series, implying that the current account was not sustainable in the past.

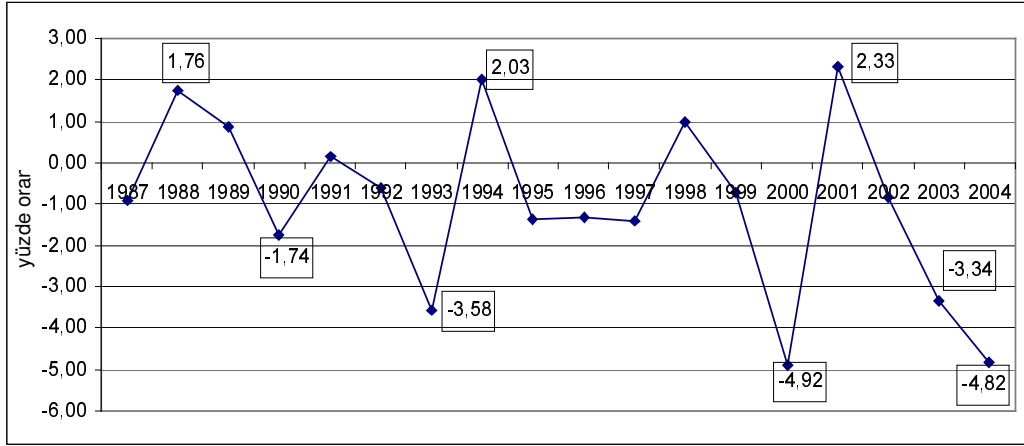
Since two different results came out of the model, the analysis should be supported with data analysis. By doing that, the object is not only to interpret the sustainability of the past current account realizations, but also to get information on the near term data. Accordingly, in spite of the risky increase in foreign trade deficits and the appreciation of the real exchange rate lately, the competitive advantage and the profit margin of exporters has been sustained. On the other hand, since most of the investments are allocated into non-tradable sectors that do not generate any foreign exchange inflows, it generates a major risk in sustaining the future current account deficits. Besides, the financing of deficits predominantly with short-term capital inflows in 2003 and 2004 increases the risk of capital outflow in the case of negative shocks.

Key Words: Current Account, Sustainability, Consumption-smoothing Model, Capital Flows.

GİRİŞ

1980'li yıllardan sonra dış ticaret ve sermaye hareketleri önündeki engellerin kalkmasıyla, artan finansman olanakları sayesinde ülkelerin cari işlemler hesapları yüksek açıklar vermiştir. Yüksek sermaye girişine paralel olarak ülkeler, yüksek cari açıkları finanse edebilmesine rağmen açıkların sürdürülebilirliği konusunu yine bu dönemde tartışmaya başlamıştır. 1990'lı yıllarda Meksika, Brezilya, Arjantin, Doğu Asya ülkeleri ve diğer gelişmekte olan ülkelere benzer şekilde Türkiye de sürekli cari açıklar vermiş ve yüksek sermaye girişlerine maruz kalmıştır. Türkiye'de sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinden sonra, yani 1989-2004 arası dönemde, yurt dışı yerleşiklerce gerçekleştirilen toplam sermaye girişlerinin % 26'lık kısmını portföy yatırımları ve % 18'lik kısmını da kısa vadeli kredi girişleri oluşturur. Bu miktarlar toplam sermaye girişlerinin yarıya yakını oluşturduğundan, giren sermayenin geri dönmesi veya sermaye girişinin sürdürülemezliği sık sık tartışılır olmuştur. Akademik çevrelerin yanı sıra uluslararası finansal kuruluşlar da, özellikle gelişmekte olan ülkelerde cari açıkların sahip olduğu tehlike boyutu hakkındaki tartışmalara, kendi yaptıkları araştırmaları dahil olmuşlardır.

Türkiye, 1994 ve 2001 yıllarında sebepleri arasında cari açığın büyük rol oynadığı iki büyük kriz yaşamıştır. Kriz öncesi dönemler için cari açık/GSYİH oranlarına bakıldığında, 1993 yılında yaklaşık % 3,6 oranında açık verilirken, 2000 yılında yaklaşık % 4,9'luk açık verildiğinde kriz doğmuştur (Grafik). Uygur (2001, s. 21), 2001 yılının Şubat ayında patlak veren kriz sonrası yaptığı değerlendirmede, "% 3,5 oranının Türkiye için bir eşik oluşturduğu" görüşünü savunur.



Grafik: Cari Dengenin GSYİH'ye Oranı (%)

Kaynak: TCMB.

2004 yılında (dokuz aylık verilere göre), cari açığın GSYİH'ye oranı yaklaşık % 4,8 seviyesindedir. On iki aylık ödemeler dengesi verilerine göre cari açık, bir önceki yıla göre % 93,8 artarak 15 milyar doları aşmıştır. Her ne kadar rakamlar, geçmiş yıllara bakıldığında yüksek gibi görünse de, uluslararası finans çevrelerinde bugün için yapılan yorumlar, 2001 yılı öncesine göre çok daha olumludur. Sürdürülebilirlik tanımına uygun olarak, 2004 yılındaki cari açık, uygulanan ekonomik politikaların değişmesine yol açmamış ve sermaye çıkışına sebep olmamıştır. Bunda, uygulanan dalgalı döviz kuru rejiminin payı büyüktür.

Gerek yurt içinde gerekse yurt dışında cari açık ile ilgili yazılan yazılarda, geçmiş yıllara bakılarak % 3,5-4,5 arası gerçekleşecek cari açıkların ekonomi açısından risk oluşturduğu beklenmektedir. Öte yandan, Goldman Sachs'ın 1997 yılı verilerini kullanarak hazırladığı çalışmasında Türkiye'nin uzun dönemde sürdürülebileceği cari açık/GSYİH oranı % 1,9 bulunmuştur (Edwards, 2001, s.45). Bütün bunlara rağmen akademik çalışmalar göstermiştir ki, cari denge sürdürülebilirliği için belli bir eşik-oran belirleyebilmek mümkün değildir. Edwards (2001, s.19), makroekonomik değişkenlerle devamlı etkileşim halinde olan cari denge için sürdürülebilir eşik-oranı hesaplamasının çok zor ve yanıltıcı olacağını belirtmiştir. Aynı husus, uluslararası kuruluşlar (OECD gibi) ve finans çevreleri (örneğin Goldman-Sachs)'nin raporlarında da sık sık dile getirilmektedir.

Bu çalışmanın amacı, Türkiye'nin cari açığının sürdürülebilirliğini teknik bir yöntemle incelerken bunu çeşitli veri analizleriyle desteklemek olacaktır. Cari açıkların sürdürülebilirliğini ölçmek için 1980'lerden sonra geliştirilen kriterlerden olan "borç ödeyebilme gücü" ve "aşırılık" kriterleri daha önce birkaç kez Türkiye'ye uygulanmıştır. Bunlardan Uygur (2004) ve OECD (2004)'nin çalışmaları oldukça yeni olup, Türkiye'de borç ödeyebilme kriterine göre 2004 yılı için cari açık eşliğini hesaplamaktadır. Selçuk (1997) ile Akçay ve Özler (1998)'in çalışmalarında ise, "aşırılık" kriterine göre cari dengenin optimal davranıp davranmadığı bulunmaya çalışılmıştır. Aşırılık kriterinde, tüketim dalgalanmalarının giderilmesi yöntemiyle oluşturulan modelin ekonometrik uygulaması yapılarak modelden elde edilen asıl cari denge ile optimal cari denge karşılaştırılarak geçmişte cari açıkların gerçekten krize yol açabilecek düzeyde aşırı olup olmadığı bulunmaya çalışılmaktadır. Bu sayede, cari açığın finansmanını sağlayan sermaye hareketlerinin de optimal kullanılıp kullanılmadığı anlaşılmaktadır. Söz konusu yöntem, 1987'nin ilk çeyreği ile 2004'ün 3.çeyreği arası dönem için Türkiye verileri kullanılarak uygulanmıştır. Buna göre çalışmada, Selçuk (1997) ile Akçay ve Özler (1998)'in daha kısıtlı sayıda verilerle yaptıkları uygulamaların 2004 yılına kadar uzatılmasıyla, daha kesin sonuçlar elde edilmesi amaçlanmakta ve 2001 yılındaki kriz sırasında cari açığın optimaliteye ne kadar yakın davrandığını görmek mümkün olacaktır. Ayrıca diğer iki çalışmanın aksine, uygulanan test sonuçları ilk defa bu çalışmada ayrıntısıyla ortaya konacaktır.

Ekonometrik modelin yanı sıra Türkiye'de cari açık sürdürülebilirliği ile ilgili değişkenler yoluyla veri analizi yapmak, bu çalışmanın en önemli katkılarından birini oluşturacaktır. Her ne kadar Özler ve Akçay (1998)'in çalışmalarında benzer bir veri analizi kısmı bulunmakta ise de, yapılan güncel çalışmaların ışığında, Türkiye'de cari açık sürdürülebilirliğini etkilediğine inanılan değişkenlerin kapsamı ya genişletilmiş veya ele alınan veriler daha ayrıntılı olarak ele alınmıştır. Çalışmada incelenen veriler arasında ithalat ve ihracattaki eğilimler, reel döviz kurlarının seviyesi ve rekabet avantajı, yatırım ve tasarruf kararlarındaki eğilimler, ülkelerin yurt dışından borçlanmalarında birincil derecede önemli olduğuna inanılan "ülkelerin getiri fark eğrileri" bulunmaktadır.

Ek olarak, Türkiye’de cari açığın kendisinden çok nasıl finanse edildiği ve bunun ne kadar sürdürülebileceği önem kazanmaktadır. Ayrıca, cari açıkları kapatılmak için giriş yapan sermayenin hangi sektörler kanalize olduğu da bu yatırımların gelecekte büyümeyi tetiklemesi açısından önemlidir. Bu çeşit analizlerin diğer ülke örnekleri pek çok kez yapılmış olmasına rağmen, Türkiye ile ilgili olarak pek fazla örnek bulunmamaktadır. Türkiye’de ihracatın ve büyümenin ithalata bağımlı hale gelmesi, cari açıkları sürekli hale getirmiştir. Bu yüzden, cari açık finansmanının sürekliliği gün geçtikçe daha çok önem kazanmaktadır.

Yukarıda belirtilen amaçlar doğrultusunda, çalışmanın birinci bölümünde cari denge ve dönemlerarası modelinin tanımları yapılmaktadır. İkinci bölümde sürdürülebilirlik tanımı yapılmakta ve dönemlerarası modelinin sürdürülebilirlik yaklaşımları anlatılmaktadır. Üçüncü bölümde, çeşitli ülkeler için yapılan sürdürülebilirlik analizleri literatür dökümü yapılarak anlatılacaktır. Dördüncü bölümde, Türkiye’de sürdürülebilirliği etkilediğine inanılan ekonomik değişkenler incelenecektir. Beşinci bölüm ekonometrik modele ayrılmıştır. Bu bölümde sırasıyla teoride modelin oluşumu ve modelde kullanılan yöntemler anlatılacak, daha sonra da Türkiye için modelin kurulumu yapılacaktır. Türkiye verisiyle uygulaması yapılan modelin tüm sonuçları, tablolar halinde verilerek yorumlandıktan sonra, çalışmanın sonuç bölümünde, yapılan analizlerin genel bir sonucu yer alacaktır.

BİRİNCİ BÖLÜM

CARİ İŞLEMLER HESABI VE DÖNEMLERARASI MODELİ

1.1. Cari İşlemler Hesabının Tanımlanması

Ödemeler dengesi altında yer alan “cari işlemler hesabı”, net hata ve noksan kalemi gözardı edilerek düşünüldüğünde, Merkez Bankası'nın muhabir hareketlerini gösteren döviz rezervlerindeki değişimin de dahil olduğu sermaye ve finans hareketleri dengesine mutlak değer cinsinden eşittir. Cari işlemler hesabı açık verdiğinde ülke, yurt dışından kazandığı paradan daha fazlasını, yurt dışına göndermiş demektir. Dolayısıyla yaratılan açık, dışarıdan borçlanılarak veya yurt içi varlıkların satılması suretiyle kapanır. Bunun tersi durumda da, yani cari işlemler hesabı fazla verdiğinde yurt içi yerleşiklerce yurt dışına sermaye transferi gerçekleştirilir. Sonuç olarak cari işlemler hesabı, yurt dışı yerleşiklere karşı olan toplam yükümlülüklerimizdeki veya yurt dışı yerleşik bir ülkede bulunan varlıklardaki değişimi göstermektedir (Obstfeld ve Rogoff, 1997). Örneğin, cari açığın finansmanı amacıyla ülkeye borç veya yabancı sermaye olarak gelen miktar, o ülke yerleşiklerinin yurt dışına gönderdiği miktardan büyükse yükümlülüklerimiz artıyor demektir. Yükümlülüklerimizdeki artış, yurt içi yerleşiklerin yurt dışı yerleşiklere olan borçluluk düzeyinin artmakta olduğunu gösterir.

Matematiksel olarak cari denge tanımına ulaşmak için ise iki yol mevcuttur. Birinci yöntemde, ödemeler dengesi veri toplama yöntemine göre, mal ve hizmetler dengesine net yatırım gelirleri (veya giderleri) ile cari transferlerin eklenmesiyle bulunur. Diğer hesaplama yöntemi ise milli gelir hesapları yoluyla olmaktadır. Bu yöntem, (1.1)'de verilen temel milli gelir denkleminde yola çıkar:

$$GSYIH = C + I + G + X - M \quad (1.1)$$

Denkleme göre gayri safi yurt içi hasıla (GSYİH); özel sektörün tüketim harcamaları (C), özel sektörün ve kamu sektörünün yatırım amaçlı harcamaları (I), kamu kesimi harcamaları (G) ve dış ticaret gelir ve giderlerinden (X ve M) oluşmaktadır. GSMH ve GSYİH arasındaki tanım farkının toplam faktör ödemelerinden kaynaklandığı varsayımıyla (yani $GSMH = GSYİH + rF$)

$$GSMH = C + I + G + X - M + rF \quad (1.2)$$

eşitliği bulunur. Burada r uluslararası reel faiz oranını, F ise net yabancı varlıkları (veya yükümlülükleri) gösterir. Aynı eşitlik şu şekilde de yazılabilir:

$$GSMH - C - G = I + X - M + rF \quad (1.3)$$

$(C+G)$ ifadesi toplam tüketime eşit olduğu için (1.3) numaralı eşitliğin sol tarafı tasarruflara eşit olur (Mankiw, 1994, s. 60). $X - M + rF$ 'nin cari dengeye eşit olduğu göz önüne alınarak eşitlik aşağıdaki şekle dönüşür:

$$GSMH - C - G - I = CA \quad \text{veya}$$

$$S - I = CA \quad (1.4)$$

Burada S toplam tasarruf miktarını sembolize eder ve iki kısımdan oluşur:

$$S = S_p + S_g = (GSMH - T - C) + (T - G) \quad (1.5)$$

Toplam tasarrufları oluşturan ilk değişken (S_p), tüketim (C) ve vergiler (T)'den arındırılmış kullanılabilir gelirdir ve özel kesimin tasarruflarını gösterir. İkinci terim (S_g) de kamu kesimi net tasarruflarını gösterir ve duruma göre bütçe açığı veya fazlası olarak adlandırılır. Dolayısıyla cari işlemler açığı, kamu kesiminin tasarruf eksikliği (ya da fazlası) ile özel kesimin tasarruf fazlası (ya da eksikliği) toplamına eşittir. Yukarıdaki denklemlerde toplam olarak ifade edilen cari denge denklemi şu şekilde de yazılabilir:

$$CA = (S_g - I_g) + (S_p - I_p) \quad (1.6)$$

Her ne kadar, Türkiye için tasarruf-yatırım farkından elde edilen cari denge rakamı, ödemeler dengesi tablosunda görünen cari denge rakamına

matematiksel olarak eşit olmasa da cari açığın hangi değişkenden kaynaklandığını göstermesi açısından önemlidir. Cari dengenin tasarruf veya yatırımlara göre alacağı değer, sürdürülebilirlik analizinde önemli bir yer tutacaktır.

1.2. Cari Dengeye Teorik Yaklaşımlar

1.2.1. Geçmiş Yaklaşımlar

Geçmişten beri cari işlemler hesabına farklı kuramsal yaklaşımlar olmuştur. 1945'lerden sonra geliştirilen esneklikler yaklaşımı ile yapısalcı yaklaşım ve 1960'lı yıllardan beri iktisadi analizlerde sıkça kullanılan Mundell-Fleming modeli, bu çalışmada ayrıntılı olarak ele alınmayacaktır. Söz konusu modeller, durağan döviz kuru bekleyişleri yoluyla cari dengeyi kısa dönemde açıklamaya çalıştığından değişkenlerin uzun vadedeki birbirleriyle olan etkileşimlerinden kaynaklanan etkileri göz ardı etmektedir. Örneğin Mundell-Fleming modelinin en büyük eksikliği olarak, kısa dönemli bir analiz şekli olduğu için, cari açıkla birlikte giriş yapan sermayenin uzun dönemde borç seviyesini artırıcı ve bunun süreklilik kazanması durumunda da cari açığı sürdürülemez duruma getirici etkisini göz ardı etmesi gösterilmektedir (Knight ve Scacciavillani, 1998). Oysaki, 1980'li yıllardan sonra ülkelerin uluslararası sermaye akımları önündeki engelleri kaldırması ve yüksek miktarda sermaye giriş-çıkışlarına maruz kalmasıyla ülkeler daha rahat borçlanma imkanı bulabilmiş ve cari açık süreklilik kazanmaya başlamıştır. Yeni teoriler, daha çok sıcak para akışını, hatta tüm sermaye girişlerini göz önünde bulundurduğundan daha uygundur. Bu sebeple, cari açık sürdürülebilirliğini eski teorilerle açıklamak yerine 1980'lerden sonra uygulamaları hızla yayılan "dönemlerarası yaklaşımı" tercih edilmiştir.

1.2.2. Dönemlerarası Yaklaşımı¹

Mundell-Fleming modelinde, izlenen döviz kuru politikasına göre (esnek veya sabit) para ve maliye politikalarının milli gelir ve dış denge üzerindeki etkisi kısa dönemde farklılaşabilmektedir. Irving Fisher'in geliştirdiği dönemlerarası yaklaşımında ise, ülkelerarası nisbi fiyat

¹ Bu bölümün oluşturulmasında büyük ölçüde Mankiw (1994)'den yararlanılmıştır.

farklılıklarının ve döviz kuru oynamalarının uzun dönemde cari dengeyi etkilemediği ve cari dengeyi açıklamadığı gerçeğinden hareketle bu modelde yer almazlar (Freund, 2000).

Fischer'in oluşturduğu modele göre rasyonel tüketiciler, bugün daha fazla tasarruf yaparak daha az tüketmek istiyorlarsa gelecekte daha fazla tüketim yapabilirler. Bunu yapmak için tüketiciler, gelecekte kazanmayı bekledikleri geliri iyi tahmin etmek zorundadırlar. Eğer gelecekteki gelirlerinin artacağını düşünürlerse bugün daha çok tüketim yapabilirler. Yani model, tüketimi sadece şimdiki dönem gelirine değil, gelecekte elde edeceği gelire göre belirlemektedir. Bu yaklaşıma göre cari denge, hanehalklarının tüketim ve tasarruf kararlarına göre oluşturulmaktadır. Bu modelde rasyonel tüketicilerin geleceğe ilişkin beklentileri önem kazanmakta, ayrıca değişkenlerin uzun dönemde birbirlerini etkileyecekleri öngörülmektedir. Cari açık sürdürülebilirliği de bu doğrultuda açıklanmaya çalışılmış, konuyla ilgili ampirik ve teorik çalışmalar da bu yaklaşım doğrultusunda seçilmiştir.

En basit tanımıyla, hanehalklarının ileri dönemdeki beklentilerine uygun olarak dönemlerarası tüketim ve tasarruf tercihlerinin belirlenmesi ve buna uygun olarak cari açık veya fazla verilmesi olarak tarif edilebilecek dönemlerarası yaklaşımına göre cari denge, dönemlerarası tüketim dalgalanmalarının giderilmesi için bir araçtır. Örneğin, şu anda Türkiye'de üretimi hemen hemen yapılmayan doğalgazın keşfi ileride hem üretimi hem de milli geliri artıracak olumlu bir gelişme olarak düşünülebilir. Dolayısıyla doğalgaz kaynaklarının ortaya çıkarılması ve ülke ekonomisine katkıda bulunabilmesi için yapılacak yatırımlar için ihtiyaç duyulan kaynaklar, ya yurt içinden sağlanacaktır ki bu, tüketimin azaltılıp tasarruf yapılmasıyla mümkündür veya kaynak yurt dışından borçlanılarak bulunacaktır. İşte bu modele göre, eğer ileride üretim ve milli gelirin artacağı tahmin ediliyorsa şimdiki dönemde tüketim azaltmak yerine yurt dışından borçlanarak kaynak yaratmak, rasyonel bir seçim olabilir. Bunun sonucunda verilecek cari açık, ülke ekonomisi için risk yaratmayacaktır. Yani cari denge, tüketim dalgalanmalarının giderilmesi için tampon görevi görmektedir.

Dönemlerarası modeline göre, şimdiki dönem yurt içi tasarruflarındaki eğilim, gelecek dönem gelir beklentileri için iyi bir gösterge olabilir. Eğer tüketiciler, ileri dönemde gelir düzeylerinin artacağına inanıyorlarsa tasarruflarını azaltabilirler. Bunun tam tersi de doğrudur. Mankiw (1994, s. 415), tüketim ve gelir düzeyi ile ilgili yapılan zaman serisi analizlerinde bunu destekler sonuçların elde edildiğini açıklar. Yani, ekonomik durgunluğa girileceği zamanlarda tasarruf oranlarında yükselme gözlenmiş, ekonomik canlanmadan önce tasarruflarda azalma olmuştur. Dolayısıyla toplam tasarrufların artıyor olması, “tasarruf -yatırım” farkından hesaplanan cari açıkların sürdürülebilirliği bakımından olumlu bir gelişme olsa da reel ekonominin gidişatı bakımından olumsuz sonuçlar doğurabilir.

Freund (2000), Singapur’un 1970’lerin sonlarında sahip olduğu cari açığın ne döviz kurundaki gelişmelerle, ne de milli gelir artışıyla açıklanabileceğini savunur ve Singapur örneğinin dönemlerarası yaklaşımına iyi bir örnek teşkil ettiğini belirtir. Buna göre Singapur, yüksek miktarda sermaye malı ithal ederek cari açık vermiş ve borçlu ülke durumuna düşmüş bir ülkeyken yaptığı yatırımlar sayesinde öteki ülkelere oranla gelecekte daha yüksek milli gelir artışına sahip olacağı inancını doğurmuş; bu sayede sahip olduğu cari açıkları gelecekte gelir seviyesindeki artışla rahatlıkla kapatabileceği inancını doğurduğu için rahatlıkla cari açık verebilmiştir. Gerçekten de Singapur ekonomisi, 1990-2000 yılları arasında istikrarlı bir büyüme hızı yakalamış ve reel olarak ortalama % 8 oranında büyümüştür (kaynak: Deutsche Bank Research).

Cari denge ve dönemlerarası yaklaşımı bu şekilde kısaca tanımlandıktan sonra, bu çalışmanın asıl konusunu oluşturan dönemlerarası modeline göre sürdürülebilirlik analizine geçiş yapılabilir.

İKİNCİ BÖLÜM

CARİ AÇIK SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ KAVRAMI VE DÖNEMLERARASI MODELİNİN SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK KRİTERLERİ

2.1. Cari Açık Sürdürülebilirliği

Kriz göstergeleri ve cari açıkların ödemeler dengesi krizlerindeki rolü konusunda, 1990'ların ikinci yarısında önemli çalışmalar yapılmıştır (Frankel ve Rose, 1996; Kaminsky, Lizondo ve Reinhart, 1997, Kaminsky ve Reinhart, 1999). Bu çalışmalarda ödemeler dengesi krizi, dar anlamıyla, milli paranın değerinin sert bir biçimde düşürülmesi (yüksek devalüasyon) olarak tanımlanır². Öte yandan, merkez bankasının kurun spekülatif hareketine müdahale ederek devalüasyonu engellemesi, kriz olduğu gerçeğini ortadan kaldıramaz. Merkez bankasının müdahalesiyle sonuçlanan böyle durumlarda, her ne kadar devalüasyon gerçekleşmese bile, faiz oranlarının artması ve merkez bankası rezervlerinin erimesi kaçınılmazdır. Dolayısıyla kriz tanımı, yüksek devalüasyona ek olarak yurt içi faiz oranlarının aşırı yükselmesi ve rezervlerin yüksek miktarda ve ani olarak düşmesini de içerecek şekilde genişletilmiştir (Kaminsky ve Reinhart, 1999).

Bu çalışmalardan çıkan ortak sonuç, cari açık/milli gelir oranlarının krizlerin zayıf bir göstergesi olduğu yönündedir. Geliştirilen kriz uyarı modellerinde, cari denge/milli gelir göstergesinin krizlerde önemli bir belirleyici etken olmadığı vurgulanır. Her ne kadar, 1980'lerin başında Şili'de, 1990'larda Meksika'da ve Doğu Asya'da çıkan krizlerde tehlikeli boyutlarda artış gösteren cari açıkların da payının olduğu ileri sürülse de, hangi seviyeden sonra tehlikenin arttığına dair ortak bir görüş bulunmamaktadır. Bu yüzden sadece cari açık oranlarına bakarak cari açık seviyesi ve sürdürülebilirliği hakkında yorum yapmak yanıltıcı olabilir. Sürdürülebilirlik analizlerinde çeşitli "cari açık/GSYİH" oranları savunulagelmıştır. Örneğin

² Yüksek devalüasyon, milli paranın değerinin diğer paralara oranla % 25'ten fazla düşmesi ve bir önceki senenin değer kaybından % 10 ve üzeri daha fazla değer kaybı olarak ifade edilmektedir (Frankel ve Rose, 1996, s. 4).

Dornbusch, sürdürülemezlik için % 4 oranı bir eşik-değer olarak hesaplamışken (Uygur, 2001), Freund (2000) sanayileşmiş ülkelerin geçirmiş olduğu cari denge deneyimlerini incelediği çalışmasında aynı oranı % 5 olarak hesaplamıştır. Öte yandan, ABD Merkez Bankası Başkanı Alan Greenspan, ABD'nin yüksek cari açıklarıyla ilgili olarak yaptığı bir konuşmada "cari açıkların veya onun sonucunda artan dış yükümlülüklerin büyüklüklerini değerlendirecek kabul edilmiş bir ölçünün var olmadığı"ni söylemektedir (Greenspan, 13 Ocak 2004).

Bazı ülkelerde daha düşük cari açık/milli gelir oranlarında müdahaleye gerek duyulduğu gibi, bazılarında hiçbir müdahaleye gerek duymadan veya krize girmeden yüksek cari açıklar uzun süre sürdürülebilmektedir. Örneğin, eski Sovyetler Birliği'nden ayrılan Ermenistan, Azerbaycan ve Türkmenistan gibi ülkeler 1997 yılında GSYİH'ya oranla % 15'ten fazla açık verebilirken (McGettigan, 2000) Meksika ve Tayland % 7 oranında krize girmiş, diğer Doğu Asya ülkelerinde çok daha düşük oranlarda kriz patlak vermiştir. Tablo 2.1'de çeşitli ülkelerin cari açık oranları ile milli gelir ve kur gelişmeleri verilmektedir. Avustralya, geçmiş 11 yıllık dönem boyunca (1994-2004 arasında) cari açık verdiği halde, büyüme rakamlarında daralma yaşamamıştır. Çoğu yıllarda GSYİH'nın % 5'ini aşan cari açıklar (Tablo 2.1), Avustralya'da ekonomik kararları etkileyebilecek ve yönünü değiştirebilecek kadar etkili olmamıştır (Milesi-Ferretti ve Razin, 1996a, s. 31). İsrail (1994-97 döneminde) ve ABD (2000-04 döneminde), yüksek cari açıklarını reel sektörde daralma yaşamadan ve döviz kurlarına müdahale etmeden sürdürebilmişlerdir. Öte yandan, 1994 yılında Meksika'da ve 1997 yılında Malezya'da yüksek cari açığa tepki veren yatırımcılar, ülkenin finansmanını kısınca reel ekonomi takip eden yıllarda % 6,2 ve % 7,4 oranlarında küçülmüştür.

Bütün bunlara ek olarak, belli bir dönemde kullanılan bir ölçütün diğer dönemlere uygulanması da yanlış olabilir. Nitekim Özmen (2004), finansal sistemin geliştiği, finansal kısıtların azaldığı ve dönemlerarası borçlanabilme olanağının arttığı bir ülkede sürdürülebilir cari açık oranının da sürekli değişeceğini vurgulamaktadır.

Türkiye’de de 1980’li yıllarda kullanılan sürdürülebilirlik eşiği ile daha sonraki yıllarda kullanılacak eşik arasında fark olacaktır. Çünkü, bu zaman dilimi içerisinde Türkiye uluslararası sermaye piyasalarıyla bütünleşmesi açısından çok önemli aşamalar geçirmiştir. 24 Ocak 1980 kararlarıyla uygulamaya konulan ihracata dayalı sanayileşme stratejisi, dışa açık büyüme stratejisinin ilk ayağını oluşturmuştur. Bu çerçevede ithalatın önündeki engellerin kademeli olarak kaldırılması sağlanmış ve 1991 yılının başında ithalattaki kota uygulamasına tümüyle son verilmiştir (DPT, 1996). 1989 yılında sermaye hareketleri önündeki tüm engellerin kaldırılmasıyla Türkiye’nin uluslararası sermayeyle bütünleşmesi önünde hiçbir engel kalmamıştır. Sermaye hareketlerinde önünde kanuni hiçbir engelin bulunmadığı Türkiye’de sermayenin ne ölçüde etkin kullanıldığı ve hangi amaçla ülkeye giriş yaptığı, çalışmanın ilerleyen bölümlerinde irdelenecektir.

Bir sonraki bölümde, cari denge sürdürülebilirliği analizinin teorik alt yapısını oluşturan sürdürülebilirlik kriterleri açıklanmaya çalışılacaktır.

TABLO 2.1. BAZI GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE CARİ DENGE VE SEÇİLMİŞ VERİLER

		1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004 (*)
Brezilya	Reel GSYİH (yıllık yüzde değişim)	-2,9	1,0	-0,5	4,9	5,9	4,2	2,7	3,3	0,1	0,8	4,4	1,3	1,9	-0,2	4,0
	Cari Denge/GSYİH (yüzde)	-0,9	-0,4	1,7	-0,1	0,3	2,6	-3,0	-3,8	-4,2	-4,8	-4,0	-4,6	-1,7	0,8	1,2
	Reel Efektif Döviz Kuru (Aralık 1993=100)	120,4	111,1	111,5	100,0	113,9	113,3	119,0	122,2	110,5	83,0	85,7	76,1	64,8	75,7	74,0
	Uluslararası Rezervler (altın hariç-milyar \$)	7,4	8,0	22,5	30,6	37,1	49,7	58,3	50,8	42,6	34,8	32,5	35,7	37,7	49,1	52,7
Meksika	Reel GSYİH (yıllık yüzde değişim)	5,1	4,2	3,6	2,0	4,4	-6,2	5,2	6,8	5,0	3,6	6,6	-0,2	0,8	1,3	4,0
	Cari Denge/GSYİH	-2,8	-4,7	-6,8	-5,8	-7,0	-0,6	-0,8	-1,9	-3,8	-2,9	-3,1	-2,9	-2,2	-1,5	-1,2
	Reel Efektif Döviz Kuru (1995=100)	-	134,0	145,9	155,4	146,3	102,2	113,8	129,4	127,5	140,6	144,9	159,2	157,0	143,0	139,0
	Uluslararası Rezervler (altın hariç-milyar \$)	9,9	17,7	18,9	25,1	6,3	16,8	19,4	28,8	31,8	31,8	35,5	44,7	50,6	59,0	64,0
Güney Kore	Reel GSYİH (yıllık yüzde değişim)	9,5	9,2	5,4	5,5	8,3	8,9	7,0	4,7	-6,9	9,5	8,5	3,8	7,0	3,1	4,7
	Cari Denge/GSYİH	-0,9	-3,0	-1,4	0,1	-1,0	-1,7	-4,1	-1,6	11,7	5,5	2,4	1,7	1,0	2,0	3,1
	Reel Efektif Döviz Kuru (Ocak 1995=100)	113,8	112,0	104,0	99,8	99,9	100,5	103,0	95,9	70,1	80,1	87,7	82,6	87,6	89,5	93,6
	Uluslararası Rezervler (altın hariç-milyar \$)	14,8	13,7	17,1	20,2	25,6	32,7	34,0	20,4	52,0	74,0	96,1	102,8	121,4	156,1	199,0
Malezya	Reel GSYİH (yıllık yüzde değişim)	9,0	9,5	8,9	9,9	9,2	9,8	10,0	7,3	-7,4	6,1	8,9	0,3	4,1	5,3	6,5
	Cari Denge/GSYİH	-2,8	-4,7	-6,8	-5,8	-6,1	-9,7	-4,4	-5,9	13,1	16,5	9,5	8,1	7,5	12,7	8,9
	Uluslararası Rezervler (altın hariç-milyar \$)	9,8	10,9	17,2	27,2	25,4	23,8	27,0	20,8	25,6	30,6	29,5	30,5	34,2	44,5	-
Avustralya	Reel GSYİH (yıllık yüzde değişim)					4,6	3,9	4,3	3,9	5,2	4,3	3,2	2,5	3,8	3,0	3,6
	Cari Denge/GSYİH					-5,1	-5,4	-3,9	-3,1	-5,0	-5,7	-4,0	-2,4	-4,4	-5,9	-5,3
	Uluslararası Rezervler (milyar \$)					18,4	20,1	21,8	26,2	25,0	33,6	34,0	36,5	38,1	44,3	47,4
ABD	Reel GSYİH (yıllık yüzde değişim)					4,0	2,7	3,7	4,5	4,2	4,4	3,7	0,8	1,9	3,0	4,3
	Cari Denge/GSYİH					-1,7	-1,5	-1,5	-1,6	-2,4	-3,2	-4,2	-3,8	-4,5	-4,8	-5,4
İsrail	Reel GSYİH (yıllık yüzde değişim)					8,6	6,8	4,6	3,5	3,7	2,5	8,0	-0,9	-0,7	1,3	3,6
	Cari Denge/GSYİH					-4,5	-5,8	-5,5	-3,9	-1,3	-1,5	-1,2	-1,9	-1,6	0,1	-0,5
	Uluslararası Rezervler (milyar \$)					5,1	6,4	6,8	8,1	11,4	20,3	22,7	22,6	23,3	23,4	24,1

Kaynak: IMF World Economic Outlook, Deutsche Bank Research (www.dbresearch.com), Reserve Bank of Australia ve Econstats (www.econstats.com).

* Tahmin

2.2. Dönemlerarası Modelinde Sürdürülebilirlik Kriterleri

Dönemlerarası yaklaşımına göre cari denge aşağıdaki şekilde tanımlanabilir:

$$CA = (Y - Y^p) - (C - C^p) - (I - I^p) - (G - G^p) \quad (2.1)$$

(2.1) denkleminde yer alan toplam tüketim (C), yatırım (I), hükümet harcamaları (G) ve milli gelir (Y) değişkenlerinin sağ üst köşesinde bulunan küçük p harfi, bir anlamda söz konusu değişkenlerin hayat boyu toplam değerlerinin ortalamasını temsil etmektedir. Örneğin C^p ve G^p değişkenleri, hayat boyu ortalama refah seviyesi kısıt olarak alındığında ortalama tüketim ve kamu harcamalarını göstermektedir. Dolayısıyla dönemlerarası modeline göre cari açık/fazla, milli geliri oluşturan değişkenlerin kısa dönemde optimal değerlerinden farkını göstermektedir (Wieneke, 2002). Diğer bir ifadeyle, bir ülke ekonomisi “geçici” şoklarla karşı karşıya kaldığında (yani (2.1) denklemini oluşturan değişkenler, geçici olarak uzun dönem değerlerinden farklılaştığında), cari denge açık veya fazla verebilir. Örneğin, milli gelirden geçici bir azalma olduğunda (yani $Y < Y_p$ durumunda) ülke dışarıdan borçlanarak (yani cari açık vererek) tüketimdeki muhtemel düşüşü telafi eder. Ya da yatırım harcamalarında beklenmedik bir düşüş olduğunda (yani $I < I_p$ durumunda) tüketici, uğrayacağı kaybı dışarıdan borçlanarak telafi edebilir. Görüldüğü gibi dönemlerarası modelinin asıl hareket noktası, ülkenin karşı karşıya kaldığı geçici şoklarda cari açık veya fazla vererek dönemler itibarıyla tüketim dalgalanmalarına engel olmaktır (Cashin ve McDermott, 1998, s.347).

Dönemlerarası modeline göre, bir ülkenin dış yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyeceği ve sahip olduğu cari açıkların ne kadar süre ile sürdürülebileceği çeşitli kriterlerle ölçülmektedir. Milesi-Ferretti ve Razin (1996a)'in çalışması, bu kriterleri ayrıntısıyla ortaya koyan ilk çalışmalardan biridir. Bu kriterlerden ilki, ülkenin toplam dış borcunun dönemlerarası bütçe kısıtı altında ödenip ödenmeyeceğidir. Burada sadece borç ödeyebilme kapasitesi incelenmektedir. İkinci tür analizlerde, ülkelerin borç ödeyebilme kapasitelerinin yanı sıra ödeme isteklerinin ve kreditorlerin borç verme

isteklerinin önemi de vurgulanır. Üçüncü tarz inceleme yolu da, asıl cari dengeyle bir model aracılığıyla bulunan optimal cari dengenin karşılaştırılarak, asıl cari dengenin normale göre aşırı olup olmadığını ölçmektir. Bu kriterlerin uygulamaları birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için yapılmıştır.

2.2.1. Dönemlerarası Borç Ödeyebilme Kapasitesi

Dönemlerarası modeline göre “Borç ödeyebilme kapasitesi” için genel bir tanım şöyle verilmektedir: Bir ekonomi, sahip olduğu toplam varlıklar ve bu varlıkların ileride kazandıracağı getirilerle şimdiki yükümlülüklerini karşılayabiliyorsa borç ödeyebilme kapasitesine sahiptir (Wieneke, 2002).

Ödemeler dengesi yönünden bakıldığında borç ödeyebilme kriteri, bir ülkenin şu ana kadar yaptığı yurt dışı borçlanmaların anapara ve faiz ödemelerini gelecekte yeteri kadar dış ticaret fazlası yaratarak ödeyebilmesi esasına dayanmaktadır³. Bu kritere göre önemli olan, şu anda ne kadar büyük cari açık verildiği değil, gelecekte bu açığı karşılayabilecek kadar dış ticaret fazlası yoluyla cari fazla verilir verilemeyeceğidir. Ülkeler ne kadar yüksek dış borca ve dış ticaret açığına sahip olursa olsun, gelecekte herhangi bir zamanda dış ticaret fazlası verecek politikaların uygulanması takdirde cari denge ve dış borçlar açısından hiç bir tehlike yoktur.

Ama bu yaklaşım, gelecek zaman üzerinde herhangi bir sınır koyamadığı için kriterin uygulanabilirliğini şüpheye düşürür ve pratik bir ölçüm mekanizması olmaktan çıkar. Ayrıca dış borcun cari denge açısından sorun çıkarmadan sürekli yükselebilmesi çok zor bir ihtimaldir. Milesi-Ferretti ve Razin (1996a, b) ile Ostry (1997), Asya ve Latin Amerika ülkeleri için yaptığı çalışmalarda bu kriterin cari dengenin tehlike boyutu hakkında herhangi bilgi vermediğini söyler ve daha sıkı bir kriterin olması gerektiğini vurgular.

Uygulanabilirliğin sağlanabilmesi amacıyla “dışborç/milli gelir oranı”nın sınırsız olarak artamayacağı, ilave koşul olarak konur. Dolayısıyla, dışborç/milli gelir oranının artmıyor olması, sürdürülebilirlik için iyi bir

³ Burada kullanılan dış ticaret fazlası terimi, ödemeler dengesindeki “hizmetler dengesi” kalemini de içermektedir.

gösterge olabilir (Milesi-Ferretti ve Razin, 1996a, s. 10; Deutsche Bank, 2000, s. 3-4). Bu yaklaşıma göre ⁴, aşağıdaki eşitliğe ulaşılır:

$$\frac{TB}{GSYIH} = (r^* - g - \varepsilon) \frac{NFL}{GSYIH} \quad (2.2)$$

(2.2) denkleminde r^* net dış yükümlülükler (NFL) 'e uygulanan uluslararası faiz oranını, g ve ε sembolleri sırasıyla reel büyüme hızıyla paranın reel değerlendirme oranını temsil ederken, TB dış ticaret dengesini göstermektedir. Denkleminde dış borçun milli gelire oranla (NFL/GSYIH) sabit olduğu düşünülerek gerekli olan dış ticaret fazlasının (Uygur (2004), sadece dış ticaret fazlası olarak değil faiz dışı cari denge olarak düşünülmüştür) ne olması gerektiği hesaplanmaktadır ki bu sayede cari açık sürdürülebilir olabilsin. Denklemindeki $r^* \times \frac{NFL}{GSYIH}$ çarpımı, ödemeler dengesi istatistiklerinde net yatırım geliri dengesine denk gelmektedir ⁵. Basit bir örnekle, paranın reel değerinin sabit kaldığı ve milli gelir artışının olmadığı bir ortamda (yani $g = \varepsilon = 0$), (2.2)'deki formüle göre dış borç miktarının artmaması için borçlu ülke, net yatırım geliri dengesi kadar dış ticaret fazlası vermelidir. Böylece cari açık sürdürülebilir demektir.

(2.2) denkleminin bir aşama sonrasında doğrudan yabancı sermaye yatırımları (FDI)'nin borç arttırıcı etkisinin olmadığı düşünüldüğünden (Uygur, 2004) borç denkleminde çıkarılmış ve denklem (2.3)'e dönüşmüştür:

$$\frac{TB}{GSYIH} = (r^* - g - \varepsilon) \frac{NFL}{GSYIH} + \frac{FDI}{GSYIH} \quad (2.3)$$

Uygur (2004), (2.3)'teki denklemden yola çıkarak 2004 yılı Türkiye'nin cari açık seviyesi ile ilgili olarak yaptığı hesaplamalarda, en iyi senaryo altında bile % 2'yi aşan faiz dışı cari açığın yüksek ve sürdürülemez olduğunu belirtmiştir. Uygur'un hesaplamalarına göre, 2004 yılının 2. çeyreğinde % 2,5 olarak gerçekleşen faiz dışı cari açık göz önüne

⁴ (2.2) denkleminin nasıl elde edildiğine dair bilgiye Milesi-Ferretti ve Razin (1996a)'den ulaşılabilir.

⁵ Net yatırım geliri dengesi, dış borç faiz ödemeleri ile kâr transferlerinden oluşmaktadır.

alındığında, Türkiye'nin sürdürülemez cari açık seviyelerine ulaştığı söylenebilir (Uygur, 2004, s. 17).

OECD (Ekim 2004) tarafından hazırlanan Türkiye raporunda, 2004 yılı cari açığı ile ilgili yapılan değerlendirmede de benzer bir yöneme başvurulduğu anlaşılmaktadır. Rapora göre, 2004 yılında doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında artış olmasa bile, % 5 düzeyinde planlanan büyüme oranının korunması ve cari açık/milli gelir oranının % 4'ü aşmaması koşuluyla (sıfır devalüasyon varsayımı altında), dış borcun milli gelire oranının sabit kalacağı vurgulanmaktadır. Böylece 2004 yılı için sürdürülebilir cari açık eşik-oranı, OECD tarafından % 4 olarak hesaplanmıştır. Ayrıca raporda, cari açığın sürdürülebilir olması için borç yaratmayan doğrudan yabancı sermaye yatırımlarıyla yapılacak finansmanın önemi vurgulanmakta; ülkenin sahip olduğu rekabet düzeyinin korunması ve borç yaratan tüketim malları ithalatının kısıtlanması konusunda uyarılar yapılmaktadır. Cari açığın milli gelire oranının % 4'ü geçmesi durumunda hükümetin birincil fazla hedefini mevsimsel olarak değiştirmesi gerektiği vurgulanmıştır (OECD, 2004, s.44).

Dönemlerarası borç ödeyebilme kapasitesine çeşitli eleştiriler gelmiştir. İlk olarak OECD (Ekim 2004)'nin Türkiye raporunda, dış borç/milli gelir oranının artıyor veya azalıyor olmasının cari açığın finansmanı hakkında herhangi bir bilgi vermediği savunulmaktadır. İkinci eleştiri de Zanghieri (2004)'den gelmektedir. Ona göre, sahip olunan dış borç seviyesinin sürdürülebilir olduğu ve ekonomide 'durağan durum'un hüküm sürdüğü varsayımlarının kullanılması, kriterin Avrupa Birliği'ne yeni üye olacak Orta ve Doğu Avrupa ülkelerine uygulanamayacağını göstermektedir.

Ktitere üçüncü bir eleştiri de Milesi-Ferretti ve Razin (1996a)'den gelmektedir. Onların eleştirisi iki yönlüdür. Birincisi bu kriter, ülkelerin dış ticaret fazlası yarattıkları anda borçlarını mutlaka ödeyecekleri varsayımına dayanır. Oysa Milesi-Ferretti ve Razin, ülkelerin dış borç ödeme isteklerinin de önemine değinir. Ülkeler, yarattıkları fazlayı borç ödemesinde kullanmak istemeyebilirler. Bunun sonucunda borç veren merci, verdiği borcun geri dönmemesi riskiyle karşı karşıya kalırsa kredi musluğunu kesebilir. Bunun sonucu hükümet izlediği politikadan çark ederek sert kararlar almak zorunda

kalabilir ki bu, cari dengenin sürdürülemez olduğunun göstergesidir. Dolayısıyla bu kriter, tek başına yeterli olmamaktadır. İkincisi, borç veren mercinin borç verme isteğinin de bu kriterde göz ardı edildiği düşünülmektedir. Örneğin, ülkenin karşılaçağı herhangi bir şok durumunda yatırımcılar, ülke ekonomisinin bu şoku kaldıramayacağını düşünürse, yeni borç vermek istemeyecek, hatta olan yatırımlarını da satmak isteyecektir. Bu yüzden, ülkenin sahip olduğu rezervlerin herhangi bir dışsal şok karşısında en azından kısa dönemde borçları karşılayabileceğine dair yabancı yatırımcıların ikna edilmesi gerekmektedir (McGettigan, 2000, s. 26).

İlk kritere gelen eleştiriler bu şekilde verildikten sonra sürdürülebilirlikle ilgili ikinci kritere geçilebilir.

2.2.2. Sürdürülebilirlik İlkesi

“Borç ödeyebilme” kriterinin pratik uygulamasının zayıf olacağı düşüncesiyle geliştirilen bu kriter, sürdürülebilirliğin dış dengenin normal seyrini etkileyebilecek veya değiştirebilecek ekonomik koşulların ortaya çıkmamasıyla mümkün olabileceğini savunmaktadır. Eğer cari açık, izlenen ekonomik politikanın değişmesini kuvvetli bir biçimde gerektiriyorsa veya kriz ortamına girileceğini çağırıştırıyorsa sürdürülebilirlikten bahsedilemez. Mann (2002) sürdürülebilir cari dengeyi, “cari denge ve uluslararası yatırım pozisyonunun tüketim ve yatırım harcamalarını diğer makroekonomik değişkenlere nazaran daha az etkilemesi” olarak tanımlar. Ülkenin cari açığı öyle bir noktaya gelmiştir ki olası bir devalüasyon veya borçların ödenememe riski görmezlikten gelinemez. Uluslararası yatırımcılar, ülkenin yarattığı varlıkları almaktan vazgeçer (tahvil, bono, ulusal para). Bunun sonucunda faizler yükselmek zorunda kalır, devalüasyon olur, insanlar yatırım ve tüketim alışkanlıklarını değiştirmek zorunda kalır. Söz konusu değişim, cari açık sonrasında uygulanmaya konulacak sıkı para ve maliye politikalarının sebep olacağı ekonomik durgunluğa yol açılabileceği gibi dış yükümlülüklerin yerine getirilememesi şeklinde sonuçlanabilecek döviz kuru çöküşü şeklinde kendini gösterebilir (Milesi-Ferretti ve Razin, 1996a).

Dolayısıyla, yurt dışı borçların seviyesi ve devalüasyon riski, cari açık sürdürülebilirliği için takip edilmesi gereken diğer kriterler arasındadır.

Bu sebeple, yabancı yatırımcıların borçların ödenebilirliği konusunda ikna edilmesi, cari açığın sürdürülmesi için gerekli olan ek finansmanın gelmesi için önemlidir.

Ülke kaynaklarının dış borç ödemelerini karşıyabilme yeterliliğini ölçebilmek amacıyla “Uluslararası Rezervler ve Döviz Likiditesi” tablosuna bakmak yararlı olabilir. IMF tarafından geliştirilen tablo, kısa vadede dışarıdan kaynak desteği almadan tüm döviz cinsinden yükümlülüklerin yine döviz cinsinden varlıklarla karşılanıp karşılanmayacağını ölçmek için kullanılmaktadır. Söz konusu tablo, kamu kesimi ve merkez bankasının döviz cinsinden varlıklarıyla, kısa vadeli (yani 1 yıldan daha kısa süreli) döviz yükümlülüklerini aynı tabloda göstermektedir. Döviz cinsinden varlıklar, resmi rezerv varlıkları ile diğer döviz varlıklarından oluşmaktadır. Döviz cinsinden yükümlülükler ise, bilançoya dahil olan ve nazım hesaplarda takip edilen önceden belirlenmiş kısa vadeli ödemelerin yanı sıra ödenmesi muhtemel diğer yükümlülükleri de içermektedir. Özellikle 1997’de Doğu Asya’da çıkan krizden sonra, var olan erken uyarı sistemlerinin krizi teşhis etmesindeki yetersizliği düşünülerek geliştirilen bu tablo, IMF tarafından cari dengenin kırılma eğilimini ölçmeye yarayan göstergelerden biri olarak gösterilmiştir (IMF, 2001, s. 8).

TCMB de 2002 yılından beri söz konusu verileri aylık olarak derlemekte ve internet sitesinde yayımlamaktadır⁶. Söz konusu veriler incelendiğinde, Aralık 2004 sonu itibariyle toplam döviz varlıklarının ödenmesi planlanan kısa vadeli yükümlülüklerle oranının 0,76 civarında olduğu görülür. Yani kamu sektörünün toplam döviz varlıkları, kısa vadeli yükümlülüklerin ancak % 76’sını karşılamaktadır. Üstelik yükümlülüklerle, ödenmesi şarta bağlı diğer döviz yükümlülükleri (buna Hazine Müsteşarlığı’nca ödenmesine garanti verilen kamu kesimi kredileri de dahildir) de eklendiğinde oran çok daha düşük çıkmaktadır. Söz konusu oran, 2003 Aralık sonu itibariyle 1,03 ve 2002 Aralık sonu itibariyle 0,89 olmuştur. Dolayısıyla 2004 yıl sonu itibariyle, toplam rezerv varlıklarının ödenmesi planlanan kısa vadeli döviz yükümlülüklerini karşılama oranı, 2002’den beri

⁶ Türkiye’de tablolara hangi verilerin dahil edildiği hakkında daha geniş bilgi almak için TCMB’nin web sitesinde “Süreli Yayınlar” kısmından ilgili tabloya girilerek, yöntemsel açıklamaya bakılabilir.

en düşük konumuna gelmiştir. Bu yüzden rezerv artışı, borçların çevrilebilirliği ve dolayısıyla cari açıkların sürdürülebilirliği açısından önemli bir gösterge olmaktadır.

Mann(2002), ikinci sürdürülebilirlik kriteri ile ilgili olarak eleştirisini şöyle açıklamaktadır. 2000'li yılların başında cari açık/GSYİH oranının % 4,2'ye ulaştığı ABD ekonomisinde olumlu beklentilerin negatife dönmesiyle hisse senedi fiyatlarında ve borsa yatırımlarında düşüş kaydedilmiş, bunun sonucu ABD ekonomisinin itici gücü olan tüketici talebi ile yatırımlarda düşüş olmuştur. İşte tam bu noktada Mann (2002, s.145), her ne kadar gerekli koşullar sağlanmış olsa da ABD'de cari açıkların sürdürülemezliğinden bahsetmenin zor olacağını belirtmiştir. Mann, verimliliğin devamlı arttığı, doların sürekli değer kazandığı ve faizlerin düştüğü bir ortamda sürdürülemezlikten bahsetmenin zor olduğunu savunmuştur. Dolayısıyla bir ülkenin cari açığının sürdürülemez olduğunu söyleyebilmek için sadece belli kriterlere bakmak da yeterli olmayabilir.

İkinci kritere yapılan bir başka eleştiri de, söz konusu kriterin cari dengeyi karşılayabilecek optimal cari dengeyi oluşturamaması olarak gösterilir. Optimal cari dengenin var olmaması, sürdürülebilirlik hakkında yapılacak yorumların öznel olmasına yol açacaktır. Bu sebeple, cari açığın sürdürülebilir olup olmadığı konusunda karşılaştırma yapılabilecek bir denge (optimal) cari denge verisinin bulunması amacıyla 3. bir kriter geliştirilmiştir.

2.2.3. Aşırılık Kriteri, Optimal Cari Dengenin Tanımlanması ve Tüketim Dalgalanmalarının Giderilmesi Yaklaşımı

Cari dengenin aşırılığını ölçen bu kritere göre, ekonometrik modelden elde edilecek optimal cari dengeyle yine modelden hesaplanan asıl cari denge verileri karşılaştırılır. Optimal cari denge, borç verme ve borç alma üzerinde herhangi bir kısıt (asimetrik bilgi, sermaye sınırlaması vb.) olmadığı varsayımı altında ve gelecekteki gelir artışı, yatırım miktarı ve mali politika beklentileri veri olarak alındığında, özel kesimin o anda ne kadar tasarruf etmesi gerektiği veya tüketim yapabileceği hakkında bilgi verir (Ostry, 1997). Bunun yanında, ticaret hadlerindeki gelişmeler, dünya ekonomisindeki

gelişmeler veya diğer ülkelerde meydana gelen krizlerin bulaşma ihtimalleri gibi dışsal şoklar da optimal cari dengenin oluşumunda etkili olabilir. Gerçekte görülen cari denge (yani asıl cari denge), optimal dengeye ne kadar yakın ise, sürdürülebilirlik o derece mümkün görünür. Cari açığın optimal dengeden yüksek olması, özel sektörün yurt dışından normalden daha fazla borçlanarak aşırı tüketim yaptığı anlamına gelir. Dolayısıyla özel sektörün aşırı tüketim harcamaları, cari açığın tehlike boyutu hakkında bilgi verebilir. Bu kritere ekonometrik uygulama kısmında daha fazla değinilecektir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

CARİ AÇIK SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİNE UYGULAMALI YAKLAŞIMLAR

3.1. Genel Çerçeve

Çalışmanın giriş kısmında da belirtildiği üzere konu hakkında çok geniş bir literatür mevcuttur. Bunlar arasında sadece ekonometrik yöntemlere dayanarak yapılan analizler olduğu gibi, sürdürülebilirlik göstergesi olarak kabul edilen bazı değişkenlerin incelenmesi suretiyle yapılan analizler de mevcuttur .

Milesi-Ferreti ve Razin (1996a), Obstfeld ve Rogoff (1997) ve Edwards (2001)'in çalışmaları, dönemlerarası yaklaşımına dayalı cari denge sürdürülebilirliği hakkında temel teorik bilgileri veren yayınlardır. Teorinin uygulamaları, değişik şekillerde yapılmaktadır. Örneğin Ostry (1997), Ghosh ve Ostry (1995), Callen ve Cashin(1999), Makrydakis(1999), Cashin ve McDermott (1998), Agenor ve diğerleri (1996), ekonometrik model aracılığıyla buldukları optimal cari dengeyi yine modelden elde ettikleri asıl cari dengeyle karşılaştırarak cari dengenin sürdürülebilir olup olmadığını bulmaya çalışmışlardır. Cari dengenin aşırılığını araştıran bu modelin Türkiye uygulaması Akçay ve Özler (1998) ile Selçuk (1997) tarafından yapılmıştır. Ayrıca IMF (1998)'nin Türkiye'nin genel ekonomik gelişmelerini incelediği raporunda, cari denge sürdürülebilirliği üzerine değerlendirmeler mevcuttur. Dönemlerarası modeli baz alarak yapılan diğer bir uygulama da “dış borç/milli gelir” oranının artmaması için sahip olunması gereken dış ticaret dengesini hesaplayan Uygur (2004)'a aittir.

Baharumshah ve diğerleri (2003) ile Apergis ve diğerleri (2000), cari dengeyi oluşturan gelir ve gider kalemleri arasında uzun süreli bir ilişkinin varlığını tahmin etmek için eş-bütünleşme analizi yapmışlardır. Bu, sürdürülebilir cari açığın en önemli koşulu olarak sayılmıştır. Baharumshah ve diğerleri (2003) ile Ostry (1997)'nin çalışmaları, cari açık

sürdürülebilirliğine değişik açılardan nasıl yaklaşılabileceğini, Doğu Asya ülkelerine uygulayarak göstermesi açısından önemlidir. Bu yüzden, literatür taraması kısmında bu çalışmalar ayrıntısıyla anlatılmıştır.

Sürdürülebilirlik analizi, ekonometrik yöntemlerin yanı sıra ekonometrik olmayan yöntemlerle de incelenmiştir. Mann (2002), Hakkio (1995), Wachtel (1998) ile McGettigan (2000)'in çalışmaları buna örnek olarak gösterilebilir. Ayrıca, akademik çevrelerin yanı sıra finans çevrelerinde de cari açık sürdürülebilirliği sık sık inceleme konusu olmuştur. Goldman-Sachs'ın tüm gelişmekte olan ülkeler için yaptırdığı sürdürülebilirlik analizi ile Deutsche Bank'ın 2000 yılında Latin Amerika ülkeleriyle ilgili çalışması, bunlardan en belli başlı olanlarıdır.

3.1.1. Dönemlerarası Yaklaşımına Göre Asıl Cari Dengeyi Optimaliyle Karşılaştırarak Cari Dengenin Aşırılığını Ölçen Çalışmalar

Daha önce de belirtildiği üzere, dönemlerarası yaklaşımına dayalı değişik uygulamalar mevcuttur. Bunlardan ilki pek çok uygulaması yapılan optimal cari dengeyle asıl cari dengenin karşılaştırılmasıdır.

Ghosh ve Ostry (1995)'nin gelişmekte olan ülkeler için yaptıkları çalışmada, modelden elde edilen denge (optimal) cari denge ile gerçekte görülen asıl cari denge karşılaştırılarak cari dengenin aşırı olup olmadığı araştırılmıştır.

Ostry (1997)'nin aynı modeli kullanarak 1997 krizi öncesi Doğu Asya ülkelerinin cari açıkları hakkında yaptığı incelemeler, dönemlerarası modeline dayalı aşırılık kriterinin ilk uygulamalarından biri olması bakımından önemlidir. Ostry'e göre, kriz öncesi Filipinler'de cari açıktan kaynaklanan aşırılık söz konusu değildir. Tayland'da ise gerçek cari açıkların optimal açıktan daha küçük olduğu bulunmuştur. Bunun sebebi olarak, yüksek yatırım eğiliminin gelecek dönem beklentilerini olumlu kılmasıyla yurt dışından sağlanan kaynakların sorun yaratmaması gösterilmektedir. Malezya'da ise 1995 yılında aşırı tüketimden kaynaklanan cari açık etkisi olduğu görülmekteydi. Ostry, tüketim ve inşaat faaliyetlerinden kaynaklanan yurt içi talebin yol açacağı cari

açıkların gelecek dönemlerde iyileşme umudunun olmadığından bahseder. Dolayısıyla, Malezya'nın durumu tehlike arz etmekteydi.

Ostry (1997), Asya ülkeleri için yaptığı genel değerlendirmede kriz öncesi şu sonuçlara ulaşmıştır: Endonezya ve Malezya dışında hiçbir bölge ülkesinde özel sektörden kaynaklanan aşırı tüketim görülmemiştir. Ayrıca kamu ve özel sektör yatırımları devam edip sermaye derinliği ve altyapı yatırımları arttıkça gelecekteki üretim artışının tasarruf ve tüketim oranlarını da artırması olasıdır. Bu olay, gelişmesini tamamlamış bölgedeki diğer ülkelerin geçirmiş olduğu deneyimlerle örtüşmektedir. Örneğin, Singapur'da başlangıçta sabit sermaye yatırımlarının yüksek olduğu yıllarda tasarruf/yatırım arasındaki açıklık çok fazla olduğu için cari açık yüksekti. Ama zamanla tasarruf oranları artmış ve açık kapanmıştır. Ostry (1997), açık veren ülkeler için bu olumlu öngörüü ortaya koyduktan sonra bir de uyarıda bulunmuştur. Şayet, kısa zaman zarfında kapanmayacağı kesin olan tasarruf/yatırım açığını kapatmak için önlem alınmaz ve tasarruf oranını artırıcı önlemler alınmazsa, piyasanın yanlış algılamaları sonucu sermaye kaçışına sebep olabilir. Tasarrufları artırmanın en kolay yolunun kamu fazlası yaratıcı önlemler almaktan geçtiğini vurgulayan Ostry, yüksek kamu borcu olan ülkelerde sürdürülebilirliği sağlamak için mali yapılanmanın orta vadeli bir hedef olması gerektiğini belirtmiş; yatırımların ihracat malları üretimine yönelik olarak yapılmasını önermiştir.

Aşırılık yöntemini Türkiye'ye uygulayan 3 çalışma mevcuttur ve bu çalışmalar değişik sonuçlara ulaşmıştır. Akçay ve Özler (1998), 1987-1996 dönemini inceledikleri çalışmalarında Türkiye'de cari açıkların normalden fazla bir seyir izlediğini, buna rağmen bu açıkların tek başına sorun yaratacak kadar aşırı olmadığını belirtmiştir. Ayrıca, cari hesaptaki dengesizliklere ek olarak kamu maliyesindeki bozuklukların endişe yaratabileceği belirtilmiştir.

Öte yandan, hemen hemen aynı dönem için Türkiye'de cari dengenin sürdürülebilir olup olmadığını araştıran Selçuk (1997), aynı yöntemle dayanarak oluşturduğu ekonometrik modelin sonuçlarına göre, dönemlerarası yaklaşımının Türkiye'nin cari denge dinamiklerini açıklamada yetersiz kalacağını savunmuştur. Bunun en önemli sebebi olarak, modelin

varsayımlarından biri olan “tam sermaye serbestisi”nin Türkiye’de var olmamasını göstermiştir. Çalışma sonuçlarına göre, Türkiye’de cari açıkların sürdürülemez olduğu ve söz konusu dönemde optimal borçlanmanın gerçekleştirilemediği sonucuna varılmıştır.

Son olarak, Uluslararası Para Fonu (IMF) da 1998 yılında Türkiye’nin ekonomik gelişmelerini değerlendiren raporunda benzer bir yöntem uygulamıştır. Bu çalışma diğer 2 çalışmaya göre daha geniş bir zaman aralığını (1970-1997) kapsamaktadır ve sonucunda cari dengenin optimal cari dengeyi çok yakın bir şekilde takip ettiği savunulmaktadır.

3.1.2. Cari Denge Sürdürülebilirliği ile İlgili Diğer Çalışmalar

Baharumshah, Lau ve Fauntas (2003), ASEAN ülkelerinde 1961-1999 dönemini inceledikleri çalışmalarında, yüksek sermaye girişleriyle birlikte verilen cari açıkların 1997 krizlerinin tahmini için kullanıp kullanılmayacağına cevap aramışlardır. Çalışmada cari denge sürdürülebilirliği, dönemlerarası modeline göre oluşturulmuş bütçe kısıtından yola çıkılarak irdelenmiştir. Daha sonra her dönemdeki bütçe kısıtları toplanarak dönemlerarası bütçe fonksiyonuna ulaşılmıştır. Böylece, tüketicilerin tipik bütçe kısıtından yola çıkılarak çeşitli ara işlemlerden sonra aşağıdaki eşitliğe ulaşılır. Bu eşitlik, ülkenin diğer ülkelerle gelir-gider dengesini sağlayıp sağlayamadığını gösterecektir.

$$EX_t = \alpha + \beta MM_t^* + e_t$$

Eşitlikteki MM^* , mal ve hizmet ithalatı ile net faiz ödemeleri ve cari transferler toplamına eşittir. Yani denklemin sağ tarafı cari denge altında toplam giderleri, sol tarafı ise cari denge altında toplam gelirleri göstermektedir. Modele göre cari işlemler açığının veya fazlasının sürdürülebilir olması, yukarıdaki denklemde belirtilen dönemlerarası bütçe denkleminde, toplam giderlerle toplam gelirler arasında uzun zamanlı doğrusal bir ilişkinin varlığını (yani eş-bütünleşme ilişkisini) gerektirmektedir. Kısa dönemde aşırı tüketim veya yatırımlardan kaynaklanan kısa süreli cari açıklar, uzun süreli olmadığı müddetçe sorun yaratmayacaktır. Bu, dönemlerarası modelinin ulaştığı sonuçlardan biridir.

Uygulama sonuçlarına göre, cari işlemler dengesini oluşturan söz konusu gelir ve gider kalemleri arasında uzun süreli durağan bir ilişki bulunmadığı için Endonezya, Filipinler ve Tayland'da kriz öncesi dönemde dış dengenin sürdürülemez olduğuna kanaat getirilmiştir. Böylece cari açıkların krizlerde bir gösterge olarak kullanılabilmesi sonucuna ulaşılmıştır. Öte yandan kriz öncesinde Malezya'nın sürdürülebilir cari açığa sahip olmasına rağmen krize girmesi, krizin "bulaşıcılık" özelliğini göstermektedir (Baharumshah ve diğerleri, 2003, s.484). Kriz sırasında yüksek devalüasyonların engellenebilmesi için kriz öncesi dönemde hükümetler tarafından önlemler alınması gerekliliği de bu çalışmada elde edilen sonuçlardan biridir. Kriz sonrası dönemde Endonezya, Filipinler ve Tayland, giriş ve çıkışlar arasında denge sağlayabilmişken Malezya'nın para birimini dolara sabitlemesi, döviz kurunu sürdürülemez bir noktaya getirmiştir.

Benzer bir çalışma Apergis ve diğerleri (2000) tarafından Yunanistan'ın cari denge açıklarının sürdürülebilir olup olmadığını araştırmak için yapılmış ve sonuçta Yunan para birimi Drahma için devalüasyonun söz konusu olup olmadığı bulunmaya çalışılmıştır. Bu çalışmada da kısa dönemli ya da geçici cari açıkların sorun yaratmayacağı, çünkü bu açıkların sermayenin kâr güdüsünden kaynaklandığı için süreklilik arz etmeyeceğini belirtilmektedir. Öte yandan, süreklilik gösteren açıklar, gelecekte ödenecek borç yükünü artıracığı için borç veren yatırımcıları korkutabilir. Bu çalışmada da, cari işlemler dengesini oluşturan gelir ve gider kalemleri arasında uzun süreli ve istikrarlı ilişkinin varlığını araştırmak için çeşitli eş-bütünleşme testleri uygulanmıştır. Çalışma sonucunda Yunanistan'ın cari açıklarının sürdürülebilir bulunmasına rağmen, devalüasyonuna karar verilmesi için bu gibi analizlerin yeter-koşul olmayacağı, spekülasyonun da devalüasyon için yeterli olacağı belirtilmiştir.

Uluslararası Para Fonu (IMF) tarafından Slovakya için yapılan bir çalışmada (IMF, 2002) kısa dönem kırılma ve orta dönem sürdürülebilirlik analizi, çeşitli endikatörlerle incelenmiştir. İlk olarak rekabet ve reel efektif döviz kurlarının diğer Doğu Bloğu ülkelerle karşılaştırılması yapılmış; reel ücretler, Slovak ihracatının toplam Avrupa ithalatı içindeki payı gibi rekabeti belirleyici hususlar incelenmiştir. Daha sonra orta vadede sürdürülebilirlik

göstergeleri incelenmeye başlanmıştır. Bunlar arasında “net dış borç/GSYİH” oranının devamlı düşüyor olmasının ve brüt dış borçların orta dönemde benzer ülkelere yakınlaşmasının da sürdürülebilirlik yönünden iyi bir gösterge olduğu savunulmuştur. Yine orta vadede dış borçlarla finanse edilen yatırımların yol açtığı cari açıkların, ileride muhtemel ihracat artışlarıyla kapanabileceği vurgulanmış, buna ilaveten ithalatı ve dış borcu düşürücü mali tedbirlerin alınması şart koşulmuştur. Yazar, daha sonra kısa dönem kırılmalık göstergelerinden bahsetmiş ve bunların henüz sorun oluşturmadığını söylemiştir. Bunlar arasında toplam borç/GSYİH, rezerv/kısa vadeli borç oranı gibi göstergeler sayılabilir.

Deutsche Bank (2000, s.3)'in Latin Amerika ülkeleri üzerine yapmış olduğu araştırmada, 1990'ların ikinci yarısında GSMH'nin % 3,1'ine ulaşan cari açıkların sürdürülebilirliği araştırılmıştır. Sürdürülebilirlik, devalüasyon veya sert ekonomik ayarlamaya gerek kalmaksızın devamlı yükselmekte olan net dış yükümlülüklerin yeterince dış ticaret fazlası yaratılarak kontrol altında tutulabilmesi olarak tanımlanmıştır. Bu bağlamda cari açıkların kendi kendine dengeye gelip gelmeyeceği, gelmezse ülkenin uluslararası rekabetçi durumunu artıracak, dolayısıyla dış ticareti iyileştirecek politikaların ne olacağı tartışılmıştır. Çalışma sonucu, çoğu Latin Amerika ülkelerinin net dış yükümlülüklerinin GSYİH'ye oranla yıllar itibariyle artmaya devam edebileceği savunulmuştur. Bu artışlar, Meksika ve Şili'de sorun yaratmazken Arjantin, Brezilya, Peru ve Kolombiya'da orta vadede rekabeti artırıcı önlemlerin alınması zorunluluğu vurgulanmıştır. Bu önlemler, Brezilya'da mali yapılanma ve verimlilik artışıyla sağlanabilecekken diğer ülkelerde ek olarak reel döviz kurunda devalüasyonlarla tamamlanması gerektiği ortaya konmuştur. Devalüasyonların enflasyon artışının uluslararası düzeyinin altında tutulması yoluyla sağlanacağı vurgulanmıştır.

Goldman-Sachs'ın 1997 yılında geliştirmekte olan ülkelere uyguladığı GS-SCAD modelinin sonuçları⁷, % 4-5 gibi sabit oranlara bakılarak yapılacak genellemelerin yanlış olacağı, bu oranın ülkelerin içinde buldukları makroekonomik durumlara bağlı olarak değişebileceği şeklindedir. GS-SCAD

⁷ Söz konusu çalışmaya ulaşılamadığı için yukarıdaki detaylar, Edwards (2001)'in anlatımına dayanmaktadır.

modelinde, gelişmekte olan ÷lkelerin GSYİH'ye oranı cinsinden “optimal sürdürülebilir cari açık” rakamlarına ulaşılmaya çalışılmıştır. Bunu yaparken öncelikle, yurt dışı yerleşiklerin tutmak istedikleri net menkul kıymet talebi hesaplanır. Bunun ödemeler dengesi tablosunda finans hesapları altında “doğrudan yatırımlar ve portföy hareketleri”nden kaynaklanan yükümlölüklerden oluştuğu söylenebilir. Yani daha açık bir ifadeyle, bu rakama hisse senedi borsalarındaki kağıtlar, devlet iç borçlanma senetleri, Eurobondlar veya özel sektörün yurt dışında ihraç ettiği diğer uzun veya kısa dönemli tahvil ve bonolar da dahildir. Daha sonra yurt dışı enflasyonun sıfır olduğu varsayımı altında potensiyel büyüme rakamlarıyla çarpılarak yine GSYİH'ya oranı cinsinden sürdürülebilir optimal cari denge rakamı bulunmuş olur. Bulunan optimal rakamlar yabancıların ne kadar finansman sağlayacağını gösterdiği için, gerçekte gör÷len cari denge rakamının aşırı olup olmadığı anlaşılabilir. GS-SCAD modeli, optimal cari denge kavramını oluşturması bakımından bu çalışmada kullanılan ekonometrik yöntemle benzetilebilir. Bu modelin diğerinden farkı, burada optimal cari dengenin değil optimal sermaye hareketlerinin hesaplanarak cari dengenin aşırılığının ölç÷lmesidir. Diğer bir ifadeyle, cari açığın değil cari açık finansmanının sürdürülebilirliği vurgulanmaktadır.

Uzun vadede doğru olabilecek GS-SCAD modeline benzer analizlerin kısa vadede hatalı sonuç verebileceği belirtilmektedir⁸. Kısa dönemde, planlanan menkul kıymet talebiyle gerçekteleşenler arasında oluşacak farkı modelin göz ardı ettiği belirtilmektedir (Edwards, 2001, s. 17-20). Bu fark, sürdürülebilir cari denge rakamını yanıltıcı şekilde saptırabilir. İkinci bir unsur da, uzun dönemde dengede olan tüketim rakamlarının kısa dönemde dengede olmayacağıdır. Dolayısıyla dönemlerarası tüketimi dengeleme çalışmaları, sürdürülebilir denge üzerinde ikinci bir saptırıcı kuvvet olacaktır. Sonuç olarak Edwards (2001), uluslararası sermayenin yatırım planlarının sürekli değiştiği bir dünyada sürdürülebilir olarak kabul edilebilecek denge cari işlem rakamını hesaplamanın çok zor olacağını belirtmiştir.

⁸ GS-SCAD modelinde kullanılan yöntem, Deutsche Bank'ın raporunda da kullanılmaktadır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE CARİ AÇIK SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Meksika ve Doğu Asya'da yaşanan krizlerde cari açıkların rolü üzerine 1990'lı yılların ikinci yarısında yazılmış zengin bir literatür mevcuttur. Bunlar arasında sürdürülebilirlikle ilgili olarak çok sayıda gösterge incelenerek bazı sonuçlar çıkarılmıştır. Bu sonuçlardan bazıları mevcut olan genel yargıları çürütmektedir. Bir önceki bölümden de görüldüğü gibi, cari açık sürdürülebilirliğini sadece ekonometrik analizlerle kısıtlı tutmamak ve çeşitli verilerle analizi zenginleştirmekte fayda vardır. Literatürde takip edilen sürdürülebilirlik göstergeleri arasında yatırım ve tasarruflar, yatırımların sektörel dağılımı, ülkenin dışarıya açıklığı, ihracat ve ithalatın dağılımı, ülkenin mali yapısı, bütçe ve dış borç dinamikleri, cari açıkları finanse eden sermayenin yapısı, dış ticaret hadleri, ülkenin diğer ülkelere göre rekabet gücü, uygulanan döviz kuru programı, politik istikrar, ülkenin sahip olduğu rezervler, piyasa beklentilerine göre oluşan faiz oranları ve tahvil fiyatları gibi göstergeler, enflasyonun düşüklüğü ve daha birçok gösterge sayılabilir⁹. Ancak tüm bu göstergeleri aynı çalışmada incelemek zor olacağı için yapılan çalışmalarda genelde ülkelerin cari açıklarının sürdürülebilmesinde önemli risk unsurları olarak görülen göstergeler seçilmektedir. Bu çalışmada da aynı yöntem takip edilerek Türkiye'de cari açıkların sürdürülebilmesinde önemli birer unsur olarak görülen göstergeler seçilmiştir.

Cari açıkların sürdürülebilirliği üzerine mevcut olan literatürün incelenmesi sonucu aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır:

- Cari açıkların yüksek miktarda kısa vadeli (spekülatif nitelikteki) sermaye akımlarıyla finanse edilmesi, borçların ödenebilmesi ve sürdürülebilirlik açısından önemli bir risk oluşturmaktadır.

⁹ Sürdürülebilirlik göstergeleri ile ilgili daha ayrıntılı bilgiye Milesi-Ferretti ve Razin (1996a), Roubini ve Wachtel (1998), McGettigan (2000) ve IMF (2002)'den ulaşılabilir.

- Özel tüketim mallarına yönelik ithalat talebi, sürdürülebilirlik sorununu artırmaktadır. Ayrıca, özel sektör tasarruflarının yatırımlara kaydırılarak yatırım/milli gelir oranının yükselmesinden kaynaklanan cari açıkların sorun yaratmayacağı görüşü, geçmişte yaşanan tecrübelerle defalarca çürütülmüştür. 1980'lerin başında Latin Amerika ülkelerinde yüksek cari açıklarla birlikte gelen borç krizleri, yatırımların yükseldiği bir ortamda ortaya çıkmıştır (Edwards, 2001, s. 10). Aynı durum Doğu Asya ülkelerinde de görülmüştür. Burada önemli olan, yatırımların ihracata dayalı sektörler yönleştirilmesidir.
- Özel sektör tasarruf açıklarından kaynaklanan cari açıkların sorun oluşturmadığı görüşü yanlıştır. Örneğin, 1994 krizi öncesi cari açığın GSYİH'ye oranının % 7'ye yükseldiği Meksika'da (Tablo 2.1) kamu maliyesinin dengede olduğu gerekçesiyle cari açığa önlem almayan Meksikalı otoriteler krize davetiye çıkarmışlardır. Kriz sonrası Meksika'da hakim görüş ise, yüksek cari açıkların sebebi ne olursa olsun sürdürülemez olduğudur (Edwards, 2001, s. 5 ve 11-13). Aynı şekilde Doğu Asya ülkeleri de (Filipinler hariç) kriz öncesi dönemde bütçe fazlası vermişler (Tablo 4.1), buna rağmen özel sektör tasarruf açıklarından kaynaklanan cari açıklar sonucu kriz doğmuştur.

TABLO 4.1. DOĞU ASYA ÜLKELERİNDE KRİZDEN ÖNCE BÜTÇE DENGESİ (GSYİH'YE ORAN)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
MALEZYA	-2.9	-1.0	0.0	0.8	2.9	1.5	1.5	2.8
FİLİPİNLER	-4.6	-1.5	-1.8	-2.0	-2.0	-1.3	-0.1	-1.3
GÜNEY KORE	-0.7	-1.6	-0.5	0.6	0.3	0.3	0.2	-1.4
TAYLAND	4.6	4.7	2.8	2.1	1.9	2.9	2.3	-0.9
ENDONEZYA	-1.3	-1.0	0.4	1.2	1.0	-0.7

Kaynak: Emerging Markets, Deutsche Bank Research (www.dbresearch.com).

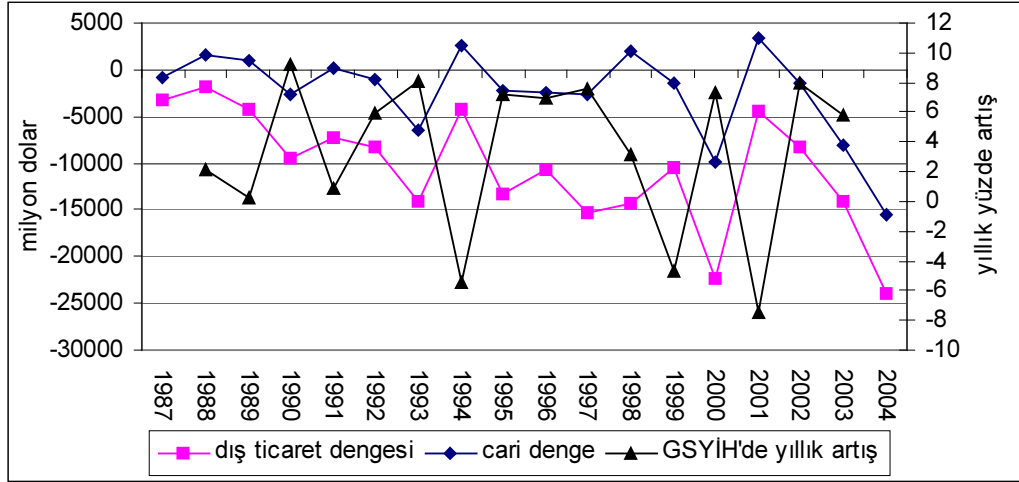
- Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının yüksekliğine, döviz kurlarındaki istikrara (Chui, 2002, s.13'teki 8. dipnot) ve istikrarlı bir ekonomik yapıya rağmen, Doğu Asya ülkelerinde yükselen dış borç ve cari açık rakamları, sürdürülebilirliği ve geri ödemeyi güçleştirmiştir (Bharaumshah ve diğerleri, 2003, s. 467).

- Yatırım amaçlı gelen uzun vadeli yabancı sermayenin sorun yaratmayacağı görüşü, 1997 yılında Doğu Asya'da görülen krizle çürütülmüştür. Dış ticaret açıklarının büyük miktarda, doğrudan yabancı sermaye akımlarıyla bağlantılı sermaye malları ithalatından kaynaklanmasına rağmen cari açıktaki artış risk olarak algılanmıştır. Hatta, uzun vadeli ve yatırıma yönelik olarak gelen yabancı sermaye ile kısa vadeli ve anlık tüketime yönelik gelen yabancı sermayenin aynı özelliklere sahip olduğu bile ifade edilmektedir (Bharaumshah ve diğerleri, 2003, s. 467, 3. dipnot).

4.1. Türkiye'de Cari Açık Sürdürülebilirliği Göstergeleri

4.1.1. Cari Denge ve Dış Ticaretin Yapısı

Özmen (2004), "finansal olarak açık bir ülkede, kur rejimi ne olursa olsun", cari işlemler açığını iyi analiz edebilmek için açığın oluş sebebini ve finanse edilme biçimini doğru kavramanın önemine değinmiştir. Türkiye, 1980'lerin sonlarına doğru dış ticaret rejiminin serbestleştirilmesi ve sermaye hareketlerine yönelik kısıtlamaların kaldırılmasıyla ihracat ve ithalatta hızlı artışlar yakalamıştır. Özellikle Türkiye'nin ihtiyaç duyduğu büyümenin yurt dışından yapılan ara ve sermaye malları ithalatına bağlanmasıyla 1990'lardan başlayarak büyümeye paralel dış ticaret açığı ve cari açık vermeye başlanmıştır. Grafik (4.1)'de de görüldüğü gibi büyümenin arttığı zamanlarda dış ticaret açığı ve cari açık artmış, büyümenin dibe vurduğu 2001 yılındaki kriz sırasında ise cari fazla maksimuma ulaşmıştır. İstatistiksel olarak bakıldığında, 1988-2003 arası dönemde cari denge ile milli gelir artışı arasındaki korelasyon katsayısının -0,65 olması da ikisi arasındaki zıt yönlü ilişkinin varlığını kanıtlar.



Grafik 4.1: Dış Ticaret Dengesi, Cari Denge (Sol Eksen) ve Milli Gelir Artışı (Sağ Eksen)

Kaynak: TCMB.

Ödemeler dengesi tablosunda cari işlemler hesabına bakıldığında, ödemeler dengesi açısından kriz yılları sayılan 1994 ve 2001 yıllarında devalüasyonlar ve milli gelirdeki daralmaların etkisiyle ithalatta düşüşler olduğu ve cari dengenin fazla verdiği görülür. Büyük çoğunluğunu turizm gelirlerinin oluşturduğu hizmetler dengesi kalemi, cari dengenin açık verdiği yıllarda dış ticaret açıkları ve faiz ödemelerinden kaynaklanan açıkların kapanmasında etkili olmuştur (Tablo 4.2).

Tabloya bakıldığında mal ithalatı ile faiz giderlerinin cari açığı oluşturan en büyük kalemler olduğu görülür. 2004 yılı verilerine göre büyük çoğunluğunu resmi kesim ile bankalar harici özel kesimin uzun vadeli mevduat ve kredi faizi ödemelerinin oluşturduğu "faiz giderleri"nde, yıldan yıla büyük dalgalanmalar göze çarpmamaktadır (Tablo 4.2). Bu yüzden önümüzdeki dönemlerde cari açıktaki artış veya azalışın, büyük oranda dış ticaret dengesine bağlı olarak değişeceği söylenebilir.

TABLO 4.2: ÖDEMELER DENGESİ TABLOSUNDA CARİ İŞLEMLER HESABI (MİLYAR DOLAR) VE YILLIK ARTIŞLAR (%), 1987-2004.

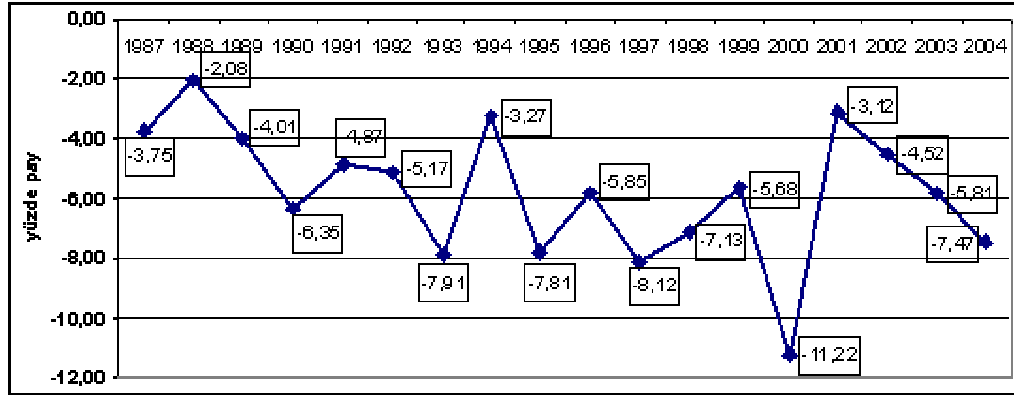
Milyar Dolar	1987-89	1990-92	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
CARİ İŞLEMLER HESABI	0,6	-1,1	-6,4	2,6	-2,3	-2,4	-2,6	2,0	-1,3	-9,8	3,4	-1,5	-8,0	-15,6
DİŞ TİCARET DENGESİ	-3,1	-8,3	-14,1	-4,2	-13,2	-10,3	-15,0	-14,1	-10,2	-22,0	-3,7	-7,3	-14,0	-23,9
Mal İhracatı	11,2	13,8	15,3	18,1	21,6	32,1	32,1	30,7	28,8	30,7	34,4	40,1	51,2	66,7
Mal İthalatı	-14,2	-22,0	-29,4	-22,3	-34,8	-42,3	-47,2	-44,7	-39,0	-52,7	-38,1	-47,4	-65,2	-90,6
HİZMETLER DENGESİ	3,3	5,3	6,7	7,1	9,6	6,7	10,9	13,5	7,5	11,4	9,1	7,9	10,5	12,8
YATIRIM GELİRİ DENGESİ	-2,3	-2,6	-2,7	-3,3	-3,2	-2,9	-3,0	-3,0	-3,5	-4,0	-5,0	-4,6	-5,6	-5,6
Faiz Gideri	-2,7	-3,3	-3,5	-3,3	-3,4	-3,4	-3,8	-3,9	-4,5	-4,8	-5,5	-4,4	-4,6	-4,4
CARİ TRANSFERLER	2,6	4,4	3,7	3,0	4,4	4,1	4,5	5,5	4,9	4,8	3,0	2,4	1,0	1,1

Yıllık Artış (%)

CARİ İŞLEMLER HESABI	-128	-326	560	-141	-189	4	8	-175	-168	631	-135	-145	428	94
DİŞ TİCARET DENGESİ	31	38	74	-70	216	-22	47	-7	-28	116	-83	95	92	71
Mal İhracatı	17	8	4	18	19	48	0	-5	-6	7	12	17	28	30
Mal İthalatı	15	15	29	-24	56	22	11	-5	-13	35	-28	24	38	39
HİZMETLER DENGESİ	39	13	16	5	36	-31	64	24	-45	52	-20	-14	33	22
YATIRIM GELİRİ DENGESİ	8	4	5	19	-2	-9	3	-1	18	13	25	-9	22	0
Faiz Gideri	11	4	8	-4	3	0	12	2	17	6	14	-20	4	-4
CARİ TRANSFERLER	27	7	-7	-18	46	-7	10	22	-11	-2	-37	-19	-58	10

Kaynak: TCMB

McGettigan (2000), ihracatın milli gelire oranla artıyor olmasını, cari açıkların kriz yaratmadan sürdürülebilmesi için elzem görmektedir. Çünkü bu sayede elde edilen gelir, dış borç servisinin sorun olmadan yapılabilmesini sağlar (s. 22). Ancak Türkiye’de büyümenin arttığı yıllarda ithalatın ihracattan daha fazla arttığı görülür. 1989 yılından günümüze kadar dış ticaret açıklarının milli gelirdeki payının artmasıyla birlikte (Grafik 4.2) cari açıklarda aşırı artışlar görülmüştür (Tablo 4.2). Bu olay, cari açık finansmanı sorununu beraberinde getirmektedir. Özellikle 1993 ve 2000 yıllarında dış ticaret açıklarında meydana gelen % 74 ve % 116 oranındaki artışlar (Tablo 4.2), piyasa tarafından çok yüksek olarak algılandığı için kriz senaryolarının çıkmasında en önemli unsurlardan biri olmuştur. Günümüz verileri incelendiğinde, özellikle 2003 ve 2004 yıllarında net hizmet gelirlerindeki artışlara rağmen dış ticaret açıklarındaki artışlardan kaynaklanan net döviz çıkışları, sermaye hareketleri düşünülmediğinde, ileride dış borç ödemelerinin yapılabilmesi için daha yüksek döviz girişlerinin olmasını zorunlu kılmaktadır. Bu da ya hizmet gelirlerindeki artışla ya da dış ticaret açıklarının küçülmesiyle sağlanacaktır. Dış ticaret açıklarındaki düşüşlerin birdenbire olmayıp daha yumuşak bir şekilde gerçekleşmesi, cari açıkların daha sürdürülebilir olmasını sağlayacaktır.



Grafik 4.2: Dış Ticaret Açığı/GSYİH (%)

Kaynak: TCMB.

Dış ticaret dengesini oluşturan ana kalemlerden “İthalat”ı oluşturan alt kalemler incelendiğinde, Türkiye’de tüketim mallarının payının toplam ithalat içinde her zaman düşük bir yer edindiğini, yurt dışından gelen sermayenin ara malı ve sermaye malı ithalatında kullanıldığını görebiliriz (Grafik 4.3). 2004 yılında % 84,8 artış gözlemlenen tüketim malları ithalatında artışların çoğunu, ithal otomobil satışları ve benzin tüketimindeki artışlar oluşturmuştur (Tablo 4.3). Benzin tüketimindeki artış, reel artıştan çok dünya fiyatlarındaki artıştan kaynaklanmıştır.

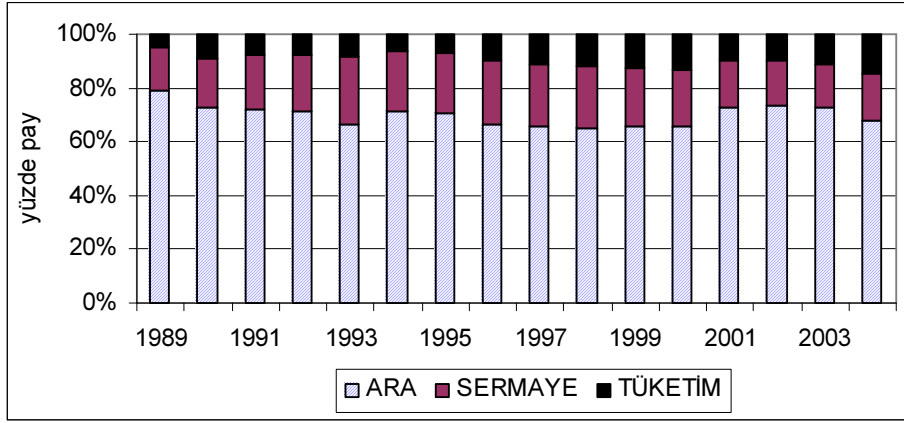
TABLO 4.3. TÜKETİM MALLARI İTHALATI (MİLYON DOLAR)

	2000	2001	2002	2003	2004
TÜKETİM MALLARI (toplam)	7 220	4 084	5 008	7 536	13 927
Binek otomobilleri	2 596	588	814	2.220	4.214
Dayanısız tüketim malları	1 508	1 447	1 899	2.355	3.184
Motor benzini	252	121	166	217	2.411

Kaynak: DİE

Her ne kadar, cari açıkların tüketim malı ithalatından kaynaklanmıyor olması cari açıkların sürdürülebilirliği açısından olumlu bir gelişme olsa da tek başına yeterli bir koşul değildir. Türkiye’ye ithal yapılan sermaye ve ara mallarının hangi sektörlerde kullanıldığının da bilinmesi lazımdır. Bu amaçla, Devlet Planlama Teşkilatı (DPT) tarafından yapılan bir çalışmada yurt içi yatırımların “ticarete konu olan ve olmayan” şeklinde ayrımı yapılmıştır. Buna göre, Türkiye’de 1996-2002 döneminde ticarete konu olan sektörlerde yapılan sabit sermaye yatırımlarının toplam içindeki payı, özel sektörde ortalama % 33,9 iken kamu kesiminde 14,8 olmuştur (World Bank, 2003). Yani, hem

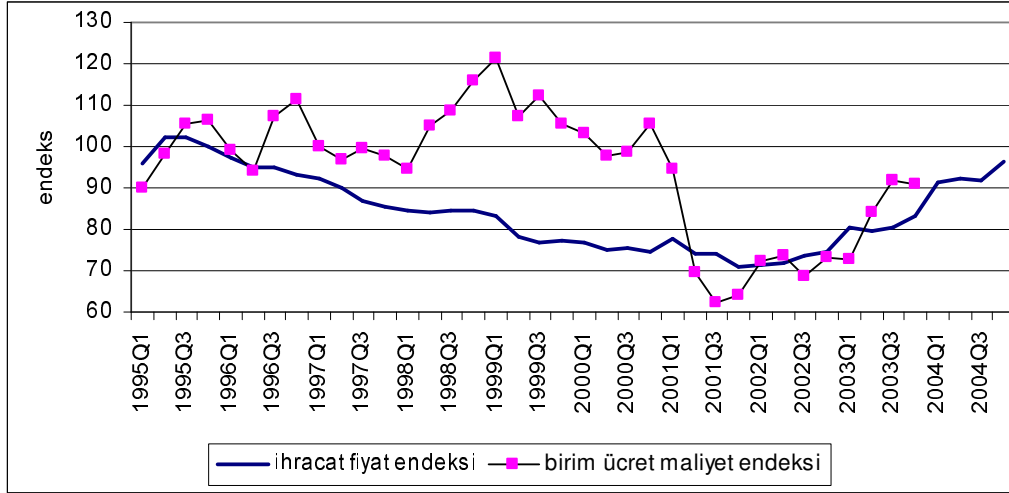
kamu kesiminde hem de özel sektörde yapılan yatırımların çoğu ticarete konu olmayan mallara yapılmıştır. Bu yüzden toplam yurt içi yatırımlarda, ihracat yaparak gelir elde edebilecek mal gruplarının payı düşüktür. Diğer bir deyişle, ara ve sermaye malları ithalatının büyük çoğunluğu, yurt dışından döviz kazandırıcı özelliği olmayan sektörlerle kaydırılmaktadır. Bu sebeple yurt içi yatırımların dağılımı, önümüzdeki dönemlerde Türkiye’de cari açıkların sürdürülebilirliğini riske sokmaktadır.



Grafik 4.3: Türkiye’de İthalatın Ana Mal Gruplarına Göre Dağılımı

Kaynak: DIE

Dış ticaret dengesi altında “ihracat” eğilimine bakıldığında, son yıllarda TL’nin reel olarak sürekli değer kazanmasına rağmen (Grafik 4.9) ihracat gelirlerinin arttığı görülür. Nitekim bu artışın sürekli olup olmayacağı, cari açığın sürdürülebilirliği önündeki en büyük risklerden birini oluşturmaktadır. Bu sebeple, Grafik 4.4’e bakmakta yarar görülmektedir.



Grafik 4.4: İmalat Sanayiinde Oluşan İhracat Fiyatı ve İşgücü Maliyeti Endeksleri (1995=100), 1995 – 2004.

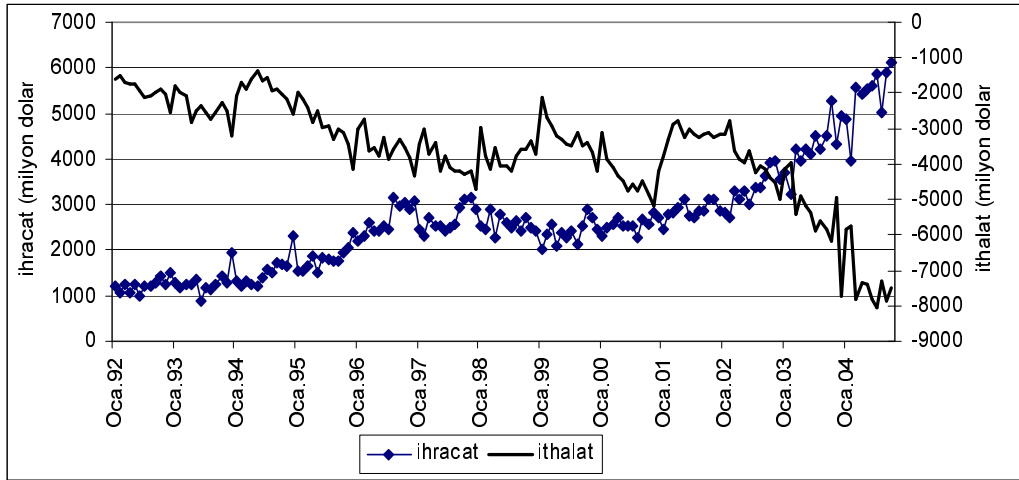
aynak iri ücret aliyet endeksi eyder ve diğerleri 2004 'nin hesapla asıdır hracat fiyat endeksi ise 'nin yayınladığı 1994=100 azlı i alat sanayi ihracat fiyat endeksi k llanılarak hesaplan ıştır

Grafik 4.4'te imalat sanayinde üretilip ihraç edilen malların dolar cinsinden fiyat endeksi ile Keyder, Sağlam ve Öztürk (2004)'ün hesaplamalarından alınan imalat sanayi dolar cinsinden birim ücret maliyet endeksi karşılaştırılmaktadır. Grafiğin ihracatçıların kar marjlarını göstermesi bakımından yararlı olacağına inanılmaktadır¹⁰. Grafiğe göre, 1996 yılının ikinci yarısından 2001 yılının ilk çeyreğine kadar işgücü maliyetlerinin fiyatların üzerinde kaldığı görülmektedir. Dolayısıyla, bu dönemde ihracatçıların kar marjlarının gerilediği anlaşılmaktadır. Nitekim bu yargıyı destekler nitelikte, söz konusu dönemde toplam mal ihracatımızda yatay bir seyir göze çarpmaktadır (Grafik 4.5). Buna karşın, 2001 yılı Şubat ayındaki krizden sonra işgücü maliyetlerinde büyük miktarda gerileme olmuş, hatta zaman zaman ihracat fiyat endeksinin altında kalarak ihracatçıların kar marjlarını yükseltmiştir. Kar marjlarının yükselmesinde tek etken işgücü maliyetlerindeki düşüş değildir. Aynı 2001 yılından sonra ihracat fiyatlarındaki artış, kâr marjlarının yükselmesine olanak sağlamıştır. İhracat fiyatlarındaki artışta, son yıllarda avro'nun dolar karşısındaki değerinin yükselmesi de etken olmaktadır. İhracatın çoğunluğunun Avrupa Birliği ülkelerine avro cinsinden yapılıyor olması, avro'nun değerlenmesini ihracatçılar için avantaj haline getirmiştir. Dolayısıyla, 2001 yılından sonra Türk Lirası lehine kurdaki

¹⁰ Buna benzer bir analiz, Greenspan (4 Şubat 2005)'in ABD'nin cari açıklarına dair yaptığı konuşmasında mevcuttur.

değerlenmeye rağmen toplam mal ihracatındaki artış devam etmiş ve cari açığın daha yüksek gerçekleşmesini önlemiştir.

Keyder, Sağlam ve Öztürk (2004)'ün çalışmasında işgücü maliyeti verileri mevcut olmadığı için 2004 yılına dair bir karşılaştırma yapılamamaktadır. Ancak 2004 yılında Türk Lirası'ndaki değer artışının devam etmesine rağmen, ödemeler dengesi verilerine göre toplam mal ihracatımızın bir önceki seneye göre % 32,9 artarak 97.161 milyon dolara ulaşarak rekor kırması, ihracat sektöründe kârlılık avantajının devam ettiğini göstermektedir.



Grafik 4.5: Ödemeler Dengesi İstatistiklerine Göre Toplam Mal İhracatı ve İthalatı, 1992 – 2004.

aynak

Sonuç olarak, 2001 yılından sonra TL'deki reel değerlenmeye rağmen ihracatta yakalanan kârlılığın 2004 yılından sonra da devam etmesi cari açık sürdürülebilirliğini olumlu yönde etkileyemeye devam edecektir. Buna karşın, yurt içi büyümeye bağlı olarak artmaya devam eden ithalatta tüketim mallarına yönelik aşırı bir talep olmasa da, yapılan ara ve sermaye malı ithalatının daha çok ticarete konu olmayan sektörler için yatırımları artırması, sürdürülebilirlik önündeki olumsuz gelişmelerden biridir.

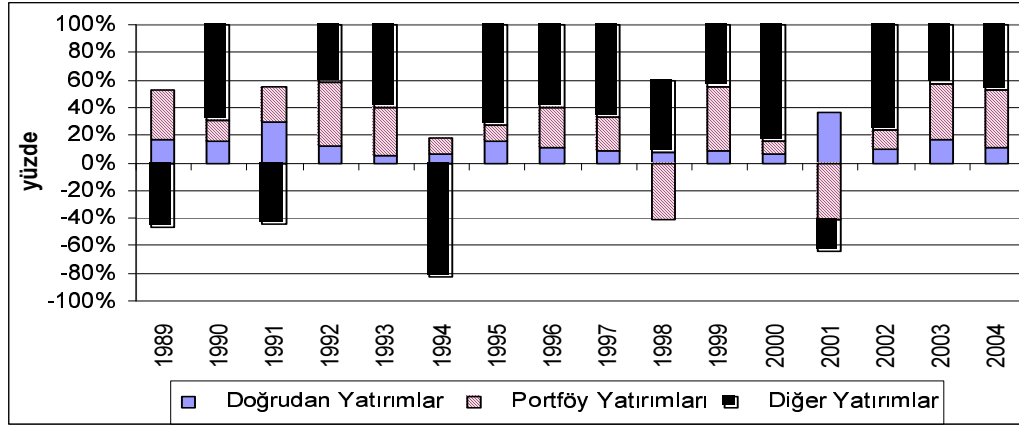
4.1.2. Cari Açığın Finanse Edilmesi (Sermaye Hareketleri)

4.1.2.1. Sermayenin Yapısı

Yurt içi yerleşiklerin tasarruf açıkları veya diğer bir bakış açısıyla ortalama gelir düzeylerinden daha fazla harcama yapmaları, yurt dışından ek finansman sağlama ihtiyacını doğurur. Sözü edilen ek finansman ihtiyacı, ödemeler dengesi tablosunda “sermaye ve finans hareketleri” kalemi altında takip edilmektedir. Türkiye’ye sermaye akımlarını gösteren işlemler, “Finans hareketleri” altında “doğrudan yatırımlar”, “portföy yatırımları”, kredi ve mevduattan oluşan “diğer yatırımlar” kalemi ile resmi rezerv hareketlerinden oluşan “rezerv varlıklar” kalemleri altında izlenmektedir. Sermaye ve finans hesabı altında bulunan kalemler, muhasebe sistemindeki gibi varlık ve yükümlülük ayırımına tabi tutulurlar. Varlıklar kalemi, yurt içi yerleşiklerin yurt dışındaki yatırımlarını ve yurt dışına verilen kredileri içermekteyken yükümlülükler kalemi, yurt dışı yerleşiklerin yurt içindeki yatırımlarını ve yurt içine verdikleri kredileri göstermektedir (çalışmanın bundan sonraki bölümlerinde sermaye ve finans hareketleri kalemi, genel olarak “sermaye hareketleri” olarak isimlendirilecektir).

Türkiye’de cari açığı finanse eden sermaye hareketlerinin dökümü, Tablo 4.4’te özet olarak verilmektedir. Cari işlemler hesabındaki dalgalanmalara paralel olarak toplam sermaye hareketlerinde dalgalanmalar görülmektedir. Kriz zamanları haricinde Türkiye, sermaye ithal eden ülke durumundadır.

Yurt dışı yerleşiklerce yurt içine giriş yapan sermayenin dağılımına göre (Grafik 4.6), uzun vadeli sermayeyi temsil eden ve kriz zamanlarında kaçış ihtimali ötekilere oranla çok daha düşük olan doğrudan yabancı sermaye girişlerinin toplam giriş yapan sermayenin küçük bir kısmını oluşturduğu görülür.



Grafik 4.6: Yurt Dışı Yerleşiklerce Türkiye'ye Giriş Yapan Sermayenin Dağılımı

aynak

Türkiye'ye yapılan doğrudan yabancı sermaye yatırımları, diğer gelişmekte olan ülkelere göre oldukça düşüktür. Normalde, kriz sonrası dönemlerde doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının payı diğer ülkelerde artmakta iken (World Bank, 2003, s.116) Türkiye'de artış sınırlı olmuştur. 2003 ve 2004 yıllarında doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında ani artışlar gözlenmesine rağmen bu artışın yurt dışı yerleşiklerin gayrimenkul yatırımlarından kaynaklandığı anlaşılmaktadır (Tablo 4.4).

Portföy yatırımlarının yükümlülükler kısmında, "borç senetleri" kalemi altındaki kalemlerden biri olan yurt dışındaki tahvil ihraçlarından kaynaklanan net girişler, uzun vadeli dış borcu artırmalarına rağmen kriz zamanlarında kaçış eğilimi göstermemektedir (Tablo 4.4). Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK)'nun verilerine göre, yurt dışında yapılan ihraçların yarıya yakını yurt içi yerleşiklerce tutulmaktadır. Buna göre, Haziran 2004 itibariyle 11.782 milyon ABD doları tutarındaki toplam Eurobond stoğunun 5.393 milyon ABD doları, yurt içi yerleşikler adına yurt içi bankaların emanetinde tutulmaktadır (BDDK, 2004, s. 73). Bu verilere göre, yurt içi yatırımcıların yabancılara göre kaçış eğiliminin daha düşük olduğu çıkarılabilir. Öte yandan, "Borç senetleri" altında izlenen diğer bir kalem olan ve tamamen yurt dışı yerleşiklerin satın aldığı tutarı gösteren devlet iç borçlanma senetleri (DİBS) kalemi, kriz zamanlarında en çok sermaye çıkışının yaşandığı bir kalemdir. Yabancı yatırımcıların bu ürkek davranışının cari açıkların sürdürülebilirliği üzerinde olumsuz bir baskı yarattığı söylenebilir.

Nitekim, 2001 yılı Şubat ayındaki krizden önce 2000 yılının sonlarında yaşanan krizde yurt dışı yerleşikler, sadece Kasım ayında 5 milyar dolara yakın DİBS'i satarak çıkmışlardır. Satış eğilimi kriz sonrası dönemde 2001 yılı boyunca devam etmiştir. Aynı eğilim, diğer gelişmekte olan ülkelerde de kriz sonrası dönemde görülebilmektedir (World Bank, 2003, s. 116). 2004 yılında yurt dışı yerleşiklerin ülkemizden satın aldığı DİBS cinsinden menkul kıymetler, % 261 artışla yaklaşık 6 milyar ABD dolarına ulaşmıştır (Tablo 4.4). GSYİH'nin % 1,9'una denk gelen bu rakam, 2004 yılında cari açıkların yarıya yakınının yabancıların DİBS alımlarıyla finanse edildiğini göstermektedir. Yani, 2004 yılı cari açığının yarıya yakını, kaçış eğilimi yüksek sermayeyle finanse edilmiştir. Bu eğilimin devam etmesi ise cari açık sürdürülebilirliğini riske sokmaktadır.

“Diğer yatırımlar” kalemine gelince, kriz yılları olan 1994 ve 2001'de net çıkışlar göze çarpmaktadır. Toplam kredi yükümlülüklerimiz içerisinde önemli bir paya sahip olan kısa vadeli kredi kullanımları (özellikle de bankaların kısa vadeli kredi kullanımları), kriz öncesi dönemlerde artmakta iken kriz dönemlerinde büyük çıkışlar göstermektedir. Tablo 4.4'ten bakıldığında 1994 yılından önceki 2 yıllık dönemde ve 2001 krizinden önceki 2 yılda kısa vadeli kredi kullanımlarında yüksek artışlar görülmektedir. Benzer bir artış trendinin 2003 ve 2004 yıllarında da olması, 2005 yılı cari açığı için bir risk oluşturmaktadır.

2001 ve 2002 yıllarında finansman ihtiyacının devam etmesi, yaklaşık 16 milyar dolardan fazla IMF kredilerinin desteğiyle karşılanabilmiştir (Tablo 4.4). IMF kaynaklı bu borcun büyük çoğunluğunun 2005 ve 2006 yılları içerisinde ödenecek olması, cari açığın finansmanı açısından ekstra kaynak bulunmasını gerektirmektedir.

TABLO 4.4. ÖDEMELER DENGESİNDE ALT KALEMLER İTİBARIYLA CARİ İŞLEMLER HESABININ FİNANSMANI (MİLYON DOLAR)

(Milyon ABD Dolan)	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
CARİ DENGE	938	-2625	250	-974	-6433	2631	-2339	-2437	-2638	1984	-1344	-9819	3390	-1522	-8037	-15573
CARİ DENGENİN FİNANSMANI	-1909	3093	-1198	2164	8595	-4463	-93	938	3625	-1287	-377	12581	-1719	1373	2994	12506
Doğrudan Yatırımlar, net	663	700	783	779	622	559	772	612	554	573	138	112	2769	863	1195	1709
Yurt içine Giriş Yapan	663	684	810	844	636	608	885	722	805	940	783	982	3266	1038	1694	2566
Sermaye			810	844	636	608	885	722	805	940	783	982	3266	585	538	958
Diğer Sermaye														453	169	265
Gayrimenkul															987	1343
Portföy Yatırımları, net	1386	547	623	2411	3917	1158	237	570	1634	-6711	3429	1022	-4515	-593	2569	8067
Varlıklar	-59	-134	-91	-754	-563	35	-466	-1380	-710	-1622	-759	-593	-788	-2096	-1386	-1142
Yükümlülükler	1445	681	714	3165	4480	1123	703	1950	2344	-5089	4188	1615	-3727	1503	3955	9209
Hisse Senetleri	17	89	147	350	570	989	195	191	8	-518	428	489	-79	-16	1009	1427
Borç Senetleri	1428	592	567	2815	3910	134	508	1759	2336	-4571	3760	1126	-3648	1519	2946	7782
Genel Hükümet	1043	572	593	2988	3903	446	933	1919	1915	-4253	3677	984	-3645	1958	3123	7782
Yurtiçi	0	0	0	10	182	35	124	428	562	-3992	540	-5126	-3744	929	1614	5823
Yurtdışı	1043	572	593	2978	3721	411	809	1491	1353	-261	3137	6110	99	1029	1509	1959
Diğer Yatırımlar, net	-1509	2742	-3803	458	4364	-5634	3903	4301	4753	5067	1782	11801	-2667	7256	3277	3554
Varlıklar	371	-409	-2563	-2438	-3291	2423	-383	331	-1750	-1464	-2304	-1939	-601	-777	-986	-7233
Bankaların Döviz Varlıkları (1)	-187	-567	-1760	-2142	-2894	2451	-1430	1510	-678	-752	-1454	-1690	927	594	724	-5897
Yükümlülükler	-1880	3151	-1240	2896	7655	-8057	4286	3970	6503	6531	4086	13740	-2066	8033	4263	10787
Kısa vadeli krediler	-1064	2382	628	4045	5572	-7611	2840	915	1626	365	2781	6666	-9810	-329	3518	7405
Uzun vadeli krediler	-1203	-259	-286	-1348	445	-2099	-1541	363	3810	3331	475	3656	-1736	1552	-681	6349
IMF Kredileri	-240	-48	0	0	0	340	347	0	-28	-231	520	3351	10230	6365	-50	-3518
Mevduat olarak gelen	796	960	-1432	154	1589	1260	2462	2567	876	2877	239	-20	-832	348	1368	393
Resmî Rezervlerdeki Değişim (1)	-2472	-896	1199	-1484	-308	-546	-5005	-4545	-3316	-216	-5726	-354	2694	-6153	-4047	-824
Diğer (2)	971	-468	948	-1190	-2162	1832	2432	1499	-987	-697	1721	-2762	-1671	149	5043	3067

Kaynak: TCMB Ödemeler Dengesi İstatistikleri.

(1) Eksi rakam artışı, artı rakam azalışı ifade etmektedir.

(2) Net hata ve noksan, Institute of International Finance (IIF) ve çeşitli bilimsel makalelerde yurt içi yerleşiklerin cari dengefin finansmanına katkısı olarak nitelendirilmekteyken Dünya Bankası'nın Türkiye raporunda (World Bank, 2003) "diğer" finansman kalemi olarak geçmektedir.

Özel sektörden kaynaklanan sermaye girişleri incelendiğinde Türkiye, diğer gelişmekte olan ülke ekonomilerine göre daha riskli bir durum sergilemektedir. Institute of International Finance (IIF)'in gelişmekte olan ülke ekonomilerinin sermaye hareketlerini incelediği en son raporunda, bu ülkelere olan özel sermaye girişlerinin net olarak 2003 yılında % 68,6 ve 2004 yılında da % 32,5 arttığını açıklamıştır (IIF, 2005). Raporda, doğrudan yatırımlar kaleminin 2004 rakamlarına göre özel sermaye girişlerinin yarısını oluşturduğu belirtilir (225,9 milyar dolarlık toplam özel sermaye girişlerinin 113,7 milyar dolarını doğrudan yatırımlar oluşturmaktadır). Türkiye'de ise özel sektörün 1989 - 2004 yılları arasında yurt dışından borçlanma şekli Tablo 4.5'te görülmektedir. Buna göre, kredi hareketlerini içeren diğer yatırımların Türkiye'de özel sektörün sermaye tercihlerinde baskın olduğu görülür. Bu dönemde özel kesimden kaynaklanan net sermaye girişi (bankaların muhabirlerinde tuttukları döviz rezervleri hariç tutulduğunda) yaklaşık 70 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. Bunun yaklaşık 64 milyar ABD doları, büyük çoğunluğu yurt dışı krediler olmak üzere diğer yatırımlar kaleminden oluşmaktadır. Söz konusu dönemde doğrudan yatırımlar kaleminde 13 milyar ABD doları tutarında net giriş gerçekleşmiştir.

Sonuç olarak, 2001 yılındaki krizden sonra doğrudan yabancı sermayeyi yeteri kadar çekemeyen Türkiye, 2003 ve 2004 yıllarında yüksek seviyelerde seyreden cari açıkları, DİBS satışları ve kısa vadeli krediler yoluyla finanse etme yoluna gitmiştir. Özellikle, 2004 yılında yurt dışı yerleşiklerin DİBS alımlarındaki artış, cari açık kırılganlığını artırmaktadır. 2004 yılında, diğer gelişmekte olan ülkelerde özel sektörden kaynaklanan sermaye girişlerinin yarısını doğrudan yabancı sermaye yatırımları oluştururken, Türkiye'de özel sektörün dış borcu artırıcı finansman şeklini tercih etmesi, cari açıkların kırılganlığını artırmaktadır.

TABLO 4.5. REZERV HARİCİ SERMAYE HAREKETLERİNİN YAPISI (MİLYON DOLAR) (1)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Toplam sermaye hareketleri, net (2)	3445	6153	15	9416	14999	-8273	12777	7008	11613	649	13983	16669	-8961	12491	9640	25948
Net resmi hareketler	1657	969	-1867	2947	3389	-181	5540	5600	4853	-5279	7687	5480	2656	15168	5470	3825
Net özel kesim hareketleri	1788	5184	1882	6469	11610	-8092	7237	1408	6760	5928	6296	11189	-11617	-2677	4170	22123
Doğrudan yatırımlar, net	663	700	783	779	622	559	772	612	554	573	138	112	2769	863	1195	1709
Özel portföy yatırımları, net	402	109	121	-361	-316	660	-450	-1330	-240	-2437	-202	71	-834	-2509	-521	310
Diğer özel hareketler, net	723	4375	978	6051	11304	-9311	6915	2126	6446	7792	6360	11006	-13552	-1031	3496	20104

Kaynak: TCMB Ödemeler Dengesi İstatistikleri, sınıflandırmalar yazar tarafından yapılmıştır.

- (1) Toplam sermaye hareketleri, standart ödemeler dengesi gösteriminde "Finans Hesapları" kaleminden "Rezerv Varlıklar" ve "Bankaların Döviz varlıkları" kalemlerinin çıkarılmasıyla bulunmuştur.
- (2) Buradaki net kavramı, ödemeler dengesi mantığına göre hesaplanan varlık ve yükümlülük kalemlerinin birbirinden farkını gösterir.

4.1.2.2. Sermayenin Kullanılış Şekli

Türkiye'nin ödemeler dengesi verileri baz alınarak oluşturulan Tablo (4.6), 1989 yılında sermayenin serbestleştirilmesinden sonra sermayenin kullanılış şeklini göstermektedir.

Altinkemer (1998) ve Hakkio (1995), net hata ve noksan kalemini kayıt altına alınamayan net sermaye girişi veya çıkışı olarak yorumlamaktadır (Altinkemer s.24 ve Hakkio 3. dipnot). Yine aynı şekilde Boratav ve Yeldan (2001) da, "yurt içi yerleşiklerce gerçekleştirilen kayıt altına alınamamış sermaye işlemleri" olarak kabul etmektedirler. Her ne kadar, net hata ve noksan kaleminin bütünüyle sermaye hareketlerine dahil edilmesi çok doğru bir yaklaşım olarak görünmese de mevcut olan literatürü takiben Tablo (4.6)'da da aynı yaklaşım benimsenmiştir. Tabloda cari dengenin fazla verdiği yıllar dikkate alınmadığında, giriş yaptığı düşünülen toplam sermayenin (sermaye ve finans hesabı+net hata ve noksan kalemi) cari açığın yol açtığı finansman ihtiyacından çok daha büyük olduğu görülür. 1989-2003 yılları arasında toplam rakama bakıldığında, cari açık yaklaşık 30 milyar dolar olmuşken gerçekleşen net sermaye girişi yaklaşık cari açığın 2 katı olarak gerçekleşmiştir. Yani, fazla giriş yapan sermaye, resmi rezerv birikimine katkıda bulunmaktadır. Dönemlerarası modelinde bu durum, sermayenin spekülative nitelikte olduğuna dair bir gösterge sayılmaktadır. Dolayısıyla, ihtiyaçtan fazla giriş yapan sermaye, kısa vadeli kâr avantajı bitince kaçma eğilimi gösterebilir ve cari açık finansmanını tehlikeye sokabilir. 2004 yılında cari açık ile giriş yapan sermaye arasındaki farkın küçülmesi, sermayenin spekülative niteliğinin azalması şeklinde yorumlanabilir.

TABLO 4.6. SERMAYE HAREKETLERİNİN KULLANILIŞ ŞEKLİ (MİLYON DOLAR)

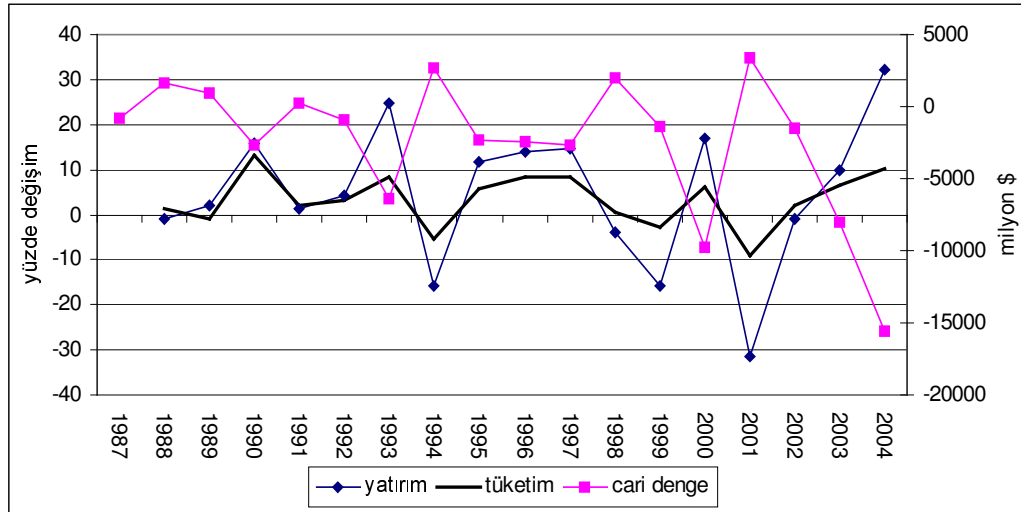
	1989-93	1994-98	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Sermaye Dengesi + Net Hata/Noksan	12805	16427	7070	10173	-6084	7675	12084	16397
Cari Denge	-8844	-2799	-1344	-9819	3390	-1522	-8037	-15573
Resmi Rezervlerdeki Değişim	-3961	-13628	-5726	-354	2694	-6153	-4047	-824

Kaynak: TCMB Ödemeler Dengesi İstatistikleri.

Not: Rezervlerdeki eksi rakam artışı, artı rakam azalışı ifade etmektedir.

Grafik 4.7, giriş yapan sermayenin tüketim veya yatırım finansmanında kullanılıp kullanılmadığını göstermesi amacıyla çizilmiştir.

Giriş yapan sermayenin tüketimi değil de yatırımları desteklemesi, cari açık sürdürülebilirliği bakımından olumlu bir gelişme sayılabilir. Grafiğe göre, cari dengenin açık verdiği yıllarda yatırımlarda artış gerçekleştiği, hatta bu artış oranının özel kesimin tüketim harcamalarındaki artışın üzerinde olduğu görülmektedir. Yani, Türkiye'nin cari açık verdiği yıllarda yurt dışından temin edilen kaynak, tüketimden çok yatırıma yönlendirilmiş görünmektedir. Nitekim Altinkemer (1998) de 1994 krizi öncesi ve sonrası dönemleri karşılaştırdığı çalışmasında, yukarıdaki yargıyı destekler nitelikte cari açığı finanse etmek için giriş yapan sermayenin yatırımlara kanalize edildiğini ifade etmiştir. Söz konusu kriz sonrası dönemde özel kesimin tüketim harcamalarında düşme olurken yatırımlarda artış kaydedilmiştir (Altinkemer, 1998, s.24-25). Bu sonuçlar sürdürülebilirlik açısından yorumlandığında, aslında kriz öncesi dönemlerde (yani 1994 Nisan krizi ve 2001 Şubat krizi öncesinde) sahip olunan yüksek cari açıkların özel tüketim artışlarından daha çok yatırım artışlarından kaynaklandığı söylenebilir. Her ne kadar bu olgu, cari açığı sürdürülememe riskini azaltsa da, daha önce de bahsedildiği gibi, yapılan yatırımların ticarete dönük sektörlerle yapılmaması yatırımların kalitesi ile ilgili şüphe yaratmaktadır.



Grafik 4.7: Cari İşlemler Hesabı (Sağ Eksen) ile Sabit Fiyatlarla Yatırım ve Tüketim (Sol Eksen)'deki Yüzde Değişim İlişkisi

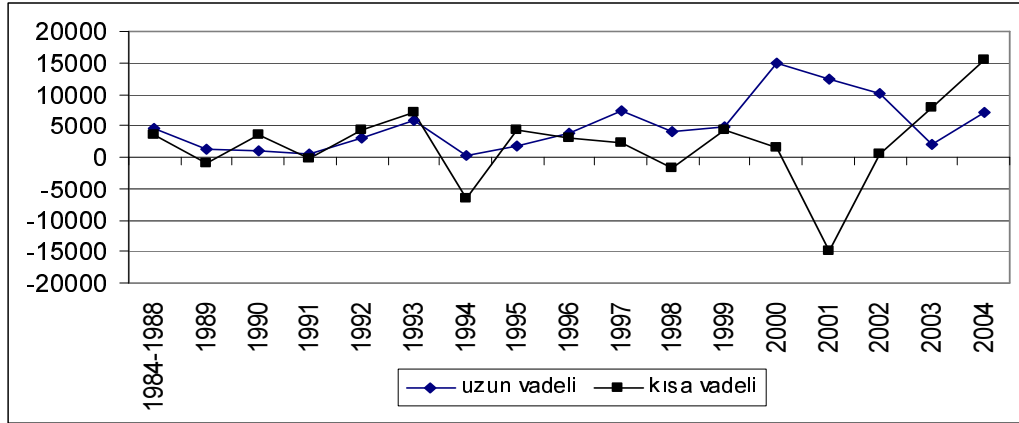
Kaynak: TCMB.

4.1.2.3. Sermayenin Vade Yapısı

Cari açıkların uzun vadeli nitelikler taşıyan sermaye hareketleriyle finansmanının önemi daha önceki bölümde de belirtilmişti. Dolayısıyla bu bölümde de, yurt dışı yerleşiklerce gerçekleştirilen sermaye girişlerinin vadesine göre ayrımı yapılmıştır. Buna göre kısa veya uzun vadeli sermayeye hangi kalemlerin dahil edildiğinin belirtilmesi gerekmektedir.

Kısa vadeli sermaye hareketleri arasında yurt içi yerleşiklerin yurt dışından sağladıkları kısa vadeli krediler, yurt dışı yerleşiklerin yurt içindeki bankalarda tuttıkları mevduatlar ile yurt dışında çalışan ve yurt dışı yerleşik sayılan işçilerimizin Merkez Bankası'nda tuttıkları kısa vadeli mevduatlar sayılabilir. Bunun yanında, daha önceki bölümlerde de açıklandığı gibi, kriz dönemlerinde çabuk kaçış gösteren yurt dışı yerleşiklerin İMKB'den aldıkları hisse senetleri ile Türk Lirası ve yabancı para cinsinden aldıkları devlet iç borçlanma senetleri de kısa vadeli sermaye hareketi olarak nitelendirilecektir.

Uzun vadeli sermaye hareketlerine de yurt dışı yerleşiklerin Türkiye'de yaptıkları doğrudan yabancı sermaye yatırımları; kriz dönemlerinde çıkış göstermeyen yurt dışında satışı sunulan borçlanma senetleri (2000-2003 yılları arasında bu kağıtlarda ortalama vade 4 yıl - 8 yıl arası değişmekte iken, 2004 yılında ortalama vade 12 yıla çıkmıştır); uzun vadeli net kredi girişleri; Uluslararası Para Fonu (IMF)'nden sağlanan kaynaklar ve uzun vadeli mevduat girişleri dahil edilmiştir. Yukarıdaki tanımlara göre oluşturulan alttaki grafiğe göre, 1996 yılından 2002 yılına kadar kısa vadeli net sermaye girişlerinin uzun vadeli net sermaye girişlerinin altında gerçekleştiği gözlemlenmektedir. Ancak, 2003 ve 2004 yıllarında kısa vadeli sermaye hareketlerinin baskın duruma gelmesi, cari açık finansmanının kırılganlığını artırmaktadır.



Grafik 4.8: Yurt Dışı Yerleşiklerce Giriş Yapan Sermayenin Vade Yapısı

Kaynak: TCMB.

4.2. Diğer Göstergeler

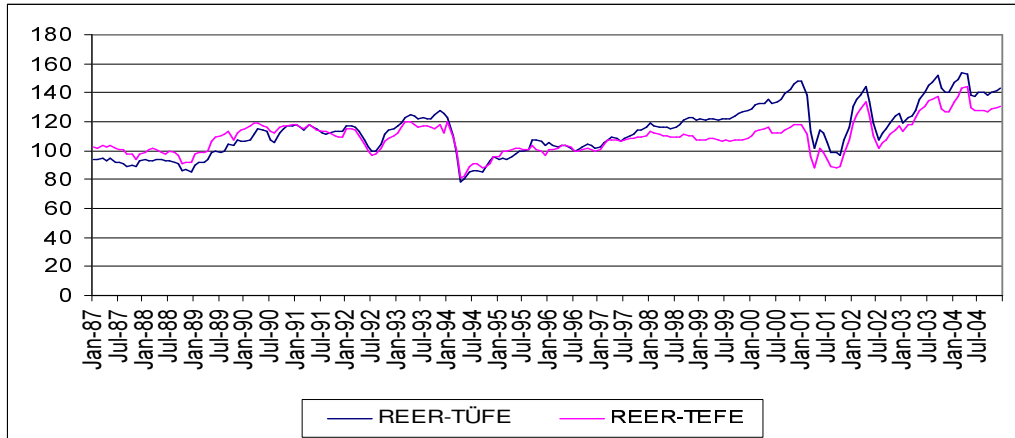
4.2.1. Reel Döviz Kuru ve Türkiye'nin Rekabet Gücü

Bir ülkenin diğer ülkelere göre kazandığı rekabet gücü, dış ticaretini etkileyen en önemli unsurdur. Bir ülkenin rekabet gücünü ölçmenin çeşitli yolları vardır. Bunlardan biri olan reel döviz kuru, ülkenin diğer ülkelere göre rekabet avantajını gösteren ölçütlerden biri sayılmaktadır. “Ekonomik birimlerin üretim ve tüketim kararlarının yurt içinde ve yurt dışında üretilen mallar arasında dağılımını etkileyerek, cari işlemler dengesi üzerinde belirleyici bir rol oynamaktadır” (TCMB, 2005). Her ne kadar, dönemlerarası yaklaşımında döviz kuru hareketleri yer almasa da McGettigan (2000) ve Milesi-Ferretti ve Razin (1996a), reel döviz kurunu sürdürülebilirlik göstergesi olarak göstermiştir. Teoriye göre ülkenin reel döviz kuru, belli bir seviyenin üzerindeyse, uluslararası rekabet gücünde düşüş olur. 2001 krizi de göstermiştir ki sabit döviz kurunun korunmaya çalışıldığı programlarda reel döviz kurundaki aşırı değerlenme cari açığa yol açabilmektedir. Öte yandan, özellikle gelişmekte olan ülkelerde reel döviz kurunun değerlendirilmesi biraz daha karmaşık olabilmektedir. Nitekim Milesi-Ferretti ve Razin (1996a, s.26), reel döviz kurundaki değerlenmelerin verimlilik artışı ve işgücü maliyetleri gibi yapısal faktörlerden kaynaklanan sermaye getirisindeki artıştan da kaynaklanabileceğini göstermektedir.

TCMB tarafından hesaplanmakta olan reel efektif döviz kuru (REER) endeksi, ülkenin diğer ülkelere göre rekabet avantajını gösteren reel döviz

kurunun hesaplanmasına yönelik yöntemlerden biridir ¹¹ . REER endekslerindeki artış, Türk Lirası'nın reel olarak değer kazandığını gösterirken tersi durumda da Türk Lirası değer yitirmektedir.

Reel efektif döviz kurunun tüketici ve toptan eşya fiyatları baz alınarak hesaplanan endekslerine bakıldığında (Grafik 4.9), 1989 yılında kambiyo rejimindeki tüm engellerin kaldırılmasından sonra yüksek sermaye girişlerinin etkisiyle, Türk Lirası'nın genel olarak değerlendirildiği görülür. Dikkat çekici bir husus, 2001 yılında nominal döviz kurunda % 50'lere varan artışa rağmen TÜFE endeksiyle oluşturulmuş REER endeksine göre Türk Lirası'nın görece olarak hala değerli gözükmesidir. Grafikte dikkat çekici olan bir başka unsur da Türk Lirası'na istikrar kazandırması beklenen dalgalı kur rejiminin 2001 kriziyle birlikte uygulanmaya konulmasından sonra REER endeksindeki dalgalanmaların artmasıdır. Söz konusu dalgalanmaların, görece olarak dış ticaret dengesinde daha az olmak üzere, cari dengeye de yansıdığı farkedilmektedir.



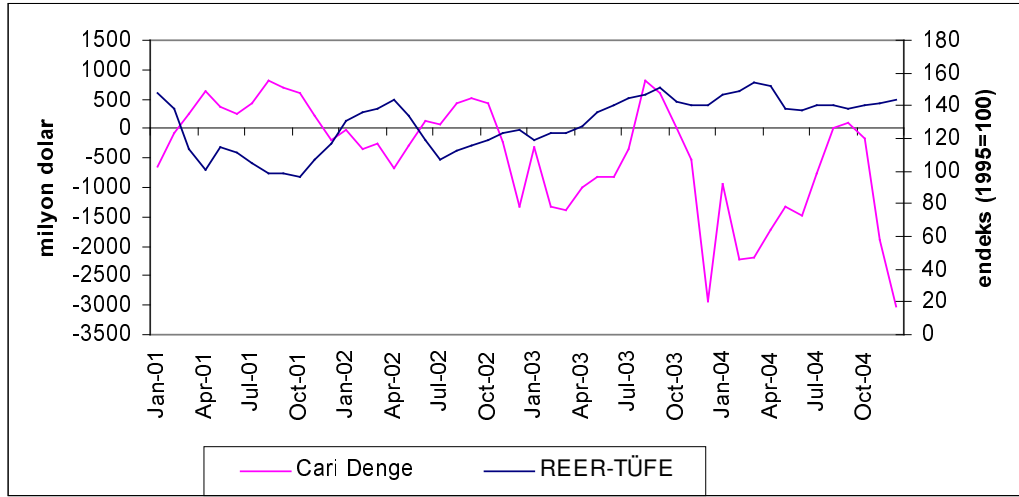
Grafik 4.9: Türkiye'de Reel Efektif Döviz Kuru Endeksleri (1995=100)

Kaynak: TCMB.

REER endeksinde kısa dönemli hareketlerin kurun seviyesi ile ilgili olarak gösterge amaçlı kullanımının doğru olmadığı vurgulanmaktadır (Serdengeçti, 2004). Nitekim, 2001 yılından sonra reel döviz kurunda, Türk Lirası lehine değerlendirilmeye rağmen (Grafik 4.9), toplam mal ihracatımızda

¹¹ REER endeksinin tanımı ve hesaplama şekliyle ilgili daha ayrıntılı bilgi, TCMB'nin internet sitesinde "Süreli Yayınlar" kısmından temin edilebilir.

azalma olmamış, tam tersine genelde hızlı bir artış görülmüştür. Hatta 2003 ve 2004 yıllarında reel döviz kuru en yüksek noktasında olmasına rağmen ihracatta artış hızla devam etmiştir. Bunun yanında, 2001 krizinden sonraki dönem için çizilmiş cari denge ve reel kur endeksi grafiğine bakıldığında (Grafik 4.10) cari dengenin reel kurdan bağımsız hareket ettiği görülebilir. Zaten iki seri arasındaki korelasyon, beklendiği gibi negatif yönlü olmasına rağmen oldukça zayıftır. Bunun sebebi olarak, TCMB reel kur endekslerinin dış ticaretteki ağırlıkları sapmalı olarak temsil etmesi gösterilmektedir¹². Dolayısıyla reel efektif döviz kuru, cari açık sürdürülebilirliği açısından iyi bir gösterge değildir.



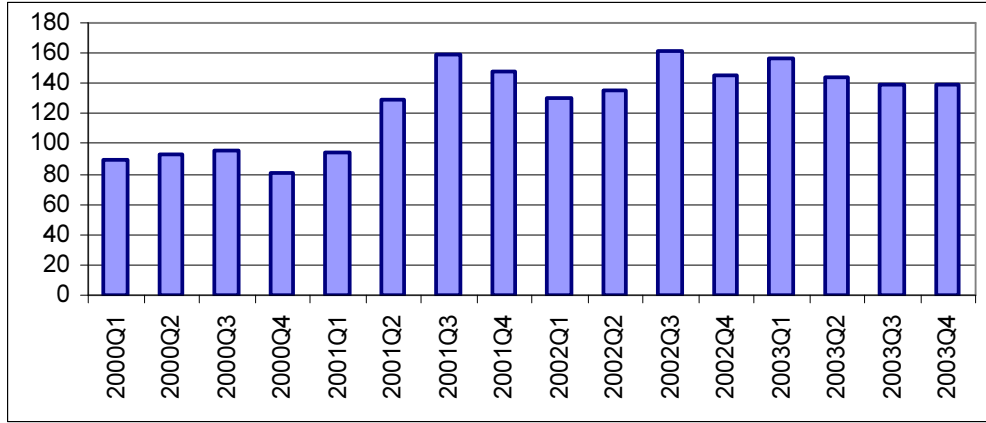
Grafik 4.10: Cari denge ve REER ilişkisi

Kaynak: TCMB.

Yurt içi fiyat endekslerine dayalı reel kur hesaplamalarının ülkenin rekabet gücünü ne ölçüde doğru yansıttığı literatürde de tartışılmıştır. Milesi-Ferretti ve Razin (1996a), verimlilik ve işgücü maliyetleri gibi kıstasları da içerecek yeni bir rekabet gücü göstergesinin cari denge sürdürülebilirliği konusunda daha doğru bilgi vereceğini söylemektedir. Bu amaçla Türkiye için Keyder, Sağlam ve Öztürk (2004) tarafından birim işgücü maliyetine dayalı rekabet endeksi hesaplanmıştır. Söz konusu endeks, Türkiye'nin dış ticaretinde söz sahibi ülkelerin birim ücret maliyet endeksinin birim ücret maliyet endeksine bölümüyle hesaplanmaktadır. Çalışmada, reel efektif döviz kuru endeksi hesaplamalarına göre, 1995 fiyatları baz alındığında 1999-2003

¹² Ercan Uygur'a konu ile ilgili uyarıları ve aydınlatıcı açıklamalarından dolayı teşekkür ederim.

döneminde Türk lirası'nın TEFE cinsinden % 18,9 ve TÜFE cinsinden % 12,4 oranında değerlendirildiği belirtilmektedir. Aynı dönemde Türkiye'nin dolar bazında birim ücret maliyetinin ticarete bulunduğu ülkelerdeki birim ücret maliyetinin yaklaşık % 50 oranında altında kalması, TL'deki aşırı değerlenmeyi telafi ettiği düşünülmekte ve böylelikle söz konusu dönemde Türkiye'nin rekabet gücünü koruyabildiği sonucu çıkarılmaktadır. Çalışmada, İşgücü maliyetlerinin özellikle 2000 yılından beri düşük gerçekleşmesinin sebebi olarak, imalat sanayiinde artan etkinliğin sonucu olarak 1999 yılından itibaren işgücü verimliliğinde artış kaydedilmesi olarak açıklanmıştır (Keyder, Sağlam ve Öztürk, 2004, s. 42).



Grafik 4.11: Birim Ücret Maliyet Tabanlı Rekabet Endeksi (1995=100).

Kaynak: Keyder, Sağlam ve Öztürk (2004).

Yukarıda elde edilen bulgular ışığında, dış ticaret ve cari açık verilerini yorumlarken sadece reel efektif döviz kurlarına bakarak yapılacak değerlendirmelerin yanlış olacağı sonucuna varılır. Bunun için, rekabet gücünü yansıtan işgücü verimliliği ve işgücü maliyeti gibi değişkenlerin de gözden kaçırılmaması lazımdır. Bu doğrultuda yaptığımız Türkiye analizi de, bu verilerin cari açığın sürdürülebilirliği açısından bir risk göstergesi olmadığını vurgulamaktadır.

4.2.2. Tüketim, Yatırım ve Tasarruflar

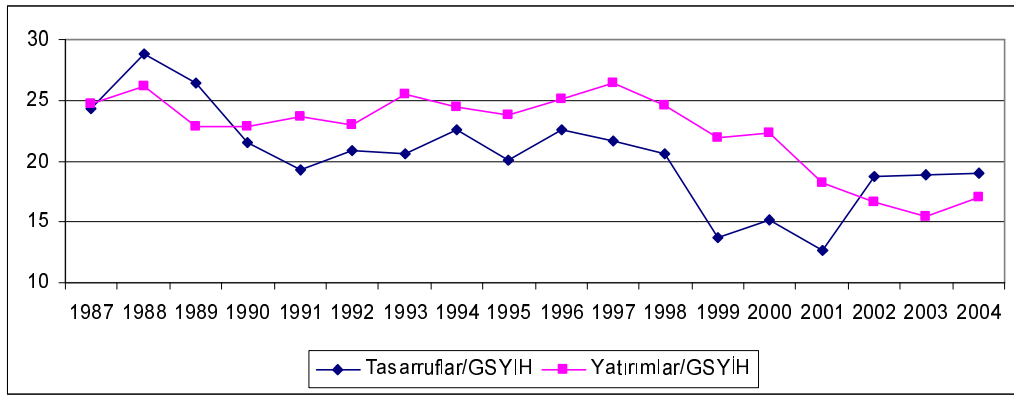
Cari denge, teorik olarak yurt içi yerleşiklerin tasarruflarıyla yatırımlar arasındaki farka eşittir. Tasarruf-yatırım arasındaki fark, ancak yurt dışından borçlanılarak kapatılabilir. Yurt dışından gelen ekstra kaynak, ticaret

amacıyla yapılan üretim kapasitesini artırmaya yönelik yatırımlara yöneliyorsa, ileride borç ödeyebilme kolaylaşacağından sürdürülebilirliği olumlu yönde etkiler. Öte yandan, yurt dışından gelen para, ihraç mallarına yönelik üretime değil de, örneğin gayrimenkul alımı gibi alanlara yönlendirilirse, ileride üretimi artırıcı sermaye stoğuna katkıda bulunulmadığı için sürdürülebilirliği olumsuz yönde etkiler. Yatırım artışıyla birlikte gelecek üretim ve milli gelir artışının, dış borçluluğu artırmadan sürdürülebilirliği sağlamanın bir yolu olarak savunulmuştur.

Kriz literatürü dikkatle incelendiğinde tasarrufların cari açık üzerindeki etkisini vurgulamak için genel bir yargıya ulaşmak zordur. Baharumshah ve diğerleri (2003), Doğu Asya'da gelişmekte olan ülkelerde tasarrufların milli gelire oranının kriz öncesi zamanlarda bile % 30'ları geçtiğini belirtir. Öte yandan, sık sık krizlere maruz kalan ve IMF kredilerine ihtiyaç duyan Arjantin, Meksika ve Brezilya için ise aynı oran, 1990'ların ilk yarısı için % 20'den az bulunmuştur (Ostry, 1997). Türkiye'de ise yurt içi tasarrufların GSYİH'ye oranı 1990'lı yıllarda ortalama % 20,3 iken 2000-2004 yılı ortalaması % 16,9'a düşmüştür (Ek 1 ve Ek 2). Fernandez-Corugedo (2004, s. 15), bir ülkenin ekonomisi ne kadar oynak ve geleceği ne kadar bilinmez ise, o ülkede yaşayan insanların tüketimlerinin o kadar düşük ve ihtiyadi olarak yaptıkları birikimlerin de o kadar yüksek olduğunu belirtir. ABD ve İngiltere'nin 1990'larda tüketim patlamasıyla birlikte hızla büyümeleri, insanların ekonomiye olan güvenlerinin artmasıyla daha az tasarruf yapıp daha çok tüketmesiyle açıklanmaktadır. Ayrıca, yüksek cari fazla vererek sermaye ihraç etmesine rağmen Japonya'nın durgunluk içinde bulunması, ihtiyadi tasarruf eğiliminin yüksekliğine ve tüketim yetersizliğine bağlanmaktadır (Fernandez-Corugedo, 2004). Amerikan Merkez Bankası Başkanı Alan Greenspan, ABD ekonomisi için yaptığı değerlendirmede, tasarruf-yatırım farkını kapatmak için yatırımları azaltma veya tüketimi düşürmeye yönelik durgunluğu getirecek politikaların uzun dönemde iyi birer çözüm olmadığını savunmuştur (Greenspan, 19 Kasım 2004).

Neticede, yüksek tasarrufların cari dengenin sürdürülebilirliğini sağlaması açısından olumlu etkileri olsa da olumsuz etkileri de göz ardı edilmemelidir.

Türkiye’de tasarruf ve yatırımların GSYİH’ye oranlarına bakıldığında (Grafik 4.12), sermayenin serbestleştirildiği 1989 yılından 2001’e kadarki dönem içerisinde tasarrufların yatırımlara göre milli gelirden daha düşük bir yer tuttuğu görülür. Bu dönemde fazla yatırımların yurt dışı borçlanmayla karşılandığı yorumu yapılabilir. 2001 yılından sonra ise tasarruflar ani bir çıkış yaparak yatırımların üzerinde gerçekleşmiştir. Ancak, ödemeler dengesi mantığına göre hesaplanan cari denge, 2002, 2003 ve 2004 yıllarında yükselen açıklar verdiği için, tasarruf/yatırım farkının cari denge dinamiklerini tam olarak açıklayamadığı sonucuna varılabilir¹³.



Grafik 4.12: Tasarruf ve Yatırımların Milli Gelir İçindeki Payları (yüzde)

Kaynak: TCMB.

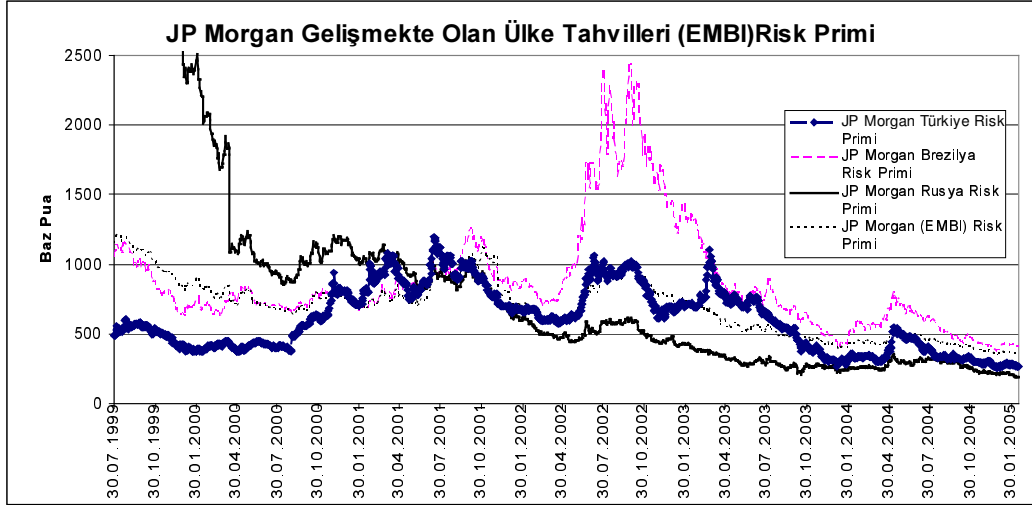
Tüketim yönünden bakıldığında, Türkiye’de 2004 yılında bir önceki seneye göre yaklaşık % 94 artış gösteren ve 2005 yılında da artacağı tahmin edilen cari açığa, 2001 yılından sonra kesintiye uğrayan tüketim harcamalarında ertelenmiş taleplerin yansımaları sebep olarak gösterilmiştir. Oysaki Ek 1 ve Ek 2’den de görüleceği gibi, hanehalkı tüketim harcamalarının GSYİH’ye oranı 1990-98 arası dönemde ortalama % 68 civarında seyretmekte iken 1999-2001 döneminde, yani krize giden yıllarda % 72’ye çıkmıştır. Tüketim harcamaları, ancak 2004 yılında kriz dönemi öncesi normal seyrini yakalayabilmiştir. Dolayısıyla 2004 yılında artan tüketim harcamaları, cari açığın artmasında bir sebeptir ancak, bu tüketim artışını “aşırı” olarak yorumlamak yanlış olabilir.

¹³ Milli gelir yöntemiyle hesaplanan cari denge/GSYİH oranı ile ödemeler dengesi tablosundan hesaplanan cari denge/GSYİH oranı arasında, özellikle son yıllarda işaret veya rakam bakımından gözle görülür bir fark çıkmaktadır (Ek 2). Kavramsal olarak eşit çıkması gereken bu iki rakam arasındaki fark, veri toplama yöntemlerindeki uyumsuzluktan kaynaklanıyor olabilir. Ancak ödemeler dengesi tablosundan hesaplanan oranın daha güvenilir olduğu söylenebilir.

Gayri safi sabit sermaye yatırımlarının dağılımı incelendiğinde, özel sektör yatırımlarının ağırlıkta olduğu anlaşılır. 1990-1999 yılları arasında kapsayan 10 yıllık dönemde özel sektörün bina ve konut inşaatlarına yaptığı yatırımlar, toplam yatırımın ortalama % 35,6'sını oluştururken bu oran 2000-2004 arası dönemde % 27,4'e düşmüştür. Yatırımın yapıldığı sektörlerde üretimi artırması beklenen özel sektör makine ve teçhizat alımlarının toplam yatırımlar içindeki payları ise, aynı dönemlerde ortalama % 39,9'dan 47,2'ye çıkmıştır. Dolayısıyla, 2000'li yıllarda yatırım kompozisyonundaki bu değişim, gelecek dönem üretim kapasitesini artırarak cari açık oranlarının düşürülmesini sağlayacaktır.

4.2.3. Türkiye'nin Uluslararası Piyasadaki Risk Primi

Bu çalışmada bakılacak son gösterge olan ve J.P. Morgan tarafından yayınlanan Gelişmekte Olan Ülke Tahvilleri Endeksi (Emerging Market Bond Indices - EMBI) Risk Primi, söz konusu ülkenin tahvil getirileri ile eşit vadedeki ABD Hazine kağıt getirileri arasındaki farkı ifade etmektedir. Endeksin Türkiye bölümünün risk primi incelendiğinde 2001 krizinde 1194 baz puana kadar yükselen getiri farkının, istikrar programının uygulamaya koyularak ekonomi üzerindeki olumlu etkilerinin ortaya çıkmasıyla birlikte, 2003 yılı başından itibaren hızla gerilediği gözlenmektedir. Dezenflasyon programının başarıya ulaşmasıyla birlikte Türkiye, 2004 yılında gelişmekte olan ülke piyasalarında en iyi performans gösteren ülkeler içinde yer almış, Avrupa Birliği'nden tam üyelik müzakerelerine başlamak üzere gün alınması ve IMF ile yeni bir üç yıllık program üzerinde anlaşmaya varılması sonrasında endeksin Türkiye bölümünün risk primi, diğer bir deyişle ABD Hazine tahvilleri ile getiri farkı, Şubat 2005 itibarıyla 265 baz puana gerilemiştir. Bu da yurt dışından daha kolay finansman bulabilme ve cari açıkları daha kolay finanse edebilme açısından olumlu bir gösterge sayılmaktadır.



Grafik 4.13: JP Morgan Gelişmekte Olan Ülke Tahvilleri (EMBI) Risk Primi

Kaynak: Bloomberg.

BEŞİNCİ BÖLÜM

EKONOMETRİK MODEL VE UYGULAMASI

5.1. Dönemlerarası Tüketim Dalgalanmalarının Giderilmesi Modeli

Bu bölümde uygulaması yapılacak olan model, ikinci bölümde “diğer sürdürülebilirlik kriterleri” altında incelenen aşırılık kriterine dayanmaktadır. Bu kriter gere, sahip olunan cari denge “optimal denge”ye ne kadar yakınsa sürdürülebilirlik o derece mümkün olmaktadır. Bu bağlamda burada yapılmak istenen, çeşitli ekonometrik tekniklerin dönemlerarası tüketim dalgalanmalarının giderilmesi modeline uygulanmasıyla cari denge ve optimal denge serilerinin hesaplanması ve bu iki serinin karşılaştırılması olacaktır.

Temelde dönemlerarası yaklaşımına dayanan cari denge modeline göre cari denge, tasarruflarla yatırımların farkına dayandırıldığı için insanların tasarruf/yatırım kararları, cari dengeyi belirleyen başlıca unsur olmuştur. Diğer yandan, ekonominin rekabet gücünü de etkileyen döviz kuru oynamalarına gerek olmadığı savunulduğu için, kullanılan modellerde reel döviz kurunun önemi azalmıştır (Nason ve Rogers, 2003).

Modele başlamadan önce, temel varsayımlar hakkında bilgi vermek yararlı olur. Dönemlerarası tüketim dalgalanmalarının giderilmesi modeli, üç temel varsayıma dayanmaktadır. İlk olarak, modelin önermeleri tam sermaye serbestisi altında doğrudur. İkincisi sermayenin kaynağı önem taşımamaktadır. İster yurt içinden karşılansın, ister yurt dışı kaynaklı olsun sermaye hareketleri her zaman riskten arındırılmış faiz oranlarında değerlendirilir (Knight ve Scacciavillani, 1998, s.11). İlk iki varsayımın Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde geçerliliği tartışılabilir. Türkiye’de 1989 yılında kambiyo rejiminin serbestleştirilmesiyle sermaye hareketleri önünde kanuni bir kısıtlama kalmamıştır. Ancak, yurt içi finansal piyasaların taşıdığı riskler nedeniyle, yurt dışı piyasalarla entegrasyonunun tam anlamıyla

sağlanamadığı ve Türkiye’de tam sermaye hareketliliğinin olmadığı da savunulabilir. Modeli 45 tane gelişmekte olan ülkeye uygulayan Ghosh ve Ostry (1995), bu tür görüşlere karşı çıkmaktadır. Yazarlara göre,

“Çoğu gelişmekte olan ülkede sermaye kontrollerinin aktif olarak uygulanmasına rağmen bu ülkelere sermaye giriş-çıkışları oldukça yüksek olabilmektedir. Dolayısıyla, sermaye hareketlerinin büyüklüğü, tam sermaye serbestisinin olup olmadığı hakkında kesin bilgi verememektedir. Bunun yanında, finansal açıklığın bir ölçüsü sayılan ülkeler arası getiri oranlarının eşitlenmesinin finansal açıklığa etkisi de çok açık değildir. Örneğin, Ülkeler arası getiri farklarının çok küçük olduğu tam finansal entegrasyon durumunda sermaye hareketleri de çok küçük olabilmektedir” (s. 306).

Dolayısıyla, Türkiye’de özellikle 1990’lı yıllarda, yüksek getiri oranlarıyla sermaye çekme mecburiyetinde kalınmış olmasından yola çıkarak tam sermaye hareketliliğinin olmadığını söylemek hatalı bir yorum olabilir.

Üçüncü olarak cari denge, Friedman’ın Sürekli Gelir Hipotezi (SGH)’nden yola çıkarak modellenmiştir. Yani, ekonomideki birimlerin SGH’ye uygun şekilde davrandığı kabul edilirse sermaye hareketlerine ne olacağı tahmin edilmektedir (Milesi-Ferretti and Razin, 1996a). SGH modeline göre, hanehalklarının yapacağı tüketim, sadece cari dönemdeki kullanılabilir gelire bağlı olarak değil hayatı boyunca elde edeceği gelire bağlı olarak düşünülmektedir. Dolayısıyla modelde ileriye dönük beklentiler de önemli bir yer tutmaktadır. SGH’ye göre bireylerin temel amaçları, hayat boyu elde edecekleri gelirleri harcayarak hayat standartlarını sürekli olarak en tepede tutmak olmalıdır. Bu hipoteze göre, cari dönemde yapılacak tüketim harcamaları, borçlanma ve tasarruf miktarına göre değişebilecektir ¹⁴.

İşte bu model de, SGH’nin temel prensiplerini kullanarak optimal cari dengeye ulaşmaya çalışır. Cari dengeye dönemlerarası yaklaşımı, özellikle ekonomisi güçlü olmayan ülkelerde üretim, yatırım veya hükümet harcamalarında meydana gelebilecek ani dalgalanmalar sonucu (örneğin kriz durumlarında) tüketim harcamalarında meydana gelebilecek ani dalgalanmalara karşı cari dengenin tampon görevini taşıdığını savunmaktadır. Yani tüketicinin amacı şoklara karşı tedbirini alarak tüketim harcamalarında

¹⁴ SGH ve diğer tüketim teorileri konularında bilgi almak için, İngiltere Merkez Bankası yayınları arasında çıkan Fernandez-Corugedo (2004)’nin çalışmasına bakılabilir.

oluşabilecek dalgalanmaları gidermek olacaktır. Bu sebeple verilecek cari açıklar sorun oluşturmayacak, ayrıca cari denge ile sermaye hareketleri optimal olacaktır. Örneğin, IMF programları gereği hükümet harcamalarının azaltılması gerektiğinde gelirlerde ve dolayısıyla tüketim harcamalarında ani düşüşler beklenebilir. Bunu önlemek için dışarıdan borçlanılarak (ve dolayısıyla ödemeler dengesi mantığına göre cari dengede açık yaratarak) tüketim harcamalarında ani düşüşler engellenmesi optimal bir davranış şeklidir.

Modelin en büyük avantajlarından biri, ülkedeki sermaye hareketlerinin niteliği hakkında da bilgi vermesidir. Gerçek cari denge serisi ile optimal cari denge serisinin birbirinden çok farklı olması, serbest olduğu varsayılan sermaye hareketlerinin etkin olarak kullanılmadığını gösterecektir. Öte yandan, gerçekte görülen cari dengenin optimal cari dengeye göre daha dalgalı olması, sermaye hareketlerinin spekülâtif amaçla kullanıldığına dair bir gösterge olacaktır.

Modelde cari dengenin tüketim dalgalanmalarını giderici kısmı modellenerek ekonometrik yöntemlere tabi tutulacak, tüketim saptırıcı kısımları modelden çıkarılacaktır. Çünkü asıl amaç, uzun dönemde tüketim trendini değiştiren ani şokların tüketim üzerindeki etkisini ayırıştırarak, normal zamanlarda tüketicilerin diğer makroekonomik değişkenlere bağlı olarak tüketimi optimalde tutup tutmadıklarının tespiti olacaktır.

5.2. Ekonometrik Model

Bu çalışmada kullanılan yöntem, daha önce Ghosh ve Ostry (1995) tarafından çoğu gelişmekte olan ülkeye, Cashin ve McDermott (1998) tarafından Avustralya'ya, Makrydakı (1999) tarafından Yunanistan'a, Ostry (1997) tarafından ASEAN ülkelerine, Agénor ve diğerleri (1996) tarafından Fransa'ya ve Callen ve Cashin (1999) tarafından Hindistan'a uygulanmıştır.

Ghosh ve Ostry (1995) ile Callen ve Cashin (1999)'in çalışmaları, sadece sermayenin serbest dolaşabildiği değil sermaye kontrollerinin aktif olarak uygulandığı ülkelerde de modelin uygulanabilirliğini göstermesi açısından diğer çalışmalardan farklılık gösterir. Ayrıca, Callen ve Cashin

(1999)'in çalışması, sermaye kontrollerini de modele dahil ederek sınırsız sermaye erişimi varsayımını ortadan kaldıran ilk çalışma olmuştur.

Modele ekonomideki tüm birimlerin özdeş olduğu varsayımıyla başlanır. Böylece her bir birey için yapılan sonuçlar, ekonominin tümü için de geçerli olacaktır. Model, tüketicinin amacının hayat boyu tüketimden elde edeceği faydayı maksimuma çıkarma güdüsünden başlamaktadır. Modelde bir bireyin veya ekonomiyi oluşturan tüm bireylerin toplam beklenen fayda fonksiyonu şu şekilde belirtilmektedir:

$$U_t = u(c_t) + \beta u(c_{t+1}) + \beta^2 u(c_{t+2}) + \dots + \beta^T u(c_{t+T}) = \sum_{s=t}^{t+T} \beta^{s-t} u(c_s)$$

Yukarıdaki toplam fayda fonksiyonu şu şekilde de yazılabilir:

$$E_t \sum_{j=0}^{\infty} \beta^j U(c_{t+j}) , \quad j=s-t ; 0 < \beta < 1 ; u' > 0 \text{ ve } u'' < 0 , \quad (5.1)$$

Burada E_t işareti, t zamanında tüketicinin oluşturduğu beklentilere işaret eder. C ekonomideki toplam özel tüketim miktarını, U(c) tüketicinin fayda fonksiyonunu, β ise gelecek dönem değerlerini bugüne indirgemeye yarayan iskonto oranıdır. $\beta = 1/(1+r)$ eşitliğinin gerçekleştiği durumda her bir dönemde yapılan tüketimin vereceği fayda zaman içinde sabit kalır. Obstfeld ve Rogoff (1997), bunu ülkelerin tüketim dalgalanmalarını giderme davranışı olarak açıklar. Eşitlikte bir dengesizlik olması durumunda ise tüketim dalgalanmalarını önlemek için tüketimin gelecek veya şimdiki zamana kaydırılması söz konusu olacaktır.

Tüketici, (5.1) numaralı denklemdeki fayda fonksiyonunu (5.2) denklemdeki uzun dönemli bütçe kısıtı altında maksimize etmeye çalışır:

$$b_{t+1} = (1+r)b_t + q_t - c_t - i_t - g_t \quad (5.2)$$

$$\Rightarrow \Delta b_{t+1} = b_{t+1} - b_t = q_t - c_t - i_t - g_t + r b_t ,$$

$$\Rightarrow \Delta b_{t+1} = n c f_t - c_t + r b_t ,$$

Burada ncf_t nakit akım değişkeni olarak çevrilebilecek temsili bir değişken olup $(q_t - i_t - g_t)$ 'a eşittir. b_t ekonominin net dış varlık stoğunu gösterir ve t zamanı bitiminde dış yükümlülüklerin dış varlıklardan çıkarılmasıyla bulunur. q_t GSYİH'ye, i_t hükümetin ve özel sektörün yatırımları toplamına, g_t hükümet harcamalarına, r ise sabit olarak kabul edilen uluslararası reel faiz oranına eşittir. Δ önüne geldiği değişkenin bir önceki zaman birimindeki düzeyinden farkının alınacağını gösterir.

(5.2) denklemine göre, net dış varlıklardaki değişim (dolayısıyla cari dengedeki değişim), dış varlıklara yapılan faiz ödemelerini de içeren nakit akım değişkeninden özel tüketim değişkeninin çıkarılmasıyla bulunur. Modelin en önemli varsayımlarından biri, yurt içi reel faiz oranlarının uluslararası faiz oranlarına eşit olduğu ve tüketicinin hiçbir likidite kısıtı olmadan borçlanabildiğidir. Çalışmanın sonunda, daha yüksek faiz oranlarını kullanmanın modele olan etkisi de incelenecektir.

Yukarıda verilen maksimizasyon problemi tüketim değişkenine göre çözüldükten sonra ortaya çıkan denklem (5.3)'te verilmektedir:

$$c_t^* = \left(\frac{r}{\Theta} \right) \left[b_t + (1+r)^{-1} E_t \left(\sum_{j=0}^{\infty} (1+r)^{-j} ncf_{t+j} \right) \right] \quad (5.3)$$

$$\Theta = \frac{\beta(1+r)r}{\beta(1+r)^2 - 1} \quad (5.4)$$

c_t^* değişkeni t zamanındaki optimal tüketim düzeyi ve Θ tüketimin kayma büyüklüğünü gösteren parametredir. Ayrıca (5.3) denkleminde $ncf = GSYİH - I - G$ olup “nakit akım değişkeni” olarak tanımlanır. (5.3) denkleminde, optimal seviyede, özel tüketimin (c_t^*) net refah seviyesi (gelecekte beklenen ulusal nakit akımının şimdiki zamana indirgenmiş değeriyle ölçülür) ve net dış varlık stoğunun toplamına bağlı olarak değişmektedir.

Daha önce de belirtildiği gibi, şimdiki ve gelecek dönemler arasındaki tüketim kayması (Θ parametresi), r ile $(1-\beta)/\beta$ 'nın farkından

meydana gelmektedir. (5.3) denklemine göre, $\Theta > 1$ olduğunda ülkedeki özel sektörün tüketim düzeyi, “nakit akım düzeyi”nden daha düşük demektir. Yani tüketim gelecekteki bir zamana ertelenir (kaydırılır). $\Theta < 1$ durumunda ise tüketim, şimdiki zamana kaydırılır ve şimdiki tüketim düzeyi, sürekli nakit akımlarından daha fazla hale gelir. Bir ülkenin şimdiki zaman tüketim tercihi ağır basıyorsa tasarruf açığı olan ülke, yüksek olan yurt içi faiz oranları yerine daha düşük faizli olan yurt dışı piyasalardan borçlanarak tüketimini artıracaktır. Dolayısıyla ülke, dönemlerarası tüketim fonksiyonunu maksimize etmiş olacak, öte yandan dış ticaret açığı vermiş olacaktır (Claassen, 1997, s. 220-221).

Modelde Θ parametresinin 1'e eşit olma şansı çok küçük olduğu için, tüketim kaydırıcı bileşen her zaman cari denge denkleminde olacaktır. Cari denge değişkenini durağan yapabilmek için tüketim kaydırıcı bileşen denklemden çıkarılır ve sonuçta tüketim dalgalanmalarını gideren ve optimal tüketim düzeyine bağlı optimal cari denge aşağıdaki gibi elde edilmiş olur¹⁵:

$$ca_t^* = ncf_t - \Theta c_t^* \quad (5.5)$$

Burada $nconf_t = y_t - i_t - g_t$ olup, gayri safi milli hasılayı (GSMH)'yi temsilen y_t değişkeni, q_t (GSYİH) değişkeni ile net dış varlıkların faiz gelir veya giderleri (veya gelir hesapları'ndaki adıyla net faktör ödemeleri (rb_t))'nin toplamına eşittir.

(5.4) ve (5.5) denklemlerinin birleştirilmesiyle optimal cari işlemler dengesi (ca_t^*) için aşağıdaki denklem bulunur:

$$ca_t^* = -E_t \left[\sum_{j=1}^{\infty} (1+r)^{-j} \Delta ncf_{t+j} \right] \quad (5.6)$$

(5.6) numaralı denklem, optimal cari dengenin, şimdiki zamana indirgenmiş beklenen nakit akım düzeyindeki (veya diğer adıyla beklenen net

¹⁵ Ekonomik literatürde optimal tüketim düzeyine bağlı cari denge $CA = GSYİH - C^* - I - G + rb$ denkleminde eşittir. Cari dengenin tüketim kaydırıcı ve dalgalanmaları giderici olmak üzere 2 kısımdan oluştuğu gerçeği de göz önünde bulundurularak tüketim kaydırıcı kısmı $(\Theta - 1)C_t^*$ olarak tanımlanır (Callen ve Cashin, 1999). Bu kısım, yukarıda belirtilen cari denge denkleminin her iki tarafından çıkarıldığında (5.5) denklemindeki tüketim dalgalanmalarını giderici optimal cari dengeye ulaşılır.

ulusal gelir düzeyindeki) değişmeyle zıt yönde hareket edeceğini ifade etmektedir. Burada hatırlanması gereken nokta, dönemlerarası tüketim dalgalanmalarının giderilmesi esasına dayanarak oluşturulan optimal cari denge tanımı, ülkenin zamana yayılan tüketim tercihlerinin baz olarak alınacak uluslararası reel faiz oranlarından farklı olmadığı (yani $(1-\beta)/\beta = r$ olduğu) koşulu altında geçerli olacaktır. Denkleme göre, “nakit akımı” veya “net ulusal gelir” olarak adlandırılabilen “ncf” değişkeninin zaman içinde büyümesi bekleniyorsa cari dengenin açık vermesi optimal bir davranış olacaktır. Bir başka deyişle ülkenin ekonomik geleceği olumlu bir görünüm veriyorsa insanlar yurt dışından daha fazla borçlanabilirler. Dolayısıyla, yapacakları borçlanmayı kolayca ödeyebileceklerini düşündüklerinden gelecekteki kazanacakları gelirin bir kısmını şimdiden tüketmiş olurlar. Tüketimdeki artış, cari açığa yol açacaktır. Görüldüğü üzere ekonomik birimlerin uzun dönemli kararlarına bağlı olarak oluşan cari açık, bu modele göre tehlike olarak algılanmamaktadır. Tamamen ekonomik birimlerin dönemlerarası verdikleri rasyonel kararlara bağlı olarak, cari denge açık veya fazla verebilmektedir (Knight ve Scacciavillani, 1998, s. 12).

Modele göre geçici şokların veya uzun süre kalıcı etkisi olacak şokların nakit akımı üzerindeki etkisi de farklı olacaktır (Cashin ve McDermott, 1998, s. 351). Uzun süreli şoklar, örneğin üretim seviyesindeki artış, tüketimi artırırken tasarruflar ve cari denge üzerinde hiçbir etkisi olmayacaktır. Öte yandan kısa süreli şoklar tasarruflarla cari dengeyi değiştirirken tüketimi etkilemeyecektir. Örneğin hükümet harcamalarının kısa bir dönem için artması tüketim miktarını değiştirmeyecekken tasarruflarla cari denge olumsuz yönde etkilenecektir.

5.3. Tahmin Yöntemi

Daha önce açıklandığı gibi, bu çalışmanın amacı tüketim dalgalanmalarının giderilmesi yöntemi ile dönemlerarası borç kısıtına göre oluşturulan modelden bulunacak asıl cari denge (ca_t) ile optimal cari denge (ca_t^*)’yi karşılaştırmak olacaktır. Burada öncelik, asıl cari denge’nin nasıl tanımlanacağına verilecektir. Makrydakakis (1999), asıl cari dengenin

optimal cari dengeye benzer bir biçimde aşağıdaki şekilde tanımlanabileceğini belirtmiştir:

$$ca_t = ncf_r - \Theta c_t \quad (5.7)$$

Yukarıdaki eşitlikte ca_t 'yı hesaplayabilmek için ilk aşama Θ parametresini tahmin etmektir. Bu tahmin, $ncfr$ ve C arasında eş-bütünleşme ilişkisinin kurulmasıyla bulunur. Yalnız bu yapılmadan önce bazı şartların yerine getirilmesi lazımdır. İlk olarak, yukarıdaki denklem ca_t^* için bulunurken, durağan olmayan tüketim kaydırıcı kısım denklemden çıkarıldığı için ca_t^* normal seviyede durağan olmalıdır (yani $I(0)$). İkinci olarak, $(ca_t^*) = (ca_t)$ hipotezinin reddedilmediği varsayımı altında, (5.7) denkleminde asıl cari denge de normal seviyede durağan olmalıdır. Neticede, (5.7) numaralı denklemin sağ tarafında bulunan değişkenler $I(1)$ ise, yani birinci dereceden farkları durağan ise, o zaman $ncfr$ ve c arasında bir eş-bütünleşme ilişkisinden bahsedilebilir.

Pindyck and Rubinfeld (1998)'e göre, normalde durağan olmayan değişkenlerin aynı ekonometrik denklemde regresyona tabi tutulması, doğru sonuçlar vermeyecektir. Ancak, iki değişkenin de aynı dereceden durağan olması koşulu sağlanırsa, bu iki değişkenin linear kombinasyonları durağan olacaktır. Nitekim, (5.7) denkleminde de $ncfr$ ve c değişkenleri aynı dereceden durağan olmayan değişkenler ise bunların tıpkı yukarıdaki denklemde olduğu gibi doğrusal kombinasyonları (yani iki değişkeni birbirinden çıkarmak) asıl cari denge (ca_t) 'nin $I(0)$ olmasını sağlayacaktır.

(5.7) numaralı denklemde eş-bütünleşme ilişkisinin varlığını tespit etmek ve tüketim kayma büyüklüğünü gösteren Θ katsayısının tahminini yapabilmek için Johansen testi uygulanır. Böylece çıkan sonuçlara göre asıl cari denge (ca_t) hesaplanabilir. Bunun için daha öncesinde değişkenlerin durağanlığının veya kaçınıcı dereceden durağan olduğunun birim-kök testi uygulanarak bulunması gerekmektedir.

Bir sonraki aşama, (5.6) denkleminde hesaplanabilecek optimal cari denge (ca_t^*)'nin bulunmasıdır. Bunu yapmak için, nakit akım (ncf) değişkeninin gelecekte beklenen değişme oranının hesaplanması gerekir. Teoriye göre, beklentiler, ekonomide yer alan birimlerin kullandığı bilgi setine bağlı olarak belirlenir. ($E_t\langle ncf_{t+j} | \text{bilgiseti} \rangle$). Normalde, kullanılacağı söylenen bilgi seti ekonomik birimlerce bilinmediğinden, bu metodolojiyi kullanan bu tür çalışmalarda kullanılan yöntem şöyle olmuştur (daha geniş bilgi için şu makalelere bakılabilir: Ghosh and Ostry, 1995; Cashin and McDermott, 1998; Makrydakis, 1999; Agénor ve diğerleri, 1996). Geleceğe dönük nakit akımdaki değişim oranları (Δncf)'nin tahmininde birinci olarak asıl cari denge (ca_t) değişkeninin gerekli tüm bilgileri içerdiği varsayılır. İkinci olarak, bir değişkenin gelecekteki değerlerinin tahmininde geçmiş değerlerden de yararlanabileceği varsayılır. Dolayısıyla, (Δncf) değişkeninin gelecek dönem değerlerinin tespiti için, (Δncf)'nin cari ve gecikmeli değerleri ile (ca_t)'nin cari ve gecikmeli değerlerinin bilgi setini oluşturabilecek en iyi değişkenler olacağı varsayımından hareketle söz konusu değişkenler, VAR analizine tabi tutulur. Yukarıda belirtilen varsayımların Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler için oldukça güçlü varsayımlar olduğu yan not olarak söylenebilir. Çünkü, beklenmedik olayların etkisi gelişmiş ülkelere oranla daha yüksek olduğu için (örneğin beklenmedik şekilde gelişen siyasi gelişmelerin ekonomi üzerindeki etkisinin tahmin edilemeyeceği gibi) gelecek dönem (Δncf) tahmini zor olabilir. Ayrıca Türkiye'de, reel sektörle ilgili gelecek dönem beklentileri oluşturulurken cari denge verisinin ekonomik birimlerce ne ölçüde kullanıldığı şüphelidir. Ancak, mevcut literatürü takip etmek amacıyla yukarıdaki eleştiriler göz ardı edilerek modele devam edilecektir.

Yukarıda anlatılan yöntem uyarınca, bir dönem gecikmeli değerler dahil edilerek aşağıdaki iki değişkenli [$\Delta ncf_t, ca_t$] VAR analizi yapılır. Analizde Ghosh ve Ostry (1995)'nin tüm gelişmekte olan ülkeler için 1 gecikmeli değer kullandığı; Callen ve Cashin (1999)'in Hindistan için ve Ostry (1997)'nin ASEAN ülkeleri için yaptıkları uygulamalarda 1'er dönem gecikmeli değerleri kullandıkları; ayrıca, Selçuk (1997)'un da Türkiye için yaptığı

uygulamada yine 1 gecikmeli değer kullandığı göz önüne alındığında, bu çalışmada da değişkenlerin 1 dönem gecikmeli değerleri kullanılarak analiz yapılmıştır.

$$\underbrace{\begin{bmatrix} \Delta ncf_t \\ ca_t \end{bmatrix}}_{W_t} = \underbrace{\begin{bmatrix} \Psi_{11} & \Psi_{12} \\ \Psi_{21} & \Psi_{22} \end{bmatrix}}_A \underbrace{\begin{bmatrix} \Delta ncf_{t-1} \\ ca_{t-1} \end{bmatrix}}_{W_{t-1}} + \varepsilon_t \quad (5.8)$$

$$\Rightarrow W_t = A \times W_{t-1} + \varepsilon_t \quad (5.9)$$

Birkaç ara işlemden sonra optimal cari dengeyi bulacak model şu hale gelir ((5.9) denkleminde (5.10) denklemine kadar olan tüm ara işlemler, Ghosh and Ostry (1995) ve Makrydakís (1999)'ten görülebilir):

$$ca_t^* = -[1 \quad 0][A/(1+r)] [I - A/(1+r)]^{-1} W_t \equiv \Gamma W_t \quad (5.10)$$

Burada I değişkeni, 2x2 boyutlarında birim matrisi temsil eder. Konuyla ilgili diğer çalışmalarda belirtildiği üzere, W matrisindeki değişkenler durağan olduğu takdirde (5.10) denklemindeki ifade geçerli olmaktadır. Burada, W matrisindeki değişkenlere birim-kök testlerinin uygulanması gerekmektedir. Test sonuçlarına göre, nakit akım değişkeni ($ncf_t = q_t - i_t - g_t$) durağan değilken birinci dereceden farkı durağan olmalıdır. Yine asıl cari denge (ca_t) değişkeni de durağan olmalıdır.

5.4. Modelin Kurulması ve özömlenmesi

Modelde kullanılan tüm zaman serilerinin kaynağını, Devlet İstatistik Enstitüsü (DİE)'nün 3'er aylık dönemler halinde yayınladığı 1987=100 bazlı sabit fiyatlarla milli gelir hesaplamaları oluşturur. Seri, 1987 yılı itibariyle başlatıldığı ve daha öncesine ait veriler yayınlanmadığı için bu çalışma, 1987'nin ilk çeyreğinden 2004 yılının 3. eyreğine kadar olan süreyi kapsamaktadır (alışma yapıldığı zaman 2004 yılına ait son çeyrek verileri

henüz yayınlanmamıştı)¹⁶. Veriler, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın internet sitesinde yayınladığı veri bankasından alınmıştır.

3'er aylık dönemler halinde yayınlanan milli gelir serilerinde çok belirgin bir mevsimsellik etkisi mevcuttur. Gerek üretim grafiklerine gerekse toplam talebi belirleyen tüketim, yatırım ve hükümet harcamalarını gösteren grafiklere bakıldığında, kriz zamanları haricinde, 3. ve 4. çeyreklerde ani bir artış göze çarpmaktadır¹⁷(Ek 3). Özellikle Temmuz, Ağustos ve Eylül aylarına denk gelen dönemde artış maksimuma ulaşır. Bunun nedeni olarak, Türkiye'nin çoğu bölgelerinde kışların ağır ve uzun süreli olması gösterilebilir. Özellikle Mayıs ayına kadar sürebilen soğuk hava şartları nedeniyle, ülke ekonomisinde çalışan nüfusun çoğunluğunun hala tarım sektöründe faaliyet göstermesi sebebiyle kış aylarında üretim yapılamaması ve ağır kış şartlarının çoğu bölgede yeni yatırımlara izin vermemesi de milli gelirin düşük gerçekleşmesinin sebeplerini oluşturur. Öte yandan, yaz döneminde inşaat faaliyetlerinin artması ve özellikle Eylül ve Ekim aylarında tarım üretimindeki artışla ekonomik canlanma artar. Ayrıca, turizm faaliyetlerinin yaz aylarında canlanması da milli gelirin 3. ve 4. dönemlerde artıyor olmasının en büyük sebebidir. Grafiklerden görülebilecek diğer bir özellik de, özel tüketimin ve toplam yatırım harcamaları 3. çeyrekte tepe noktasına ulaşırken hükümet harcamalarının 4. çeyrekte tepe noktasına ulaşmasıdır (Ek 3).

Yukarıda anlatılan sebeplerden dolayı, milli gelir serilerinde mevsimsellik etkisi, her ne kadar kriz dönemlerinde bozulsa da, normal dönemlerde belirgindir. Bu etkinin model sonuçlarını yanıltabileceği düşüncesiyle veriler, modele sokulmadan önce mevsimsellik etkisinden arındırılmıştır. Çalışmada kapsanan dönem içerisinde verilerin mevsimselliğini etkileyen faktörler yıldan yıla değişiklik göstermediği için, verileri mevsimsel etkiden arındırmak amacıyla E-views paket programında "ratio to moving average (multiplicative)" yöntemi kullanılmıştır.

Modelde kullanılan tüm seriler, milyar TL cinsinden ifade edilmektedir. Değişkenler, modelde şu harflerle sembolize edilecektir: q_t alıcı

¹⁶ Türkiye ile ilgili diğer çalışmalarda Selçuk (1997) ile Akçay ve Özler (1998) de 3'er aylık verileri kullanmıştır.

¹⁷ Söz konusu zaman serilerinin korelogramları da incelenmiş ve aynı mevsimsel etki açık biçimde orada da görülmüştür. Korelogramlarda 4. gecikmeli değerlerdeki ani çıkışlar, belli bir süre devam etmektedir.

fiyatlarıyla gayri safi yurt içi hasıla; y_t alıcı fiyatlarıyla gayri safi milli hasıla, c_t özel nihai tüketim harcamaları, g_t kamu tüketim harcamaları, i_t gayri safi sabit sermaye yatırımları (kamu ve özel) ve rb_t yurt dışından sağlanan net faktör gelirleri (veya yurt dışı net faktör giderleri)¹⁸.

5.4.1. Durağanlık (Birim-kök) Test Sonuçları

Model tahminine başlamadan önce eş-bütünleşme ve VAR analizine giren değişkenlerin kaçınıcı dereceden durağan olduklarının tespiti lazımdır. Söz konusu tespit, Augmented Dickey-Fuller (ADF) birim-kök testi uygulanarak yapılacaktır. Test, herhangi bir D değişkeni için oluşturulmuş aşağıdaki örnek denklemin regresyona tabi tutulmasıyla yapılacaktır:

$$\Delta D_t = \beta + \alpha t + (\rho - 1)D_{t-1} + \sum_{j=1}^p \lambda_j \Delta D_{t-j} + \varepsilon_t ,$$

Zamanın bağımlı değişkenin üzerindeki artış etkisini hesaba katabilmek için denkleme t değişkeni de dahil edilmiştir. Burada t değişkeni, ilk dönemden başlayarak çeyrek dönemler itibariyle artış gösteren bir değişkendir. Ancak, değişkenlerin birinci dereceden farkları alındığında zamana bağlı artış eğilimleri de kayboluyorsa t değişkeni de kullanılmamıştır. Test sonuçlarına göre $H_0: (\rho-1)=0$ (alternatif hipotez $\rho-1 \neq 0$) hipotezini reddetmek, sorgulanan değişkenin durağan olduğunu gösterecektir. H_0 hipotezi reddedilmezse bu, serinin durağan olmadığını gösterecektir. Pratikte birim-kök testi yapılırken (ΔD_{t-j}) değişkeninde kullanılacak gecikmeli değer sayısının biliniyor olması lazım. Bazı çalışmalarda belli sayıda gecikmeli değer teste dahil edilip önemsiz olanlar kullanılmamaktadır (Ghosh ve Ostry, 1995; Makrydakı, 1999). Bu çalışmada ise Akaike Information Criterion (AIC) yöntemine göre gecikmeli değerlerin sayısı teker teker artırılarak minimum AIC değerini veren model ve gecikmeli değer sayısı kullanılacaktır. Her değişken için minimum AIC'yi veren gecikmeli değer sayısı farklı olduğu için, değişkenlerin yanlarına yazılmıştır. Buna göre değişkenlerin durağanlık test sonuçları aşağıdaki tabloda verilmiştir.

¹⁸ Kavram olarak, milli gelir rakamlarındaki net faktör gelirleri, ödemeler dengesi tablosundaki net yatırım geliri dengesiyle örtüşmektedir.

Test sonuçlarına göre, değişkenlerin normal düzeylerinde mutlak değerlerde test istatistikleri kritik değerlerden düşük olduğu için tüm değişkenler için “durağan değil” yorumu yapılabilir. Öte yandan, 1. sıra fark değerlerine bakıldığı zaman mutlak değerde tüm değişkenlerin sahip oldukları test değerleri kritik değerlerinden daha büyük çıkmıştır. Dolayısıyla 1. sıra fark'ta tüm değişkenler durağan hale gelirler.

Tabloda verilen birim-kök test sonuçları, modelin ikinci aşaması olan ve (5.7) numaralı denklemdeki özel tüketim harcamaları (c) ile faiz ödemelerini de içeren nakit akım (ncfr) değişkenleri arasında eş-bütünleşme ilişkisinin varlığının ispatında faydalı olacaktır. Ayrıca, ncf değişkeninin birinci dereceden durağan olması, yani Δncf değişkeninin durağan bulunmasıyla, VAR analizinin ön şartlarından biri de sağlanmış olur.

TABLO 5.1. BİRİM-KÖK TEST SONUÇLARI (*)

Değişken	ADF Test değeri	Kritik değer (0,05)(**)
GSYİH (2 gecikmeli değer)		
Düzyey	-3,0074	-3,4759
1. Sıra fark	-6,8355	-2,9048
GSMH (2 gecikmeli değer)		
Düzyey	-2,6413	-3,4759
1. Sıra fark	-6,8355	-2,9048
Yatırım (1 gecikmeli değer)		
Düzyey	-2,5324	-3,4749
1. Sıra fark	-4,7394	-2,9042
Hükümet Harcamaları (3 gecikmeli değer)		
Düzyey	-1,0711	-3,4769
1. Sıra fark	-4,7305	-2,9055
Tüketim (4 gecikmeli değer)		
Düzyey	-3,1506	-3,4779
1. Sıra fark	-3,819	-2,9062
nfc (3 gecikmeli değer)		
Düzyey	-1,0599	-3,4769
1. Sıra fark	-5,4266	-2,9055
nfcf (4 gecikmeli değer)		
Düzyey	-2,3043	-3,4779
1. Sıra fark	-3,4568	-2,9062

nfc=GSYİH-i-g

nfcf=GSMH-i-g

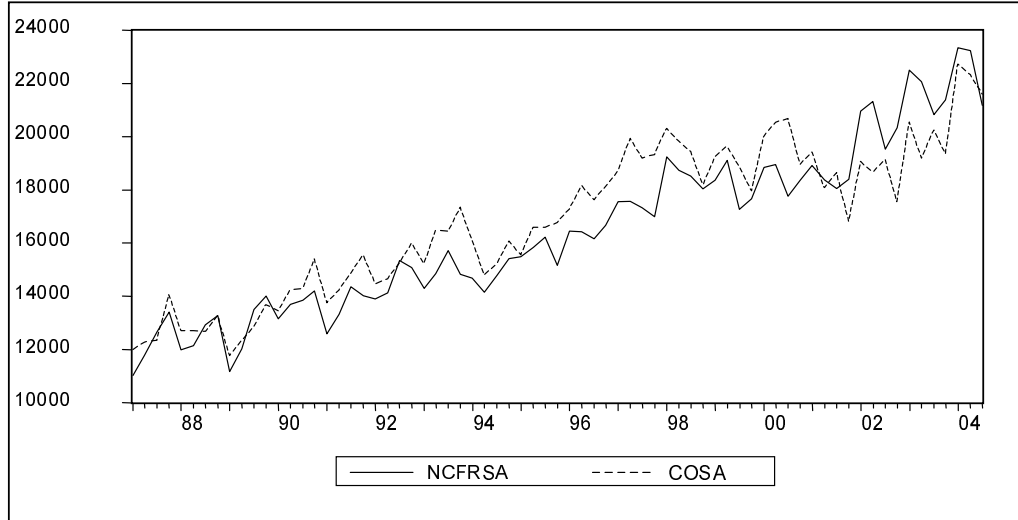
(*) Değişkenler, mevsimsel etkilerden arındırıldıktan sonra teste sokulmuşlardır.

(**) % 5'lik hata payına göre oluşturulan kritik değerlerdir.

5.4.2. Eş-bütünleşme Analizi ve Asıl Cari Denge (ca_t)'nin Bulunması

Teoriye göre eş-bütünleşme, durağan olmayan değişkenler arasında (burada nfcf ve c arasında) uzun dönemli ilişkiyi gösterir. İki durağan olmayan değişken, aynı dereceden durağanlığa sahip oldukları müddetçe eş-bütünleşme ilişkisine sahiptirler ve doğrusal kombinasyonlarından doğan yeni değişken durağan olur (Cashin ve McDermott (1998) bu yeni değişkeni artık değer (residual) olarak tanımlar). Yukarıdaki tabloda verilen ADF birim-kök sonuçlarına göre, eş-bütünleşme ilişkisinde ilk şart olan değişkenlerin birinci dereceden durağan olma şartı (yani değişkenlerin I(1) olması şartı),

sağlanmış görünmektedir. Böylece durağan olmayan bu iki değişkenin doğrusal kombinasyonları, durağan bir değişkeni doğuracaktır ki bu, (5.7) denkleminde hesaplanacak asıl cari denge (ca) değişkeninin durağan olacağı anlamına gelir.



Grafik 5.1: Ncfr ile Tüketim Arasında Uzun Dönemli İlişki (milyar TL)

Grafik 5.1’de çizilen ncfrsa ve cosa serileri, mevsimsellikten arındırılmış ncfr ve C değişkenlerini göstermektedir. Grafiğe göre, eş-bütünleşme ilişkisi araştırılan bu iki değişkenin durağan olmamasına rağmen uzun dönemde aynı yükselen trende sahip olduklarını görülür. Enders (2004, s.325)’a göre bu, eş-bütünleşme ilişkisinin varlığının ilk kanıtıdır. Fakat daha kesin sonuçlar alabilmek için, bir sonraki aşamada Johansen testi uygulanacaktır.

Grafiğe göre, tüketim eğiliminde 2001 yılında meydana gelen aşırı düşüşün etkisiyle 1987 yılından beri devamlılık gösteren iki değişken arasındaki ilişki tersine dönerek tüketim (cosa) serisi, faiz ödemelerini de içeren nakit akım değişkeni (ncfrsa)’nin altında kalmıştır. Söz konusu ilişkinin 2004 yılının sonlarına doğru eski haline gelme olasılığı doğmuştur (iki serinin ucu 2004 yılında birleşmektedir). Bu sebeple, Θ parametresinin tahmininde söz konusu dönemin tahmin sonuçlarını etkilememesi amacıyla, Johansen

eş-bütünleşme testi uygulanırken aşağıda tanımlanan kukla değişkeni, teste dışsal değişken olarak sokulmuştur:

kukla = 1 (1987'nin 1. çeyreği ve 2001'in 1. çeyreği arası dönem)
kukla = 0 (2001'nin 2. çeyreği ve 2004'ün 3. çeyreği arası dönem)

Johansen test sonuçları aşağıda verilmektedir. Buna göre, Türkiye'nin tüketim sapma katsayısı (Θ) yaklaşık 1,04 bulunmuştur¹⁹.

TABLO 5.2. JOHANSEN TEST SONUÇLARI

Katsayı	Standart Sapma	Likelihood Oranı	Yüzde 5 Kritik Değer	Yüzde 1 Kritik Değer
1,041865	0,02216	21,66146	12,53	16,31

Notlar: 1) Veriler, mevsimsellik etkisinden arındırıldıktan sonra teste sokulmuştur.

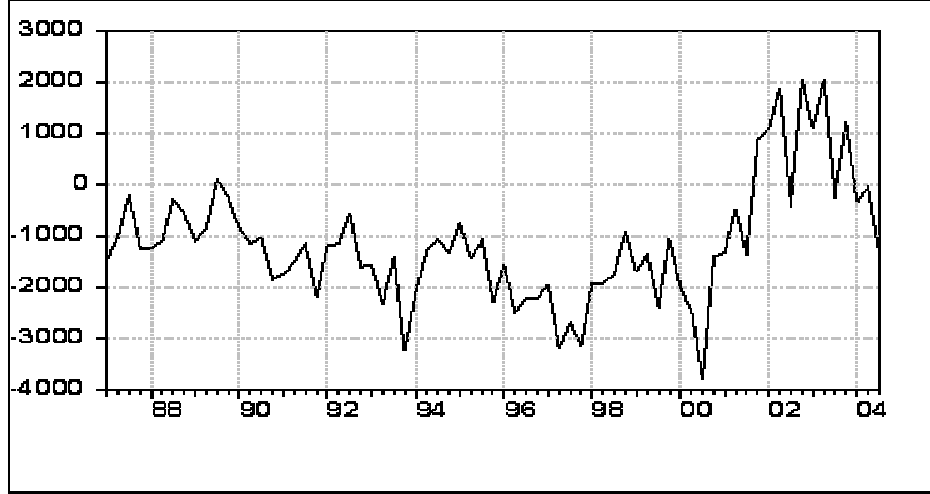
2) Testte deterministik trend kullanılmamıştır.

3) Testte minimum AIC vermiş olan gecikmeli değer sayısı 4'tür.

Tablo'daki sonuçlar, iki değişken arasındaki eş-bütünleşme ilişkisini doğrular niteliktedir. Sonuçlara göre, likelihood oranı kritik değerden daha büyüktür ki bu, % 5'lik önem derecesinde, iki değişken arasında eş-bütünleşme ilişkisinin olmadığını söyleyen H_0 hipotezinin reddedileceğini gösterir. Bu sonuçlar, bize değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin var olduğunu kanıtlar.

Θ parametresi hesaplandıktan sonra denklem (5.7)'de gerekli yerlere yerleştirilmesiyle bulunan asıl cari denge (ca_t) grafiği aşağıdaki grafikte verilmektedir:

¹⁹ Selçuk (1997), 1987-95 dönemi için Θ katsayısını 0,969 olarak hesaplamıştır. Her ne kadar, iki rakam birbirine çok yakın olsa da yorum değişmektedir. Selçuk'un hesaplaması, tüketicilerin sabırsız davranarak gelecekte yapacakları tüketimi de şimdiki zamana kaydırıldığını gösterir. Öte yandan bu çalışma, tüketicilerin sabırlı davranarak tüketim tercihlerini sonraki dönemlere sakladığını ortaya koymaktadır. Bu da Türkiye ekonomisinde son yıllarda davranışsal bir değişiklik olduğunun bir göstergesi olarak algılanabilir.



Grafik 5.2: Ekonometrik Modelden Hesaplanan Asıl Cari Denge (milyar TL)

Asıl cari denge (grafikte asılca) değişkenine ADF birim-kök testi uygulandığında % 5'lik önem derecesinde test istatistiği kritik değerden küçük çıkmasına rağmen % 10'luk önem derecesinde test istatistiğinin kritik değerden büyük olduğu görülür. Dolayısıyla asıl cari denge, % 10'luk önem derecesinde durağan (yani $I(0)$) çıkmaktadır. Aynı sonuç, yukarıdaki grafikten de görülebilir. Grafiğe göre, 2001'deki krizin geçici etkileri göz ardı edildiğinde asıl cari dengenin sabit bir ortalama çevresinde dalgalandığı ve artış veya azalış trendi göstermediği anlaşılmaktadır. 2001 yılından sonra, trendde bir kayma olmuş gibi gözükse de, söz konusu kaymanın 2004 yılına doğru sonlandığı görülmektedir. Dolayısıyla 2001 yılında yaşanan şokun kalıcı bir etkisi olmamıştır.

Milli gelir hesaplarından bulunan asıl cari denge grafiğinin 1994 ve 2001 krizlerinin hazırlayıcısı olan 1993 ve 2000 yıllarında yüksek açıkları yakalaması sebebiyle iyi iş yaptığı söylenebilir.

5.4.3. VAR Modeli ve Optimal Cari Denge (ca_t^*)'nin Hesaplanması

VAR analizinde kullanılan asıl cari denge ve Δncf değişkeninin durağanlık kontrollerini yaptıktan sonra, (5.8), (5.9) ve (5.10) numaralı denklemler kullanılarak optimal cari denge (ca_t^*)'nin hesaplanması yapılacaktır. Daha önce de açıklandığı gibi gelişmekte olan ülkelere yapılan uygulamalarda tek gecikmeli değer kullanıldığı için bu çalışmada da

değişkenlerin 1 gecikmeli değerleri VAR analizine dahil edilecektir. Bunun yanı sıra, 2001'de yaşanan krizin değişkenleri etkilediği varsayılarak, söz konusu krizin etkisini modele dahil edebilmek amacıyla aşağıdaki kukla değişken, dışsal değişken olarak dahil edilecektir²⁰:

kukla = 0 (1987'nin 1. çeyreği ve 2001'in 1. çeyreği arası dönem)
kukla = 1 (2001'nin 2. çeyreği ve 2004'ün 3. çeyreği arası dönem)

Buna göre VAR sonuçları aşağıdaki tabloda verilmektedir:

TABLO 5.3. VAR ANALİZİ SONUÇLARI

	DNCF(-1)	CA(-1)	kukla
DNCF	0,348796 (3,06)	-0,143816 (-2,55)	817,3087 (3,38)
CA	-0,310482 (-2,05)	0,764919 (10,21)	475,8973 (1,48)

Notlar:

- 1) $Dncf = ncf_t - ncf_{t-1}$
- 2) Parantez içindeki rakamlar t istatistikleridir.
- 3) Tabloda bulunan gölgeli alan, (5.8) ve (5.9) denklemlerindeki A matrisini oluşturur.
- 4) Reel faiz oranı % 5 kabul edilmiştir.
- 5) t testine göre önemsiz bulunan "sabit değişken" modelde kullanılmamıştır.

VAR analizi sonuçlarına göre, (5.8) denleminde A matrisini oluşturan tüm katsayıların sahip oldukları t istatistikleri, % 5 serbestlik derecesinde anlamlı çıkmıştır. VAR analizinden sonra optimal cari denge, Tablo (5.3)'te üzeri boyalı olan ve A matrisini oluşturan rakamların (5.10) numaralı denklemde yerine konulmasıyla elde edilir. Literatürü takiben, uluslararası reel faiz oranı ((5.10) denlemindeki r parametresi) için ABD 3 aylık hazine bonolarındaki 1987-2004 arası yıllık faiz oranlarının ortalaması alınmak suretiyle % 5 oranı seçilmiştir²¹ (1987-2004 arası dönem için faiz oranları, ABD Merkez Bankası'nın internetteki www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm sitesinde yayınlanmaktadır). Makrydakıs (1999), farklı faiz oranlarının (% 2,3,5,6, veya 8 gibi) denenmesinin sonuçları çok fazla değiştirmedini söylemektedir. Bu çalışmada da farklı faiz oranlarının model

²⁰ Pindyck ve Rubinfeld (1997), kuklayı tanımlarken değişkenlerin belli bir zaman dilimi içerisinde kaymasına yol açtığı halde serinin eğiminde değişikliğe yol açmayan kriz dönemleri için 1 vermeyi, kriz öncesi normal zamanlarda ise 0 vermeyi daha doğru bulmuştur (s. 124-125).

²¹ Makrydakıs (1999)'a göre, risksiz yatırım aracı olarak kabul edilen 3 aylık ABD hazine bonolarındaki ortalama faiz oranı, modeldeki faiz oranı (r) için kullanılabilir.

sonuçlarını ne yönde etkilediğine dair inceleme, model sonuçlandırıldıktan sonra yapılacaktır.

5.4.4. Modelden Bulunan Asıl Cari Denge ile Optimal Cari Dengenin Karşılaştırılması ve Modelin Başarısı

Konuyla ilgili literatüre baktığımızda, asıl ve optimal cari dengeler bulunduktan sonra, “tüketim dalgalanmalarını gideren cari denge” modelinin başarısının bir kısım hipotez testleri yoluyla değerlendirildiğini görmekteyiz. Bunun için uygulanan ilk performans testi, herhangi bir X değişkeninin gecikmeli değerlerinin Y değişkenini açıklayıp açıklayamadığını ölçen “Granger-causality” olmaktadır. Bu çalışmada da X değişkenini asıl cari denge (ca_t) sembolize etmektedir. VAR analizinden hatırlanacağı üzere, sabit bir indirgeme oranıyla günümüz cinsinden değerlemesi yapılan nakit akımın gelecek dönem değerlerini tahmin etmede kullanılan iki değişkenden biri, asıl cari denge (ca_t) idi (diğer değişken de nakit akım değişiminin kendisiydi). “Asıl cari dengenin nakit akım değişmelerini Granger testi yönünden geliştirip geliştiremediği” sorusu ekonometriye taşınacak olursa, aşağıdaki denklem elde edilir:

$$\Delta ncf_t = \beta_0 \Delta ncf_{t-1} + \beta_1 ca_{t-1} + \text{kukla} ,$$

Denklemdaki kukla değişkeni, VAR analizinde de kullanılan ve kriz sonrası dönem için 1 değerini alan değişkendir. Yine, VAR analizinde olduğu gibi, denkleme konulan sabit teriminin t istatistiği önemsiz olduğunu gösterdiği için sabit değişken konulmamıştır. OLS tahminine göre elde edilen sonuçlar aşağıdaki tabloda verilmektedir.

TABLO 5.4. GRANGER TESTİ SONUÇLARINA GÖRE ASIL CARİ DENGİNİN NAKİT AKIM DEĞİŞİMİ ÜZERİNDEKİ AÇIKLAMA ETKİSİ

Değişken	Katsayısı	T istatistiği	P-değeri
DNCF(-1)	0,349	3,06	0,032
ASILCA(-1)	-0,144	-2,55	0,013
kukla	817,309	3,38	0,012

Notlar: 1) DNCF, NCF değişkeninin birinci dereceden farkını gösterir.
2) Bağımlı değişken DNCF'dir.

Standart t testi sonuçlarına göre, yaklaşık olarak -0,144 olarak bulunan β_1 katsayısının t istatistik değeri (-2,55), t-kritik değerinden daha büyük olduğu için, “asıl cari dengenin Δncf_t üzerinde açıklayıcı etkisinin olmadığı”ni savunan H_0 hipotezi % 5 serbestlik derecesinde reddedilir. Dolayısıyla, cari dengenin nakit akım değişimlerinin tahmininde kullanılabileceği söylemi üzerine kurulmuş modelin en güçlü varsayımlarından birinin Türkiye için doğruluğu kanıtlanmış olur. Bunun yanı sıra, her ne kadar literatürde modelin başarısının sınanmasında gerek-koşul olarak söylenmemiş olsa da, DNCF(-1) değişkenin t istatistiğinin de kritik değerden büyük olması, nakit akım değişimi tahmininde 2. değişken olarak nakit akım değişiminin kendisinin kullanılmasının doğruluğu da kanıtlamış olur.

Modelde kullanılan varsayımın doğruluğu Granger testi aracılığıyla kanıtlandıktan sonra, model sonuçlarının istatistiki yönden yorumlanmasına geçilebilir. Bunun için yapılacak ilk test, modelden hesaplanan asıl ve optimal cari denge serilerinin birbirine benzer seriler olup olmadığını bulmak gerekmektedir. Optimal cari denge (ca_t^*) ile asıl cari denge (ca_t) 'nin aşağıdaki denklemlere eşit olduğu daha önceden bilinmektedir.

$$ca_t^* = -[1 \ 0] [A/(1+r)] [I - A/(1+r)]^{-1} W_t \equiv \Gamma W_t$$

ve

$$ca_t = [0 \ 1] W_t .$$

Yukarıdaki ilk formülde optimal cari denkleminde bulunan Γ matrisinin katsayıları, VAR analizinden bulunmaktadır. Bu çalışmada yapılan VAR analizi sonuçlarına göre, $r=0,05$ için Γ matrisi $[-0,92811 \ 0,972683]$ olarak bulunmuştur. Dolayısıyla, Γ matrisinde bulunan katsayıların, yukarıda asıl cari denge denkleminde bulunan $[0 \ 1]$ matrisine istatistiki yönden eşit olduğu kanıtlanırsa, optimal ve asıl cari denge serilerinin birbirine eşit olduğu anlaşılacaktır. Konuyla ilgili literatür, söz konusu sınanmanın Wald testi aracılığıyla yapılabileceğini belirtmektedir. Ghosh and Ostry (1995), Wald testindeki aşamaları göstermektedir.

Çalışmaya göre, (5.8) denkleminde çıkarılan $\Psi_{11} = \Psi_{21}$ ve $\Psi_{22} - \Psi_{12} = 1 + r$ kriterlerinin kabul edilmesi durumunda asıl ve optimal cari denge eşitliği doğrulanmış olacaktır. Dolayısıyla Wald teste göre, söz konusu kriterler kısıt olarak VAR sisteminde yerine konulduğunda çıkan sonuçlar, aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

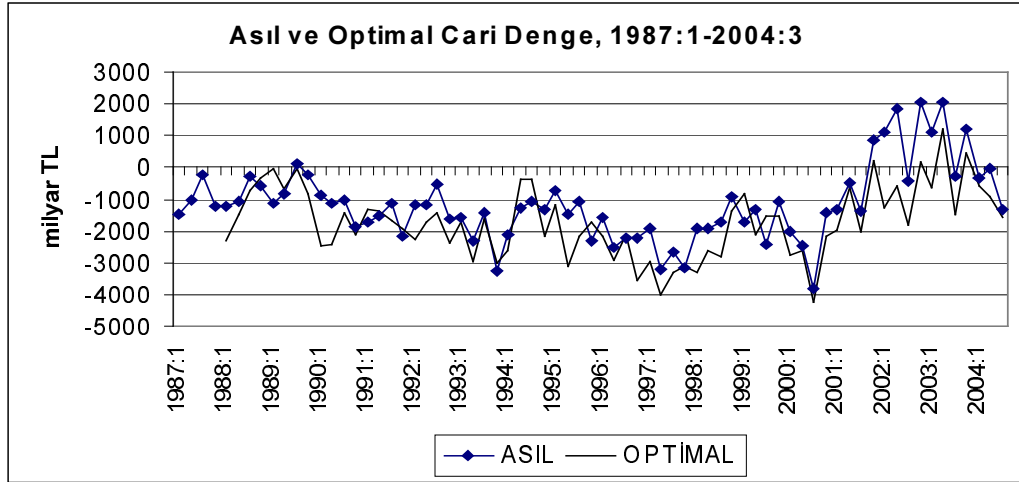
TABLO 5.5. WALD TESTİ SONUÇLARI

<p>VAR cinsinden denklemlerin görünümü</p> <p>$\Delta NCF = c(1) \cdot \Delta NCF(-1) + c(2) \cdot ASILCA(-1) + c(3) \cdot KUKLA$ $ASILCA = c(4) \cdot \Delta NCF(-1) + c(5) \cdot ASILCA(-1) + c(6) \cdot KUKLA$</p>
<p>Wald testinde kullanılan kısıtlar ve test sonucu</p> <p>$c(1) = c(4)$ $c(2) - c(5) = 1.05$</p> <p>Chi-square: 570,0439</p>

Yukarıda ayrıntısı verilen Wald testi sonuçlarına göre, Chi-square test istatistiği oldukça büyük bir rakam çıktığı için asıl ve optimal cari denge serilerinin birbirlerine benzer seriler olduğuna dair H_0 hipotezi, % 5 serbestlik derecesinde reddedilir. Diğer bir ifadeyle, asıl ve optimal cari denge serileri incelenen dönem içerisinde birbirine benzer bir seyir izlememiştir. Yani analize göre, cari denge sürdürülebilir görünmemektedir. Dolayısıyla Wald testi sonuçları, Türkiye'nin tüketim davranışlarının optimal olmadığını gösterir²².

Konuyla ilgili literatürdeki son test, iki serinin varyanslarını karşılaştırmak olmuştur. Sonuçlar, asıl cari denge'nin daha büyük varyansa sahip olduğunu göstermektedir. Bu da, asıl cari dengenin optime göre daha dalgalı bir seyir izlediğini göstermektedir. Dolayısıyla bu sonuç, Wald testi destekler niteliktedir. Ancak, 2001 yılından sonraki seyrin bu sonucu değiştirebileceği Grafik (5.3)'ten de görülmektedir. Burada 2001-2004 arası göz ardı edildiğinde optimal cari dengenin sahip olduğu varyans, asıl cari dengenin varyansına göre daha büyük çıkmaktadır. Modelle ilgili tüm testler yapıldıktan sonra, modelden bulunan asıl cari denge ile yine modelden bulunan optimal cari dengenin grafikleri aşağıda verilmektedir.

²² Bu sonuca Cashin ve McDermott (1998)'un çalışmasındaki sonuçtan esinlenerek ulaşılmıştır.



Grafik 5.3: Asıl Cari Dengenin Optimal Cari Dengeyle Karşılaştırılması

5.4.5. Ekonometrik Modelin Sonucu ve Yorumlar

Grafik (5.3), tüketim dalgalanmalarının giderilmesi modeline göre hesaplanan cari denge (asıl cari denge) ile yine modelden elde edilen optimal cari dengenin karşılaştırmasını yapmaktadır. Burada dikkat edilmesi gereken ilk nokta, çalışmada milli gelir serileri kullanılarak elde edilen cari denge verilerinin ödemeler dengesi tablosunda yer alan cari işlemler hesabından farklı olduğudur. İki seri arasında hem işaret hem de rakamsal olarak farklılıklar vardır. Örneğin, 2001-2003 yıllarını kapsayan dönemde Grafik (5.3)'te cari denge verisi (asıl cari denge) genelde fazla vermiş olmasına rağmen, ödemeler dengesine göre cari işlemler hesabının söz konusu dönemde açık verdiği bilinmektedir. İki seri arasındaki fark, hesaplama yöntemlerinin farklılığından kaynaklanmaktadır. Ancak şu unutulmamalıdır ki çalışmadan elde edilecek sonuç, cari denge için zaten var olan rakamların yeniden bulunması değil, cari dengenin ne kadar optimal davrandığını anlamak olmalıdır. Dolayısıyla burada cari dengenin sürdürülebilirliği ile ilgili yapılacak yorumlar, modelden hesaplanan cari denge verilerine dayalı olacaktır.

Dönemlerarası yaklaşımına dayalı tüketim dalgalanmalarının giderilmesi davranışıyla açıklanan cari denge modeli, Ghosh and Ostry (1995) tarafından 45 gelişmekte olan ülke üzerinde denenmiştir. Çalışma sonucunda, ülkelerin üçte ikisinde cari denge optimal cari dengeye benzer bir seyir izlemiş, böylece model tutarlı bulunmuştur. Gelişmekte olan ülkelerin

çoğunda likidite kısıtı (yani dış finansman bulma zorluğu) yaşanmamıştır (s.328).

Bu çalışmada hem istatistiki olarak, hem de grafiksel olarak inceleme yapılmıştır. Grafiksel inceleme sonucu, diğer gelişmekte olan ülkelere benzer şekilde Türkiye’de de, asıl cari denge ve optimal cari dengenin birbirlerine çok yakın bir seyir izlediği bulunmaktadır. Bu yüzden, serbest sermaye hareketleri varsayımı altında model, sermaye hareketlerinin etkin olarak kullanıldığını göstermektedir. Ancak grafikte görülen yakınlık, Wald testte istatistiki olarak reddedilmektedir. Bu da bize cari açıkların geçmiş dönemde sürdürülebilir olmadığını, yani optimalden istatistiki olarak uzak olduğunu göstermektedir. Buna rağmen, Wald teste göre yapılan değerlendirmenin çalışmada kapsanan dönem için ancak genel bir yoruma olanak verdiği göz önünde bulundurulmalıdır. Dolayısıyla alt dönemlerde oluşacak sapmalar, genel sonucu da etkileyecektir. Bu yüzden, literatürde geçerli olan ve bu çalışmada da tercih edilen yöntem, grafiksel olarak sonuçları yorumlamak olacaktır.

Buna göre asıl cari denge grafiği (Grafik 5.3), Türkiye’de krizin patlak verdiği 1994 ve 2001 yıllarında ve Doğu Asya’da krizin patlak verdiği 1997 yılında cari açıkların aşırı yükseldiğini ortaya koymaktadır. Dolayısıyla modelin Türkiye’de cari açığın sorunlu yıllar olarak algılandığı dönemleri tespit etmede başarılı olduğu söylenebilir. Ancak, söz konusu yıllarda cari açıkların optimale yakın bir seyir izlediği görülür. Diğer bir deyişle, tüketicilerin yurt dışı borçlanma sorunu yaşamadan optimal tüketim tercihlerinde bulunması, kriz öncesi dönemlerde cari açıkların sürdürülemez olmasını önlemiştir.

Cari denge, 2001 yılından sonra daha dalgalı bir seyir izleyerek fazla vermektedir. Cari dengenin bu dönemdeki dalgalı seyri, spekülatif unsurların sermaye hareketlerini yönlendirdiği şeklinde yorumlanabilir. 2002 yılında asıl cari dengenin optimalin bir hayli üzerinde gerçekleşerek fazla vermesi, 2001 yılında yaşanan krizle birlikte insanların ileride başka bir kriz olacağı beklentisiyle tüketimlerini kısırak daha çok tasarruf etmeye yöneldiklerini de göstermektedir. Bu davranış, kriz sonrası dönem için söylenen “ertelenen

talepler” açıklamasıyla da tutarlılık gösterir. Diğer bir bakış açısıyla asıl cari dengenin optimal cari dengenin üzerinde gerçekleşmesi, gerçekleşen sermaye girişinin beklenenden daha az olduğunu göstermektedir. Buna sebep olarak, 2001 yılındaki krizle birlikte makroekonomik dengelerdeki bozulmaların yurt dışı yatırımcıyı korkutması gösterilebilir.

2004 yılının ilk 9 aylık verilerine göre ise, asıl cari dengenin tekrar açık vererek optimal dengeyi yakaladığı anlaşılmaktadır. Dolayısıyla 2004 yılındaki cari açıkların sebebi, aşırı tüketimden çok önceki yıllarda ertelenmiş olan taleplerin tekrar tüketime yönlmesiyle optimal tüketim davranışına yaklaşma davranışı olarak açıklanabilir. Dolayısıyla 2004 yılında gerçekleşen net sermaye girişi optimal düzeyi yakalamıştır.

Aynı modeli kullanarak Türkiye’ye uygulayan Selçuk (1997) ile Akçay ve Özler (1998), hemen hemen aynı dönemi kapsadıkları çalışmalarında asıl cari denge serisi ile optimal cari denge serisinin hem istatistiksel, hem de grafiksel olarak birbirinden farklı olduğunu bulmuştur. Selçuk (1997), asıl cari denge ile optimal cari dengenin birbirinden farklı gerçekleşmesini ülkenin optimal borçlanması gerçekleştirilememesine bağlamaktadır. Akçay ve Özler (1998) ise asıl cari dengenin optimale göre daha dalgalı gerçekleştiğini savunarak bunun sermaye hareketlerinin spekülasyon olmasından kaynaklandığını belirtmişlerdir²³. Bu çalışmada da istatistiksel olarak diğer ikisiyle aynı sonuca ulaşılmış olsa da, grafiksel inceleme diğer iki çalışmanın aksine, asıl cari dengenin optimale oldukça yakın hareket ettiğini göstermektedir. Dolayısıyla sermayenin optimal olarak kullanılması, bu dönemde borçlanma sorununun yaşanmadığının bir belirtisidir.

Bu çalışmada kullanılan model, birkaç şekilde geliştirilebilir. Öncelikle yurt dışından elde edilen kaynağın miktarından çok geliş şekli önem kazanmaktadır. Uzun vadeli sermayenin daha istikrarlı olduğu göz önüne alındığında, sermaye girişinin optimal düzeyde olup olmadığının anlaşılması için sermaye hareketlerini oluşturan alt kalemlerin de modelde yer alması lazımdır. Ayrıca, tüketim dalgalanmalarının giderilmesi amacıyla

²³ Selçuk (1997), modelin Türkiye verisini açıklamadığını savunurken Akçay ve Özler (1998), gayet iyi açıkladığı sonucuna ulaşmıştır. Buradaki görüş ayrılığı, Selçuk (1997)’un model varsayımlarını yapılan testlerle doğrulayamamasından kaynaklanmaktadır.

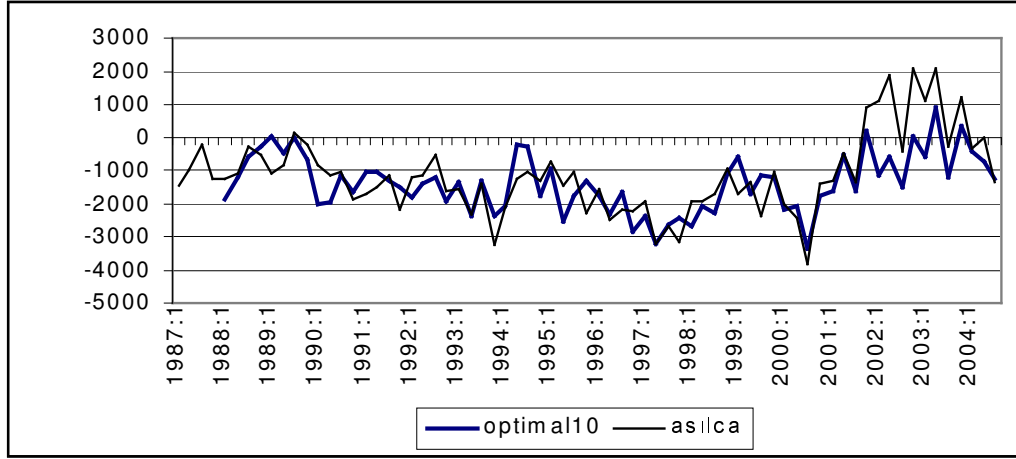
yurt dışından borçlanmalar her ne kadar optimal olarak tanımlansa da, modelin gelecekteki faiz oranları değişmelerinin tüketiciye olan olası etkisini hesaba katamamasından dolayı, yapılan borçlanmanın optimal olup olmayacağı kesin değildir.

Bunun yanı sıra, modelden bulunan asıl cari denge ile optimal cari dengenin ödemeler dengesi istatistiklerinden bulunan cari dengeyle tutarlılık göstermemesi birçok sebepten kaynaklanmış olabilir. Farklılık teknik bir sebepten kaynaklanıyor olabilir. Örneğin VAR tekniği uygulanırken 1 gecikmeli değer kullanmak yerine daha fazla sayıda gecikmeli değer kullanmak, asıl cari denge serisini etkilemese bile farklı bir optimal cari denge serisinin oluşmasına ve sonuçların daha değişik şekilde yorumlanmasına yol açabilir. Öte yandan farklılık, cari dengeyi etkileyen diğer değişkenlerden de kaynaklanıyor olabilir.

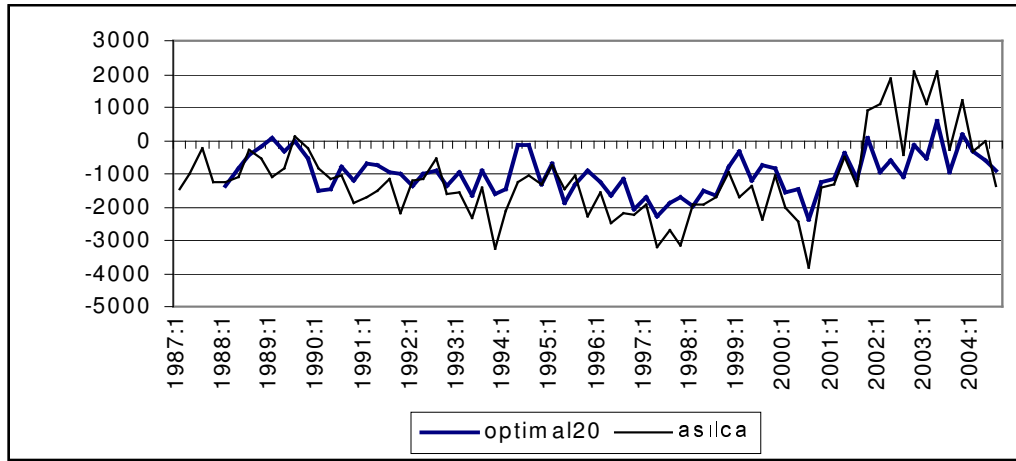
5.4.6. Faiz Oranlarının Modele Etkisi

Ekonometrik model sonuçlarının farklı faiz oranlarından etkilenmediği diğer bazı çalışmalarda belirtilmiştir. Aynı sonucun Türkiye için de geçerli olup olmadığı denemek için farklı faiz oranları kullanılarak optimal cari denge tekrar hesaplanacaktır. Normalde faiz oranı, literatürü takiben ABD hazine bonolarının ortalama faiz oranı olan % 5 olarak varsayılmıştı. Bu faiz oranının Türkiye'nin uluslararası piyasalarda karşılaştığı faiz oranlarıyla ne ölçüde bağdaştığını anlamak için, yurt dışı borçlanmamızın iki temel kaynağını oluşturan Eurobondlar ile IMF kredilerine ödenen faiz oranlarına bakmakta yarar görülmektedir. Buna göre, Eurobond faizleri 2002-2004 arası dönemde % 9,4 olarak gerçekleşirken, IMF faizleri (adjusted rate of charge) 2000-2004 arasında % 3,15 olarak gerçekleşmiştir. Dolayısıyla Eurobond faiz oranları, % 5 oranının çok üstündedir.

Bu yüzden, daha yüksek faiz oranlarının modele etkisini anlayabilmek amacıyla, optimal cari denge oluşturulurken % 10 ve % 20 düzeyindeki faiz oranları denenmiştir. Deneme sonuçları aşağıda verilmektedir:



Grafik 5.4: Faiz Oranı % 10 Olarak Seçildiğinde Asıl (Asılca) ve Optimal (Optimal10) Cari Denge (Milyar TL)



Grafik 5.5: Faiz Oranı % 20 olarak seçildiğinde Asıl (asılca) ve Optimal (optimal20) Cari Denge (Milyar TL)

Grafik (5.4)'te faiz oranı % 10 olarak seçildiğinde eski grafiğe göre çok fazla bir değişiklik gerçekleşmemesine rağmen grafik (5.5)'te % 20 olarak alındığında iki grafik arasında ufak bir farklılık göze çarpmaktadır. İkinci grafikte (faiz oranının % 20 alındığı grafikte), optimal cari denge serisi daha durağan hale gelmiş; 1994 ve 2001 krizleri daha belirginleşmiştir. Buna rağmen, grafiksel olarak incelendiğinde optimal cari denge ile asıl cari dengenin son dönem hariç birbirini yakından izlediği görülür. Bunun yanında Wald testi sonuçları, farklı faiz oranları kullanıldığında iki serinin birbirine benzer olduğu hipotezini reddeder. Aynı sonuçların faiz oranı % 5 seçildiğinde de elde edildiği göz önüne alınırsa, kullanılan faiz oranlarının modelin sonucunu değiştirmede çok fazla gücünün olmadığı söylenebilir.

ALTINCI BÖLÜM

SONUÇ VE ÖNERİLER

Bu çalışma, cari açık sürdürülebilirliğinin ne olduğunun ve bu tür analizlerin diğer ülkelerde nasıl yapıldığının anlaşılması bakımından yararlı olmuştur. Daha da önemlisi çalışma, Türkiye'nin cari açığının sürdürülebilirliğini sabit oranlara bağlı kalmadan teknik bir yöntemle ve bunu destekleyen veri analizleri yoluyla yapmıştır.

Çalışmada sürdürülebilirlik göstergesi olarak kullanılan kriterlerden "aşırılık" kriterinin ekonometrik uygulaması yapılmıştır. Aşırılık kriteri, cari dengenin optimal cari dengeyle karşılaştırılarak aşırı olup olmadığının bulunması esasına dayanır. Daha önce Selçuk (1997) ile Akçay ve Özler (1998) tarafından daha kısa bir dönem için Türkiye'ye uygulanan modelde veri aralığının 2004 yılına kadar uzatılmasıyla, 2001 yılındaki kriz sırasında cari açığın optimaliteye ne kadar yakın davrandığını görmek mümkün olmuştur. Uygulama sonuçları, hem grafiksel hem de istatistiki yönden analiz edilmiştir. Grafiksel analize göre, 2002 yılı hariç asıl cari dengenin optimale oldukça yakın hareket ettiği söylenebilir. Özellikle kriz dönemlerinde ve onun öncesinde, milli gelir serilerinden elde edilen cari açıkların optimale yakın bir seyir izlemesi, kriz öncesinde cari açıkların sürdürülemez olduğu savını çürütmektedir. Tüketiciler, söz konusu dönemlerde yurt dışından borçlanma sorunu yaşamadan optimal tüketim davranışını gösterebilmişlerdir. Bu da, 1994 ve 2001 krizlerinde cari açığın kendisinden çok başka unsurların etkili olduğunu göstermektedir. Ancak 1987-2004 dönemi için grafikte görülen yakınlık, wald testte istatistiki olarak reddedilmektedir. Bu da bize cari açıkların geçmiş dönemde sürdürülebilir olmadığını, yani optimalden istatistiki olarak uzak olduğunu göstermektedir.

Cari denge, 2001 yılından sonra daha dalgalı bir seyir izleyerek fazla vermektedir. Cari dengenin bu dönemdeki dalgalı seyri, spekülatif unsurların sermaye hareketlerini yönlendirdiği şeklinde yorumlanabilir. 2002 yılında asıl

cari dengenin optimalin bir hayli üzerinde gerçekleşerek fazla vermesi, 2001 yılında yaşanan krizle birlikte insanların ileride başka bir kriz olacağı beklentisiyle tüketimlerini kısarak daha çok tasarruf etmeye yöneldiklerini de göstermektedir. Bu davranış, kriz sonrası dönem için söylenen “ertelenen talepler” açıklamasıyla da tutarlılık gösterir.

2004'teki 9 aylık verilere göre cari açığın optimal düzeyi tekrar yakaladığı görülmektedir. Dolayısıyla, 2004 yılında Türkiye'de cari açıkların sürdürülebilir olduğu söylenebilir. Bu dönemde asıl cari denge ile optimal cari dengenin birbirine olan yakınlığı, sermaye hareketlerinin optimal olarak kullanıldığını da göstermektedir.

Çalışmada sürdürülebilirlik, ekonometrik modelin yanı sıra veri analizleri yoluyla da incelenmiştir. Veri analizi kısmında kapsanan değişkenler, sürekli gelişen literatüre paralel olarak daha önce yapılanları geliştirme imkanı vermiştir. Özellikle bu tür sürdürülebilirlik analizlerinde sermaye girişlerinin sürdürülebilirliğinin önem kazanmasından hareketle Türkiye'de sermaye hareketlerinin yapısı incelenmeye çalışılmıştır.

İlk olarak, Türkiye'de cari açığın artmasında önemli rolü olan dış ticaret dengesini oluşturan mal ihracatı ve mal ithalatı kalemleri incelenmiştir. 1989 yılından sonra sermaye ve ithalat önündeki engellerin kaldırılması ve büyümenin ithalata bağımlı hale gelmesi, dış ticaret açığının milli gelire oranla sürekli büyümesini körüklemiştir. İthalat kalemlerinin daha çok ara mal ile sermaye malı ithalatından oluşuyor olması, sürdürülebilirlik açısından olumlu bir gelişmedir. Ancak, hem kamu kesimince hem de özel sektörde yapılan yatırımların çoğunun ticarete konu olmayan sektörlerde olması, ara ve sermaye mallarında yapılan ithalatın büyük çoğunluğunun döviz kazandırıcı özelliği olmayan sektörlerde kaydırıldığını ortaya koymaktadır. Bu sebeple artan ithalat ve yurt içi yatırımların dağılımı, Türkiye'de cari açıkların sürdürülebilirliğini tehlikeye sokmaktadır. İhracatta ise imalat sanayiinde işgücü maliyetlerinin düşük kalması ve kârlılık avantajının devam etmesi, ihracattaki artış eğiliminin devam etmesi açısından önemlidir.

İkinci olarak, cari açıkların finansmanının devamlılık göstermesi de önemlidir. Türkiye’de cari açık finansmanının daha çok portföy yatırımları ve kısa vadeli borçlarla yapılması önemli risklerden biridir. Özellikle kriz zamanlarında çok çabuk kaçış eğilimi gösteren DİBS alımlarının 2004 yılında % 261 artması ve bunun aynı yıl gerçekleşen cari açığın yarısını finanse ediyor olması, finansmanın kırılganlığını artırmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde 2004 yılında özel sektör yatırımlarının % 50’sini doğrudan yatırımlar oluştururken Türkiye’de özel sektörün sermaye ihtiyacı borç yaratan krediler yoluyla sağlanmıştır. Son yıllarda doğrudan yabancı sermaye girişinde artış görülmekle birlikte bunun yurt dışı yerleşiklerin gayrimenkul alımlarından kaynaklandığı anlaşılmaktadır. Bunun yanında, 2001 ve 2002 yıllarında kamu kesimi finansman ihtiyacının IMF kredileriyle sağlanmış olması ve kredi geri ödemelerinin 2005 ile 2006 yıllarında yüksek olması kısa vadede karşı karşıya kalınan risklerden biridir. Finansman yapısındaki tüm bu olumsuzluklara rağmen, giriş yapan sermayenin yurt içi tüketimden çok yatırımlara yönlendiriliyor olması cari açık sürdürülebilirliği açısından olumlu bir gelişmedir.

Ülkenin rekabet avantajının devam etmesi, Türkiye’de dış ticaret açıklarının artmaması ve dolayısıyla cari açıkların sürdürülebilirliği yönünden diğer önemli bir faktördür. Diğer ülkelere göre rekabet avantajını gösteren reel efektif döviz kurunda 2001 yılından sonra hızlı bir artış olmasına rağmen toplam mal ihracatımızda azalma olmaması, tam tersine genelde hızlı bir artış görülmesi, yurt içi fiyat endekslerine dayalı reel kur hesaplamalarının ülkenin rekabet gücünü ne ölçüde doğru yansıttığını tartışmalı hale getirmektedir. Verimlilik ve işgücü maliyetleri gibi kıstasları da içerecek yeni bir rekabet gücü endeksinin cari denge sürdürülebilirliği konusunda daha doğru bilgi vereceği son yıllarda sık sık vurgulanan gerçeklerden biri olmuştur. Keyder, Sağlam ve Öztürk (2004), Türkiye’nin dolar bazında birim ücret maliyetinin ticarete bulunduğu ülkelerdeki ortalama birim ücret maliyetinden yaklaşık % 50 daha az olduğunu belirtmektedir. Dolayısıyla TL’deki aşırı değerlenmenin birim ücret maliyetlerinin Türkiye’de görece olarak daha düşük artış göstermesiyle telafi edildiği düşünülmekte ve böylelikle söz konusu dönemde Türkiye’nin rekabet gücünü koruyabildiği anlaşılmaktadır. Bunun

özellikle son yıllarda cari açıkların sürdürülebilmesinde olumlu bir katkısı olmuştur.

Bu göstergelerden çıkan sonuç, Türkiye’de özellikle son yıllarda dış ticaret açıklarındaki tehlikeli büyümeye ve reel kurlardaki değerlenmeye rağmen rekabet avantajının korunduğu ve ihracatta karlılığın devam ettiği şeklinde olmuştur. Türkiye’de genel olarak ithalatın ara ve sermaye malları ithalatından kaynaklanıyor olması sürdürülebilirlik açısından olumlu gibi görünse de yapılan yatırımların döviz getirmeyecek (yani ticari boyutu olmayan) sektörlere yapılması, gelecekte dış borç ödemelerinin yapılabilmesinde kuşku yaratmakta ve bu yüzden cari açık sürdürülebilirliğini tehlikeye sokmaktadır. Ayrıca, 2001 yılındaki krizden sonra özellikle 2003 ve 2004 yıllarında yabancıların DİBS alımlarındaki artış sebebiyle cari açık finansmanının çoğunun kısa vadeli sermaye hareketleriyle yapılması, cari açık kırılganlığını artırmaktadır.

Cari açık sürdürülebilirliği konusunda çok geniş bir literatür mevcuttur. Konu hakkında gerek teorik gerek ampirik çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Genelde bu çalışmalar, ABD ekonomisi, Latin Amerika, ve Doğu Asya ekonomileri üzerine yoğunlaşmaktadır. Bu çalışmada da özellikle Doğu Asya’da 1997 yılında görülen krizde cari açıkların rolü ve sürdürülebilirliği konusunda çeşitli makaleler seçilerek, aynı konuya değişik yönlerden nasıl yaklaşılacağı gösterilmeye çalışılmıştır. Bu çalışmalar, sürdürülebilirlik konusuna yaklaşım biçiminin sonuçları da farklılaştırabileceğinin en büyük kanıtıdır. Literatürün bu denli zengin olmasına rağmen Türkiye’de cari açıkların sürdürülebilirliği ile ilgili olarak yapılan çalışmaların azlığı, konuyla ilgili daha çok çalışma yapılmasını zorunlu kılmaktadır. Çalışmanın bu boşluğu bir ölçü de olsa doldurduğu düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

- Agénor, P., Bismut, C., Cashin, P. ve McDermott, C.J. (Mayıs 1996). Consumption-smoothing and the Current Account: Evidence for France, 1970-94. *The University of Melbourne, Department of Economics, Research Paper*, 518.
- Akçay, C. ve Özler, Ş. (1998). Current Account Position of the Turkish Economy: Is There any Cause for Concern? *Bogazici Journal Review of Social, Economic and Administrative Studies*, 12,1, 39-53.
- Altinkemer, M. (Aralık 1998). Capital Inflows and Central Bank's Policy Response. *The Central Bank of the Republic of Turkey Research Department Discussion Paper*.
- Apergis, N., Konstantinos, P.K., Nicholas, T. (1 Eylül 2000). Current Account Deficit Sustainability: The Case of Greece. *Applied Economics Letters*, 7/9, 599-603.
- Baharumshah, A., Lau, E. ve Fountas, S. (2003). On the Sustainability of Current Account Deficits: Evidence From Four ASEAN Countries. *Journal of Asian Economics*, 14, 465-487.
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) (Ekim 2004). Bankacılık Sektörü Değerlendirme Raporu.
- Boratav, K. ve Yeldan, E. (Aralık 2001). Turkey, 1980-2000: Financial Liberalization, Macroeconomic (In)-stability, and Patterns of Distribution. <http://www.ceterisparibus.net/turkiye/kriz.htm>.
- Callen, T. ve Cashin, P. (Aralık 1999). Assessing External Sustainability in India. *IMF Working Paper*, 181.
- Cashin, P. ve McDermott, J. (Aralık 1998). Are Australia's Current Account Deficits Excessive? *The Economic Review*, 74/228, 346-61.
- Chui, M. (2002). Leading Indicators of Balance-of-payments Crises: A Partial Review. *Bank of England, Working Paper Series*, 171.
- Claassen, E. (1997). Global Monetary Economics. New York: Oxford University Press.

- Deutsche Bank. (Mart 2000). Current Accounts in Latin America: Can They Achieve Sustainability? *Global Market Research*.
- Deutsche Bank Research. (2005). Erişim: 4 Mart 2005, Country Infobase. <http://www.dbresearch.com>.
- Devlet Planlama Teşkilatı (DPT) (Temmuz 1996). Yedinci Beş Yıllık Kalkınma Planı Vergi Özel İhtisas Komisyonu Raporu. Ankara.
- Edwards, S. (Mayıs 2001). Does the Current Account Matter? *NBER Working Paper*, 8275.
- Enders, W. (2004). Applied Econometric Time Series. New York: John Wiley & Sons.
- Fernandez-Corugedo, E. (July 2004). Consumption Theory. Bank of England, Handbooks in Central Banking, 23.
- Frankel, J. A. ve Rose, A. K. (January 1996). Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment. Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, 534.
- Freund, C. L. (Aralık 2000). Current Account Adjustment In Industrialized Countries. *Board of Governors of the FED International Finance Discussion Papers*, 692.
- Ghosh, A. R. ve Ostry, J. D. (1995). The Current Account in Developing Countries: A Perspective from the Consumption-Smoothing Approach. *The World Bank Economic Review*, 9/2, 305-333.
- Greenspan, Alan. (13 Ocak 2004). Remarks Before the Bundesbank Lecture, Berlin, Germany. Erişim:14 Aralık 2004, www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040113/default.htm.
- Greenspan, Alan. (19 Kasım 2004). Remarks At the European Banking Congress, Frankfurt, Germany. Erişim:15 Aralık 2005, www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20041119/default.htm.
- Greenspan, Alan. (4 şubat 2005). Current Account at Advancing Enterprise 2005 Conference, London, England. Erişim:18 Ocak 2005, www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050204/default.htm.
- Hakkio, C. S. (1995). The U.S. Current Account: The Other Deficit. *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, Q3, 11-24.

- Institute of International Finance (IIF). (19 Ocak 2005). Capital Flows to Emerging Market Economies. [www.iif.com/verify/data /report_docs/cf_0105.pdf](http://www.iif.com/verify/data/report_docs/cf_0105.pdf).
- International Monetary Fund (IMF). (Eylül 1998). Turkey : Recent Economic Developments and Selected Issues. Staff Country Report. 98,104. Washington DC.
- International Monetary Fund (IMF). (2001). International Reserves and Foreign Currency Liquidity: Guidelines For a Data Template. Washington DC.
- International Monetary Fund (IMF). (Eylül 2002). Slovak Republic : Selected Issues and Statistical Appendix. Country Report. 2, 210. Washington DC.
- Kaminsky, G.L. ve Reinhart, C.M. (Haziran 1999). The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. *American Economic Review*, Vol. 89, Issue 3, 473-500.
- Kaminsky, G., Lizondo, S. ve Reinhart, C. M. (Temmuz 1997). Leading Indicators of Currency Crises. IMF Working Paper 97/79.
- Keyder, N., Sağlam, Y. ve Öztürk, M. K. (Ağustos 2004). Türkiye'nin Uluslararası Rekabet Gücü: Birim Ücret Maliyetine Dayalı Rekabet Endeksi ve Reel Kur. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, 221.
- Knight, M. ve Scacciavillani, F.(1998). Current Accounts: What Is Their Relevance for Economic Policymaking? *IMF Working Paper*, 71.
- Makrydakis, S. (1999). Consumption-Smoothing and the Excessiveness of Greece's Current Account Deficits. *Empirical Economics*, 24, 183-209.
- Mankiw, G. (1994). Macroeconomics, second edition. New York, Worth Publishers.
- Mann, C. L. (2002). Perspectives on the U.S. Current Account Deficit and Sustainability. *Journal of Economic Perspectives*, 16, 3, 131-152.
- McGettigan, D. (2000). Current Account and External Sustainability in the Baltics, Russia, and Other Countries of the Former Soviet Union. *IMF Occasional Paper*, 189, Washington DC: International Monetary Fund.
- Milesi-Ferretti, G. M. ve Razin, A. (Ekim 1996a). Current-Account Sustainability. *Princeton Studies in International Finance*, 81, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University.

- Milesi-Ferretti, G. M. ve Razin, A. (Ekim 1996b). Current-Account Sustainability: Selected East Asian and Latin American Experiences. *NBER Working Paper*, 5791.
- Nason J. M. ve Rogers J. N. (Şubat 2003). The Present-Value Model of the Current Account Has Been Rejected: Round Up the Usual Suspects. *FED International Finance Discussion Papers*, 760.
- Obstfeld, M. ve Rogoff, K. (1997). Foundations of International Macroeconomics. Boston, MIT Press.
- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) (Ekim 2004). Country Reviews, Economic Surveys: Turkey.
- Ostry, J. D. (1997). Current Account Imbalances In ASEAN Countries: Are They a Problem? *IMF Working Paper*, 97/51.
- Özmen, E. (Mayıs 2004). Cari Açık Tartışması. Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışmalı Toplantı, 3.
- Pindyck, R. S., Rubinfeld, D. R. (1998). Econometric Models and Economic Forecasts. Boston: Irwin McGraw-Hill.
- Roubini, N. ve Wachtel, P. (Mart 1998). Current Account Sustainability in Transition Economies. *NBER Working Paper*, 6468.
- Selçuk, F. (1997). Consumption Smoothing and the Current Account: Turkey's Experience, 1987-1995. *METU Studies in Development*, 24/4, 519-529.
- Serdengeçti, S. (27 Ekim 2004). Başkan Serdengeçti'nin Bakanlar Kurulu ve Plan Bütçe Komisyonu Sunumu. Erişim: 28/01/2005, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), www.tcmb.gov.tr.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Süreli Yayınları. (04 Ocak 2005). Reel Efektif Döviz Kuru Hesaplaması ve Yöntemsel Açıklama (www.tcmb.gov.tr).
- Uygur, E. (7 Nisan 2001). Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri. Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, 2001/1.
- Uygur, E. (Eylül 2004). Cari Açık Tartışmaları. *Iktisat, İşletme ve Finans*, 222, 5-20.
- Wieneke, A. (31 Mayıs 2002). Deficit Spending and Current Account Sustainability. Erişim:14 Mart 2005, wiwi.uni-paderborn.de/vwl1/de/downloadarea/deficit.pdf).

World Bank. (28 Temmuz 2003). Turkey Country Economic Memorandum Towards Macroeconomic Stability and Sustained Growth (In Three Volumes), 26301-TU.

Zanghieri, P. (2004). Current Accounts Dynamics in New Members: Sustainability and Policy Issues. *CEPII Working Paper*, 07.

EKLER

TÜRKİYE EKONOMİSİ SEÇİLMİŞ VERİLER, 1987 - 1995.

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Milli Gelir									
Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH)(milyon \$)	87269	90639	107187	150812	150916	159049	179588	129864	169714
Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH)(milyar TL-Sabit Fiyatlarla)	74722	76306	76498	83579	84353	89401	96591	91321	97888
% artış		2.1	0.3	9.3	0.9	6.0	8.0	-5.5	7.2
Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH)(milyon \$)	87616	90604	108623	152392	151941	160539	180988	130518	171735
Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH)(milyar TL-Sabit Fiyatlarla)	75019	76108	77347	84592	84887	90323	97677	91733	99028
% artış		1.5	1.6	9.4	0.3	6.4	8.1	-6.1	8.0
Kişi Başına GSYİH* (\$)				2600	2600	2700	3000	2100	2700
Tüketim (milyar TL-sabit fiyatlarla)	51019	82050	149140	269562	434366	734306	1333631	2565519	5457903
Tüketim/GSYİH (%)	68.3	63.5	65.6	68.6	68.9	67.2	67.3	66.3	70.3
Toplam Yatırımlar (milyar TL-sabit fiyatlarla)	18491	33738	51837	89892	149272	251435	505866	946186	1850225
Toplam Yatırımlar/GSYİH (%)	24.7	26.1	22.8	22.9	23.7	23.0	25.5	24.5	23.8
Yurt İçi Tasarruflar (milyar TL-sabit fiyatlarla)	18155	37288	59990	84532	121771	227981	408152	871427	1559741
Toplam Tasarruflar/GSYİH (%)	24.3	28.9	26.4	21.5	19.3	20.9	20.6	22.5	20.1
Cari Denge/GSYİH (%)									
Milli Gelir Yönünden (S-I)	-0.45	2.75	3.59	-1.36	-4.36	-2.15	-4.93	-1.93	-3.74
Ödemeler Dengesi Yönünden	-0.92	1.76	0.88	-1.74	0.17	-0.61	-3.58	2.03	-1.38
REER-TÜFE (1995=100)	93.3	85.3	106.5	117.0	112.9	114.9	125.7	95.7	103.1
REER-TEFE (1995=100)	97.6	92.0	114.0	117.6	109.1	110.1	112.6	95.8	97.0

Kaynak: Kişi başına milli gelir rakamı, www.dbresearch.com internet sitesinden alınmıştır. Diğer verilerin kaynağı TCMB olup hesaplamaların hepsi yazara aittir.

Notlar:

- 1) Tablodaki milli gelir verileri, 9 aylık dönemi kapsamaktadır.
- 2) Reel efektif döviz kuru endeksleri (REER-TÜFE VE TÜFE), yıl sonu değerleridir.

TÜRKİYE EKONOMİSİ SEÇİLMİŞ VERİLER, 1996 - 2004.

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Milli Gelir									
Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH)(milyon \$)	181506	189621	200115	184267	199748	145594	184332	240956	217721
Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH)(milyar TL-Sabit Fiyatlarla)	104745	112631	116114	110646	118789	109885	118612	125485	102261
% artış	7,0	7,5	3,1	-4,7	7,4	-7,5	7,9	5,8	-
Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH)(milyon \$)	184037	193286	205071	186332	201371	144020	181602	238891	216663
Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH)(milyar TL-Sabit Fiyatlarla)	106080	114874	119303	112044	119145	107783	116338	123165	101125
% artış	7,1	8,3	3,9	-6,1	6,3	-9,5	7,9	5,9	-17,9
Kişi Başına GSYİH* (\$)	2800	2900	3100	2800	2900	2100	2600	3300	4200
Tüketim (milyar TL-sabit fiyatlarla)	9937697	19619096	36122555	55927761	89097791	128513017	184420201	239585900	210329053
Tüketim/GSYİH (%)	67,3	68,0	69,2	72,2	71,5	72,0	66,4	66,6	68,3
Toplam Yatırımlar (milyar TL-sabit fiyatlarla)	3706404	7618372	12839213	16930592	27847893	32408979	46043018	55618335	52630093
Toplam Yatırımlar/GSYİH (%)	25,1	26,4	24,6	21,9	22,4	18,2	16,6	15,5	17,1
Yurt İçi Tasarruflar (milyar TL-sabit fiyatlarla)	3331123	6239062	10763011	10607468	18959387	22565578	51890208	68090490	58402685
Toplam Tasarruflar/GSYİH (%)	22,6	21,6	20,6	13,7	15,2	12,6	18,7	18,9	19,0
Cari Denge/GSYİH (%)									
Milli Gelir Yönünden (S-I)	-2,54	-4,78	-3,98	-8,17	-7,13	-5,52	2,11	3,47	1,87
Ödemeler Dengesi Yönünden	-1,34	-1,39	0,99	-0,73	-4,92	2,33	-0,83	-3,34	-4,82
REER-TÜFE (1995=100)	101,7	115,9	120,9	127,3	147,6	116,3	125,4	140,6	137,7
REER-TEFE (1995=100)	100,1	110,7	107,9	108,8	118,3	107,3	117,1	126,3	127,6

Kaynak: Kişi başına milli gelir rakamı, www.dbresearch.com internet sitesinden alınmıştır. Diğer verilerin kaynağı TCMB olup hesaplamaların hepsi yazara aittir.

Notlar:

- 1) Tablodaki milli gelir verileri, 9 aylık dönemi kapsamaktadır.
- 2) Reel efektif döviz kuru endeksleri (REER-TÜFE VE TÜFE), yıl sonu değerleridir.

