

**T.C.
GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS PROGRAMI**

**CARİ İŞLEMLER DENGESİNİN
SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ**

**TEZ DANIŞMANI
Doç. Dr. Arslan YİĞİDİM**

**HAZIRLAYAN
Hakan Hüsnü TOPRAK**

ANKARA-2006

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne

Hakan Hsn Toprak'a ait **"Cari İşlemler Dengesinin Sürdürülebilirliği"** adlı çalışma, jürimiz tarafından İktisat Anabilim Dalında YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Başkan

Prof. Dr. Dilek ÖZBEK

ye

Doç. Dr. Arslan YİğİDİM (Danışman)

ye

Doç. Dr. Gülen Elmas ARSLAN

ÖNSÖZ

Gelişmekte olan ülkelerde ekonomik büyüme açısından tartışılmakta olan konuların başında cari işlemler dengesi gelmektedir. Ekonomik büyümeyi sağlayabilmek için dış alemden kaynak ihtiyacı içinde olan ülkelerde cari işlemler dengesi sürdürülebilirliği zaman içinde çeşitli düzlemlerde tartışılmıştır.

1994, 1998 ve 2001 yılında üç kriz yaşayan Türkiye bunların en sıkıntılısı olan 2001 krizinden sonra % 9 oranında milli gelir daralması yaşamıştır. 2002 yılında verdiği cari fazladan sonra 2003, 2004 ve 2005 yıllarında daha önce yaşamadığı büyüklükte cari açıkla karşı karşıyadır.

Bu bağlamda ülkede son iki yıldır makro ekonomik anlamda tartışılan konuların başında cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliği gelmektedir.

Bu çalışma söz konusu tartışmalar çerçevesinde Türkiye’de cari işlemler dengesi sürdürülebilirliği kapsamında, diğer ekonomik göstergelerin cari açıkla ilişkisini ortaya koymayı amaçlamaktadır.

Çalışmanın ilk aşamasından itibaren değerli katkı ve yorumlarını esirgemeyen, ihtiyaç duyduğum her türlü yardımı sağlayan tez danışmanım Sayın Doç. Dr. Arslan Yiğidim’e sabrından dolayı teşekkürü borç bilirim. Çalışmanın son aşamasında değerli öneri ve katkıları ile konuya daha değişik bir boyuttan bakmamı sağlayan Sayın Prof. Dr. Dilek Özbek’e de teşekkürlerimi sunuyorum. Çalışma sırasında desteklerini esirgemeyen eşim Dilek ve kızım Zeynep’e de ayrıca teşekkür ediyorum.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	i
İÇİNDEKİLER	ii
TABLO CETVELİ	iv
ŞEKİL CETVELİ	v
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM	5
CARİ İŞLEMLER DENGESİ AÇIĞININ SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ	5
1.1. Ödemeler Dengesi Kavramı ve Kapsamı	5
1.2. Dış Ticaret Dengesine Yönelik Teorik Yaklaşımlar.....	11
1.2.1. Esneklikler Yaklaşımı.....	11
1.2.2. Yapısalcı Yaklaşım	12
1.2.3. Toplam Harcama Yaklaşımı.....	13
1.2.4. Parasalcı Yaklaşım	15
1.2.5. Mundell-Fleming Modeli.....	15
1.3. Cari İşlemler Denge Açıklarının Sürdürülebilirliği	16
1.3.1. Dönemlerarası Yaklaşım.....	18
1.3.2. Açığın Sürdürülebilirliğine Yönelik Makro Muhasebe Yaklaşımı .	21
1.4. Cari İşlemler Dengesi Açığının Sürdürülebilirliği İle İlgili Çalışmalar ve Tartışmalar	23
İKİNCİ BÖLÜM	28
DÜNYA EKONOMİSİNDE DIŞ DENGİ SORUNLARI, AÇIKLARININ GİDERİLMESİ ve ÜLKE DENEYİMLERİ	28
2.1. Bretton Woods Sisteminin Yıkılması	28
2.2. Petrol Krizi ve Borç Sorunu	30
2.3. Borç Sorununa Yönelik Çalışmalar ve Washington Consensus	32
2.4. Cari Açığın Önlenmesine Yönelik Politikalar	34
2.5. Ülke Deneyimleri	35
2.5.1. Şili Deneyimi	35
2.5.2. Arjantin Deneyimi.....	42
2.5.3. Brezilya Deneyimi	47
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM	51
TÜRKİYE'DE DIŞ DENGİ SORUNLARI ve CARİ AÇIĞIN YÖNETİMİ.....	51
3.1. Liberalizasyon Politikalarının Genel Çerçevesi.....	52
3.2. Liberalizasyon Politikalarına İlişkin Bazı Değerlendirmeler.....	57
3.3. Cari Açığın Sürdürülebilirliği Yönetiminde Kırılmalıklar	58
3.3.1. Sermaye Hareketlerinin Kompozisyonu	59
3.3.1.1. Finansal Sermaye Hareketleri	62
3.3.1.1.1. Sıcak Para 1	65
3.3.1.1.2. Sıcak Para 2	65
3.3.1.1.3. Sıcak Para 3	65

3.3.1.2. Finansal Sermaye Hareketleri Üzerine Genel Değerlendirme	67
3.3.1.2.1. Döviz Kuru	72
3.3.1.2.2. Faiz Oranları	77
3.3.1.2.3. Tüketim ve Yatırım.....	79
3.3.1.2.4. Finansal Yapı.....	82
3.3.2. Cari İşlemler Dengesinin Kompozisyonu	86
3.3.3. Dış Borcun Miktarı Ve Kompozisyonu.....	88
3.3.4. Dış Ticaretin Kompozisyonu	90
3.3.5. Kamu Açığı	94
3.3.6. Döviz Rezervleri.....	97
3.4. Cari Açığın Sürdürülebilirliğinin Yönetimi.....	99
3.5 Makro Muhasebe Yaklaşımına Göre Türkiye'de Cari İşlemler Dengesinin Sürdürülebilirliği Üzerine Uygulamalı Çalışma.....	100
SONUÇ VE DEĞERLENDİRME	106
KAYNAKÇA	110
ÖZET	119
ABSTRACT	120

TABLO CETVELİ

Tablo 1.1. 1990-2004 Türkiye Ödemeler Dengesi Seçilmiş Kalemler (Milyon ABD Doları).....	8
Tablo 2.2. Şili'ye Giriş Yapan Net Sermaye Miktarı (USD).....	41
Tablo 2.3. Arjantin Ekonomisinde 1978-1982 dönemindeki bazı ekonomik büyüklükler.....	43
Tablo 2.4. Arjantin Ekonomisinde 1992-2001 dönemindeki bazı ekonomik büyüklükler.....	46
Tablo 2.5. Brezilya Ekonomisinde 1992-2001 dönemindeki bazı ekonomik büyüklükler.....	49
Tablo 3.1. Türkiye'de Cari İşlemler Dengesinin Finansmanı (Milyon ABD Doları)	60
Tablo 3.2. Türkiye'de 1992-2005 Döneminde Sıcak Para (Milyon ABD Doları)	66
Tablo 3.3. Türkiye'de Sermaye Hareketleri (Milli Gelire yüzde oran olarak)	67
Tablo 3.4. Türkiye'de Reel Faizler Ve Korunmamış Faiz Paritesi	78
Tablo 3.5. Türkiye Ekonomisinde 1990-2005 Dönemine İlişkin Bazı Seçilmiş Göstergeler (GSMH'ye Yüzde Oran)	82
Tablo 3.6. Türkiye Ve Bazı Ülkelerde Finansal Aracılık Hizmetlerinin (FAH) GSYİH'ye Oranı (Yüzde).....	84
Tablo 3.7. Dış Ticaretin Mal Grupları (Toplam İçinde Yüzde Payları) ve İhracatın İthalatı Karşılama Oranı	93
Tablo 3.8. Döviz Rezervleri, Kısa Vadeli Borç Stoğu ve Ortalama İthalat	98
Tablo 3.9. Model Sonuçları	104

ŞEKİL CETVELİ

Şekil 3.1. Türkiye’de Cari İşlemler Dengesi (Milyon ABD Doları) ve Ekonomik Büyüme (Yüzde)	63
Şekil 3.2. Reel Efektif Döviz Kuru (1995=100)	72
Şekil 3.3. Türkiye’de Tasarruf Hacminin ve Sabit Sermaye Yatırımlarının GSMH’ye Oranı (Yüzde Pay)	80
Şekil 3.4. Tüketici Kredilerinin Milli Gelire Oranı (Yüzde Pay)	81
Şekil 3.5. Cari İşlemler Dengesinin Kompozisyonu (Milyon ABD Doları)	86
Şekil 3.6. Hizmetler Dengesinin Alt Kalemleri (Milyon ABD Doları)	88
Şekil 3.7. Dış Borcun Kompozisyonu (Milyar ABD Doları) ve Milli Gelire Oranı (Yüzde Pay)	89
Şekil 3.8. Dış Borcun Döviz Kompozisyonu (Toplam Borç içinde Yüzde Pay)	90
Şekil 3.9. Kamu Kesimi Borçlanma Gereği ve Finansmanı (Milli Gelire Oran)	95
Şekil 3.10. Uluslararası Rezervler (Milyon ABD Dolar)	97
Şekil 3.11. Faiz Dışı Cari İşlemler Dengesi (Milyon ABD Doları) ve GSYİH’ya Yüzde Oranı	102

GİRİŞ

İktisat teorisinin gelişimiyle birlikte ödemeler dengesi konusu her zaman iktisat bilimi içerisinde kendisine tartışılacak bir yer bulmuştur. Ortaya konulan her teoride, ödemeler dengesinin işleyiş mekanizması, uyarlama dinamikleri tartışma konusu olmuştur. Ancak özellikle 1980'li yılların ardından dünya ekonomisinde yaşanan gelişmelerle birlikte ödemeler dengesi konusu daha çok tartışılmaya başlanmıştır. Gerek ülkeler bazında uygulanan döviz kuru rejimlerinin farklılaşmaya başlaması, sermaye hareketlerinin liberalleşip kambiyo kontrollerinin kaldırılması, gerek gelişen teknolojik gelişmeler ve küreselleşme olgusuyla birlikte uluslararası sermaye hareketlerindeki akışkanlığın artması ve uluslararası sermaye hareketlerinde vadelerin kısılmasıyla birlikte, özellikle 1990'lı yıllar gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizleri (1994 Meksika ve Türkiye, 1997 Asya, 1998 Rusya, 2000/2001 Türkiye ve Arjantin, 2001 Brezilya krizleri), ödemeler dengesi ve bu kavramla ilişkili cari işlemler açığı, sermaye hareketleri gibi kavramları daha çok tartışmaya açmıştır.

1980'li yıllar öncesinde yaşanan krizlerden farklı olarak, yeni gelişen dönemde ülkeler daha önce yaşadıkları krizlerden daha farklı dinamiklerle karşılaştılar. Örneğin daha önceki dönemlerde gelişebilecek herhangi bir krize karşı aldıkları önlemin artık yetersiz kaldığını, uluslararası mal ticaretinin finansmanından kopmuş sermaye girişlerinin ulusal ekonomideki kırılganlığı arttırdığını ve daha da önemlisi dünyanın herhangi bir yerindeki ülkede çıkan krizin kendilerini olumsuz etkilediğini (contagion effect) görmeye başladılar. Uluslararası para piyasalarında haftalık vadelerle dönen borç alacak ilişkisine bağlı işlem hacminin artık trilyon dolarlarla ifade edilmeye başlanması ve gelişmiş ülkelerle gelişmekte olan ülkeler arasındaki gelişmişlik düzeyinin giderek açılması sonucunda akademik çevrelerin yanı sıra uluslararası finansal kuruluşlar ve ulusal politika yapıcıları da gelişmekte

olan ÷lkelerde cari işlemler dengesindeki açıklar hakkındaki tartışmalara, kendi yaptırdıkları araştırmalarla dahil olmuşlardır.

Araştırmalar daha çok cari işlemler dengesindeki açıkların hangi noktadan sonra tehlikeli olmaya başlayacağı etrafında gelişmektedir. Ekonomi literatürüne “sürdürülebilirlik” olarak geçmiş olan kavrama göre, ulusal politikaların tasarımı önem kazanmaya başlamıştır. Krizler konusunda birtakım öncü göstergeler tespit edilmeye, ödemeler dengesinden üretilen ve cari işlemler dengesindeki açığın finansman biçimi ve vadesinden, nihayet cari işlemler dengesi açığının ulusal gelire oranına dek pek çok sürdürülebilirlik ölçütü geliştirilmeye çalışılmıştır. Hatta cari açığın sürdürülebilirliğinden borçların sürdürülebilirliğine uzanan zincirleme etkileşimden söz edilmeye başlanmıştır.

Dünyada özellikle gelişmekte olan ÷lkelerde cari işlemler dengesi sürdürülebilirliği üzerine yapılan çalışmalarda da ortaya konulduğu gibi sürdürülebilirlik üzerine belirli bir eşik ya da oran belirlemek mümkün değildir. Bununla birlikte sürdürülebilirlik kavramını etkileyen diğer ekonomik göstergelerin büyüklüğü ve yönüne bakarak politikalar üretmek mümkündür.

Türkiye ekonomisinde cari işlemler dengesi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki incelendiğinde, diğer gelişmekte olan ÷lkelerde olduğu gibi cari işlemler dengesi açıkları ile ekonomik büyüme arasındaki aynı yönlü ilişki dikkati çekmektedir. Türkiye’de cari işlemler dengesi açık verdiği zaman ekonomi büyümektedir. Bununla birlikte cari işlemler dengesi az da olsa fazla verdiği zaman ya ekonominin büyüme hızı yavaşlamaktadır ya da ekonomi küçülmektedir. Diğer bir ifadeyle ekonomik büyümenin gerçekleşebilmesi için ihtiyaç duyulan dış kaynak sağlandığında, bu durum cari işlemler dengesi açığı olarak kendini göstermektedir. 1980 sonrasındaki gelişmeler esas alındığında, 1992 yılına kadar Türkiye’de cari işlemler açığı küçük miktarlar (moderate) arasında salınmaktadır. Ancak 1992 yılından sonra hem cari işlemler dengesinin büyüme hızı artmaya başlamıştır hem de salınım frekansı daha yüksek boyutlara ulaşmıştır. Bunlara bağlı olarak milli gelirdeki

büyüme-daralma salınımları da artmıştır. 1994 ve 2000-2001 yıllarında cari işlemler dengesi sorunları nedeniyle ekonomik daralmalar yaşamıştır.

Bu çalışmanın amacı cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliği konusunu irdelemeye çalışmaktır. 1970'li yıllarda dünya ekonomisinde yaşanan gelişmelerin ardından, cari işlemler dengesi ile ekonominin diğer değişkenleri arasında artan karşılıklı etkileşimin, Türkiye özelinde cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliğine etkileri incelenmeye çalışılacaktır.

Çalışmanın birinci bölümünde ödemeler dengesi kavramsal olarak açıklanacak ve ödemeler dengesinin genel bir tanıtımı yapılacaktır. Daha sonra dış ticaret dengesi açıkları üzerine geliştirilmiş teorik yaklaşımlar üzerinde durulacaktır. Cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliği ile ilgili temel yaklaşımlar, cari işlemler dengesine dönemlerarası yaklaşım ve borç ödeyebilme kriterine göre sürdürülebilirlik yaklaşımları anlatılacak ve bu yaklaşımlar çerçevesinde kısa bir literatür taraması yapılacaktır.

İkinci bölümde, dünya ekonomisinde dış denge sorunları ve cari açıkların giderilmesi ile ilgili politika yaklaşımlarına yer verilecektir. Bretton Woods sisteminin yıkılmasından sonra petrol krizinin de etkisiyle gelişmekte olan ülkelerde yaşanan borç krizi ile ödemeler dengesi sorunları ve borç krizinin ardından dış kaynak finansmanının çözümü için serbestleşme politikalarının benimsenmesi anlatılacak ve gelişmekte olan ülkelerin yaşadığı deneyimlere yer verilecektir.

Üçüncü bölümde Türkiye'de 1980 sonrasında uygulanmaya başlayan ve 1989 yılında 32 Sayılı Karar ile tamamlanan liberalizasyon politikalarının genel çerçevesi anlatılacaktır. 1990'lı yıllarda uygulanmaya başlayan liberalizasyon politikaları sonrasında Türkiye ekonomisinde cari açığın sürdürülebilirliğinin yönetimindeki kırılganlıklar tartışılacaktır. Özellikle 1990'lı yıllardan sonra artmaya başlayan arbitraj arayıcı (spekülatif) sermaye hareketleri üzerinde durulacak Türkiye ekonomisi için ödemeler dengesi rakamlarından türetilmiş sıcak para tanımları yapılacaktır. Cari işlemler

dengesi sürdürülebilirliği bakımından önem taşıdığı düşünülen, cari işlemler dengesinin kompozisyonu, dış ticaretin kompozisyonu, dış borcun yapısı, kamu açığı ve uluslararası rezervler gibi ekonomik büyüklükler sürdürülebilirlik çerçevesinde tartışılacaktır. 1990'lı yıllarda sıcak para girişlerine dayalı ekonomik büyüme ile birlikte cari işlemler dengesindeki açıkların sağlıklı bir ekonomik gelişmeye neden olduğu, değerli döviz kuru ve yüksek reel faizler ile birlikte özellikle yatırımların kompozisyonunda ticarete konu sektörlerden ticarete konu olmayan sektörler kayışın olumsuz etkilerine değinilecektir. Cari işlemler dengesinin finansmanı bakımından en sağlıklı sermaye girişi olan doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının düşük düzeylerde gerçekleşmesi, ulusal ortamdaki uygun kâr koşulları sonucu portföy yatırımları ile yurt dışı borçlanmaların ekonomideki kırılganlığı artırması sonucu, son on beş yıllık ekonomik gelişmeler sürdürülebilirlik çerçevesinde değerlendirilecektir. Bölümün sonunda makro muhasebe yaklaşımına göre kurgulanmış basit bir model kullanılarak 2006 yılında Türkiye ekonomisinde cari işlemler dengesi sürdürülebilirliği için sürdürülebilirlik analizi yapılacaktır

Son bölüm sonuç ve değerlendirmeye ayrılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

CARİ İŞLEMLER DENGESİ AÇIĞININ SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ

1.1. Ödemeler Dengesi Kavramı ve Kapsamı

Ödemeler dengesi verileri küreselleşme süreci ile birlikte ekonominin tüm birimleri için en önemli gösterge olma özelliği kazanmıştır. Ödemeler dengesi verilerinin en önemli alt kalemi olan cari işlemler dengesi, ekonomide yurt içi yerleşikler ile yurt dışı yerleşikler arasındaki mal, hizmet, faktör gelirleri ve transfer işlemlerine ilişkin hareketleri yansıtmaktadır.

Cari işlemler dengesi kabaca dört farklı şekilde tanımlanabilir.

Tanımlardan en kapsamlısı, net mal ve hizmet ihracatı, net dış varlıklar (bono, tahvil hisse senedi, krediler ve fiziki sermayeyi de içermek üzere) ve işçi döviz ve bedelsiz ithalatı içermek üzere net özel ve kamu kesimi transferlerinden oluşur ve aşağıdaki biçimde ifade edilebilir:

$$CA = NX + rB + TR$$

Denklemdaki r ifadesi uluslararası faiz oranı olarak düşünülebilir. Net dış varlıkları negatif olan ($B < 0$) borçlu ülkeler için rB ifadesi genellikle negatif olur. rB ifadesi doğrudan yatırımlardan elde edilen kârların yurt dışına transferlerini de içerir.

Diğer bir tanımlamaya göre ise gayrisafi yurt içi harcanabilir gelirden tüketilen kısmın düşülmesiyle elde edilir. Buna göre bulunan değer sıfırdan küçük bir değer ise harcanabilir gelirden daha fazlası tüketilmiş, yani dış alemden kaynak kullanılmış demektir. Ülkede cari işlemler dengesi açığından söz edilir. Ters durumda ise yani harcanabilir gelirin tamamı kullanılmamışsa dış aleme kaynak aktarılmış, yani cari işlemler fazlası var demektir.

Cari işlemler dengesi kavramına ilişkin yapılabilecek diğer bir tanım ise varlık-yükümlülük değişimleri göz önünde bulundurularak yapılabilir. Bir ülkenin yerleşikleri dış alemden borçlandıklarında yükümlülükleri artarken (varlıkları azalırken), dış aleme borç verdiklerinde ise yükümlülükleri azalır (varlıkları artar). Dolayısıyla cari işlemler dengesi net dış varlıklardaki değişim olarak da tanımlanabilmektedir.

Yapılan bu üç tanımdan başka milli gelir muhasebesi yoluyla da cari işlemler dengesi tanımlanabilir.

Kapalı bir ekonomide; Üretilen milli gelir

$$Y = \text{GSYİH} = \text{GSMH} \equiv C + I + G, \quad (1.1)$$

şeklinde ifade edilebilir. Açık ekonomide ise;

$$Y = \text{GDP} \equiv C + I + G + (X - M) \quad (1.2)$$

$$\text{GNP} = \text{GDP} + \text{NFI}; \quad (1.3)$$

NFI= Net faktör gelirleri,

Yukarıdaki şekilde ifade edilen gayrisafi yurt içi hasıla ve gayrisafi milli hasıla büyüklükleri, net ihracat ve dış alem net faktör gelirleri yoluyla ödemeler dengesinden etkilenmektedir.

$$\text{GDP} + \text{NFI} = C + I + G + (X - M) + \text{NFI} \quad (1.4)$$

$$\text{GNP} = C + I + G + [(X - M) + \text{NFI}] \quad (1.5)$$

Köşeli parantez içindeki ifade cari işlemler dengesi demektir.

$$\text{CAB} = \text{GNP} - (C + I + G) \quad (1.6)$$

$$= \text{GNP} - (C + I + G) \quad (1.7)$$

$$= \text{GNP} - C - I - G \quad (1.8)$$

$$=(GNP-T-C)-I +(T-G) \quad (1.9)$$

$$CAB = (S-I)+(T-G) \quad (1.10)$$

Ulaşılan son eşitlik cari işlemler dengesinin milli gelir muhasebesi yoluyla ulaşılan diğer bir ifadesi olmaktadır. Ulusal yatırımların yurt içi toplam tasarrufları aşan kısmı, dış alemden sağlanan kaynaklarla finanse edilmektedir. Bu yüzden cari işlemler dengesindeki açıklar ulusal tasarruf açığı olarak da nitelendirilmektedir. Bununla birlikte son ifadeden cari işlemler dengesi ile ilgili çok önemli sonuçlara ulaşılmaktadır.

Ödemeler dengesi ekonominin tüm sektörleriyle ilgili bağlantıları içermektedir, ve tüm sektörleri etkilemektedir. Milli gelir denklemlerinde görüldüğü gibi net ihracat yoluyla kazanılan gelir (cari işlemler dengesindeki açık dolayısıyla sağlanan dış kaynak) doğrudan doğruya ulusal gelirin bir kompozisyonudur. Toplam yatırımların ulusal tasarruf hacmini aştığı durumlarda dış kaynaklarla finanse edilmesi zorunluluğu, ve tüketim davranışlarını etkilemesi nedeniyle, gelişmekte olan ülkeler için hedeflenen büyüme düzeylerine ulaşmak, dış kaynak kullanımı diğer bir anlamda da cari işlemler dengesi açıklarıyla mümkün hale gelmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde sermaye kıt faktördür. Ekonomik büyümeyi gerçekleştirebilmek, birim emek başına düşen sermaye oranını arttırmak için kendilerinde yeterli düzeyde olmayan sermayeye ihtiyaç duyarlar. Böylece ihtiyaç duydukları yatırımları gerçekleştirir, ekonomik büyümeyi gerçekleştirebilirler. Cari açıklar ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki incelendiğinde gelişmekte olan ülkelerin yeterli büyümeyi sağlamak için belli bir oranda cari açık vermeleri gerekmektedir. Gerçekten de gelişmekte olan ülkelerde ekonomik büyüme ile cari işlemler dengesindeki açıklar incelendiğinde cari işlemler dengesindeki açık dönemlerinde ekonominin büyüdüğü ve ekonomik daralma zamanlarında cari işlemler fazlası olduğu anlaşılmaktadır.

Ödemeler dengesi bir ülkenin belirli bir dönem için (genellikle bir ay) dış alemle gerçekleştirdiği her türlü ekonomik faaliyeti akım bazında özetleyen bir tablodur. Metodoloji gereği her bir işlem çift kayıt prensibine göre kaydedilir. Bunun amacı her türlü işlem sonucunda oluşan işlemlerin netliğini göstermek, yani ödemelerin dengede olduğunu göstermektir. Tablo 1.1.'de 1990-2005 yılları için Türkiye'nin ödemeler dengesi verilerine ilişkin seçilmiş veriler sunulmuştur.

Ödemeler dengesinde iki ana otonom kalemlerinin yanısıra, bir de denkleştirici kalem vardır. Denkleştirici kalem (net hata ve noksan) az önce sözü edilen dengenin sağlanması için gereklidir, yönü ve büyüklüğü iki otonom kalemin büyüklüğü ve yönüne bağlı olarak belirlenir.

Tablo 1.1. 1990-2004 Türkiye Ödemeler Dengesi Seçilmiş Kalemler (Milyon ABD Doları)

(Milyon ABD Dolar)	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
I Cari İşlemler Hesabı	-2.625	250	-974	-6.433	2.631	-2.339	-2.437	-2.638	1.984	-1.340	-9.821	3.392	-1.524	-8.036	-15.604	-23.031
Dış Ticaret Dengesi	-9.448	-7.290	-8.076	-14.081	-4.167	-13.152	-10.264	-15.048	-14.052	-10.185	-21.959	-3.733	-7.283	-14.010	-23.878	-32.722
Hizmetler Dengesi	4.966	5.164	5.807	6.740	7.052	9.620	6.657	10.912	13.506	7.491	11.366	9.132	7.879	10.504	12.784	13.967
Yatırım Geliri Dengesi	-2.508	-2.663	-2.625	-2.744	-3.264	-3.205	-2.927	-3.013	-2.985	-3.537	-4.002	-5.000	-4.556	-5.557	-5.637	-5.744
Cari Transferler	4.365	5.039	3.920	3.652	3.010	4.398	4.097	4.511	5.515	4.891	4.774	2.993	2.436	1.027	1.127	1.468
II Sermaye ve Finans Hesapları	3.093	-1.198	2.164	8.595	-4.463	-93	938	3.625	-1.287	-377	12.581	-1.633	1.406	3.095	13.336	20.617
Doğrudan Yatırımlar	700	783	779	622	559	772	612	554	573	138	112	2.855	962	1.253	1.978	8.603
Portföy Yatırımları	547	623	2.411	3.917	1.158	237	570	1.634	-6.711	3.429	1.022	-4.515	-593	2.465	8.023	13.437
Diğer Yatırımlar	2.742	-3.803	458	4.364	-5.634	3.903	4.301	4.753	5.067	1.782	11.801	-2.667	7.190	3.424	4.159	16.424
Rezerv Varlıklar	-896	1.199	-1.484	-308	-546	-5.005	-4.545	-3.316	-216	-5.726	-354	2.694	-6.153	-4.047	-824	-17.847
III Net Hata Noksan	-468	948	-1.190	-2.162	1.832	2.432	1.499	-987	-697	1.717	-2.760	-1.759	118	4.941	2.268	2.414

Kaynak: TCMB Ödemeler Dengesi İstatistikleri

İlk ana kalem cari işlemler dengesidir. Cari işlemler dengesinde ödemeler ya da döviz çıkışları eksi işaretlerle, döviz girişleri ise artı işaretlerle gösterilir. Cari işlemler dengesi ise dört ana kalemden oluşur. Bunlardan ilki dış ticaret dengesidir. Bu kısım mal ihracat ve ithalatının yansıtıldığı kalemdir

ki daha çok ekonominin reel sektörü ile ilgilidir. Cari işlemler dengesi üzerindeki en etkili kalem budur. İkinci kısım ise hizmetler dengesidir. Burada dış alemle yapılan hizmet faaliyetlerinin net değerleri yer almaktadır. Turizm, müteahhitlik hizmetleri, sigortacılık vb. hizmet türleri başlıca hizmet türleridir. Türkiye açısından en önemli hizmet geliri turizm geliridir ve dış ticaret dengesi her zaman eksi değer almasına karşın hizmetler dengesi Türkiye’de her zaman pozitif değer almaktadır. Üçüncü kısım kâr transferleri, dış borç faizleri ile portföy yatırımlarından elde edilen gelirlerin netleştirildiği yatırım geliri dengesidir. Son olarak dış alem ile gerçekleştirilen karşılıksız transferler ile bedelsiz ithalatın yansıtıldığı cari transferler kalemi cari işlemler dengesini oluşturmaktadır.

Bu dört alt dengenin toplamı cari işlemler dengesinin değerini verir. Eğer bulunan değer pozitif ise cari işlemler fazlasından, negatif ise cari işlemler açığından söz edilir.

Diğer otonom kalem ise sermaye hesabıdır. Sermaye hesabındaki kalemlerin herbirine varlık-yükümlülük olarak yaklaşmak ödemeler dengesi istatistiklerini yorumlarken analitik bir kolaylık sağlamaktadır. Gerçekten de cari işlemler dengesi yapılan bir ticareti ya da hizmet alışverişini yansıtır işlemi sonlandırırken, sermaye hesabında işlemler alacak-verecek ilişkisini yansıttığı için işlemler nihayete ermezler. Bu bağlamda sermaye hesabında ülkeye sermaye girişleri artı işaretle gösterilir ve dış aleme karşı ödenmesi gereken bir yükümlülük doğurur. Ülkeden çıkan sermaye eksi işaretle gösterilir. Ülkeden çıkan sermaye dış alemin bize olan yükümlülüklerinde bir artışa yani dış varlıklarda bir artışa neden olur. Dış yükümlülüklerle dış varlıkların toplamı net dış varlıkları verir (Sürekli sermaye girişleri olan ülkelerde net dış varlıklar eksi olur. Yani söz konusu ülkenin net toplam dış yükümlülüğü vardır). Sermaye hesabında sırasıyla, doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, kredi ilişkileri ile mevduat hesaplarının yer aldığı diğer yatırımlar ve son olarak da Merkez Bankası yönetimindeki resmi rezervler yer alır. Ancak resmi rezervlerdeki değişme sermaye hareketlerine ters işaretli

olarak yansır. Yani rezervlerde bir artış varsa (-) olarak, rezervlerde bir azalış varsa (+) işaretli olarak yansır.

Son olarak denkleştirici kalem olan net hata ve noksan kalemi vardır. Bu kalem cari işlemler dengesi ve sermaye hareketlerinin büyüklüğüne bağlı olarak belirlenir. Ödemeler dengesi temel özdeşliği aşağıdaki biçimde ifade edilir;

$$\text{Cari İşlemler Dengesi} + \text{Sermaye Hareketleri} + \text{Net Hata ve Noksan} = 0$$

Cari işlemler dengesi ile sermaye hareketleri arasında bir finansman ilişkisi vardır. Cari işlemler dengesinde açıklar varsa, yani ülke bir anlamda ürettiğinden daha fazlası tüketiyorsa, açığın finansmanı ülkeye sermaye girişleri ile sağlanır. Net hata ve noksan kaleminin sıfır olduğu varsayımıyla, cari işlemler dengesi ve sermaye hareketleri aynı dönemde fazla ya da açık veremezler. Sermaye hareketlerinin cari açığı finansman işlevi (mekanizması) ise doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, kredi yoluyla borçlanma ile gelecek sermaye girişleri ya da (önceki dönemlerde biriktirilmiş) rezervlerden karşılanacak finansman ile olabilir. Yani bir ülke, cari işlemler dengesindeki açıkları ya net dış varlıklardaki azalma ya da rezervlerinden karşılayabilir.

Daha önce de sözü edildiği gibi cari işlemler dengesi ile ekonomik büyüme arasında doğrudan bir ilişki vardır. Ülkeler verdikleri cari işlemler açıkları sayesinde kendi tasarruf açıkları ile gerçekleştiremedikleri yatırımları dış kaynak sayesinde gerçekleştirirler ve bu sayede büyürler. Ancak eğer cari işlemler dengesindeki açıklar artık finanse edilemiyorsa ülke dış kaynak sağlayamıyorsa durum tersine döner muhtemelen yaşanacak bir krizle birlikte ekonomik daralma yaşanır. Sonu ekonomik daralmaya varacak olan durum cari işlemler dengesinin “sürdürülemediği” durumudur.

Dolayısıyla politika yapıcılar, karar alıcılar ve akademisyenler ülkedeki cari açığın (ve bununla ilgili olarak diğer ekonomik değişkenlerin) hangi noktaya kadar sürdürülebilir olduğunu ve hangi noktadan sonra sürdürülemez olduğunu araştırmışlardır.

Cari işlemler dengesi açıkları net ihracat (ihracat eksi ithalat) veya toplam dış varlıkların eksi olması nedeniyle özünde bir döviz açığı olduğu anlamına gelir. Bu durumun devam edebilmesi, döviz açığının yurtdışından borçlanma ile veya doğrudan yabancı sermaye girişleri ile finanse edilmesi ile mümkündür. Bu durumda net dış varlıklarda daha büyük azalış meydana gelecektir. Cari açık, ekonomide kamu kesiminden veya özel kesimden kaynaklanan bir harcama fazlası olduğunu da ifade eder. Cari işlemler dengesi açıkları ekonomik büyümeye olumlu katkıda bulunurken, dış borç stoğunun artışına neden olmaları nedeniyle olumsuz etkide bulunurlar. Dolayısıyla artan dış borç stoğuna rağmen ülke içindeki harcama fazlasının devam edebilmesi için (cari açığın finansmanı için) gerekli dış finansmanın bulunması sürdürülebilirlik olarak ifade edilebilir.

1.2. Dış Ticaret Dengesine Yönelik Teorik Yaklaşımlar

1.2.1. Esneklikler Yaklaşımı

Dışsal şokla karşılaşmış bir ekonominin, cari işlemler açığının devalüasyon yoluyla azaltılıp azaltılamayacağı sorusuna cevap aramıştır. Esneklikler yaklaşımında açıkça belirtilmese de sabit döviz kuru rejimi esas alınmış, ve sermaye hesabına ilişkin durumlar yeterince göz önünde bulundurulmamıştır (Pitchford, 1995).

Devalüasyon ulusal para olarak ülkedeki ithal mallarının fiyatını yükseltir, döviz olarak da ülkenin ihraç mallarını yabancılara karşı ucuzlatır. Dolayısıyla esneklikler yaklaşımına göre, ithalat giderleri açısından, devalüasyondan beklenen etki ithal mallarının yurt içi talebini kısarak ülkenin

döviz giderlerini azaltmasıdır. Buna döviz tasarrufu sağlayıcı etki de denebilir. Belirli orandaki devalüasyonun ne ölçüde döviz tasarrufu sağlayacağı, ithal mallarında ortaya çıkan fiyat artışları karşısında halkın yabancı mal talebini ne oranda kısacağına, yani ithal malları talebinin esnekliğine bağlıdır. Yine bu yaklaşıma göre devalüasyonun döviz gelirlerini arttırması, ihraç mallarını yabancı paralar cinsinden ucuzlatması, dolayısıyla yabancı tüketicilerin bu malların talebini arttırmalarının sonucu olarak ortaya çıkar. Buna da döviz kazandırıcı etki denilebilir. Devalüasyonun ne ölçüde döviz kazandıracığı yine ülkenin ihraç mallarına karşı yabancı tüketicilerin talep esnekliğine bağlıdır (Seyidoğlu, 1996:376). Marshall-Lerner koşulu olarak bilinen yaklaşıma göre, devalüasyon sayesinde dış ticaret dengesinde iyileşme olabilmesi için, ihraç mallarına yurt dışı yerleşik kişilerin talep (fiyat) esneklikleri ile ithal mallarının yurt içi talep (fiyat) esneklikleri toplamının birden büyük olması gerekmektedir. Ancak analizden devalüasyon sonrası gerçekleşecek kur değişimlerinin nominal değil reel değişimlerin olması gerektiği çıkmaktadır. Eğer ekonomideki kur değişimi, reel değişime dönüşmezse devalüasyonun ticaret açığını iyileştirme imkanı ortadan kalkmaktadır.

1940'lara kadar esneklikler ile ilgili olan olumlu düşünce o dönemlerde yapılan çalışmalarda, esnekliklerin öngörülenden çok daha düşük çıkmasıyla birlikte 1970'li yılların ortalarına kadar gelişmekte olan ülkelerde "esneklikler karamsarlığı" (Edwards, 2001:3) hakim olmuştur. Bu düşünceyle birlikte devalüasyonun dış denge açıkları üzerindeki olumlu etkisi tartışmaya açılmıştır.

1.2.2. Yapısalcı Yaklaşım

Yapısalcı görüşü savunanlar gelişmekte olan ülkelerde yaşanan cari işlemler dengesindeki sıkıntıların yapısal sorunlardan kaynaklandığını dolayısıyla yapısal sorunların gelişmekte olan ülkelerin büyümelerini

sınırladığını savunmuşlardır. “Yapısalcılar” söz konusu sıkıntıları gidermek için döviz kuru ayarlamaları yerine, ithal ikameci politikalar uygulayarak sanayileşmenin sağlanması gerektiğini savunmuşlardır. Özellikle Latin Amerika ülkelerinde Raul Prebisch’in etkileriyle ithal ikameci politikalar etkili olmuştur (Edwards, 2001:4). Nitekim ülkemizde de kalkınma planları ithal ikameci sanayileşme anlayışı çerçevesinde geliştirilmiştir.

1.2.3. Toplam Harcama Yaklaşımı

Devalüasyon konusunda esneklik yaklaşımına dayanan geleneksel açıklamalar zamanla yetersiz bulunarak birçok iktisatçı tarafından eleştirilmeye başlanmıştır. Sydney Alexander esneklikler yaklaşımının devalüasyonun sadece göreceli fiyatlar etkisini dikkate almasını ve gelir etkisini ihmal etmesini eleştirmiştir. Esneklikler yaklaşımında döviz piyasasının tüm ekonomi bağlamında bir bütün olarak algılanamaması, dış ticarete giren malların arz ve talep esneklikleri dışında diğer tüm ekonomik değişkenlerin sabit varsayılması toplam harcama (absorption) yaklaşımının gelişmesine neden olmuştur (Pitchford, 1995).

Esasen toplam harcama yaklaşımı Keynes’in milli gelir teorisinin uluslararası ekonomiye uygulamasıdır. Devalüasyon, yurt içi gelir ve fiyatlar düzeyini ve bu yolla da dış dengeyi etkiler. Bu yaklaşımın en önemli katkısı dış dengeyi ekonominin genel işleyişi ile bağlantılı olarak açıklamasıdır (Seyidoğlu, 1996:384).

$$Y = C+I+G+(X-M) \quad (1.11)$$

$$C+I+G= A \text{ ise} \quad (1.12)$$

$$X-M= Y-A \quad (1.13)$$

Bir ülkede dış açık var ise bu durum ülkede üretilenden daha fazlasının absorbe edildiği (emildiği) anlamına gelmektedir.

Esneklik yaklaşımına göre, devalüasyonun dış ticaret açığını azaltması için ya milli geliri arttırması ya da ekonomide emilen büyüklüğü (A) azaltması gerekecektir.

Yukarıdaki denklemlerden yola çıkarak, devalüasyon sonrası I ve G'nin sabit kaldığı varsayımın yaparsak, ticaret dengesindeki değişme;

$$\Delta(X-M) = \Delta Y - \Delta A \quad (1.14)$$

$$\Delta A = c \Delta Y \quad (c \text{ marjinal tüketim eğilimi}) \quad (1.15)$$

$$\Delta(X-M) = \Delta Y - c \Delta Y \quad (1.16)$$

$$\Delta(X-M) = (1 - c) \Delta Y \quad (1.17)$$

$$\Delta(X-M) = s \Delta Y \quad (1.18)$$

$$((1-c) = s, \quad (s \text{ marjinal tasarruf eğilimi}))$$

Yukarıda ulaşılan son denklemden anlaşılıyor ki, devalüasyon sonrası dış ticaret dengesinde iyileşme gerçekleşmesi yani net ihracatın artabilmesi için elde edilen gelirin daha fazla tasarruf edilebilmesi gereklidir. Dolayısıyla dışsal şok yaşayan bir ekonomide cari işlemler dengesindeki açığı azaltmak amacıyla gerçekleştirilen bir devalüasyonun başarılı olabilmesi için harcama azaltıcı politikaların da uygulanması gereklidir.

Nitekim toplam harcama yaklaşımını geliştiren Sidney Alexander Uluslararası Para Fonu'nda (IMF) çalışmış ve söz konusu yaklaşım 1960'lı yıllarda Uluslararası Para Fonu'nun uyguladığı programlarda etkili olmuştur (Uygur, 2004).

1.2.4. Parasalcı Yaklaşım

Jan Polak'ın geliştirdiği Polak Model ile Uluslararası Para Fonu'nun diğer çalışmaları sonucunda ödemeler dengesine parasalcı yaklaşım geliştirilmiştir (Trap,1994:64). Parasalcı yaklaşım ödemeler dengesinin hem cari işlemler dengesini hem de sermaye hareketlerini birlikte ele alıyordu. Cari işlemler dengesindeki açıkların para arzı ile para talebi arasındaki dengesizliklerin sonucu olduğunu savunuyorlardı.

Modele göre örneğin, Merkez Bankası iç harcamaları genişletmek için piyasadaki nominal para arzını arttırsın. Reel talebin üzerindeki para ile ya mal ve hizmet satın alınacak ya da tahvil hisse senedi gibi değerli kağıtlara yatırım yapılacaktır. Mal ve hizmetlere yapılan harcamalar ithal mallarına olan talebi arttıracaktır. Dolayısıyla ithal mallarına olan talep artışı ile birlikte yabancı menkul kıymetlere yapılan yatırımlar nedeniyle döviz harcamaları artacaktır. Başlangıç durumunda ülkede dış denge sağlanmış varsayılırsa nominal para arzındaki artıştan sonra dış denge bozulacaktır (Seyidoğlu, 1996:367). Parasalcı görüşe göre devalüasyonun dış denge üzerindeki etkileri geçicidir. Dış denge ancak yurt içi parasal denge sürdükçe sağlanabilir. Parasal denge bozulduğunda dış denge de ortadan kalkar. Devalüasyon uzun dönemde reel ekonomik değişkenler üzerinde etkide bulunmaz, yalnızca yurt içi fiyatlar düzeyini yükseltir.

Model 1990'lı yıllarda Uluslararası Para Fonu uygulamalarında etkili olmuş, Arjantin'de uygulanan para kurulu uygulaması ve 1999 yılında Türkiye'de uygulanan döviz kuruna dayalı istikrar programı da ödemeler dengesine parasalcı yaklaşımın bir şeklidir.

1.2.5. Mundell-Fleming Modeli

Metzler, Machlup ve Meade, Keynes'in Genel Teorisi üzerinde yaptıkları bazı değişikliklerle Mundell-Fleming modele öncülük yapmışlardır. Söz konusu öncü modeller, fiyat ve ücret katılıklarının, işsizliğin ve ülkeler

arasında sınırlı düzeyde finansal etkileşimlerin bulunduğu statik bir ekonomi varsayımı altında geliştirilmiştir. Bu modellerin başlıca katkıları, ticaret bağlantılarının Keynesyen çarpanlar üzerindeki etkisini, uluslararası yansımalarını, devalüasyonun etkilerini döviz kurlarının belirlenmesini ve dış ticaret hadlerinin Keynesyen tüketim fonksiyonundaki rolünü açıklamak olmuştur. Parasal etkenlere ise yeterince önem verilmemiştir (Obstfeld, 2001:4-5).

IS-LM modelinin açık ekonomiye uygulanmış hali olan modelde uluslararası sermaye hareketliliği varsayımına ek olarak fiyatların katı olduğu varsayımı yapılmıştır. 1960 ve 1970'li yıllarda yaygın olan model farklı döviz kuru rejimleri altında uygulanmakta olan makroekonomik politikaların üretim düzeyi ile faiz oranları üzerindeki etkilerini açıklamakta kullanılmıştır (Obstfeld, 2001:6).

IS-LM modelinin statik ve kısa vade üzerinde yoğunlaşmış olması, cari işlem açıklarının dış borçlar üzerindeki etkilerinin göz ardı edilmesine neden olmuştur (Knight ve Scacciavillani, 1998:7).

1.3. Cari İşlemler Denge Açıklarının Sürdürülebilirliği

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliği politika yapıcılar açısından önem arz etmektedir. Uluslararası sermaye hareketlerinin akışkanlığının ve hacminin artmasının yanı sıra, sermaye girişlerinin uluslararası mal ticaretinin finansmanından daha öte boyutlara ulaşmaya başlaması hem sermaye hareketleri girişleri sonucunda ulusal ekonomideki kırılganlıkları arttırmış, hem de oluşan kırılganlıklara bağlı olarak gelecek dönemlerde yaşanması muhtemel ani sermaye çıkışları ve/veya cari işlemler dengesinin sürdürülememesi sorunları ortaya çıkmıştır. Sermaye girişleri ile ekonomik büyüme yaşayan ülkeler ödemeler dengesi krizleri ile ekonomik daralmalar yaşamaya başlamışlardır.

Bunun yanısıra sürdürülebilirlik sorunu dış borç sürdürülebilirliği açısından da önem kazanmaktadır. Dış borç sürdürülebilirliği açısından ele almak gerekirse borç veren ülkelerin borç verdikleri ülkelerde dikkate aldıkları kriterlerin başında cari işlemler dengesinin sürdürülebilir olması gelmektedir.

Milesi-Ferretti ve Razin'e göre (1996a:4) sürdürülebilirlik, ülkenin ödeme gücü (solvency) ile ilişkilidir. Bir ülkenin gelecekte elde edeceği dış ticaret fazlalarının şimdiki değeri, ülkenin dış borcunun bugünkü değerine eşitse o ülkenin ödeme gücü (solvent) bulunmaktadır. Mevcut politika uygulamasının belirsiz bir tarihe kadar sürmesi eğer ülkenin ödeme gücünü azaltmıyorsa (ülkenin bütçe kısıtını ihlal etmiyorsa) uygulanmakta olan politika ve cari işlemler açığı sürdürülebilirdir. Uygulanmakta olan politikada önemli ölçüde değiştirmeyi gerektirecek ya da bir krize yol açabilecek dengesizliklerin varlığı durumunda cari işlemler dengesi sürdürülemez hale gelmektedir.

Milesi-Ferretti ve Razin (1996a, 1996b) çalışmalarında cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliği için yeterli koşulun ülkenin dış yükümlülüklerinin gayri safi milli hasılaya oranının istikrar kazanması olduğunu ileri sürmüştür. Söz konusu oranın istikrarlı hale geldiği dış ticaret açığına ulaşmak için ülkenin dış ticaret açığında ne kadar daralmaya gitmesi gerektiğini hesaplamıştır. Ulaştıkları en önemli sonuç, döviz kurundaki reel değişikliklere göre ayarlanmış reel faiz (borçlanma) oranının ekonominin büyüme oranını aştığı durumlarda, söz konusu dış borç gayri safi milli hasıla oranının sabitlenmesi için dış ticaret fazlası vermenin zorunlu hale geldiğidir.

Sürdürülebilirlik ile ilgili şöyle bir yaklaşım da yapılabilir; eğer bir ekonomide özel kesimin tasarruf yatırım ve dış ticaret davranışları ile kamunun uyguladığı politikaları bugünkü gibi sürdürdüğünde iktisadi bir bunalıma neden olarsa ya da çok köklü politika değişikliklerine neden olarsa cari açık sürdürülebilir değildir. Söz konusu köklü politika değişiklikleri dışsal bir şokla da başlayabilir. Bu durumda da cari açık sürdürülebilir değildir. Bu arada politika ve davranış değişikliklerinin sektörü

ya da biçimi önem kazanabilir örneğin tüketimin artması-tasarrufun azalması ile ortaya çıkan cari açık yatırımların artması ile ortaya çıkan cari açıktan çok daha tehlikelidir (Uygur, 2004).

1.3.1. Dönemlerarası Yaklaşım

1970'li yılların ikinci yarısından itibaren özellikle petrol şoklarının etkisiyle pek çok ülke ödemeler dengesindeki ciddi sıkıntılar yaşamaya başladı. Bu durum karşısında politika yapıcılar cari işlemler dengesindeki sıkıntıların kaynağını giderici çalışmalar yapmak zorunda kaldılar. Sonuçta ödemeler dengesi kavramına artık sadece ticari akımlar olarak değil, dönemlerarası (intertemporal) bakış açısı da yerleşmeye başladı. Öncelikle kavramsal olarak cari işlemler açığı bir ülkedeki tasarruf yatırım açığına eşitti ve yatırım kararlarının dönemlerarası bir niteliği vardı. Çünkü gerek özel sektörün tasarruf yatırım kararları almasında, gerekse kamu sektörünün harcama yatırım kararlarında, gelecek dönemde beklenen verimlilik artışları, kamu harcamalarına yönelik talep, reel faiz oranları gibi ileriye dönük hesaplamalar ("forward-looking calculations") etkin olmaya başlamıştır (Obstfeld ve Rogoff, 1994). Bu bakış açısı ile cari işlemler dengesindeki açıkların yatırım artışlarından kaynaklanması durumunda söz konusu açığın önemli olmadığı biçiminde yaklaşımlar da oluştu (Sachs, 1981).

Obstfeld ve Rogoff (1997)'da cari işlemler dengesinin dönemlerarası yaklaşımına yönelik modelleri incelemiştir. Cari açığa ilişkin yaklaşımlarını rasyonel birey ya da firmaların gelecek dönemler boyunca alacakları tüketim kararlarına benzetmişlerdir. Bu modellere göre cari işlem açığı aşağıdaki biçimde formüle edilebilir (Obstfeld ve Rogoff, 1997; Razin ve Svensson, 1983; Frenkel ve Razin, 1987; Edwards, 1989):

$$CAD_t = B_{t+1} - B_t = (Y_t - Y_t^*) - (I_t - I_t^*) - (G_t - G_t^*), \quad (1.19)$$

Y_t cari dönem milli gelir, I_t yatırım ve G_t kamu harcamalarını Y_t^* , I_t^* ve G_t^* ise söz konusu değişkenlerin hayat boyu toplam değerlerinin ortalamasını (uzun dönem beklenen değer) ve B_t ülkenin net dış varlıklarını ifade etmektedir.

Denklem (1.19)'a bakıldığında; milli gelir (Y_t) uzun dönem beklenen milli gelir değeri aştığında ($Y_t > Y_t^*$), cari işlemler dengesinde iyileşme olmaktadır, çünkü ekonomide tüketim düzgünleştirmesi (consumption smoothing) vardır, geçici gelir artışları tüketime yönelmez, tasarruf edilir. Bunun sonucunda ise net dış varlıklar B_t artar. Bununla birlikte yine tüketim düzgünleştirmesi gereği, gelir uzun dönem düzeyinin altına düştüğünde cari denge bozulur, tüketim gelir kadar azalmaz, gelir ile tüketim arasındaki fark dış borçlanma ile giderilir ve net dış varlıklar B_t azalır.

Yatırımda uzun dönem beklenen değerini aşan bir hızlanma olduğunda cari denge bozulur. Çünkü tüketim kısılmak istenmeyeceğinden yatırımların finansmanı borçlanma yoluyla sağlanacaktır.

Kamu harcamalarında da benzer şekilde beklenenin üzerinde bir artış olduğunda cari denge bozulacak ve açık ortaya çıkabilecektir.

Şimdiye kadar yapılan analizde faiz oranlarının sabit olduğu varsayımı yapılmaktaydı, eğer bu varsayımdan vazgeçilip, faiz oranlarının değişken olduğu kabul edilirse denklem aşağıdaki gibi ifade edilebilir (Obstfeld ve Rogoff, 1994:11):

$$CAD_t = (r_t - r_t^*)B_t + Y_t - Y_t^* - (I_t - I_t^*) - (G_t - G_t^*) + [1 - 1/(\beta/\alpha)^\sigma] (r_t^*B_t + Y_t^* - I_t^* - G_t^*)$$

(1.20)

r dünya faiz oranını, α ileriki bir u zamanında gerçekleşecek tüketim için geçerli yurt dışı piyasa iskonto oranını, β tüketicilerin öznel iskonto oranını ve σ ise dönemler arası ikame esnekliğini ifade etmektedir.

Denklemden önemli sonuçlara ulaşılabilir. Bunlardan ilki net dış varlıklar ile ilgilidir. Eğer ülkenin yerleşikleri net dış varlıkları sıfırdan küçükse yani ülke net borçlu konumda ise ve dünya faiz oranları uzun dönem beklenen değerinden yüksekse, artan dış borç faiz ödemeleri cari işlemler dengesini bozucu yönde etkileyecektir. Tam tersi durumda ülkedeki yerleşikler net dış varlık sahibi iseler, faiz oranlarının uzun dönem beklenen değerini aşması durumunda cari işlemler dengesi olumlu olarak etkilenecektir.

Üretim düzeyi uzun dönem beklenen üretim düzeyini aşarsa, tüketim düzgünleştirmesi nedeniyle cari işlemler dengesinde iyileşme gerçekleşecektir. Ancak yatırım harcamaları veya kamu harcamaları uzun dönem beklenen değerini aşarsa cari işlemler dengesi olumsuz yönde etkilenecektir.

Tüketim düzgünleştirmesi ile ilgili olarak bir uyarıda bulunmak gerekirse, tüketimin dönemler arası düzgünleştirmesi kavramı, Modigliani-Miller Yansızlık (Irrelevance) Teoreminin uluslararası makroekonomiye uyarlanmış şeklidir. Uluslararası sermaye piyasalarına tam olarak erişimi olan bir ülkede sabit sermaye yatırımlarının yerli ya da yabancı sermaye ile yapılmış olması tamamen yansızdır, çünkü her iki durumda da yatırım getirisi uluslararası piyasalarda geçerli olan riske göre ayarlanmış denge getiri oranı ile hesaplanmalıdır. Yani yatırım projelerinin net bugünkü değerinin pozitif olması koşulu sağlandığında finansmanın coğrafi kaynağı önemsizdir (Tiryaki, 2002:7).

Dünya faiz oranlarının uzun dönem beklenen değeri r^* düzeyinden sapması ülkenin sahip olduğu net dış varlıkların durumuna göre cari işlemler dengesini etkilemektedir. Ülke net dış varlıklara sahipse ($B_t > 0$) uzun dönem beklenen faiz oranlarındaki artış cari işlemler dengesini olumlu etkileyecektir.

Eşitliğin son terimi, ülkenin tüketim sabırsızlığını ölçen β parametresine bağlı olarak tüketim eğilimini yansıtmaktadır. Ülkenin tüketim

için dünyanın geri kalanına göre daha sabırsız olduğu durumda, β dünya faiz oranlarının gelecekte beklenen değerinden daha düşük olmakta ve bu durumda da $(\beta/\alpha)^0$ ifadesi birden küçük olmaktadır. Bu durumda ülke cari dönemde daha fazla tüketebilmek için ithalat yapar, cari işlemler dengesi bozulur, borçlanma artar ve tüketim zamanla azalmaya başlar. Tüketim sabırsızlığı diğer ülkelerde daha büyük olduğunda ise, dış alemin tüketim taleplerini karşılayabilmek için ihracat artar ve cari işlemler dengesi olumlu yönde etkilenir (Obstfeld ve Rogoff, 1994:12).

1.3.2. Açığın Sürdürülebilirliğine Yönelik Makro Muhasebe Yaklaşımı

Borç ödeyebilme (solvency-toplam dış borcun bugüne iskonto edilmiş gelecekte elde edilen dış ticaret fazlalarından küçük olması) koşulu uygulamada çok pratik değildir. Ancak makroekonomik büyüklüklerin milli gelire oranının sabit kaldığı ve faiz oranı ile reel efektif döviz kurunun sabit kaldığı varsayımı altında borç ödeyebilme kriteri için bir ölçü geliştirilebilir (Milesi-Ferretti ve Razin, 1996b:7).

$$CA_t = F_t - F_{t-1} = Y_t + rF_{t-1} - C_t - I_t - G_t = S_{pt} - S_{gt} - I_t \quad (1.21)$$

Denklemden F net dış varlıklar, Y gayri safi yurt içi hasıla, r dünya faiz oranı, G kamu harcamaları, C özel tüketim harcamaları, I kamu ve özel sektör yatırım harcamaları, S_p özel sektör tasarrufları ve S_g kamu kesimi tasarrufları göstermektedir.

Ulusal ekonomi γ oranında büyüyor olsun. Şimdi de s_t , p_t , p_s^* ve i_t^* sırasıyla nominal döviz kuru, gayrisafi yurt içi hasıla deflatörü, yurt dışı fiyat deflatörü ve dünya nominal faiz oranları olsun. Reel döviz kuru da $(q_t) p_t / s_t p_t^*$ olarak ifade edilebilir. Eşitlik aşağıdaki gibi yazılabilir;

$$s_t p_t^* F_t - s_t p_{t-1}^* F_{t-1} = p_t (Y_t - C_t - G_t - I_t) + i^* s_t p_{t-1}^* F_{t-1} \quad (1.22)$$

F_t yabancı para üzerinden net dış varlıkları göstermek üzere, net dış varlıkların milli gelire oranı (f_t), $F_t = q_t Y_t$ olursa ve eşitliğin her iki tarafı da nominal gelire ($p_t Y_t$) bölünürse; denklem aşağıdaki biçimde yazılır:

$$f_t - f_{t-1} = tb_t + [(1+r) - (1+\gamma)(1+\varepsilon_t)] f_{t-1} / (1+\gamma)(1+\varepsilon_t) \quad (1.23)$$

Denklemde, tb ticaret dengesi ve ε 'de ulusal paranın reel aşınmasıdır.

Şu durumda yatırım tüketim kamu harcamaları ve net dış varlıkların (yükümlülüklerin) milli gelire oranının sabit kaldığını varsayarsak denklemin son hali aşağıdaki gibi olacaktır.

$$tb = 1 - i - c - g = -f(r^* - \varepsilon - \gamma) \quad (1.24)$$

Eşitliğe göre dünya faiz oranlarının gelecekteki değerlerinin ortalaması (r^*), milli gelirin büyüme hızı (γ) ve reel döviz kurunun uzun dönem değeri (ε), ülkenin dış yükümlülüklerini karşılayabilecek uzun dönem dış ticaret fazlası (tb) verip veremeyeceği hakkında fikir vermektedir.

Reel döviz kurunun uzun dönem değerini ($\varepsilon=0$) olarak varsayarsak, borç veren bir ülke için (net yurt dışı varlıkları pozitif) $f(r^* - \varepsilon - \gamma)$ ifadesi pozitif değer alacaktır. Dolayısıyla ekonomide bu büyüklüğü eşit tutarda bir dış ticaret açığı bile olsa borç oranı artmayacak ve cari açık sürdürülebilir olacaktır.

Uygur (2004) çalışmasında doğrudan yabancı sermaye yatırımları yoluyla borçlanmanın niteliği nedeniyle diğer borçlanmalardan farklı olduğunu belirtip, bu tür borçlanmaların geri ödeme sürelerinin uzun olduğunu, dolayısıyla yukarıda hesaplanan ölçütten çıkarılabileceğini belirtmiştir. Net doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının milli gelire oranına k dersek

formülasyon aşağıdaki biçimde ifade edilecektir. Yazılan son ifadeye göre ülkeye gerçekleştirilen doğrudan yabancı sermaye yatırımları sürdürülebilirlik açısından olumlu bir nitelik taşımaktadır.

$$tb = -f(r^* - \varepsilon - \gamma) + k \quad (1.25)$$

Borç ödeyebilme kapasitesini ifade eden dönemlerarası yaklaşımdan türetilmiş bu kriter de bir takım eleştirilere açıktır, şöyleki bu kriter sadece borç ödeyebilme kapasitesine ilişkin bir kriterdir, oysa ülkelerin borç ödeme konusunda gönüllü olmaları da gerekir. Ülkeler elde ettikleri fazlaları borç ödemek yerine yeni yatırımların finansmanına ayırabilirler, bu durumda alacaklı ülkelerin tavır değişikliği karşısında politikalarda gerçekleşecek değişimler cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliğine zarar verebilir.

1.4. Cari İşlemler Dengesi Açığının Sürdürülebilirliği ile İlgili Çalışmalar ve Tartışmalar

Optimizasyon kuramının geliştirilmesine öncü Sachs'dan (1981) bu yana cari işlemler dengesine dönemlerarası yaklaşımda gelişmeler yaşanmış, çeşitli ülkeler ve dönemler için ampirik çalışmalar gerçekleştirilmiştir.

Milesi-Ferretti 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), Cashin ve McDermott (1998), 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 Selçuk (1997) ile Akçay ve Özler (1998) tarafından yapılmıştır.

Sürdürülebilirliğe ilişkin çalışmalar, ekonometrik olmayan yöntemlerle de incelenmiştir. Mann (2002), ile McGettigan (2000)'ın çalışmaları ile Deutsche Bank'ın 2000 yılında Latin Amerika ülkeleriyle ilgili yaptığı çalışma bunların bazılarıdır.

Dönemlerarası yaklaşımında varılan bir sonuç olarak, ödemeler dengesindeki açıklar yatırım artışlarından kaynaklanıyorsa bu durumun normal karşılanması gerektiği, çünkü yatırımların artışının cari açığı arttırabileceği görüşüdür. Sachs (1981) ve İngiltere Maliye Bakanı Lawson tarafından ifade edilen görüşe göre kamu kesiminde açıklar yoksa ve özel tasarruflar azalmıyorsa cari işlemler dengesindeki açıklar için endişelenmeye gerek yoktur (Uygur, 2004).

Ancak bu durumun 1982 Meksika borç krizi ile geçerli olmadığı anlaşıldı. Meksika'da 1977 yılından 1981 yılına kadar kamu harcamalarında büyük artışlar yaşandı. Aynı yıllarda kamu ve özel yatırım harcamaları arttı, milli gelir artışları yüzde 8'ler düzeyine yaklaştı. Yatırım harcamalarıyla birlikte cari işlemler dengesindeki açıkta milli gelirin yüzde 6'sı olarak gerçekleşirken dolar üzerinden dış borçlar da iki katına çıktı (Milesi-Ferretti ve Razin,1996a). Nihayet 1982 yılında önce Meksika'da daha sonra da diğer Latin Amerika ülkelerinde dış borç krizi yaşandı.

Benzer bir şekilde diğer bir Latin Amerika ülkesi Şili'de 1978 yılında geçmiş birkaç yılına göreli olarak fiyat istikrarı yakalanmış, kamu açığı kapatılmıştı. Milli gelirin büyüme hızı yüzde 8 olmuştu. Yükselen yatırım harcamaları ile düşen tasarruf hacmi cari işlemler dengesinde açıklara neden olmuştu (milli gelirin yüzde 5'i). 1979 yılında uygulanmaya başlayan döviz kuruna dayalı yeni istikrar programı (tablita) ile ulusal para dolara karşı sabitlendi ve yeni sermaye girişleri ile daha yüksek yatırım harcamaları finanse edilmeye başlandı. 1982 yılında Meksika'da yaşanan borç krizinin uygulanmakta olan istikrar programının yarattığı olumsuz beklentilerle birlikte yüksek cari işlemler açığı nedeniyle Şili'yi de etkilemesi uzun sürmedi (Agenor,1999).

“Lawson Doktrini”ne, Corden (1994) daha ileri bir katkı yaptı ve cari açıklar kamu harcamalarından kaynaklanıyorsa bu durum ciddiye alınacak bir durumdur, fakat özel kesim davranışlarından kaynaklanıyorsa endişe etmeye ve önlem almaya gerek yoktur düşüncesini ortaya koydu. 1980’li yıllarda yaşanan Latin Amerika ülkelerinde yaşanan borç krizine rağmen bu düşünce 1990’lı yıllar başında egemen olmaya başladı (Uygur, 2004). Meksika’da borç krizinin ardından yeniden yapılandırma politikaları uygulanmaya başladı. Dış borç yeniden takvime bağlandı, özelleştirmeler yapıldı, liberalizasyon politikaları uygulamaya sokuldu. Döviz kuruna dayalı istikrar programıyla birlikte, ülkeye yeniden sermaye girişleri başladı ve ulusal para değerlendirildi. Yurt içi yatırımlar milli gelirin yüzde 23’üne dek yükseldi. Kamu tasarrufları artmasına rağmen özel tasarrufların azalmasıyla birlikte yurt içi tasarruflar düştü ve milli gelirin yüzde 7’si oranında cari işlemler açığı verildi. Kötüleşen sözü edilen makroekonomik göstergelerle birlikte yurt içindeki siyasal istikrarsızlıklarla birlikte Amerika’da faiz oranlarının yükselişi ülkeyi krize soktu. Bozulan makroekonomik göstergeler özel kesim davranışlarından kaynaklanıyordu, ve kamu kesiminde görünüm sağlıklıydı (Milesi-Ferretti ve Razin, 1996a:3).

1997 yılında Asya ülkelerinde yaşanan krizlerde de cari açık tartışmaları gündeme geldi. Asya ülkelerinde de kamu kesiminde bir sorun gözüküyor, daha çok özel kesimin yüksek yatırım harcamaları davranışları dikkati çekiyordu. Corsetti ve diğerleri (1998a) ve (1998b) yaşanan krizde cari açığın önemli bir etken olduğunu belirtmişlerdir. Ancak Calvo (1998) gibi iktisatçılar ise artık cari açıktan daha başka sebeplerin etkili olmaya başladığını belirtmişlerdir. Bankacılık sistemindeki kırılganlıklar, de-regülasyon politikalarında hatalı zamanlama, etkin olmayan bankacılık denetimleri, ahlaki çöküntü (moral hazard) gibi kavramların etkili olduğunu belirtmiştir.

Şimdiye dek anlatılan tartışmalar çerçevesinde, söz konusu bakış açılarını kendi dönemlerinde değerlendiren ve uyarı yapan iktisatçılar da

mevcuttur. Bu iktisatçılar cari açığın dikkat edilmesi gereken aksi halde sermaye girişlerinin arttığı konjonktürde krizlere neden olabileceğini belirtmişlerdir. Fischer (1988), krizlerin en önemli göstergelerinden birinin cari açık olduğunu, dış borç ödeyen bir ülkede cari açık büyüyorsa sonucun devalüasyona dolayısıyla krize gittiğini belirtmiştir.

Yine Fischer 1994 Meksika krizi öncesi, ülkedeki cari işlemler açığının yüksek düzeylerde olduğunu ve cari işlemler dengesinin finansmanının portföy yatırımları ile finanse edildiğini bu durumun da krize neden olabileceğini belirtmiştir (Dornbusch ve Werner, 1994). Calvo Leiderman ve Reinhart (1996) gibi iktisatçılar da 1990'lı yıllarda (sermaye hareketlerindeki artışla bağlantılı olarak) yükselen cari işlemler dengesi açıklardan kaygı duyduklarını ifade etmişlerdir.

Milesi-Ferretti ve Razin (1996b:29) cari açığın sürdürülebilmesi konusunda, cari açığın milli gelire oranı türünden (eşik) değerlerin yeterli olmayabileceğini, ancak söz konusu ülkenin döviz kuru politikası, dış borçlarının vadesi, dış ticaretinin kompozisyonu, dış ticarete açıklık derecesi, finansal yapısı ve derinliği gibi diğer faktörlerinde dikkate alınması gerektiğini vurgulamışlardır.

Bu gruba ilişkin tartışmalar daha çok Türkiye'nin içinde bulunduğu durumu özetleyebilir niteliktedir. 2001 yılındaki krizden sonra Türkiye'de dalgalı kur rejimi uygulanmaya başlamıştır. Merkez Bankası piyasalarda çok aşırı dalgalanmalara müdahale etmekte, bunun dışında döviz kuru tamamen serbest piyasa koşullarına göre belirlenmektedir. Bununla birlikte cari işlemler dengesindeki açık 2003, 2004 ve 2005 yıllarındaki artış trendini devam ettirmiş ve 2005 yılında 23 milyar doları aşmıştır. Bir kesim tarafından cari açığın oldukça yükseldiği ve artık önlem alınması gerektiği savunulurken diğer bir kesim dalgalı kur rejiminin cari açığa karşı kendi önlemini kendinin alacağını ve kurların yükselmesiyle cari açığın kapanacağını savunuyor. Ayrıca, "cari işlemler dengesindeki açık önemli değildir, önemli olan açığın bir şekilde finanse edilmesidir" biçiminde düşünceler de ifade edilmektedir.

Ancak zaten açık finanse edil(e)mediği anda kriz yaşanmaktadır. Dalgalı kur rejiminin cari işlemler dengesinde ortaya çıkabilecek sorunlara karşı iyi bir korunak olduğunu savunanlara karşı Fischer (2002), hangi döviz kuru sisteminde olursa olsun büyük cari açıklar kriz ihtimalini akla getirir. Esnek döviz kuru bazı tür durumlar için iyi olabilir ancak dış finansman ile ilgili sıkıntıyı engellemeyebilir, borç verenler ülke borçlanmasının sürdürülemez olduğunu düşünüyorlarsa bu durumda dış ödeme krizi yanında döviz kuru bunalımı da yaşanabilir demektedir.

İKİNCİ BÖLÜM

DÜNYA EKONOMİSİNDE DIŞ DENGİ SORUNLARI, AÇIKLARININ GİDERİLMESİ ve ÜLKE DENEYİMLERİ

Cari işlem dengesi açıklarını kontrol altında tutmak zorunda olan gelişmekte olan ülkeler için borçlanma sorunu da önemli bir yer tutmaktadır. Çünkü ekonomik büyümeyi sağlayabilmek için dış kaynağa ihtiyaç duyarlar ve kullandıkları dış kaynaklar da ülkenin dış borçlarını arttırır. Cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliği ile dış borçların sürdürülebilirliği çoğu zaman birbirinden ayrı düşünölememektedir.

Borç veren ölkeler açısından, borçlu ölkenin cari işlemler dengesini sürdürebilmesinin önemi, borçlu ölkeye açtığı kredilerin geri dönüş endişesidir. Dolayısıyla cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliği kapsamında 1970’li yıllarda dünya ekonomisinde yaşanan gelişmeler çerçevesinde gelişmekte olan ölkelerin dış borç sıkıntılarına bakılmasında yarar olduğu düşünülmektedir. 1970’li yıllarda Bretton Woods sisteminin yıkılmasının ardından dünya ekonomisinde yaşanan istikrarsızlık süreci gelişmekte olan ölkelerde ödemeler dengesi sorunlarını gündeme getirmiş ve söz konusu ölkeler dış borç ödeyememe sıkıntısıyla karşı karşıya gelmişlerdir.

2.1. Bretton Woods Sisteminin Yıkılması

Sanayileşmiş ölkeler İkinci Dünya Savaşı sona ermeden önce 1944 yılında dünya ticaretinin serbestleştirecek, ölkeler arasında çok yanlı denkleşmeyi sağlayacak, savaşta yıkılan ekonomilerin onarımını hızlandıracak bir süreç oluşturmak amacıyla New Hampshire eyaletinin Bretton Woods kasabasında düzenlenen bir konferansta bir araya gelmişlerdir. Uluslararası Para Fonu ve onun ikiz kuruluşu niteliğinde olan

Dünya Bankası bu konferansta tasarlanmıştır. ABD savaş sonrası döneminin en güçlü ve en zengin ülkesi olması nedeniyle, bu kuruluşların tasarımında etkin bir rol oynamıştır. Özellikle Uluslararası Para Fonu'nun kuruluş amacı Avrupa ülkelerinin kısa dönemli borç ihtiyaçlarını karşılamak ve dolayısıyla parasal istikrarı sağlamakla sınırlandırılmışken, Dünya Bankası'na, yıkılan Batı Avrupa'nın imarına yönelik faaliyetlerde bulunma görevi verilmiştir (Soyak ve Bahçekapılı, 1998:4).

Bretton Woods Sistemi'nde ayarlanabilir sabit kur sistemi geçerliydi. Buna göre ülkeler paralarını anahtar para konumundaki ABD Dolarına bağlayacaklardı. Uluslararası Para Fonu bu sistemin uygulanmasında ve çıkabilecek sorunların çözülmesinde kilit konumdaki bir kuruluştur. Buna göre eğer üye ülkelerden birinin ödemeler dengesi açık verirse, bu ülke önce döviz rezervini kullanacak, daha sonra para ve maliye politikası ile yurt içindeki toplam harcamalarını kısıacak ve gerekirse Uluslararası Para Fonu'ndan kısa süreli kredi kullanacaktır. Bütün bunlara rağmen dış denkleşme sorunu giderilemezse son çare olarak devalüasyona başvurulacaktır (Soyak ve Bahçekapılı, 1998:4).

Burada dikkat edilirse ödemeler bilançosu denkleğinin sağlanması temel hedeftir ve bunu sağlarken en önemli araç olarak ihracatın artırılmasından ziyade ithalatın (toplam harcamaların kısılması kanalıyla) kısılmasına ağırlık verilmiştir. II. Dünya Savaşının sonundan 1970'lerin ortalarına kadar olan dönemde gelişmekte olan ülkelerin izledikleri politikalar bu doğrultuda olmuştur, ve ithal ikameci büyüme stratejisi ön plana çıkmıştır. 1970'lerin başlarına gelindiğinde, dış denkleşme sorunlarının artması, dolar bolluğundan kaynaklanan likidite sorunu, ABD ekonomisinin gücünün azalması ile ortaya çıkan ABD dolarına olan güvenin sarsılması, ABD'nin emisyon kazançları ve gelişmekte olan ülkelerin kalkınma sorunlarının bu sistem içinde çözülmesinde yaşanan sorunlar, İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra dünya ekonomisinde görece olarak istikrarı sağlayan Bretton Woods

sisteminin Mart 1973'te yıkılmasına neden olmuştur (Soyak ve Bahçekapılı, 1998:5).

2.2. Petrol Krizi ve Borç Sorunu

1973 Ekiminde Arap- İsrail Savaşın başlaması ile birlikte Arap Ülkeleri, ABD ve Batı Avrupa ülkelerine yapılan petrol sevkiyatını durdurdular. Bundan kısa bir süre sonra petrol ihracatçısı ülkeler birliği (OPEC) varil başına petrol fiyatlarını 4 kat artırdı (Theberge,1999:4). 1973 yılında büyüyen petrol talebi ve alternatif enerji kaynaklarının bulunmaması batı ekonomilerinin çok ciddi bir fatura ile karşılaşmasına neden olmuştur. Yaşanan bu gelişme, gelişmiş ülkelerin üretim maliyetlerini aşırı derecede arttırdığından dünya çapında enflasyon ve ödemeler dengesi problemlerini ortaya çıkarmıştır. Gelişmiş ülkeler 1970'li yılların sonlarına doğru güçlenen paraları ve dünya sermaye ve mali piyasalar üzerindeki güçlü kontrolleri sonucunda kamu finansman açıklarını azaltmayı başarmış ve enflasyonu kontrol altına alabilmişlerdir. Petrol dışı ürünler ihraç eden gelişmekte olan ülkeler yüksek petrol fiyatları, yüksek ithalat hacimleri ve sanayileşmiş ülkelerdeki ekonomik yavaşlama sonucu, ihraç ürünlerine olan talep eksikliğine bağlı olarak çok ciddi ödemeler dengesi sorunlarıyla karşı karşıya kalmışlardır. Ödemeler dengesi açıklarını düşük seviyelerde tutabilen bazı gelişmekte olan ülkeler diğerlerine göre ihracatı arttırmada başarılı olabilmişlerdir. Her ne kadar ithal ikameci sanayileşme politikaları yüksek büyüme oranları sağlasa da, bu ülkeler döviz kazançları ve harcamaları arasındaki fark kapatamadıklarından uluslararası piyasalardan çok hızlı borçlanma eğilimine girmişlerdir. 1970'li yılların temel ekonomik sorunları dış borçlanma, kamu açıklarının artışı ve ödemeler dengesi sorunları olarak kendini göstermiştir (Sakal, 2002:213).

OPEC üyesi ülkelerin elinde oluşan ve petro-dolar olarak adlandırılan önemli fonlar değerlendirmek üzere başta Avrupa olmak üzere birçok gelişmiş finans piyasasına arz edilmiştir. Birçok uluslararası kuruluşun elinde

biriken bu fonlara en önemli talep ise ödeme sıkıntısı içindeki az gelişmiş ülkelerden kaynaklanmıştır. Başlangıçta bu fon alış verişi sorun yaratmamış, ancak az gelişmiş ülkelerin içinde bulundukları ekonomik koşulların olumsuzluğu nedeniyle vade bitimlerinde bu fonlar geri dönmemeye başlamış ve dünya ekonomisinde ülkeler ve finans kurumları arasındaki borç alışverişlerinin düzenlenmesi ihtiyacının ortaya çıkmasına neden olmuştur (Soyak ve Bahçekapılı,1998:5). Nihayet 1970'lerin sonunda yaşanan ikinci petrol krizi, petrol ithal eden ülkeleri borç servislerini yerine getiremez duruma sokmuştur.

1970'li yıllardan itibaren Dünya Bankası gibi uluslararası organizasyonların geliştirmekte olan ülkelere, daha az gelişmiş ülkelere finansman anlamında yönelmesi (Theberge, 1999:4), beraberinde özel kredilerin koşullarının daha zor olması ve Bretton-Woods yıkıldıktan sonra döviz kurlarındaki belirsizliklerin artması nedeniyle dış borç ödemeleri üzerindeki baskı daha fazla artmıştır (Sarı, 2004:13).

1982 de Latin Amerika ülkelerinde Meksika ve Arjantin'in, Doğu Avrupa ülkelerinden Polonya'nın borçlarının anapara ve faizlerini ödeyemeyeceklerini dünya kamuoyuna duyurmaları, yani moratoryum ilan etmeleri ile birlikte dünya mali piyasalarını derinden etkileyen bir borç krizi başlamıştır. 1982 yılı başında kreditorler ödenmeyen borçların paniğine kapılmışlardır. Özellikle toplam borçlar içerisinde kısa vadeli borçların nispetinin artmakta olması kreditorlerin paniğinin önemli sebeplerinden birisi olmuştur (Sakal, 2002:216).

1970'li yılların başında geliştirmekte olan ülkelerin dış borç yükümlülükleri 100 milyar doların altında iken, 1973 petrol krizinden itibaren 1980'lere gelindiğinde 565 milyar dolara ulaşmıştır. 1980-83 yılları arasındaki dönemde ise 800 milyar doları aşmıştır. Dış borç stoğundaki artışa paralel olarak borçların vadeleri de kısalmıştır. Öyleki 1979-1982 yılları arasında geliştirmekte olan ülkelerin borç stokları içindeki kısa vadeli fonların oranı yüzde 100'ün üzerinde artış göstermiştir (Çalışkan, 2003:229).

Krizin başlarında sorun geçici bir finansman sorunu olarak algılanmıştı ancak zamanla borç sorununun daha yapısal ve uzun vadeli çözümlerle sonuçlandırılacak bir olgu olduğu anlaşıldı ve bu çerçevede yeni çözüm önerileri gündeme geldi. Baker Planı, Brady Planı, Paris Klübü ve Londra Klübü bu çabalardan başlıcalarıdır (Sarı, 2004:17).

2.3. Borç Sorununa Yönelik Çalışmalar ve Washington Consensus

Borç sorunu ile ilgili olarak, borçlu ülkeler ile kreditor ülkeler arasındaki görüşmeler Ocak 1985’de Uluslararası Para Fonu ve Dünya Bankası’nın yıllık toplantısında ABD Hazine Bakanı James Baker’in borç problemini ele almak ve sürdürülebilir büyümeyi sağlamak amacıyla önerdiği program ile başlamış sayılmaktadır. Baker Planı’nı Brady Plan izlemiş, sonrasında da aslında daha önceki borç sorunlarında oluşmuş olan ve daha çok resmi borçlanmalarla ilgili olan Paris Klübü ve özel borçlanmalarla ilgili olan Londra Klübü problemi ele almış ve borçlu ülkelerin borçları ya takvime bağlanmış ya da azaltma yoluna gidilmiştir (Sarı, 2004; Çalışkan, 2003).

Borç krizinin çözümünde, borçlu ülkelerin borç yükünün azaltılması için yeni teknikler kullanılmaya başlanmıştır. Buna göre moratoryum ilan eden ülkelerde borcun hisse senedi ile takası (debt-equity swap) gündeme gelmiş ve uygulanmıştır. Plana dahil ülkelerin borçları Uluslararası Para Fonu’nun reformlarını uygulayacakları taahhüdü ile ABD hazine bonoları teminat gösterilerek menkul kıymete dönüştürülmüştür (Çalışkan, 2003:227; Sakal, 2002:220).

Çalışmamızın vurgulamak istediği nokta bakımından, söz konusu planların en önemli noktası, Baker Planı ile başlayan ve “Washington Consensus” olarak tamamlanacak olan yeni yapısal düzenlemelere yol açmasıydı.

Borç krizinin çözümüne yönelik daha önemli ve fenomenal bir yaklaşım ise, ABD Hazine Bakanı James Baker'ın 1985 yılında başlattığı "yapısal uyum doktrini"nden geldi. Bu doktrin, borçlu ülkelerin sürekli dış ticaret ve bütçe açıkları vermesinin kaynağında yapısal sebepler olduğunu saptamaktaydı. Bu yüzden sorunun kalıcı çözümü için ihracata dayalı büyüme, devletin ekonomideki rolünün küçültülmesi ve kamu sektöründe yeniden yapılanma gibi uzun vadeli yapısal reformlar ile makro ekonomik dengeyi sağlamaya yönelik kısa vadeli tedbirlerin birlikte yürütülmesi önerilmekteydi. Bu durum ise bundan sonra Uluslararası Para Fonu ve Dünya Bankası'ndan finansal destek talep eden bir borçlu ülkenin, kendisini bazı sıkı ekonomik ve yapısal reformlar gerçekleştirme taahhüdünün altına sokmasını gerektiriyordu (Şen, 2005:184).

Böylece borç krizi Uluslararası Para Fonu ve Dünya Bankası'nın uluslararası rolünü de değiştirmiş oluyordu. 1980'lere kadar gelişmekte olan ülkeler, ödemeler dengesi güçlüklerini aşmaya yönelik olarak, şartlılık ilkesi gereği, makro ekonomik politikaları (para-maliye politikaları, devalüasyon vb.) içine alan bir istikrar programını Uluslararası Para Fonu gözetiminde hazırlıyorlar ve buna karşılık olarak da kısa vadeli krediler alabiliyorlardı. Ancak, 1982 Meksika moratoryumu gelişmekte olan ülkelerin ağırlaşmış borç krizlerine karşılık, Bretton Woods kuruluşları olan Uluslararası Para Fonu ve Dünya Bankası'nın onlara önerdikleri yeni çıkış yolu, sadece kısa dönemde istikrarı sağlayıcı tedbirler alınmasını değil, yanı sıra bu ülkelerin iktisadi kalkınmalarını yeni bir ekonomi politikası çerçevesinde ele alınmasını mümkün kılan "yapısal uyum programları"nı da devreye sokmasını icap ettiriyordu. Bu durum özellikle Uluslararası Para Fonu'nu bir anlamda az gelişmiş ülkelerin ekonomik sorunları üzerinde önemli bir etkiye sahip olan iktisadi kalkınma kuruluşu haline getirdi (Şen, 2005:184).

Washington Consensus ile dünya ticaretinin ve finansal akımların önündeki engellerin kaldırılması, yurt içi finansal piyasaların liberalleştirilmesi (de-regülasyonu), ithal ikameci sanayileşme politikalarının terkedilerek

ihracata dayalı sanayileşme politikalarının benimsenmesi, yabancı sermaye yatırımlarının özendirilmesi, sıkı para ve maliye politikaları, kamu sektörünün ekonomideki payının azaltılması ve sadece adalet, güvenlik gibi belirli devlet hizmetlerinin kamunun elinde kalması dolayısıyla kamu hizmetlerinin özelleştirilmesi gibi bir dizi yapısal değişiklikler öngörülmekteydi (Williamson, 1993; Williamson, 2000; Öniş ve Şenses, 2004; Şen, 2005; Soyak ve Bahçekapılı, 1998).

2.4. Cari Açığın Önlenmesine Yönelik Politikalar

1980’li yıllarda yaşanan borç krizi sonrasında “Washington Consensus” yaklaşımının da etkisiyle gelişmekte olan ülkeler, daha fazla yabancı sermaye çekebilmek için sermaye hesaplarını serbestleştirdiler. Bununla birlikte ülkelere giren sermayenin kalıcılığını sağlayabilmek için değerli ulusal para (değerli kur) politikası izlemek durumunda kaldılar.

Washington Consensus yaklaşımını kaleme alan J. Williamson’ın finansal liberalizasyon politikalarını uygulayan 34 ülkedeki sonuçları değerlendirmek üzere yaptığı çalışma, liberalizasyon politikaları ile ilgili oldukça kapsamlı bilgi sunmaktadır (Williamson ve Mahar, 1998). “Survey” niteliğindeki çalışmanın 1973-1996 yılları arasında liberalizasyon politikaları uygulayan ülkelere ilişkin sunduğu bilgiler incelendiğinde, 25 tane gelişmekte olan ülkenin 1990’lı yılların başına kadar liberalizasyon politikalarını tamamladığı görülmektedir.

Sermaye hesabının serbestleştirilmesinin amaçlarından birisinin de ülkeye daha kolay kaynak girişinin sağlanabilmesi olduğu açıktır. Ancak 1990’lı yıllarda kriz yaşayan gelişmekte olan ülkelerin, krizden beş yıl öncesine kadar olan sürede sermaye hesaplarını serbestleştirdikleri anlaşılmaktadır (Williamson ve Mahar, 1998:53).

2.5. Ülke Deneyimleri

1980'li yıllarda yaşanan borç krizinin ardından dünya ekonomisinde yaşanan serbestleşme-liberalleşme süreci ile birlikte ödemeler dengesi problemleri daha değişik boyutlarda yaşanmaya başlamıştır. Özellikle sermaye hareketleri serbestisi ile uluslararası sermaye hareketlerinin boyutlarının artması ile birlikte, cari işlemler dengesinin uluslararası mal ve hizmet ticaretinin finansmanından kopması, serbestleşme sürecinden önceki dönemlerde yaşanan cari işlem açıkları nitelik değiştirmeye başlamıştır. Bu bölümde 1980'li yıllarda başlayan ilk serbestleşme politikaları ile birlikte gelişmekte olan ülkelerde yaşanan cari işlemler dengesi gelişmeleri incelenecektir.

2.5.1. Şili Deneyimi

1980 ve 1990'lar boyunca Latin Amerika ülkelerinin çoğunda ulusal ekonomileri modernleştirme çabaları için bazı reformlar yapılmıştır. Ülkeden ülkeye değişen ölçüde ve değişik tarihlerde gerek yurt içi gerekse yurt dışı finansal işlemlerin üzerindeki kontroller kaldırılmış, hem cari hem de sermaye hesapları liberalize edilmiştir. Bu dönemde Latin Amerika ülkelerinde dünya ölçeğinde görülen yaygın politikalara paralel olarak de-regülasyon süreci yaşanmıştır. Kolombiya, Peru, Venezüella, Bolivya, Guatemala, Meksika, Arjantin, Şili ve Brezilya sözü edilen dönem içinde liberalleşme politikalarını uygulamışlardır (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002:4).

Şili, Meksika ile birlikte düşünüldüğünde liberalleşme politikalarını diğer Latin Amerika ülkelerinden daha hızlı ve kapsamlı biçimde henüz 1980'li yılların ilk yarısında tamamlamıştır. Şili ekonomisinde 1973 yılından itibaren yaşanan gelişmeler Şili'yi akademik çalışmalar bakımından ilgi odağı haline getirmiştir. 1973 yılında yaşanan askeri darbenin ardından, ülkenin ekonomik yapısında köklü değişimler yaşanmıştır. Temel amaç ülkeyi dışa

kapalı modelden dışa açık ekonomik modele dönüştürme çabasıdır (Agenor, 1999).

Askeri rejimin 1973 yılından itibaren uygulamaya koyduğu serbest piyasa reformları, aslında 1930 yılından beri ülke ekonomisine hakim olan devlet müdahaleciliğine ve kontrollere bir tepkiydi. 1940 yılından beri Şili’de ithal ikameci gelişme modeli uygulanmaktaydı ki bu da ülkeyi dış dünyadan izole etmişti. Dönemin diğer bir özelliği ise yüksek kamu açıkları ve kronik enflasyondur (Edwards, 1985b). Özellikle 1970-1973 döneminde Allende hükümeti döneminde uygulanan istikrar politikaları bu sonuçları doğurmuştur.

Pinochet yönetimindeki askeri hükümet enflasyona karşı yapısal önlemlerle birlikte ortodoks politikaları yürürlüğe koydu. 1975 yılında kamu sektörü açığı yüzde 2,6 oranına kadar düştü. Döviz kuru rejimi nominal çapa yerine ülkenin rekabet gücünü artırıcı politikalara hizmet etti. 1973-1975 dönemindeki reel devalüasyon oranı enflasyon oranını geçmiştir. Sıkı maliye politikasının sonuçları çok acı olmuştur. 1974 yılında reel GDP büyük oranda düşmüş işsizlik yüzde 17 seviyelerine yükselmiştir. Reel ücret dörtte bir oranında erimiştir. Ancak tüm bunlara rağmen enflasyon oranı düşmemiştir. 1974 yılında yıllık enflasyon oranı yüzde 500 oranına yükselmiştir. Dört yıl süren sıkı maliye politikalarından sonra 1977 yılında enflasyon oranı hala üç haneli rakamlarda devam etmekteydi. Enflasyon oranında düşüş yaşanmış ancak fiyat istikrarı sağlanamamıştı. Cari işlemler dengesindeki açık kapanmıştı (Agenor,1999).

Enflasyondaki düşüşün yavaş olması ve hala yüksek seviyelerde olması Şili’de yeni bir istikrar politikasının uygulanmasını gündeme getirdi. 1978-1982 yılları arasında uygulanan bu programın ana unsurlarından birisi finansal liberalizasyon sürecinin hızlandırılması oldu. 1974 yılında bankaların (yeniden) özelleştirilmesi, faiz oranlarının serbest bırakılması, bankacılık sektöründeki bir takım sınırlandırılmaların kaldırılması ile başlayan liberalleşme politikaları, 1979 yılında ödemeler dengesi sermaye hesabının liberalleşmesi ile devam etti. Orta ve uzun vadeli sermaye hareketleri

üzerindeki sınırlandırmalar kaldırıldı. Aynı yıl ulusal paranın ABD doları karşısındaki değeri, 1 USD = 39 Peso olarak sabitlendi. Kısa vadeli sermaye üzerindeki sınırlandırmalar dönemin önemli bir bölümünde devam etti (1982 yılının Nisan ayında kısa vadeli sermaye girişleri üzerindeki sınırlandırmalar kaldırıldı). Buna rağmen, takip eden 1980 ve 1981 yıllarında ülkeye giriş yapan yabancı sermaye önemli miktarda arttı (Edwards, 1985b).

Uygulanan istikrar politikası ilişkin ekonomik büyüklükler Tablo 2.1.'de verilmiştir.

Tablo 2.1. Şili Ekonomisinde 1977-1983 Dönemindeki Bazı Ekonomik Büyüklükler

Dönem	Devalüasyon Oranı	Enflasyon Oranı*	Nominal Faiz Oranı (Mevduat)	Nominal Faiz Oranı (Borçlanma)	Özel Sektöre Açılan Krediler*	Reel Özel Tüketim*	Reel GDP*	Reel Efektif Döviz Kuru (1978:1=100)	Ticaret Dengesi (Milyon USD)	Sermaye Hesabı (Milyon USD)	Bütçe Dengesi (GDP'ye oran)
1977:1	24,5	149,7	124,6	265,0		11,7	11,9		152		
1977:2	56,8	106,4	83,6	148,0		19,8	9,6		39		
1977:3	92,4	78,6	70,8	107,5		15,4	6,1		-135		
1977:4	76,7	66,3	99,8	132,1	178,0	3,6	7,8		29	677	-1,1
1978:1	36,5	52,1	70,9	101,3		9,8	3,6	100,0	141		
1978:2	26,7	42,5	55,6	79,8		14,7	6,4	102,1	-154		
1978:3	15,1	37,6	55,5	73,9		8,1	8,9	106,0	-103		
1978:4	9,2	32,0	70,0	89,6	145,0	13,0	7,3	107,0	-122	1.818	-0,2
1979:1	19,6	30,1	47,4	67,6		14,6	10,4	105,4	129		
1979:2	45,7	30,1	44,1	60,5		4,8	8,2	102,4	6		
1979:3	0,0	34,4	42,7	59,6		5,1	8,8	104,4	1		
1979:4	0,0	37,9	46,1	60,8	87,0	9,3	6,4	98,4	-72	2.141	4,9
1980:1	0,0	39,0	52,0	61,9	71,1	5,6	6,7	92,9	217		
1980:2	0,0	38,7	32,7	43,6	74,9	3,0	5,7	88,2	70		
1980:3	0,0	32,9	31,8	41,0	65,7	9,4	3,6	87,0	-243		
1980:4	0,0	31,3	34,2	42,0	76,8	13,3	7,7	83,0	-348	3.216	5,5
1981:1	0,0	28,4	45,0	52,3	73,7	10,5	8,5	76,9	-242		
1981:2	0,0	22,8	40,9	50,7	75,9	7,7	8,9	71,7	-437		
1981:3	0,0	18,0	38,8	51,0	69,8	4,2	7,4	68,9	-556		
1981:4	0,0	11,4	38,5	54,1	39,4	-7,1	-2,8	71,4	-383	4.800	2,4
1982:1	0,0	7,6	38,9	55,2	51,8	-13,7	-9,5	71,2	19		
1982:2	101,4	4,5	32,4	47,7	53,0	-16,0	-1,5	70,0	181		
1982:3	343,2	8,3	50,1	64,2	44,0	-16,1	-4,7	87,6	247		
1982:4	40,8	19,0	73,2	88,4	57,1	-16,7	-14,3	100,5	254	946	-2,3
1983:1	-0,5	23,3	33,1	50,3	41,4	-9,4	-7,7	103,8	364		
1983:2	26,1	30,8	29,0	44,1	26,4	-2,4	-2,8	96,0	448		
1983:3	25,9	30,9	25,0	39,2	24,4	-1,7	-11,8	94,7	337		
1983:4	27,9	24,3	24,9	37,7	13,0	2,4	6,1	97,6	228	-3.168	-2,6

Kaynak: Vegh (1992)

* : Değişimler son dört çeyrek itibariyle hesaplanmıştır.

Enflasyonu düşürebilmek adına ortaya konulan liberal politikalar başarılı sonuçlar verdi. Tablo 2.1'den de görüldüğü gibi 1977 yılında

enflasyon oranı üç haneli rakamlarla ifade edilirken 1982 yılında tek haneli rakamlara geriledi. Enflasyon oranındaki bu iyimser durum reel GDP oranında da görüldü. 1975 yılında yüzde 13 daralan milli gelir, 1977-1981 döneminde yıllık ortalama yüzde 7 büyümüyü gösterdi. 1977-1981 dönemindeki bu hızlı büyüme ve enflasyon oranının düşürülmesindeki başarının “Şili Mucizesi” olduğunu söylemek hata olacaktı (Edwards, 1985a).

Agenor (1999) ve Calvo ve Vegh (1999)’in üzerinde durduğu gibi parasal büyümenin nominal çapa olarak alındığı ortodoks programlarda yaşanan resesyon ve enflasyon oranındaki düşüşün gecikmeli olması istikrar politikalarında yeni bir yaklaşımı ortaya çıkardı. O dönemin akademik dünyasında oldukça popüler olan “ödemeler dengesine parasalcı yaklaşım” iç piyasada fiyatların döviz kuruna dayalı olarak belirlendiğini dolayısıyla fiyat istikrar politikalarının başarısının da ulusal paranın değer kaybındaki oranın yani devalüasyon oranının azaltılması gerektiği üzerine kurulmuştur. Böylece yurt içi faiz oranları dünya oranlarına yakınsayacak ve bu da fiyatlar üzerindeki ataleti (inertia) kıracaktı. Oysa durum “ya şimdi resesyon ya da sonra resesyon” seçeneğinden başka bir şey değildi. Çünkü ortodoks istikrar politikalarında başlangıçta ekonomik bunalımlar yaşanırken, döviz kuruna dayalı istikrar politikalarında ise faiz düşüşünü takip eden bir tüketim patlamasının ardından resesyon kaçınılmaz oluyordu (Calvo ve Vegh, 1999).

Nitekim Şili’de de 1977-1981 döneminde ortalama yüzde 7 oranında gerçekleşen ve kalıcı olacağı düşünülen reel ekonomik büyüme 1982 yılında tersine döndü ve reel GDP Tablo 2.1.’den de görüldüğü gibi 1982 yılı sonunda yüzde yüzde 14,3 oranında daraldı. Ülkeye giren büyük miktardaki sermaye sabit döviz kuru altında ulusal paranın aşırı değerlenmesine yol açtı. Söz konusu değerlenme 1982 yılı başında yaklaşık yüzde 30 civarındadır. Bununla birlikte ülkeye giren yabancı sermaye dış ticarete konu olmayan malların özellikle de inşaat sektörünün finansmanında kullanıldı (Edwards, 1985a).

Yine Edwards (1985a), o dönemde Şili'ye giren yabancı sermayenin faiz oranlarındaki farklılıklara duyarlı olmadığı anlaşılmaktadır. Sermaye girişlerinin ardındaki faktörün faiz oranlarından kaynaklanan farklılıklar yerine gelişmiş ülkelerdeki fon fazlasının, dış dünyaya kapılarını yeni açmış ülkeye akarak yeni kâr alanları aramalarında ve dolayısıyla giriş miktarının kısa dönem denge miktarını aştığını ve bir süre sonra akışın yönünün değiştiğini ve uzun dönem dengesine ulaştığını belirtmektedir.

Ulusal paranın reel olarak değerlendirilmesi sonucu ticarete konu sektörler rekabet güçlerini yitirdikleri için zor duruma düştüler. Finansal sorunların çözümü için kredi taleplerinin genişlemesi faiz oranları üzerinde baskıya neden oldu. Yükselen faiz oranları iktisadi birimlerde devalüasyon beklentileri arttırdı, bu baskıyla faiz oranlarının yükselişi devam etti. Tablo 2.1.'den söz konusu artışın 1980 yılının 3. çeyreğinden itibaren etkili olduğu görülmektedir. 1982 yılının Eylül ayından 1983 Eylül'üne kadar ulusal para yaklaşık yüzde 100 oranında devalüe edildi. Devletin finansal kurumlar üzerindeki denetimlerinin etkin olmaması ve büyük şirketlerin bankaların önemli ortakları olması bankaların yurt içine açtığı kredilerin ödenmemesi sonucunu doğurdu. 1983 yılı başında finansal sektör çöktü, 1985 başlarında bankacılık sektörünün yüzde 70'inden fazlası dolaylı ya da dolaysız olarak devletin kontrolündeydi (Edwards, 1985a). 1982 yılı sonunda hükümet dış borç ödemelerini gerçekleştirebilmek için IMF ile görüşmelere başladı.

1990'lı yıllara gelindiğinde 1982 yılındaki krizin ardından Şili ekonomisinde cari işlemlerin ve kamu maliyesinin kontrol altında tutulduğu bir ortamda yüksek oranlı kalıcı bir büyümenin sağlandığı, istikrarlı ve düşük oranlı bir enflasyon oranına ulaşıldığı ve düşük işsizlik oranlarının gerçekleştiği görülmektedir. Bu başarının ardında Şili'nin önemli ihracat kalemlerinden olan bakırın o dönemdeki dünya fiyatındaki yükselişin önemi olmakla beraber, uygulanan politikalarında "Şili Mucizesi"nin gerçekleşmesinde önemli katkısı vardır (Calvo ve Mendoza,1998).

Calvo ve Mendoza (1998)'nin bulgularına göre uygulanan faiz ve kur politikaları (enflasyon ile mücadelede kısa vadeli faiz oranları parasal büyüklüklerin belirlenmesinde kullanılırken, belirlenen bir bant etrafında dalgalanan döviz kuru rejimi ile ülkenin dış alemdeki rekabet gücünün korunması hedeflenmiştir) ulaşılan başarıyı açıklamakta yetersiz kalmıştır. Şili'nin görece sağlıklı ekonomik yapısı ve gelişmiş ülkelerdeki faiz oranlarının düşüşünden kaynaklanan sermaye girişleri ile bakırın dünya piyasalarındaki fiyat artışı sözü edilen başarıyı açıklamaktadır.

Gerçekten de 1990'lı yılların başı sermaye hareketlerinin Latin Amerika ülkelerine yoğun olarak giriş yaptığı yıllardır. Bu girişlerin ardındaki faktörler, uluslararası finansal koşulların gelişmesi ve ABD'deki faiz oranlarındaki düşüşler ile Latin Amerika ülkelerinde görülen ekonomik gelişmelerin uluslararası yatırımcıları buralarda yatırım yapmaya sevketmesidir (Edwards,1998).

Bu sermaye girişleri Şili ekonomisinin para politikasını da etkilemiştir. Yoğun sermaye girişlerinin ulusal para üzerindeki baskısını ortadan kaldırabilmek ve para politikası üzerindeki olumsuz sonuçları bertaraf edebilmek amacıyla 1991 yılında kısa vadeli sermaye girişleri üzerine sınırlamalar getirildi. Tazmin edilmemiş rezerv karşılığı (unremunerated reserve requirements) olarak adlandırılan sistemde bir yıldan kısa vadeli sermaye girişlerinde, giriş yapan sermayenin yüzde 20'lik kısmının Merkez Bankası hesabına ülkeden çıkış yaptığı zamana kadar yatırılacak ve bunun için faiz de ödenmeyecekti (Gregerio ve diğerleri, 2000).

Sermaye hareketleri girişlerine getirilen sınırlamanın bazı unsurları zamanla değişmekle birlikte Şili'ye giriş yapan sermayenin hem kompozisyonunu hem de hacmini değiştirmiştir. Tablo 2.2 1988-1996 yıllarında Şili'ye giriş yapan sermaye hakkında bilgi vermektedir.

Tablo 2.2. Şili'ye Giriş Yapan Net Sermaye Miktarı (USD)

Yıl	Kısa Vadeli	Toplam İçindeki % Payı	Uzun Vadeli	Toplam İçindeki % Payı	Toplam	Zorunlu Karşılık
1988	916.564	96,3	34.838	3,7	951.402	-
1989	1.452.595	95,0	77.122	5,0	1.529.717	-
1990	1.683.149	90,3	181.419	9,7	1.864.568	-
1991	521.198	72,7	196.115	27,3	717.313	587
1992	225.197	28,9	554.072	71,1	779.269	11.424
1993	159.462	23,6	515.147	76,4	674.609	41.280
1994	161.575	16,5	819.699	83,5	981.274	87.039
1995	69.675	6,2	1.051.829	93,8	1.121.504	38.752
1996	67.254	3,2	2.042.456	96,8	2.109.710	172.320

Kaynak: Edwards (1998)

Tablo 2.2'den de görüldüğü gibi sermaye kontrollerinin konulduğu 1991 yılından sonra kısa vadeli sermaye girişinde çok yüksek düşüşler meydana gelmiştir. Bununla birlikte uzun vadeli sermaye hareketleri ve toplam girişlerin hacminde artış görülmüştür. Politika yapıcılarını kısa vadeli sermaye girişlerinin hacmini düşürebilmek amacıyla bu kontrolleri uygulamışlardır. Böylece enflasyonla mücadele edebilmek için yurt içi faiz hadleri ile dünya faiz hadleri arasında bir farkın oluşması, dolayısıyla parasal büyüklüklerin elden kaçırılmaması amaçlanıyordu. Diğer taraftan kontrollerle ulusal paranın aşırı değerlenmesinin önüne geçilmeye çalışılıyordu. Ancak sermaye kontrolleri ilk amaca hizmet ederken ikinci amacın çok sınırlı ve kısa bir sürede geçerli olabildiğini Edwards'ın (1998) çalışmasından anlıyoruz.

Yine de Şili sermaye kontrolleri yoluyla, sermaye girişlerinin ülkenin finansal krizlere açıklığını azaltılması konusunda ekonomi literatürüne geçmiş diğer tecrübelerle göre başarılı olmuştur. Bunda finansal sistem üzerindeki gözetim ve denetim için etkin çalışan kurumlar oluşturulması ve sıkı denetimlerin yanı sıra Gregerio ve diğerleri'nin (2000) belirttiği gibi (toplumsal etik) çürümüşlüğü de görece az olması etkili olmuştur.

2.5.2. Arjantin Deneyimi

Latin Amerika ülkelerinin ekonomik bakımdan ortak yönleri yaşanan yüksek enflasyonlar, yüksek kamu açıkları, ödenemeyen dış borçlar, siyasal bakımdan ortak yönlerinden birisi de askeri darbeler olmuştur. Hem Latin Amerika ülkeleri ölçeğinde hem de dünya ölçeğinde özellikle son zamanların en çok tartışılan ekonomilerinden olan Arjantin'de askeri darbe 1976 yılında Peronist yönetime el koydu.

Aslında 1950 yılından beri ülkede ithal ikameci gelişme modeli uygulanmaktaydı. Ülke dışa kapalıydı ve sermaye kontrolleri uygulanmaktaydı. 1976 yılına gelinceye kadar değişik döviz kuru rejimleri denenmişti: 1959 yılı ile 1975 yılı arasında beş kez önemli oranlarda devalüasyon, sabit kur rejimi, esnek kur rejimi, çoklu kur uygulaması, yönetimli dalgalı kur rejimi gibi pek çok alternatif politika uygulanmıştı. İthal ikameci gelişmenin sınırlarına ulaşıldığında ise periyodik ödemeler dengesi krizleriyle karşı karşıya kalındı (Bonilla ve Schamis,1999). 1976 yılında askeri darbenin Peronist yönetime el koyduğu Arjantin'de düşük büyüme hızı, yüksek enflasyon ve dış dengedeki bozukluklar o dönemin en önemli sorunlarıydı.

Yeni yönetim liberal politikaları uygulamaya koydu, 1950'lerden beri dış aleme kapalı olan ülke kapılarını dış aleme bu politikalarla açacaktı. Fiyatlar üzerindeki kontroller azaltıldı, faiz oranları serbest bırakıldı, mevduat munzam karşılıkları yüzde 100'lük oranlardan yüzde 45'lere indirildi, çoklu döviz kurları kaldırıldı, sermaye hareketleri üzerindeki sınırlamalar kaldırıldı (Agenor,1999). 1978 yılında yüksek enflasyonla mücadele etmek için istikrar programı uygulanmaya başladı. İstikrar programının üç temel aracı vardı, enflasyonu düşürmede bu üç araç önceden belirlenerek kamuya duyurulacak ve belirsizlikleri ortadan kaldırmak için kullanılacaktı; bunlar devalüasyon oranları (tablita), kamunun yarattığı mal ve hizmetlerin fiyatları ve asgari ücretlerdi. Böylece yurt içi enflasyon oranları uluslararası oranlar seviyesine gerileyecekti. Sermaye kontrollerinin kaldırılmasıyla da ülkeye sermaye girişi

olacak böylece yurt içinde oldukça yüksek olan faiz oranları aşağı düzeylere inecekti. Ayrıca sermaye hesabının liberalizasyonu ile gelişen finansal sistemde yeni istihdam olanakları oluşacaktı (Bonilla ve Schamis,1999).

Tablo 2.3.'te uygulanan istikrar programına ilişkin veriler sunulmaktadır. Devalüasyon oranının enflasyon oranının altında kalması ulusal paranın değerlenmesine yol açmıştır. Cari işlemler dengesinin (ve ticaret dengesinin) açık vermesi döviz kurunun sürdürülebilirliği konusunda çeşitli şüphelere neden olmuştur, nihayet Şubat 1981'de hükümet ilk devalüasyonunu gerçekleştirmek zorunda kalmıştır.

Tablo 2.3. Arjantin Ekonomisinde 1978-1982 dönemindeki bazı ekonomik büyüklükler

Dönem	Devalüasyon Oranı	Enflasyon oranı	Nominal Faiz Oranı (Mevduat)	Nominal Faiz Oranı (Borçlanma)	M1 *	Özel Sektöre Açılan Krediler*	Reel Özel Tüketim*	Reel GDP*	Reel Efektif Döviz Kuru (1978:4=100)	Ticaret Dengesi (Milyon USD)	Sermaye Hesabı (Milyon USD)	Bütçe Dengesi (GDP'ye oran)
1978:1	112,0	196,3	152,7	260,6	131,4	253,3	-1,9	-2,0	128,8	549	914	
1978:2	43,0	185,1	123,6	159,3	165,0	203,7	-5,1	-5,5	118,0	1.011	129	
1978:3	45,8	126,3	116,2	144,1	159,9	172,2	-3,0	-5,4	108,7	1.010	-498	
1978:4	79,9	166,9	117,8	141,0	159,7	181,0	5,3	0,0	100,0	343	-606	-3,2
1979:1	76,4	204,3	113,8	131,1	131,4	184,0	16,4	7,2	89,4	457	936	
1979:2	67,9	138,4	113,7	128,9	121,9	204,3	15,7	8,2	83,1	1.137	1.132	
1979:3	56,5	169,5	131,2	148,1	129,2	216,3	13,0	5,4	76,7	447	1.023	
1979:4	46,0	96,7	111,7	131,1	137,8	228,6	9,4	8,3	72,9	-259	1.394	-2,7
1980:1	35,9	97,1	85,3	117,9	141,2	224,0	5,6	1,9	68,2	12	1.199	
1980:2	26,8	98,2	75,0	93,2	121,4	188,7	6,2	-2,0	63,3	-113	-877	
1980:3	18,2	73,2	82,2	104,6	115,0	153,3	7,8	2,6	60,4	-442	1.643	
1980:4	12,8	87,6	75,1	92,6	96,7	108,5	10,8	3,6	53,7	-830	-75	-3,6
1981:1	99,5	71,6	120,7	170,1	39,4	107,3	9,4	-0,8	50,9	-324	-1.598	
1981:2	1.233,4	129,8	170,3	234,1	42,4	133,5	1,4	-1,8	66,9	515	827	
1981:3	171,2	177,2	210,0	275,5	48,6	142,1	-11,9	-11,5	71,9	751	349	
1981:4	142,7	125,0	127,8	164,3	70,1	166,0	-14,7	-12,0	77,8	-230	1.494	-8,1
1982:1	550,4	161,8	127,8	157,7	105,5	154,6	-15,4	-7,5	95,2	824	616	
1982:2	240,6	71,3	130,7	171,0	145,0	132,4	-16,8	-10,5	108,8	1.131	-2.430	
1982:3	3.673,8	324,5	95,5	115,1	245,4	203,6	-6,1	-2,9	130,5	512	148	
1982:4	140,7	342,6	152,5	165,1	247,5	210,5	-1,0	1,3	148,7	297	-672	-7,2

Kaynak: Tablo Vegh (1992)'den aynen alınmıştır.

* : Değişimler son dört çeyrek itibarıyla hesaplanmıştır.

Tablo 2.3.'ten de görüldüğü gibi 1982 sonunda enflasyon oranı istikrar programına başlamadan önceki seviyeyi de geçmiştir. 1980'li yılların başında yaşanan borç sorununun da bunda olumsuz etkileri olmuştur. 1978 yılı başı baz alınmış reel efektif döviz kurundan da anlaşılacağı gibi ulusal para değerlenmiş bu değerlenme 1980 yılının son çeyreği itibariyle yüzde 53,7 gibi aşırı değerlenmiş bir orana yükselmiştir. Uygulanan istikrar politikasının tipik sonucu olarak program ertesinde reel özel tüketim ve buna bağlı olarak reel GDP oranlarında artışlar yaşanmıştır. Bununla birlikte bütçe rakamlarındaki kötü gidişat da dikkat çekicidir, program başında bütçe açığının GDP'ye oranı yüzde 3,2 iken programın bitirildiği 1981 yılının son çeyreğinde söz konusu oran yüzde 8,1'e yükselmiştir.

Arjantin 1984 yılında yeni bir hükümet Austral plan olarak bilinen istikrar programı uygulamasına geçmiştir. Mahiyeti bakımından heterodoks istikrar politikasının belli başlı unsurları şunlardı: program öncesinde devalüasyon yapılmış ve yüksek ithalat vergileri getirilmiş, ücret ve fiyatlar üzerine kontroller getirilmiş, Merkez Bankası'nın kamuyu fonlamasının önüne geçecek yasal düzenlemeler yapılmış, ulusal paradan üç sıfır atılarak Austral adında yeni bir para birimi yaratılmış ve döviz kuru sabitlenmiştir. Faiz oranları üzerine de sınırlandırmalar getirilmiştir (Agenor,1999).

Kamu maliyesinde harcamalar üzerinde daraltıcı bir politika izlenmezken, açığın kamu gelirleri ile kapanması beklentisi içine girilmiştir. 1984 yılında kamu açığının milli gelire oranı yüzde 13 iken, 1986 yılında bu açığın yüzde 2 seviyelerine indirilmesi öngörülmüştür. 1985 yılında enflasyon oranı aylık yüzde 3'lük seviyelere geriledi. Yılın ilk üç çeyreğinde daralan ekonomik aktivite son çeyrekte sanayi üretimi ve tüketim harcamaları ile birlikte artışa geçti. Bununla birlikte reel para arzı 1985 yılının ikinci yarısında döviz rezervlerinin ve Merkez Bankası'nın ticari bankalara açtığı kredilerin artışlarıyla birlikte hızlı biçimde büyüdü. Döviz rezervlerindeki büyüme program öncesi yapılan devalüasyonun uyardığı dış ticaretteki olumlu

gelişmeler ve sermaye girişleri sonucu meydana gelmiştir. Bununla birlikte reel faiz oranları hala yüksek seviyelerde seyretmekteydi (Agenor,1999).

1986 yılından itibaren uygulanan programda “esneklik” aşamasına geçildi. Ücret-fiyat kontrolleri gevşetildi. Dış ticaret dengesindeki fazlanın rekabet gücünün azalması nedeniyle bozulması sonucu Nisan ayında devalüasyon yapıldı. Ardından kamu fiyatlarında artışlara gidildi. 1988 yılı sonuna dek Arjantin’de Austral Plan kapsamında dönem dönem ücret-fiyat kontrolleri gevşetildi ya da arttırıldı, döviz kuru değişik politika varyasyonlarıyla kullanıldı. Nihayetinde 1988 yılına gelindiğinde aylık enflasyon oranı yüzde 17 seviyelerine yükselmişti (Agenor,1999).

Arjantin ekonomisini dünya ölçeğinde tartışma konusu yapan ve belki de Türkiye ile özdeşleştiren durum Arjantin’de 2001 yılında ortaya çıkan krizdir. Mart 1991 yılında uygulamaya konulan Konvertibilite Planı 2001 yılı sonunda çökmüş, aynı dönemde Türkiye’de yaşanan 2000/2001 krizleri nedeniyle iki ülke uluslararası piyasalarda karşılaştırmalara konu olmuştur. Bununla birlikte Arjantin’de yaşanan kriz gelişmekte olan ülkelerde uygulanan Uluslararası Para Fonu politikalarına karşı en yoğun tartışmaları da başlatmıştır. Sabit döviz kuru rejimlerinin en katı ayağı olan Para Kurulu uygulaması kriz sonrasında uluslararası sermaye hareketlerini de tartışma konusu yapmıştır.

1970’li yıllarda beri siyasi istikrarsızlık, dış borç krizleri ve hiperenflasyonla uğraşan Arjantin, Mart 1991 yılında Maliye Bakanı Domingo Cavallo başkanlığında IMF ile yeni bir istikrar programı uygulamaya başladı. Temel amaç enflasyonist süreci kırarak fiyat istikrarını sağlamaktır. Kullanılacak araç ise o dönemin hakim düşüncesi para kurulu sistemi olacaktır. Hem cari işlemlerde hem de sermaye hareketlerinde tam konvertibiliteye geçildi. Bu yeni programın temel unsurları, ulusal para ABD dolarını arasındaki paritenin bire bir eşitlenmesi, Merkez Bankası’nın para arzını arttırabilmesinin uluslararası rezervlerdeki artışa bağlı olması, yine

Merkez Bankası'nın kamuya kredi açmasının kanunla yasaklanması ve diğer yapısal reformların oluşturulması olmuştur (Cibils ve diğerleri, 2002).

Tablo 2.4'ten de görüldüğü gibi Konvertibilite Planı uygulamaya konulduktan sonra Arjantin'de enflasyon oranı 1994 yılından itibaren tek haneli rakamlara indirilmiştir. Ulusal paranın Amerikan dolarına karşı bire bir sabitlenmesi ulusal paranın değerlendirilmesi ile sonuçlanmıştır. Bu arada Merkez Bankası'nın para arzını arttırabilmesi sermaye girişlerine bağlı hale geldiğinden bu durum ekonominin dış şoklarda kırılganlığının artmasına neden olmuştur. Nitekim 1994 "tekila" krizi ve daha sonra 1997 Asya ve 1998 Rusya krizlerinden sonra ülkeye giriş yapan sermaye miktarı azaldıkça Merkez Bankası'nın para politikasından yoksun oluşu nedeniyle ekonomik aktivitede daralmalar meydana gelmiştir. Bununla birlikte 1994 yılı başından itibaren ABD'de faiz oranlarında artışlar yaşanması ülkeye giren sermayenin görece anlamda azalmasında etkili olmuştur. Program sonrası Arjantin için yaşanan olumsuz gelişmelerden bir diğeri de dış ticaretinde görülen bozulmadır, şöyle ki Arjantin genellikle dış ticaret fazlası veren bir ülke olmasına rağmen (mevcut verilere bakıldığında Arjantin 1976-1992 yılları arasındaki dönemde sadece 1980 yılında dış ticaret açığı vermiştir) ulusal paranın değerlendirilmesi sonucu dış ticaret açığı vermeye başlamıştır. Dikkat çekici diğer bir noktada program boyunca (1992 yılı hariç) ödemeler dengesinin net hata ve noksan kalemi eksi işaretli olmuştur. Bundan da şu anlaşılıyor ki yurt içindeki yerleşikler tarafından 1992 yılı hariç olmak üzere yurt dışına sermaye çıkışı gerçekleştirilmiştir.

Tablo 2.4. Arjantin Ekonomisinde 1992-2001 dönemindeki bazı ekonomik büyüklükler

Dönem	Enflasyon oranı (Tüketici Fiyatları)	Nominal Faiz Oranı (Mevduat)	Nominal Faiz Oranı (Borçlanma)	Reel GDP	Ticaret Dengesi (Milyon USD)	Sermaye Hesabı (Milyon USD)	Net Hata ve Noksan (Milyon USD)
1992	24,9	16,8	n.a.	10,3	-1.396	7.630	299
1993	10,6	11,3	n.a.	5,7	-2.364	20.388	-10.282
1994	4,2	8,1	10,1	5,8	-4.160	11.360	-881
1995	3,4	11,9	17,8	-2,8	2.357	4.990	-2.140
1996	0,2	7,4	10,5	5,5	1.760	11.713	-1.682
1997	0,5	7,0	9,2	8,1	-2.123	16.755	-1.276
1998	0,9	7,6	10,6	3,8	-3.097	18.996	-447
1999	-1,2	8,0	11,0	-3,4	-795	14.926	-1.098
2000	-0,9	8,3	11,1	-0,5	2.558	8.770	-1.154
2001	-1,1	16,2	27,7	-4,5	7.451	-13.590	-3.361

Kaynak: IFS Çeşitli Sayılar

Arjantin üst üste yaşadığı ekonomik durgunlukların ardından yaklaşık on yıl süreyle uyguladığı IMF destekli programını 2001 yılında sona erdirdi. Uygulanan programla birlikte bankacılık sektöründe önemli yapısal reformlar yapılmıştır. Bu reformlara ve uygulanan ekonomik “reçete”ye rağmen yaşanan derin kriz IMF’yi bazı çevrelerce krizin baş sorumlusu haline getirmiştir. Bununla birlikte IMF, krizin temel nedeninin Arjantin’in maliye politikasındaki sıkıntılardan kaynaklandığını savunmaktadır (Krueger,2002). Birtakım iktisatçılar para kurulu uygulamasının Arjantin’i eninde sonunda krize sokacağını, çünkü uygulanan sabit kur sistemi ile para politikası fonksiyonu elinden alınmış Merkez Bankası sonucu spekülâtif sermaye hareketlerinin ulusal ekonominin dış şoklara karşı kırılganlığını arttıracığını, zaten yaşanan krizin de dış şoklara karşı ulusal ekonomideki uyarlamaların gerçekleşememesi sonucu oluştuğunu belirtmektedirler (Cibils ve diğerleri, 2002).

2.5.3. Brezilya Deneyimi

Brezilya 1960’lı yıllarda enflasyonla yaşama konusunda geliştirdiği mekanizmalarla dikkati çekmektedir. Emek piyasasından kamu mal ve hizmetleri fiyatlarına ve döviz kurundan finansal piyasalar kapsamında etkin ve kapsamlı bir indeksleme mekanizması ile yüksek ama istikrarlı bir enflasyon dönemi yaşamıştır. Ancak 1970’li yıllarda yaşanan petrol şoku bu durumu değiştirmiştir. Brezilya önemli miktarda petrol ithalatçısı olduğu için bu durumdan zarar görmüştür. Başlangıçta yurt içi piyasada petrole dayalı ürünlerin fiyatları bu yükselişe hemen yansıtılmamış ve ithalatın artan faturasından kaynaklanan dış açık, uzun vadeli borçlanmalarla finanse edilmeye başlanmıştır. Ancak, ikinci petrol şoku bu durumun sürdürülmesini güçleştirmiştir. 1980’li yılların başlarında ABD’nin enflasyonla mücadelesi (ve daha sonra ortaya 1982’de ortaya çıkan borç krizi) dış finansmanı zora sokmuştur. Petrol fiyatlarındaki artışın iç piyasadaki ürünlere yansıtılması

indeksleme mekanizması ile enflasyonun iki katına çıkmasına neden olmuştur. Bu aşamadan sonra indeksleme mekanizmasının sebep olduğu ataleti ortadan kaldırmak için fiyat ve ücret kontrollerinin değişik varyasyonlarının kullanıldığı heterodoks istikrar politika uygulamalarına yer verilmiştir. Bu anlamda, 1986 yılında Cruzado Plan uygulanmıştır. 1994 yılına kadar da enflasyonu kontrol altına alabilmek amacıyla Cruzado 2, Bresser, Summer, Collor ve Collor 2 gibi değişik programlar uygulanmıştır (Dornbusch, 1997).

Real Planı döviz kuruna dayalı bir istikrar programı idi. Döviz kurları sabitlenmişti. Benzer şekilde indeksleme mekanizmasının yarattığı enflasyon ataletini kaldırmak için fiyatlar üzerine kontroller getirilmiştir (Agenor, 1999).

Uygulanan politika ile enflasyon oranı tek haneli rakamlara indirilmiştir. 1994-1998 yılları arasında yıllık ortalama büyüme oranı yüzde 3,4, enflasyon oranı ise ortalama yüzde 5 civarındaydı. Bankacılık sektörü yeniden yapılandırılmış, geniş çaplı bir özelleştirme programı hayata geçirilmişti. Yapısal tedbirlere rağmen bütçe disiplini temin edilememişti. İç borç stokunun mili gelir içindeki payı yüzde 40 düzeyindeydi ve bu iç borçların büyük kısmı kısa vadeliydi (Agenor, 1999).

Real plan öncesi ve sonrası döneme ilişkin bazı veriler Tablo 3.5'te verilmiştir. Tablodan dış ticaret dengesinin Real planı uygulamaya konulduktan sonra açık vermeye başladığı görülmektedir. Döviz kurunun aşırı değerlenmesi tüketimi dolayısıyla ithalat harcamalarını arttırmış, beraberinde yurt içi tasarrufları azaltmıştır. Hem enflasyonla mücadele, hem de sermaye girişlerinin sağlanmasını desteklemek amacıyla reel faiz düzeyi yüksek seviyelerde seyretmiştir. Ancak 1998 Rusya krizinin olumsuz etkileri sonucu, uluslararası yatırımcılar yüksek kamu borcunu ve cari işlemler dengesindeki büyüyen açığı risk faktörü olarak algılayıp ülkeden sermaye çıkışına başladılar. Oluşan panik ortamında IMF ile yaklaşık 41 milyar ABD doları tutarında ek rezerv kolaylığı görüşmelerine başlandı. Ancak piyasaların

tedirginliğinin azalmaması üzerine Ocak 1999'da ulusal para birimi serbest dalgalanmaya bırakıldı.

Programdan çıkıldıktan sonra Brezilya'da ulusal para yaklaşık yüzde 100 değer kaybetti. Döviz kurunda istikrarı sağlayabilmek için yüksek faiz politikası izlendi. Dış ticaret dengesi devalüasyondan olumlu etkilendi ve cari işlemler açığı azaldı. Brezilya, Haziran 1999'dan itibaren "enflasyon hedeflemesi" uygulamasına geçti (Cardoso ve Helwege, 1999:8).

Tablo 2.5. Brezilya Ekonomisinde 1992-2001 dönemindeki bazı ekonomik büyüklükler

Dönem	Enflasyon oranı (Tüketici Fiyatları)	Nominal Faiz Oranı (Mevduat)	Reel GDP	Cari İşlemler Dengesi (Milyon USD)	Ticaret Dengesi (Milyon USD)	Sermaye Hesabı (Milyon USD)	Net Hata ve Noksan (Milyon USD)
1992	951,6	1560,2	-0,9	6.089	15.239	5.889	-1.393
1993	1928,0	3293,5	6,0	20	14.329	7.604	-815
1994	2075,9	5175,2	4,9	-1.153	10.861	8.020	-442
1995	66,0	52,2	5,0	-18.136	-3.157	29.306	1.447
1996	15,8	26,4	2,7	-23.248	-5.453	33.428	-1.992
1997	6,9	24,4	3,3	-30.491	-6.652	24.918	-3.160
1998	3,2	28,0	0,2	-33.829	-6.603	20.063	-2.911
1999	4,9	26,0	0,8	-25.400	-1.261	8.056	240
2000	7,0	17,2	0,8	-24.632	-696	29.369	2.971
2001	7,0	17,9		-23.211	2.645	20.079	-250

Kaynak: IFS Çeşitli Sayılar

Arjantin örneği ile karşılaştırıldığında, Brezilya uyguladığı sabit döviz kuru sistemini kriz koşulları oluşturduğunda terketmiştir. Arjantin sabit döviz kuru sistemini ekonomisi kriz tarafından tahrip edildikten ve döviz rezervlerini yitirdikten sonra yapacak hiçbir şeyi kalmayınca terk edebilmiştir. Daha önce diğer Latin Amerika ülkelerinin uyguladığı döviz kuruna dayalı istikrar programlarında da aynı sonuçlarla karşılaşmıştır. Sermaye hareketlerinin serbest akışkanlığı durumunda, yüksek reel faizler ve kur garantisi altında (sabit döviz kuru), ülkeye giriş yapan kısa vadeli sermaye hareketleri tüketime dayalı ithalat harcamalarının ve kamu borçlarının finansmanında kullanılırken, büyüyen cari işlemler dengesi açıklarının ve beraberinde kamu borcunun kısa vadeye yayılması ile ülkeye ait risk koşullarının artmasına yol

açmaktadır. Bu muhtemel risk unsuru da ekonominin dış şoklara karşı kırılganlığını arttırmaktadır. Sermaye hareketleri girişi sonucu değerlendirilen ulusal paranın ülkenin rekabet gücünü olumsuz etkilemesi ve dış ticaret dengesinin bozulması, uygulanan politikanın temel açmazıdır. Zaten gelişmekte olan ülke durumundaki ülkelerin döviz kurunu savunabilmek için yüksek maliyetlere katlanarak rezerv biriktirmeleri de kaynak dağılımındaki olumsuzlukların diğer bir boyutudur. Finansal sistemin varlık ve yükümlülük yapısının bozulması, özellikle açık pozisyon durumuna düşülmesi, sistemi tehdit eden diğer bir durumdur.

Cardoso ve Helwege (1999:25), bu noktalara dikkat çekerek döviz kuruna dayalı istikrar programı uygulayan ülkelerin bu politikaya ilişkin olarak “çıkış stratejisi” belirlemeleri gerektiğini vurgulamaktadırlar. Döviz kuruna dayalı istikrar politikalarının dört haneli enflasyonların hakim olduğu ekonomilerde enflasyonun iki haneli seviyelere indirildiği durumlara kadar olan süre için kullanılması gerektiğini, bu aşamadan sonra döviz kuru istikrar programından vazgeçilmesi gerektiğini belirtmektedirler.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE DIŞ DENGİ SORUNLARI ve CARİ AÇIĞIN YÖNETİMİ

Türkiye’de 1960 yıllarda planlı ekonomi dönemi başlamış ve ithal ikameci sanayileşme modeli benimsenmiştir. Planlı döneme geçişin sebepleri ise 1950’li yılların sonunda yaşanan dış ödeme güçlükleri ve enflasyon olmuştur. Bir yandan üretim için gerekli ithalat gerçekleştirilemiyor, diğer yandan yıllık yüzde 25 dolayında enflasyon sermaye kaynaklarının kullanımında yeni düzenlemeler gerektiriyordu (Kepenek ve Yentürk, 1997:129).

Dış denge sorunları nedeniyle planlı ekonomi dönemine başlayan Türkiye, bu tür sanayileşme modelinin ikinci evresindeyken, 1977 yılında bir anlamda sistemin açmazı olan döviz finansmanı sıkıntısı ve dünya ekonomisinde yaşanan olumsuz gelişmeler nedeniyle 1980 yılında sona erdirilmiştir. Dünya ekonomisinde yaşanan olumsuz gelişmeler, önceki bölümde üzerinde durulduğu gibi, petrol fiyatlarındaki artış, gelişmekte olan ülkelerdeki borç sorunları ile birlikte Türkiye’nin ekonomik ilişki içinde bulunduğu ülkelerde görülen işsizlik ve enflasyon olmuştur. Ayrıca siyasi bakımdan Türkiye’nin yaşadığı Kıbrıs sorunu da etkili olmuştur (Kepenek ve Yentürk, 1997:180).

Dış denge sorunları nedeniyle 1960’lı yıllarda planlı ekonomik modeli benimseyen Türkiye, yine dış denge sorunları nedeniyle bu sistemi de terketmek zorunda kalmıştır.

Bunu takiben 24 Ocak 1980 kararları olarak anılan politika değişikliği ile hükümet serbest piyasa mekanizmasına dayalı dışa açık yeni bir yapısal uyum programını yürürlüğe koymuştur. Bu uyum programının da temel amaçlarından birisi yine dış denge sorunlarına çözüm aramak olmuştur (Kepenek ve Yentürk, 1997:189).

Bu bölümde 1980 sonrasında uygulamaya konulan liberalizasyon politikalarının temel çerçevesi anlatılacaktır. Daha sonra cari açığın sürdürülebilirliğine yönelik günümüzdeki kırılmalıklardan söz edilecektir. Sürdürülebilirlik endişelerinin temelinde, yurt içinde veya yurt dışında yaşanacak olası bazı olumsuz gelişmelerin, bir krizi (şok) tetikleme ihtimali yatmaktadır. Söz konusu tetiklemenin, Türkiye ekonomisinde mevcut bir takım kırılmalıklardan kaynaklanabileceği düşüncesiyle, cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliği kapsamındaki kırılmalıklar tartışılacaktır. Nihayet makro muhasebe yaklaşımına göre Türkiye ekonomisine ilişkin basit bir model kurgulanacaktır.

3.1. Liberalizasyon Politikalarının Genel Çerçevesi

Ekonomi politikasında karar alıcılar, finansal piyasaların yeterince derinliğe kavuşmadan ve dışa açık ekonominin istek duyduğu finansmanı karşılayacak boyuta ulaşmadan yapısal uyum politikasının başarıya ulaşamayacağını düşünüyordular. Bu yüzden Türk finansal sisteminin gelişimini sağlamak için birtakım reformlara başvuruldu.¹

Finansal liberalizasyona geçen diğer gelişmekte olan ülke örneklerinde olduğu gibi Türkiye’de de liberalizasyon öncesi yurt içi reel faiz oranları negatif oranlara yakındı. Bununla birlikte kredi kontrolleri uygulanıyordu, finansal piyasalar oldukça sığdı ve kamu borçlanma gereğinin finansmanı büyük oranda Merkez Bankası kaynaklarına bağlıydı. Mevduat ve kredi oranları enflasyon oranından bağımsız olarak devlet tarafından kontrol ediliyordu. Ocak 1980’de mevduat ve kredi faiz oranları üzerindeki kontroller kaldırıldı. Denetimlerin kaldırılmasıyla tasarrufların finansal sisteme çekilerek finansal sektörün derinleşmesi amaçlanıyordu. Ancak 1982 yılında pek çok küçük banka ve bankerlerin taahhütlerini karşılayamaması sonucu iflas

¹ 1980 sonrasında finansal sistemdeki gerçekleştirilen reformlar hakkında daha ayrıntılı bilgi için Saracoğlu (1997) ve Uygur(1993)’a bakınız.

etmeleri o dönemde bir krize neden olmuş ve devlet faiz oranları üzerinde yeniden birtakım düzenlemeler yapmıştır. Kademeli olarak düzenlemeler azaltılmış nihayet 12 Ekim 1998'de mevduat oranları üzerindeki tüm kontroller kaldırılmıştır.

Finansal liberalizasyon sürecinde piyasa odaklı politikalara ağırlık verilmesi çabasının diğer önemli bir adımı da döviz kuru rejiminde yapılan değişiklikler olmuştur. 1980 öncesinde ithal ikameci sanayileşme modeline paralel olarak döviz kuru rejiminde ulusal paranın değeri hükümet tarafından değişen ekonomik koşullara göre belirleniyordu. Ancak bu durum ulusal paranın aşırı değerlenmesine neden oluyordu. Nitekim 24 Ocak kararları çerçevesinde uygulanan istikrar politikası ile ulusal paranın değeri diğer para birimleri karşısında önemli oranda düşürülmüş, daha gerçekçi ve esnek döviz kuru politikası uygulamaya başlanmıştır. Mayıs 1981 itibariyle Merkez Bankası, günlük kur ayarlamalarına başlamıştır (TCMB, 2002).

Döviz kurunun değerinin belirlenmesi ile ilgili olarak yapılan politika değişikliklerinden sonra yurt içi yerleşik kişilerin döviz ile yaptıkları işlemlere ilişkin düzenlemeler yapılmıştır. 7 Temmuz 1984 tarihli 30 sayılı kararname ile döviz kuru rejimi büyük ölçüde liberalleştirilmiştir. 30 sayılı kararname ile yapılan düzenlemeler şunlardır:

- Türk lirası cinsinden banknot, metal para ve diğer ödeme araçlarının ithal edilmesi üzerindeki kısıtlamalar kaldırılmış, ihracı ise hükümet iznine tabi tutulmuştur.
- Türkiye'de ikamet edenlerin yabancı para bulundurmaları, döviz hesabı açtırmaları ve dövizle ödeme yapmalarına izin verilmiştir.
- Merkez Bankası, külçe altın ithal ve ihraç etmek üzere yetkilendirilmiştir. Diğer bankaların da yurt içi pazarda külçe altın satmalarına izin verilmiştir.

- Bankaların Türkiye’de ikamet edenlerden döviz mevduatı kabul etmelerine, yurt dışında döviz bulundurmalarına ve döviz cinsinden işlem yapmalarına izin verilmiştir.
- Her türlü menkul kıymetin ithal ve ihracına izin verilmiştir. Türkiye’de döviz cinsinden ihraç edilen menkul kıymetlerin Türkiye dışında ikamet edenlere satışına izin verilmiştir.
- Yabancıların döviz bozdurmaları ve tüm transferleri bir banka aracılığıyla yapmaları koşuluyla gayrimenkul almalarına ve aynı haklar elde etmelerine izin verilmiştir.
- Yabancıların döviz cinsinden gerekli sermayeyi getirerek yatırım yapmalarına, ticari faaliyette bulunmalarına, hisse satın almalarına, ortaklık kurmalarına, şubeler, temsilcilikler ve acenteler açmalarına izin verilmiştir.
- Bankaların Merkez Bankası tarafından açıklanan döviz kurunun etrafında oluşturulan dar bir aralık içinde kendi işlemlerinde kullanacakları kurları belirlemelerine izin verilmiştir.
- 29 Haziran 1985 tarihi itibarıyla bankaların, ticari, ticari olmayan ve bankalararası işlemleri için kendi kurlarını belirlemelerine izin verilmiştir.

Devlet İç Borçlanma Senetleri ihalelerine başlanması ile birlikte bankalararası para piyasalarının kurulmasının altyapısı da hazırlanmış oldu (Uygur, 1993). 1985 yılına kadar hükümetler finansal açıklarını kapatmak için Merkez Bankası kaynaklarını yoğun biçimde kullanmışlardır. Bunun sonucu da para politikasının maliye politikasına bağlı olması sonucunu doğurmuştur. Mayıs 1985’te hükümet, kamu finansmanı için ilk kez devlet tahvili ve hazine bonusu ihraç etmiş borç finansmanının da Merkez Bankası bilançosu üzerindeki olumsuz etkisi bir anlamda hafiflemiştir. Ayrıca ihalelerde belirlenen faiz oranları, ekonominin gösterge faiz oranlarından biri olarak kabul edilmeye başlamıştır. İhalelerin getirileri, faiz oranlarının geleceği hakkında piyasalara fikir vermeye başlamıştır (TCMB, 2002).

Devlet iç borçlanma senetleri ihalelerinin ardından kamu kağıtları için piyasanın oluşmasıyla birlikte Merkez Bankası bünyesinde 1986 yılı Nisan ayında bankalararası para piyasası kurulmuştur. Merkez Bankası'nın aracılığında bankalar likit arz ve taleplerini karşılamışlar, bu durum da Merkez Bankası'na ekonomideki likidite hakkında hareket kabiliyeti sağlamıştır. Finansal piyasaların derinleşmesi anlamında da olumlu katkıları olmuştur (Uygur, 1993).

Bu gelişmelerden sonra 1987 yılında Merkez Bankası devlet iç borçlanma senetlerini kullanarak açık piyasa işlemlerine başlamıştır. Böylece para politikasının yürütülmesinde önemli değişiklikler olmuştur.

1980 yılında başlayan finansal sistemin liberalleştirilmesi yönündeki politikalar 11 Ağustos 1989'da 32 sayılı kararname ile tamamlanmıştır. Ödemeler dengesinin sermaye hesabı, yani dış alem ile yurt içi arasındaki sermaye hareketleri tamamen serbest bırakılmıştır. Binay ve Kunter (1998:18)'e göre:

"Döviz işlemlerinin liberalleştirilmesi ve sermaye hareketlerinin serbest bırakılması, para politikalarının uygulanmasını karmaşık ve güç bir hale getirmiştir. Merkez Bankası bir yandan faizleri gözetirken, diğer yandan TL'nin istikrarını sağlamak amacıyla döviz piyasalarına müdahale etmek durumunda kalmıştır".

32 sayılı kararın getirdiği temel düzenlemeler şunlardır:

- Türkiye'de yerleşik kişiler, bankalar ve özel finans kurumlarından hiçbir sınırlama olmaksızın döviz alabilirler ve döviz bulundurmak için herhangi bir kısıtlamaya tabi değildirler.
- Türkiye'de yerleşik kişiler, Türkiye'de yerleşik olmayan kişilere verdikleri her türlü hizmet karşılığında aldıkları dövizî ülke içine getirebilirler.

- Yurt dışında yerleşik kişilerin İMKB’de kote edilmiş ve Sermaye Piyasası Kurulu izniyle çıkarılmış her türlü menkul kıymeti alma ve satmaları serbesttir.
- Türkiye’de yerleşik kişilerin bankalar ve özel finans kurumları vasıtasıyla yabancı borsalarda kote edilmiş menkul kıymetleri; Merkez Bankası tarafından alım-satımı yapılan yabancı para birimleri cinsinden hazine bonosu ve devlet tahvili satın alıp satmaları ve bu kıymetlerin alış bedellerini yurt dışına transfer etmeleri serbesttir.
- Türkiye’de yerleşik kişilerin, yurt dışında menkul kıymet çıkarmaları, piyasaya sürmeleri ve satmaları serbesttir. Türkiye’de yerleşik kişilerin yurt dışından menkul kıymet getirmeleri ve yanlarında yurt dışına çıkarmaları serbesttir.
- Yabancı sermayenin satışından ya da tasfiyesinden doğan gelirler bankalar ya da özel finans kurumları aracılığıyla ülke dışına transfer edilebilir.
- Yurt dışından döviz kredisi almak serbesttir.
- Türkiye’de yerleşik olmayan kişilerin Türk lirası hesap açtırmaları ve bu hesaplara ilişkin anapara ve faizleri Türk lirası ya da döviz olarak transfer ettirmeleri serbesttir.
- Türkiye’de yerleşik olmayan kişilerin döviz almaları ve transfer ettirmeleri ve yurt dışına Türk lirası göndermeleri serbesttir.
- Bankalar ve özel finans kurumları ithalat, ihracat ve görünmeyen işlemlerin finansmanı dışında 50.000 ABD doları ya da eşdeğeri döviz tutarını aşan transferleri bildirmekle yükümlüdürler.

3.2. Liberalizasyon Politikalarına İlişkin Bazı Değerlendirmeler

Türkiye'deki finansal liberalleşme politikaları, finansal piyasaların önemli kesimi olan bankacılık sektörü üzerinde önemli sonuçlar doğurmuştur. Öncelikle bankacılık kesiminde rekabetin artmasına neden olmuştur. Böylece finansal liberalizasyon, bankaların faiz ve döviz kuru riskine maruz kalmaları sonucunu doğurmuştur (Saracoğlu, 1997).

1980 yılında dışa açılma süreci ile başlayan ve 1989 yılında sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasıyla tamamlanan finansal liberalizasyon politikalarının en çok tartışılan aşaması sermaye hareketlerinin serbest bırakılması olmuştur. Özellikle yüksek kamu açıklarının olduğu, fiyat istikrarının sağlanmadığı ve finansal piyasaların denetimini sağlayacak etkin çalışan kurumların henüz oluşturulmadığı ülkelerde yaşanan finansal krizlerin ardından sermaye hareketlerinin serbestliği konusu tartışılmıştır. Ülkemizde de 1994, 2000/2001 krizlerinin ardından tartışmaların bir bölümü bu konuya odaklanmıştır. Nitekim sermaye hareketlerinin serbest bırakıldığı dönemde Merkez Bankası Başkan Yardımcılığı görevini üstlenen Hasan Ersel'in İşletme ve Finans Dergisi'nde katıldığı söyleşide söylediklerinden sermaye hareketlerinin serbest bırakılması için o dönemde Türkiye'de yeterli ortamın oluşmadığı konusunda bir ipucu elde edilmektedir:

"Sermaye hareketlerinin serbest bırakılması Türkiye'nin izlediği serbestleşme programının son aşaması ve mantıki bir sonucuydu... Dolayısıyla sermaye hareketleri serbest bırakılsın mı bırakılmasın mı diye bir tartışma hiç olmadı. Buna karşılık sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasının 'zamanlaması' konusunda görüş ayrılığı ortaya çıktı. Hükümet 1989'da sermaye hareketlerini serbest bırakacak düzenlemeleri gündeme getirdi. Ama Merkez Bankası aynı fikirde değildi... Merkez Bankası'nın kaygısı kamu açıklarının yüksek olmasından kaynaklanıyordu... Yüksek kamu açıkları reel faizlerin yüksek olmasına yol açabilirdi. Bu da Türkiye'ye sermaye girişini özendirirdi. Bu olgu da kurlar üzerinde belli baskı oluşturacak ve Türk

parasının reel olarak değ erlenmesine yol açabilecekti. Bu olgu ise, diğ er koşullar aynıken,  demeler dengesinin cari işlemlerinde olumsuz gelişmelere yol açabilirdi. Bu nedenle Merkez Bankası, önce kamu açıklarının kalıcı bir biçimde düşürülmesini sağlayacak önlemlerin alınmasını sonra sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasını savunuyordu. Görüldüğü gibi Merkez Bankası'nın itirazı teknik iktisadi bir görüşe dayanıyordu. Buna karşılık hükümetin sermaye hareketlerini serbest bırakmak istemesinin arkasında yatan düşünce daha çok siyasi idi" (Ersel, 1997:6).

Ersel, aynı söyleşide bu politikanın arkasındaki nedenin kamu açıklarının finansmanının kolaylaştırılması olduğunu da belirtmektedir. Akyüz ve Boratav (2002:9)'a göre de finansal liberalizasyonun açıkça s ylenmemi  amaçlarından birisi, özel sektör yatırımlarında dışlanma etkisi yaratmadan kamu kesimi açıklarının finansmanının sağlanmasıdır. Binay ve Kunter (1998:21) ise mali liberalleşme adına yürütülen politikaların bir süre sonra kamu açığının finansmanı amacıyla kullanıldığını belirtmektedirler.

Bununla birlikte sermaye hareketleri serbestisinin, finansal sistemde yeterli denetim ve gözetim mekanizmalarını zorunlu kıldığı, ancak Türkiye'de bunun üzerinde durulmadığı da kimi yazarlarca vurgulanmaktadır (Rodrik,1991; Binay ve Kunter,1998; Yeldan, 2001; Akyüz ve Boratav, 2002).

3.3. Cari Açığın Sürdürülebilirliği Yönetiminde Kırılganlıklar

Son on yılda üç kriz ya amı  olan Türkiye'de her üç kriz öncesinde de cari işlemler dengesindeki açıklar yüksek seviyelere çıkmış ve kimi iktisatçılarca krizler öncesinde önlem alınması gerektiği vurgulanmıştır. Bu bağlamda Türkiye'de cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliği kapsamında bir takım göstergelerin incelenmesi gerekmektedir. Cari işlemler dengesinin finansman aracı olarak uluslararası (finansal) sermaye hareketleri, cari işlemler dengesinin kompozisyonu, dış borcun miktarı ve kompozisyonu, dış ticaretin kompozisyonu, kamu açığı ve döviz rezervleri cari işlemler

dengesinin sürdürülebilirliği kapsamında incelenecektir (Milesi-Ferretti ve Razin 1996b; Mc Gettigan, 2000; Adedeji 2001; Roubini ve Watchel, 1998).

3.3.1. Sermaye Hareketlerinin Kompozisyonu

Türkiye’de cari işlemler dengesi ve sürdürülebilirliği tartışılacaksa tartışmanın içine, gelişmekte olan ülkelerde 1980’lerden itibaren uygulanmaya konulan ve Türkiye’de 24 Ocak 1980’de başlayan ve 1989’da yürürlüğe giren 32 Sayılı Karar’la noktalanan liberalizasyon politikaları da mutlaka girmelidir. Çünkü sermaye hareketleri, hem cari işlemler dengesinin finansmanı işlevini yerine getirmektedir hem de son 15 yıllık süreçte ülkeye giriş ve çıkışları ile makroekonomik göstergeler üzerinde etkili olmaktadır.

Türkiye 1994, 1998 ve 2001 yıllarında ciddi ekonomik daralma ve sermaye çıkışlarının yaşandığı krizler yaşamıştır. Söz konusu yılların ortak özelliği krizler öncesinde cari açık düzeylerinin yüksek olmasıydı. Halen içinde bulunulan yılda da Türkiye’de cari işlemler dengesi önemli oranda açık vermekte ve çoğu iktisatçıya göre de ülkenin içinde bulunduğu en önemli muhtemel ekonomik sıkıntı burada yatmaktadır. Çünkü cari işlemler dengesindeki açıklarla birlikte ülkenin dış borç stoğu sürekli artmaktadır.

1980 öncesi dönemde de cari açığın ekonomik büyüme üzerinde bir kısıt olarak yer aldığı muhakkaktır, o dönemin belirleyici özelliği cari işlemler dengesi açığının salt dış ticaret işlemlerine bağlı olmasıydı. 1989 sonrasında finansal liberalizasyonun uygulandığı ve günümüzün de dahil olduğu dönemde ise cari işlemler açığı sadece uluslararası mal ticaretinden kaynaklanmamakta, artık uluslararası sermaye hareketlerinin giriş ve çıkışları da cari işlemler dengesini olumsuz etkilemektedir.

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde, liberalizasyon sonrasında politika yapıcıların artmasını beklediği doğrudan yabancı sermaye yatırımları

düşük düzeylerde gerçekleşmiş; bununla beraber gelişen teknolojiye gelişmelerin de yardımıyla kısa vadeli ve arbitraj arayıcı sermaye hareketleri, ülkeler ve bölgeler arasındaki kâr marjlarını dikkate alarak kısa dönemler içinde sınır ötesi hareketler sergilemişlerdir. 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerin pek çoğu yüksek miktartlı kısa vadeli sermaye hareketlerinin yön değiştirmesinden kaynaklanmıştır (Akyüz ve Cornford 1999; Fischer 2002).

Tablo 3.1. Türkiye’de Cari İşlemler Dengesinin Finansmanı (Milyon ABD Doları)

(Milyon ABD Doları)	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Cari İşlemler Hesabı	-2625	250	-974	-6433	2631	-2339	-2437	-2638	1984	-1340	-9821	3392	-1524	-8036	-15604	-23031
Finans Hesapları	3093	-1198	2164	8595	-4463	-93	938	3625	-1287	-377	12581	-1633	1406	3095	13336	20617
Doğrudan Yatırımlar	700	783	779	622	559	772	612	554	573	138	112	2855	962	1253	1978	8603
Portföy Yatırımları	547	623	2411	3917	1158	237	570	1634	-6711	3429	1022	-4515	-593	2465	8023	13437
Diğer Yatırımlar	2742	-3803	458	4364	-5634	3903	4301	4753	5067	1782	11801	-2667	7190	3424	4159	16424
<i>Krediler</i>	1714	-91	1171	3639	-8391	160	950	4836	3505	3057	12868	614	5039	753	6108	11830
<i>Merkez Bankası</i>	-509	-310	-210	-33	272	340	-81	-30	-234	518	3348	10229	-6138	-1479	-4414	-2881
<i>Genel Hükümet</i>	-393	-201	-1645	-2177	-2962	-2131	-2108	-1456	-1655	-1932	117	-1977	11834	-765	-267	-4637
<i>Bankalar</i>	1245	1199	2411	3975	-6883	1074	1815	2384	892	2187	4378	-8076	-1028	1975	5708	9118
<i>Diğer Sektörler</i>	1371	-779	615	1874	1182	877	1324	3938	4502	2284	5025	438	371	1022	5081	10230
Rezerv Varlıklar (*)	-896	1199	-1484	-308	-546	-5005	-4545	-3316	-216	-5726	-354	2694	-6153	-4047	-824	-17847
Net Hata Noksan	-468	948	-1190	-2162	1832	2432	1499	-987	-697	1717	-2760	-1759	118	4941	2268	2414

(*) Eksi işaret rezervlerdeki artışı ifade etmektedir.

Kaynak: TCMB Ödemeler Dengesi İstatistikleri

Yukarıdaki tabloda Türkiye’de 1990-2005 dönemi için cari işlemler dengesi ve sermaye hareketlerinin ana kalemleri birlikte verilmiştir.

Türkiye kriz dönemleri dışında cari fazla vermemektedir. Türkiye’de doğrudan yabancı sermaye yatırımları düşük düzeylerde gerçekleşmektedir. Ancak son üç yıllık süreçte Türkiye’de doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında bir yükseliş görülmektedir. Doğrudan yabancı sermayenin diğerleri kadar akışkan olmaması ve risk algılamasının diğer sermaye girişleri

kadar yüksek olmaması olumlu olarak karşılanmaktadır. 2001 yılından önceki dönemlerde Türkiye'deki yabancı sermaye girişleri oldukça düşük düzeylerde seyretmiş milli gelirin binde beşini geçmemiştir.

Portföy yatırımlarının kriz dönemlerinde çıkış sergilediğini ve kriz dönemleri öncesinde de yükseldiğini görülmektedir. Portföy yatırımları 2004 ve 2005 yıllarında en yüksek seviyelere ulaşmıştır. Devlet iç borçlanma senetlerine ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası hisse senetlerine yapılan yatırımlarından oluşan portföy yatırımları kaleminin beklentilerden etkilendiği bilinmektedir. Sermaye girişlerinin çok önemli bir kısmını oluşturan portföy yatırımlarının yüksekliğinin cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliği bakımından çok sağlıklı bir görünüm sergilememektedir.

Diğer yatırımların en önemli alt kalemi kredilerdir. Krediler incelendiğinde ise bankaların ve diğer sektörlerin yurt dışında borçlanmalarının önem kazandığı anlaşılmaktadır. Merkez Bankası ve Genel Hükümet kredilerde, son üç yılda net ödeyici olmuşlardır. Türkiye'de kriz dönemlerinde söz konusu sektörler kredi net ödeyicisi durumuna düşmekte yani kredi sağlamakta zorluklara düşmektedirler. Bu durum da sermaye çıkışlarının yaşandığı durumlarda ödemeler dengesi finansmanını olumsuz yönde etkilemektedir. 2004 yılından sonra bankaların ve diğer sektörlerin yurt dışından sağladıkları krediler artış gözlenmektedir. Bu noktada sağlanan kredilerin nerelerde harcandığı konusu da önem kazanmaktadır.

Yurt dışından sağlanan kaynaklara salt cari işlemler dengesinin finansmanı olarak bakmak mı gereklidir yoksa sağlanan kaynakların nerelere harcandığının sorgulanması mı gereklidir? Yurt dışından sağlanan her kaynak ülkenin ulusal borç stoğunu arttırmaktadır. Dolayısıyla sağlanan borçlar vadeleri dolduğunda sağlandıkları döviz cinsleri üzerinden ödeneceklerdir. Döviz kazandırıcı (ticarete konu olan) sektörlerle yatırım yapılması sürdürülebilirlik açısından önem kazanmaktadır.

Tablodan çıkarılabilecek diğer bir sonuç ise Türkiye’de son dört yıldır ulusal rezervlerde gözlenen artıştır. Sürdürülebilirlik açısından olumlu bir gelişme olarak nitelendirilebilecek rezerv artışlarının gelişmekte olan ülkelerde kaynakların verimsiz olarak kullanılması anlamına geldiği şeklinde tartışmalar da mevcuttur (Yeldan, 2001).

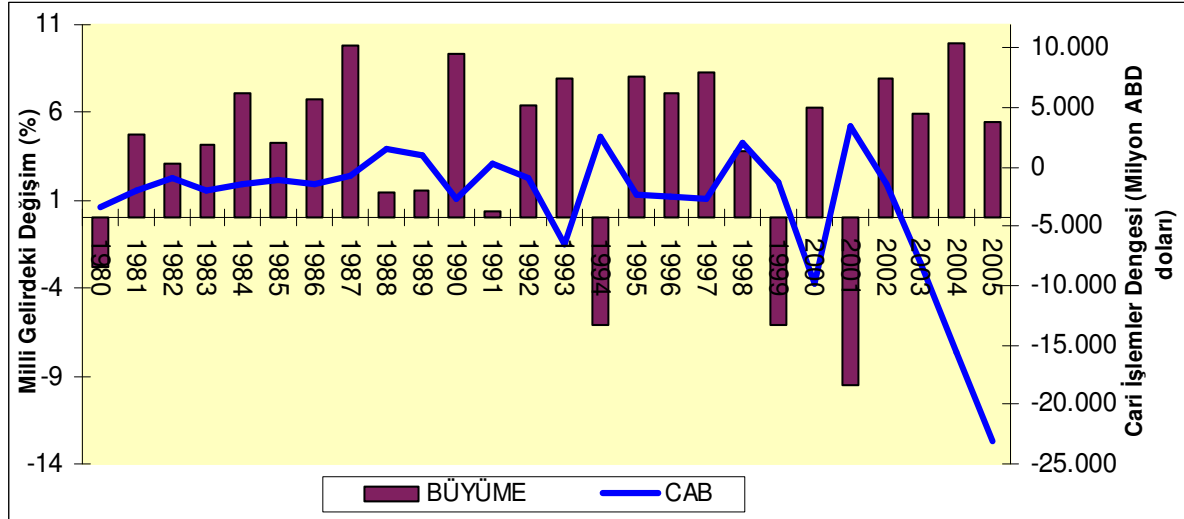
3.3.1.1. Finansal Sermaye Hareketleri

Sermaye hareketlerinin (özellikle kısa vadeli) giriş yaptığı ülkelerde bazı ekonomik büyüklükleri kendi dinamiğine bağlı olarak çarpıttığı görülmektedir. Faiz oranı ile döviz kuru arasında para otoritesinin enstrüman seçimi sıkıntısı (genellikle döviz kurunun hedeflenmesi) beraberinde diğer değişken (faiz oranı) üzerindeki kontrolün yitilmesi ve kurdaki aşırı değerlenme ile birlikte dış ticaret açığındaki büyüme, ödemeler dengesi açısından yaşanan en önemli gelişmedir.

Ödemeler dengesi tablosunun temel fonksiyonu, dış ticaret fazlası sonucu ülkeye ne kadar kaynak girdiği ve/veya dış ticaret sonucu oluşan açığın finansmanını göstermektir. Cari işlemler dengesinde gerçekleşen açıkların ya dış alemden net sermaye girişi ile ya da (para otoritesinde bulunan) rezerv varlıklar aracılığı ile finanse edilmesi mümkündür. Eğer ülkenin rezerv varlıkları bu açığı finanse etmeye yetmiyorsa ve dış alemden net sermaye girişi sağlanamıyorsa ülke dış ticaretini finanse edemeyecektir. Diğer bir anlamda, arzuladığı ithalatı gerçekleştiremeyecektir. Sermaye hareketlerinin dünya ölçeğinde finansal liberalizasyon politikaları sonucu büyük miktarlara ulaşmadığı dönemlerde cari işlemler dengesi ile sermaye hareketleri arasındaki bu ilişki genellikle korunur olmuştur. Ancak, teknolojik imkanların da yardımıyla uluslararası sermayenin kısa vadeli-spekülatif-arbitraj arayıcı yapısı mevcut ilişkiyi bozmuş, sermaye girişleri cari işlemler dengesi finansmanı kavramından öteye gitmiştir.

Aşağıdaki şekil 1980-2005 yılları arasında Türkiye’nin cari işlemler dengesi ile ekonomik büyümesine ilişkin bilgileri özetlemektedir:

Şekil 3.1. Türkiye’de Cari İşlemler Dengesi (Milyon ABD Doları) ve Ekonomik Büyüme (Yüzde)



Kaynak: TCMB Ödemeler Dengesi İstatistikleri ve Elektronik Veri Dağıtım Sistemi

Şekilde de görüldüğü gibi 1990 sonrasında cari işlemler dengesinin hem boyutu yükselmiş, hem de açık - fazla arasındaki salınımları artmıştır. İşin daha da ilginç 1990 sonrasında cari işlemler dengesi açıklarının fazlaya dönüşmesi hep Türkiye’de krizlerin yaşanmasına neden olmuştur (1994, 1998 2000/2001 yılları Türkiye’de kriz yılları olmuştur, yaşanan son ekonomik krizde ise Türkiye ekonomisi yüzde 9,5 oranında daralmıştır).

Finansal sermaye akımlarının en temel özelliği, ülkeler arasındaki faiz oranlarındaki ve döviz kurlarındaki değişimleri yakından izleyen spekülasyon amaçlı kısa vadeli sermaye hareketlerinden oluşmasıdır. Çok kısa zaman dilimlerinde risk algılamasının yükselmesiyle birlikte yön değiştirme özelliği taşımaktadır. Spekülasyon amaçlı hareket etmesinden dolayı makroekonomik değişkenlerdeki bozulmalara bağlı olmaksızın sürü psikolojisi (herd behaviour) ile yüksek miktarda sermaye çıkışlarının yaşanmasına neden olabilmektedir. Ülkeler arasındaki getiri oranlarının değişmesi sonucu, diğer bir ülkedeki getiri oranlarının artması ile finansal sermayeye ev sahipliği yapan ülkedeki diğer değişkenlerde bir aksaklık

olmasa bile, finansal sermayenin ülkeden ayrılmasıyla birlikte krizlere dek varabilecek olumsuz gelişmeler yaşanabilmektedir. Dolayısıyla finansal sermayenin en önemli özelliği kısa vadecilik ve spekülatif olmasıdır (Boratav, 2003; Boratav ve Yeldan, 2001; Balkan ve diğerleri, 2002).

Sıcak para olarak da adlandırılan finansal sermayenin Türkiye örneğinde ödemeler dengesi kalemlerine dayanılarak tanımlanmasına çalışılacak ve hesaplanması üzerine bir yöntem geliştirilecektir.

Finansal sermaye olarak nitelendirilebilecek büyüklüğün hesaplanmasında bir takım sıkıntılar vardır. En temel sıkıntı ülkede kayıt dışılık olgusunun ekonominin tüm sektörlerinde olduğu gibi mali kesimde de büyük bir orana ulaşmış olmasıdır. Para ikamesi olgusunun son üç yıllık süreçte azalma göstermekle birlikte yüksek olması diğer bir sorundur. Yurt içi yerleşiklerce yurt içinde gerçekleştirilen işlemlerin yabancı paralar üzerinden yapılma sıklığı arttıkça verilerin sağlıklı bir biçimde derlenmesi de zorlaşmaktadır. Yurt içi yerleşik kişilere ait sermaye hareketlerinin derlenmesinde ise en başta mevzuattan kaynaklanan sıkıntılar vardır. Mevzuat gereği bankalarla işlem yapan kişi ve kurumların işlemlerin mahiyetine ilişkin ayrıntılı bilgi verme yükümlülüğü bulunmamaktadır. Dolayısıyla hesaplanacak büyüklük çeşitli bakış açılarıyla tartışmalara açık olacaktır. Bu yüzden değişik varsayımlar ile üç ayrı sıcak para tanımı yapılmıştır. Dar bir bakış açısı ile daha ihtiyatlı bir sıcak para tanımı, daha geniş varsayımların yer aldığı daha geniş bir tanım ve nihayet en geniş şekliyle sıcak para tanımı yapılmıştır. Tanımların tamamı ödemeler dengesi istatistiklerinden türetilmiştir.²

² Çalışmanın bu bölümünde Toprak (2004)'den yararlanılmıştır.

3.3.1.1.1. Sıcak Para 1

Bu tanımlamada ödemeler dengesi finans hesaplarının portföy yatırımlarına ilişkin olan kalemlerin dahil edilmektedir. Bu yaklaşımda kavramsal olarak sıcak para büyüklüğü en dar biçimiyle tanımlanmıştır. Yurt dışı yerleşik kişilerin yurt içinde yaptıkları portföy yatırımları ile yurt içi yerleşik kişilerin yurt dışında yaptıkları portföy yatırımlarından oluşmaktadır. Portföy yatırımlarının varlık kalemlerinde yer alan tutarlar yurt içi yerleşik kişilerden kaynaklandığı için yurt içi yerleşiklerden kaynaklanan sıcak para olarak kabul edilmiştir. Benzer şekilde portföy yatırımlarının yükümlülük kalemleri yurt dışı yerleşik kişilerden kaynaklandığı için, yurt dışı yerleşiklerden kaynaklanan sıcak para olarak tanımlanmıştır.

3.3.1.1.2. Sıcak Para 2

Sıcak Para 1 tanımına bankacılık kesimi ile özel sektörün yurt dışından sağladıkları kısa vadeli krediler (ticari krediler hariç) ile yurt dışı kişi ve bankaların yurt içi yerleşik bankalar nezdindeki kısa vadeli mevduatının eklenmesiyle elde edilmektedir. Bankacılık kesimi ile özel sektörün yurt dışından sağladıkları krediler yurt içi yerleşiklerden kaynaklanan sıcak para olarak kabul edilmiştir. Yurt dışı yerleşik kişiler ile yurt dışı yerleşik bankaların yurt içinde yerleşik bankalar nezdinde tuttıkları mevduatlar ise yurt dışı yerleşik kişilerden kaynaklanan sıcak para akımı olarak değerlendirilmiştir.

3.3.1.1.3. Sıcak Para 3

Sıcak Para 2 tanımına ödemeler dengesi istatistiklerinin net hata ve noksan kaleminin eklenmesiyle elde edilmektedir. Net hata ve noksan kaleminin yurt içi yerleşik kişilerin kayıt dışı sermaye hareketleri olduğu varsayımı yapılmıştır. Bu en geniş içerikli hesaplamada net hata ve noksan

kalemine ilişkin olarak yapılan bu varsayım tartışmalara açık olacaktır. Mevcut verilerde net hata ve noksan kalemini bileşenlerine ayırmak mümkün olmamakla beraber, yurt içinde yerleşik kişilerin kendi aralarında yaptıkları işlemler ile ödemeler dengesi istatistikleri oluşturulurken farklı kurumlardan veri sağlanması da net hata ve noksan kaleminin oluşmasına neden olmaktadır.

Söz konusu tanımlara göre 1992-2005 döneminde Türkiye'deki spekülasyon finansal sermayeye ilişkin veriler tabloda sunulmuştur:

Tablo 3.2. Türkiye’de 1992-2005 Döneminde Sıcak Para (Milyon ABD Doları)

(Milyon ABD Doları)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	1992-2001	2002-2005
Sıcak Para 1	-394	-141	1.007	-114	-742	-99	-6.111	255	-5.197	-4.575	-1.141	1.166	6.089	10.390	-16.111	16.504
<i>Yurtiçi Yerleşiklerden Kaynaklanan</i>	-754	-893	-17	-433	-1.361	-669	-1.601	-713	-560	-752	-2.054	-1.353	-1.363	-1.213	-7.753	-5.983
<i>Yurtdışı Yerleşiklerden Kaynaklanan</i>	360	752	1.024	319	619	570	-4.510	968	-4.637	-3.823	913	2.519	7.452	11.603	-8.358	22.487
Sıcak Para 2	1.695	3.767	-5.895	2.032	1.265	1.059	-3.326	2.733	-970	-13.012	-3.588	4.340	10.633	14.734	-10.652	26.119
<i>Yurtiçi Yerleşiklerden Kaynaklanan</i>	1.646	2.495	-6.749	814	-585	641	-1.119	1.297	4.309	-7.621	-3.513	950	2.325	1.855	-4.872	1.617
<i>Yurtdışı Yerleşiklerden Kaynaklanan</i>	49	1.272	854	1.218	1.850	418	-2.207	1.436	-5.279	-5.391	-75	3.390	8.308	12.879	-5.780	24.502
Sıcak Para 2	505	1.605	-4.063	4.464	2.764	72	-4.023	4.450	-3.730	-14.771	-3.470	9.281	12.901	17.148	-12.727	35.860
<i>Yurtiçi Yerleşiklerden Kaynaklanan</i>	456	333	-4.917	3.246	914	-346	-1.816	3.014	1.549	-9.380	-3.395	5.891	4.593	4.269	-6.947	11.358
<i>Yurtdışı Yerleşiklerden Kaynaklanan</i>	49	1.272	854	1.218	1.850	418	-2.207	1.436	-5.279	-5.391	-75	3.390	8.308	12.879	-5.780	24.502

Kaynak: TCMB Ödemeler Dengesi İstatistikleri

Tablo 3.2’ye göre 1990’lı yıllar boyunca sıcak para kullanılan tanımdan bağımsız olarak hem hacim olarak artmıştır hem de dalgalı bir görüntü sergilemiştir. 1994, 1998 ve 2001 ve 2002 yıllarında ülkeden önemli miktarda sermaye çıkışları yaşanmıştır.

Tablodan çıkarılabilecek en önemli sonuçlardan birisi tablonun son sütunlarındaki dönemlere göre toplam bölümlerinde yer almaktadır. Hangi tanım kullanılırsa kullanılsın 1992-2001 döneminde Türkiye’den ciddi miktarlarda sermaye çıkışı yaşanmıştır. Sıcak para olduğu konusunda hiç kimsenin şüphe taşımadığı Sıcak Para 1’in alt kalemi “Yurt dışı Yerleşiklerden Kaynaklanan” kalemi söz konusu dönemde yaklaşık 8,4 milyar ABD dolarını alıp yurt dışına gitmiştir.

2002-2005 dönemine ait toplam satırı da dikkat çekici sonuçlar içermektedir. 2002-2005 döneminde ciddi boyutlarda (finansal) sermaye girişi gerçekleşmiştir. Sadece yurt dışı yerleşiklerin portföy yatırımı amaçlı ülkeye getirdikleri miktar 22,4 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir.

3.3.1.2. Finansal Sermaye Hareketleri Üzerine Genel Değerlendirme

Türkiye’de finansal liberalizasyon sonrasında; 1990-2003 döneminde üç kez ekonomik daralma yaşanmıştır. 1990’lı yıllar büyüme-daralma dönemlerinin sıklaştığı istikrarsız bir dönem olmuştur. Aşağıdaki tabloda Türkiye’de 1990-2005 dönemi için ödemeler dengesi istatistiklerinin seçilmiş kalemleri (milli gelire oran) yer almaktadır.

Tablo oluşturulurken uzun vadeli sermaye hareketleri kapsamına Genel Hükümet’in yurt dışında tahvil ihracı yoluyla sağladığı kaynaklar da dahil edilmiştir.

Tablo 3.3. Türkiye’de Sermaye Hareketleri (Milli Gelire yüzde oran olarak)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Cari İşlemler Dengesi	-1,7	0,2	-0,6	-3,5	2,0	-1,4	-1,3	-1,4	1,0	-0,7	-4,9	2,4	-0,8	-3,4	-5,2	-6,4
Dış Ticaret Açığı	-6,2	-4,8	-5,0	-7,7	-3,2	-7,7	-5,6	-7,9	-6,9	-5,4	-11,0	-2,6	-4,0	-5,9	-7,9	-9,1
Doğrudan Yatırımlar	0,5	0,5	0,5	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,1	0,1	1,9	0,5	0,5	0,7	2,4
Portföy Yatırımları	0,0	0,0	-0,4	0,1	0,6	-0,3	-0,5	0,1	-3,4	0,2	-2,5	-3,2	-0,9	0,4	2,0	1,1
Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri	-0,2	-0,2	-0,8	0,1	-1,5	-0,8	0,1	1,9	1,6	0,3	1,8	-1,2	7,0	-0,1	2,2	1,5
IMF (*)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,2	0,0	0,0	-0,1	0,3	1,7	7,1	3,5	0,0	-1,2	-1,5
Tahvil İhracı Yoluyla Borçlanma (**)	0,4	0,4	1,9	2,0	0,3	0,5	0,8	0,7	-0,1	1,7	3,0	0,1	0,6	0,6	0,6	1,0
Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	1,3	0,1	1,5	1,9	-5,1	0,7	0,4	0,7	0,2	1,1	2,9	-5,5	-0,8	1,0	1,2	1,0
Rezerv Varlıklar (***)	-0,6	0,8	-0,9	-0,2	-0,4	-2,9	-2,5	-1,7	-0,1	-3,1	-0,2	1,9	-3,4	-1,7	-0,3	-5,0
Net Hata	-0,3	0,6	-0,7	-1,2	1,4	1,4	0,8	-0,5	-0,3	0,9	-1,4	-1,2	0,1	2,1	0,9	0,7

(*) Uluslararası Para Fonu tarafından Merkez Bankası ve Genel Hükümet’e sağlanan krediler.

(**) Hazine Müsteşarlığı tarafından yurtdışında tahvil ihracı yoluyla borçlanma.

(***) Eksi işaretle rezervlerde artış anlamına gelmektedir.

Kaynak: TCMB Ödemeler Dengesi İstatistikleri

Tabloda göze çarpan en belirgin unsur doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının 2001 ve 2005 yılı dışında GSMH’nin binde beşi ya da daha az bir oranda gerçekleşmiş olmasıdır. Finansal liberalizasyon sonrası doğrudan

yabancı sermaye yatırımlarının artacağı öngörüsü, diğer birçok gelişmekte olan ülkedeki gibi Türkiye’de de gerçekleşmemiş, liberalizasyon sonrası doğrudan yabancı sermaye girişlerinde belirgin bir artış olmamıştır. Hatta 2001 yılı ile 2005 yılı dışarıda bırakılırsa, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında 1989-1990 dönüştürmünün ardından azalış olduğunu da ifade etmek yanlış olmayacaktır. Türkiye’de siyasi ve ekonomik istikrarsızlık, kayıt dışı ekonominin oransal olarak büyüklüğü ve yasal düzenlemelerin yetersizliği nedeniyle doğrudan yabancı sermaye yatırımları istenilen düzeye ulaşamamıştır. Ancak 2005 yılından itibaren özelleştirmeler sayesinde ciddi oranlarda doğrudan yabancı sermaye girişleri gerçekleşmiştir.

Uzun vadeli sermaye hareketleri, kriz dönemleri dışında genellikle fazla vermektedir. 2000-2002 döneminde Uluslararası Para Fonu’ndan sağlanan krediler önemli miktarlara ulaşmıştır. Tahvil ihracı yoluyla Hazine Müsteşarlığı’nın yurt dışı borçlanması sürekli pozitifdir (1998 yılı hariç) dolayısıyla tahvil borç stoku sürekli artış göstermektedir.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinde uzun vadeli sermaye hareketlerine göre daha dalgalı bir görünüm göze çarpmaktadır. Genellikle bankaların yurt dışından sağladıkları kısa vadeli kredilerin baskın olduğu bu kalem, yurt içi ekonomik göstergeler ve siyasi istikrarsızlık olgularından yoğun biçimde etkilenmektedir. 1994 krizinde GSMH’nin yüzde 5,1’i ve 2001 krizinde de GSMH’nin yüzde 5,5’i gibi oranlarda kısa vadeli sermaye çıkışı yaşanmıştır. Zaten diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye’de de kısa vadeli sermaye hareketlerine, spekülasyon para tanımının yapılmasının ardında kısa vadeli kontratlarla ve likiditesi yüksek kaynaklara yatırım yoluyla giriş yapmış bu yurt dışı kaynakların, çok kısa sürede ulusal ekonomiden çıkış yönünü seçerek diğer önemli makroekonomik büyüklükler üzerinde yarattığı tahribatlar yatmaktadır.

Net hata ve noksan kalemine bakıldığında kriz dönemlerinde eksi işaretli, diğer dönemlerde ise artı işaretli olduğu görülmektedir. Net hata ve noksan kaleminde girişlerin yani artı işaretlerin kaydedilemeyen sermaye

girişleri olduğu kabul edilirse veya bir başka deyişle artı işaretlerin yurt içi yerleşiklere ait sermaye girişleri olduğu varsayımı burada da tekrarlanırsa, yurt içi yerleşikler sermaye davranışlarını yurt dışı yerleşiklere benzer şekilde belirlemektedirler denilebilir.

Resmi rezervlerde ise 1991 ve 2001 yılları hariç artış dikkati çekmektedir. Özellikle 2002-2005 döneminde ülkeye giren sermayenin önemli bir kısmı rezerv birikimine gitmektedir.

Yurt dışından giriş yapan sermayenin kısa vadeye yönelmesi, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının çok düşük düzeylerde kalmasının Türkiye ekonomisi üzerinde olumsuz makroekonomik sonuçları olmuştur.

Yurt dışından sermaye girişlerine dayalı (ithalata dayalı) büyüme süreçleri yaşanmaya başlamış, ancak bu olumsuz yapıdaki gelişme sürdürülememiştir. 1994, 1998 ve 2001 yıllarında ekonomik daralma süreçleri yaşanmıştır.

Uluslararası sermaye hareketlerinin ulusal ekonomilerde kırılganlığı arttırdığı konusunda, IMF Başkan Yardımcılığı da yapmış olan Stanley Fischer, sermaye hareketleri serbestisinin veri olduğu durumlarda, bağlı döviz kuru rejiminde bağımsız para politikası uygulamanın zorlaştığını belirtmiştir. Bağlı kur rejimi katılaştıkça, örneğin para kurulu uygulamasında para politikasının kontrolü tamamen elden çıkmaktadır (Fischer, 2002:3).

Finansal liberalizasyon politikaları sonucu yurt içi faiz oranlarının dünya faiz oranlarına yaklaşacağı öngörüsü gerçekleşmemiştir. Özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerinin neden olduğu yoğun girişler sonucu ulusal para aşırı değerlenmiş, para otoritelerinin bağımsız ve etkin para politikası uygulama imkanı elinden alınmıştır.³

³ Lisans eğitimi düzeyinde makroekonomi ders kitaplarında da bulunabilecek Mundell-Fleming modele göre tam akışkan sermaye hareketleri serbestisi altında ve sabit döviz kuru rejiminde Merkez Bankası'nın bağımsız para politikası uygulaması teorik olarak mümkün değildir.

Sermaye girişlerinin yurt içi tasarruf oranlarını arttırması yönündeki beklentiler boşa çıkmış, buna karşın ulusal paranın aşırı değerlenmesine bağlı olarak hem dış ticaret hadleri hem dış ticaret dengesi bozulmuş, ülke içindeki görelî fiyat yapısı ticarete konu olmayan sektörler lehine bozulmuş, yurt dışı kaynak girişine bağlı olarak verimli olmayan alanlara yapılan yatırımlar ve tüketim harcamalarında artışlar yaşanmıştır. Bu artışlar ekonomide üretim ve yatırımlara dayanmayan ama dış borç artışına dayanan büyüme oranlarına yol açmıştır. Beraberinde iç borç stoğunda artışlar yaşanmıştır. Yurt içi yerleşikler yerli paradan kaçarak daha güvenli buldukları yabancı paralar üzerinden finansal varlıklar (dolarizasyon) elde etmeye başlamışlardır. Dolarizasyon olgusu yabancı paralar üzerindeki spekülasyonun yurt içi yerleşiklerden kaynaklanarak artmasına neden olmuştur (Yeldan, 2001; Yeldan, 2002; Boratav ve Yeldan, 2001; Balkan ve diğerleri, 2002; Celasun ve diğerleri, 1999).

Ulusal paranın aşırı değerlenmesi süreci ile birlikte, makroekonomik göstergelerde ortaya çıkan bozulmalar ve en önemlisi cari işlemler dengesinde ortaya çıkan açıkların sürdürülebilirliği konusunda karar alıcıların kafasında soru işaretleri oluşmaya başladığı anda, muhtemel bir devalüasyon ihtimali çerçevesinde ulusal paradan yabancı paraya kaçış hızlanarak beraberinde yurt dışına sermaye kaçıışı başlamıştır. Bu durum karşısında hem yurt içindeki varlıkların fiyatlarında düşüşler gerçekleşmiş, hem de kur düzeyini sürdürülemeyeceği noktada önemli miktarda ulusal rezerv kaybından sonra ulusal para önemli oranda devalüe edilmiştir.

Türkiye ekonomisinde son on yılda yaşanan olumsuz gelişmelerin bir kısmı cari işlemler dengesinde ulaşılan yüksek açıklardan kaynaklanırken, bir kısmı da bankacılık sistemindeki etkin denetim mekanizmalarının olmamasından, finansal deregülasyon sürecinde denetim mekanizmalarının zayıflatılmasından ve ahlaki risk (moral hazard) sorunlarından kaynaklanmaktadır.

Nitekim ahlaki risk sorunu, sermaye hareketleri serbestisi ile gelişen ve krizlerin oluşumuna yol açan faktörlerden birisi olmuştur. Devletin zımni de olsa finans sektörüne birtakım garantiler sunmuş olması, karar alıcıların risk değerlendirmesini azaltmış, bu durumda risk faktörünün artmasına yol açmıştır.

Finansal serbestleştirme altında birçok ulusal ekonomide yaşanan dolarizasyon süreci sonunda bankacılık kesimi kur riskine maruz kalmış, yükümlülüklerin yabancı paralar üzerinden, buna karşılık varlıkların ise verimsiz alanlara yönlendirilmiş ulusal para üzerinden olması bankacılık sektörünün belirsizlik ve risklerinin artmasına yol açmıştır.

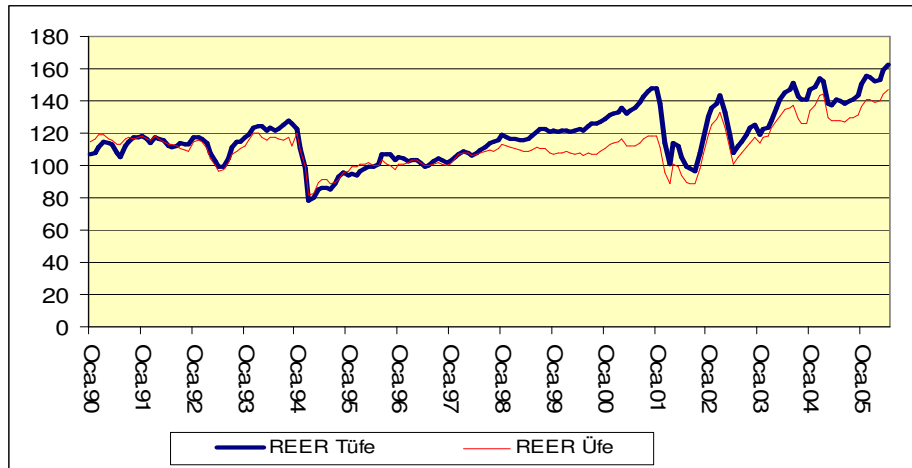
Sürü psikolojisi de (herd behavior) özellikle spekülatif finansal sermaye bağlamında sermaye hareketlerinden kaynaklanabilecek olumsuz gelişmelerin kaynağı olarak değerlendirilebilir. Herhangi bir ülkenin makroekonomik sorunları olmasa bile, sadece bireylerin gelecekteki beklentilerinden kaynaklanan ve diğer bireylerin onları takip etmesiyle ekonomik krizler ortaya çıkmaktadır. Ancak bu durum özellikle finansal sermayenin kendi iç dinamiğinde olan bir durumdur. Çünkü, kısa dönemdeki faiz ve kur arbitrajı peşinde olan bu tür sermaye, piyasalarda risk algılaması yükseldiği durumda ülkeden çıkmaya başlayacak, küçük oyuncular büyük oyuncuları takip edeceği için krizlere neden olacaktır.

Türkiye ekonomisinde son 15 yıldır yaşanan gelişmelerde ve cari işlemler açığındaki istikrarsızlıkların altında, uluslararası sermaye hareketlerinin kazandığı yeni dinamiğin etkisi vardır. Politika yapıcılar küreselleşen dünyada söz konusu dinamiklerden yararlanma kaygısı içine düşmüşlerdir. Ancak bunların sonucunda hem cari işlemler dengesinde hem de diğer ekonomik büyüklüklerde bozulmalar yaşanmıştır. Söz konusu bozulmalara cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliği kapsamında kısaca bakmak gerekiyor.

3.3.1.2.1. Döviz Kuru

Sermaye hareketleri serbestisinin üzerine baskı kurduğu en önemli değişkenlerden biri döviz kuru olmuştur. Nitekim, diğer ülke örneklerinde olduğu gibi, Türkiye’de de sermaye girişleri, Türk lirasının diğer paralar karşısında aşırı değerlenmesine yol açmıştır. Şekil 3.2.’de reel döviz kuru endeksindeki⁴ gelişme yıllar itibariyle verilmektedir.

Şekil 3.2. Reel Efektif Döviz Kuru (1995=100)



Kaynak: TCMB Web Sayfası

Şekil 3.2.’den de görüldüğü gibi reel efektif döviz kuru, kriz dönemleri dışında değerlenme sürecindedir. 1994 ve 2001 krizlerinin ardından yapılan devalüasyonlar ile döviz kuru reel anlamda düzeltilmiştir.

⁴ TÜFE bazlı reel efektif kur endeksi. IMF tanımına göre ondokuz ülkeye göre (Belçika, Almanya, İspanya, Fransa, İsviçre, Hollanda, İtalya, İngiltere, ABD, Japonya, İsveç, Avusturya, Kanada, Kore, Tayvan, İran, Brezilya, Çin, Yunanistan) hesaplanmış reel efektif kur endeksi (1995=100) Fiyat endeksi olarak tüketici fiyatları kullanılmıştır. Endekste artış TL’nin reel değer kazancını ifade etmektedir.

ÜFE bazlı reel efektif kur endeksi. IMF tanımına göre onyedü ülkeye göre (Belçika, Almanya, İspanya, Fransa, İsviçre, Hollanda, İtalya, İngiltere, ABD, Japonya, İsveç, Avusturya, Kanada, Kore, İran, Brezilya, Yunanistan) hesaplanmış reel efektif kur endeksi. Fiyat endeksi olarak 2005 yılı öncesinde toptan eşya fiyatları, sonrasında üretici fiyatları kullanılmıştır. Endekste artış TL’nin reel değer kazancını ifade etmektedir.

Türkiye’de finansal liberalizasyon sonrası uygulanan döviz kuru politikası, yurt dışından giren sermayenin kalıcılığını sağlamak ve yabancı yatırımcıların reel getirilerinin düşmemesini sağlamak için kullanılmıştır. Döviz kurunun aşırı değerlenmesine izin verilmiş, hatta buna mecbur kalınmıştır. Yüksek enflasyon altında döviz kuru, örtülü nominal çapa olarak kullanılmıştır (Celasun ve diğerleri,1999).

Gelişmekte olan ülkelerin son yirmi yılın ödemeler dengesi güçlükleri ve/veya finansal krizleri incelendiğinde, yüksek enflasyon ve iç tasarruf açığı sıkıntısıyla karşı karşıya kalan ülkelerin, hem ithal malları nedeniyle maruz kaldıkları enflasyonist baskıyı asgari düzeye indirebilmek hem de yabancı sermaye girişlerini özendirebilmek amacıyla örtük olmayan (korunmamış) faiz haddi paritesi (uncovered interest rate parity) koşulunun sağlandığını ve bu koşulu sürdürebildikleri süreç içerisinde de yurt içi ekonomik (ithalata dayalı) büyümeyi sağlayabildikleri görülmektedir (BSB,2005:27).

$$[(1+R) / (1+E)] - 1$$

R; ulusal piyasadaki faiz oranını ve E; de ulusal paranın yabancı paralar karşısındaki artış oranını (ulusal para / yabancı para) göstermek üzere yukarıdaki biçimde tanımlanan ve finansal arbitraj değişkeni olarak da adlandırılan duruma göre, ulusal finans piyasalarına giriş yapan bir birimlik yabancı sermayenin, dönem başındaki kurdan ulusal paraya çevrilmesi, ulusal para bazında faiz geliri elde ettikten sonra da tekrardan döviz cinsinden yurt dışına çıkışı sonucu elde edilen net geliri göstermektedir. Bu işlem boyunca arbitraj geliri, faiz haddi yükseldikçe artacak, ulusal paranın yabancı para karşısında değer kaybetmesi durumunda da gerileyecektir.

Söz konusu parite koşulları sağlandığı sürece ve politika yapıcılarca sürekliliği taahhüt edildiği sürece ulusal ekonomiye döviz girişi sürecektir. Döviz girişleri ulusal para üzerindeki baskıyı arttırmaya devam edecektir. Baskı arttıkça yani ulusal para değerlendirildikçe dış ticaret hadleri bozulacak,

ithalat talebi artarken, ihracat yapmak güçleşecektir. Dış dengeyi dolayısıyla cari işlemleri dengesi olumsuz yönde etkilenecektir.

Parite koşullarının devamlılığının sağlanmasının diğer bir koşulu da faiz oranlarının aşağı gitme eğilimin bastırılmasıdır. Risk primini de içeren faiz oranları, dünya faiz oranlarına yaklaştıkça getiri azalacağından, sermayenin dışarı çıkması ihtimali artmaktadır.

Çalışmanın ikinci bölümünde anlatılan ülke deneyimlerinde olduğu gibi, diğer gelişmekte olan ülkelerde 1990'lı yıllarda uygulanan Uluslararası Para Fonu kaynaklı istikrar programlarının temel yaklaşımı olan “ödemeler dengesine parasalcı yaklaşım” sonucu gelişmeler birbirine paralellik arz etmiştir.

Söz konusu yaklaşımın en önemli sonuçlarından birisi, cari işlemler dengesi ile uluslararası mal ve hizmet ticareti arasındaki ilişkinin kopması olmuştur. 1980 öncesi ülkelerin görece olarak sermaye hareketlerine kapalı olduğu dönemlerde cari işlemler dengesi sadece mal ve hizmet ticaretine ilişkin bilgi sunmaktaydı. Ancak liberalizasyon politikaları sonucu, uluslararası sermaye hareketlerinin akışkanlığının ve miktarının artması sonucu cari işlemler dengesi mal ve hizmet ticaretinden kopuk bir görünüm sergilemeye başlamıştır.

Ucuzlayan ithalat talebi ile birlikte, hem lüks tüketim mallarına olan talep artmış hem de yurt içi piyasa üretimi mümkün olan ara mallar daha ucuz olması nedeniyle yurt dışından alınmaya başlamıştır. Bunun yanında ülkeye giriş yapan dövizin değerli ulusal para çerçevesinde Merkez Bankası tarafından satın alınması rezerv artışını beraberinde getirmiştir. Bu durum da cari işlemler dengesi ile dış borç arasındaki ilişkinin kopmasına neden olmuştur.

Bu politika, 1989-1994 döneminde enflasyonla mücadeleyi kolaylaştırmış, ancak Merkez Bankası'nın kamu açıklarını finanse etmesi nedeniyle para otoritesi bilançosunu kontrol edememiştir. 1994 krizinden

sonra 1995-1997 döneminde Merkez Bankası reel efektif döviz kurunda istikrar sağlayabilmek ve dış ticarette rekabet gücüne hizmet edecek şekilde piyasalarda rol almaya başlamıştır. Söz konusu dönemde döviz kurunun değerlenmemesi için uygulanan bu politika sonrası 1995-1997 döneminde rezervlerde yaklaşık 12 milyar ABD doları artış gerçekleşmiştir (1997 yılının son iki ayında Asya ülkelerindeki krizin yarattığı tedirginlikle birlikte piyasalarda dövize olan talep artmış ve Merkez Bankası rezervleri yaklaşık 2 milyar ABD doları azalmıştır). Bu dönemde Merkez Bankası döviz kurunun değil finansal piyasaların istikrarını korumayı amaçladığından Asya krizinin etkisi 1998 yılındaki Rusya krizi kadar şiddetli olmamıştır (Binay ve Salman,1998:11). 1995-1997 döneminde Merkez Bankası finansal piyasalarda istikrarı sağlamayı kendine daha önemli hedef seçmiştir. Dolayısıyla enflasyonla mücadeleyle rağmen, ödemeler dengesi krizlerine karşı kırılganlığı azaltabilmek amacıyla reel döviz kuru politikasını benimsemiştir (Celasun ve başk,1999).

Döviz kurundaki değerlenmeye paralel olarak, ülkenin rekabet gücü azalmış, ithalat harcamaları artarken ihracatta aynı artış gerçekleşmemiş, cari işlemler dengesi bozulmuştur. Yüksek cari açıklar, hem 1994 hem de 2001 yılında yaşanan krizler öncesi en yüksek seviyelerine ulaşmıştır. Mevcut kurun sürdürülemeyeceği endişeleri, dolayısıyla devalüasyon beklentileri, sermaye çıkışlarına neden olmuş, nitekim sermaye çıkışları sonucu da devalüasyonlar gerçekleşmiştir. Örneğin Binay ve Kunter (1998), 1994 krizinin temel sebeplerinden birisinin “1989 yılında sermaye hareketlerinin liberalleştirilmesi ve bankaların yurt dışından sağladıkları ucuz kaynaklarla Hazine’yi fonlaması ve Merkez Bankası’nın enflasyonla mücadele çerçevesinde TL’yi değerli tutmaya çalışma politikasının yarattığı bankaların açık pozisyonları” olduğunu belirtmektedir.

Döviz kuru politikasının diğer önemli bir sonucu da Merkez Bankası’nın döviz rezervi biriktirme zorunluluğu ile karşı karşıya kalması olmuştur. Döviz kurunun spekülasyon saldırı durumlarında savunulabilmesi için,

para otoritesi yeterli miktarda döviz rezervi tutmak zorunda kalmıştır. Kriz dönemlerinde de mevcut döviz rezervinin önemli bir kısmı kaybedilmiştir. 1994 yılında Merkez Bankası döviz rezervlerinin yarısından fazlasını yaklaşık 3,5 milyar ABD dolarını, 2000/2001 krizlerinde ise yaklaşık 10 milyar ABD doları tutarında rezervini spekülâtif saldırıda kaybetmiş, ve bu miktarlar yurt dışına sermaye çıkışı olarak gitmiştir.

2001 yılında uygulanmaya başlayan yeni program (dalgalı döviz kuru politikası) sonrasında ise ulusal paradaki değerenme devam etmiştir. Öyleki Türkiye gibi nominal döviz kuru artışlarına alışmış bir ülkede nominal dolar kurlarını karşılaştırmak fikir verici olabilir. Türkiye’de 2005 yılının ortalama nominal dolar alış kuru hala 2002 yılının ilk yarısındaki ortalamanın altındadır. Türkiye’de enflasyonla mücadelede başarı sağlandığı gerçektir. Dolayısıyla nominal dolar kurunda enflasyonist dönemdeki gibi yükselişler beklemenin iktisadi rasyonallitesi yoktur, ancak küçük oranlarda da olsa fiyat artışları vardır ancak nominal döviz kuru yaklaşık iki senedir değişmemektedir. Söz konusu durum neticesinde Türkiye’nin rekabet gücü azalmakta ve cari işlemler dengesi üzerinde olumsuz etkide bulunmaktadır.

Bu konuda Yükseler (2005)’in çalışmasında çarpıcı bulgular yer almaktadır. Çalışmada Türkiye’nin rekabet gücündeki değişimi incelemek amacıyla, dış ticaretimizde önemli paya sahip olan veya ekonomik yapı itibariyle benzerlikler bulunan 15 ülke seçilmiştir. 1997-2004 döneminde 15 ülkenin Türkiye’ye karşı rekabet gücündeki gelişim incelenmiştir. Ülkelerarası görelî fiyat ve döviz kuru farklılıkları yanısıra, görelî işgücü verimliliğini de dikkate alan rekabet gücü endeksleri hesaplanmıştır. Ayrıca, bu dönemde ülkelere göre dış ticaretin yapısındaki değişim de incelenmiştir.

Görelî fiyat ve görelî döviz kuru farklılıklarını dikkate alan rekabet gücü endeksine göre, 15 ülke 1997-2004 döneminde Türkiye’ye karşı rekabet güçlerini hem tüketici fiyatlarına göre hem de toptan eşya fiyatlarına göre artırmışlardır. Her iki fiyat endeksine göre de, 15 ülke Türkiye’ye karşı en yüksek rekabet gücüne 2004 yılında ulaşmıştır. İşgücü verimliliğine göre

düzeltilmiş olan endekse göre Türkiye kurdan kaynaklanan rekabet gücü kaybının bir kısmını telafi edebilmiş olmasına rağmen toplamda bir kayıp içerisinde görünmektedir.

3.3.1.2.2. Faiz Oranları

Sermaye hesabının liberalleştirilmesi ile yurt içi piyasalar ile yurt dışı piyasalar arasında sıkı sıkıya bir ilişki kurulmuştur. Buradan beklenen şey, yurt içi faiz oranlarının yurt dışındaki faiz oranlarına yansmasıydı. Ancak bu durum Türkiye’de gerçekleşmemiştir. Reel faizlerin negatif oranlara düştüğü bazı dönemler olmasına rağmen reel getiri genellikle dünya ortalamalarının çok daha üzerinde gerçekleşmiştir. Aşağıdaki tabloda, piyasalarda gösterge niteliği taşıyan hazine bonosu (devlet iç borçlanma senetleri) faiz oranları ve yıl sonuna ilişkin enflasyon oranları (ÜFE) verilmiştir. Yine tabloda Türkiye’de 1990-2004 dönemine ilişkin korunmamış faiz paritesine ilişkin (uncovered interest parity) veriler de sunulmuştur.

Tablo 3.4.’den Türkiye’de reel faizlerin 1990 yılından sonra pozitif düzeylerde seyrettiği kimi dönemlerde yüzde 35 seviyelerini aştığı görülmektedir. 1994 yılında gerçekleşen yüksek enflasyon ve 2000 yılında uygulanan istikrar programının faiz oranlarını aşağıya çekmesi nedeniyle bu dönemlerde reel faiz oranlarında azalma görülmüş ve tek haneli seviyelere inmiştir. 2002’den itibaren enflasyon oranında gözlenen artışla birlikte tekrar reel faiz oranları yükselmiş ve 2005 yılında yine tek haneli seviyelere gerilemiştir. Bununla birlikte Türkiye’de reel faiz oranları yüksek seviyelerde gerçekleşmiştir.

Tablo 3.4. Türkiye’de Reel Faizler Ve Korunmamış Faiz Paritesi

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Hazine Bonosu Faiz Oranları*	53,0	80,0	86,5	86,7	158,0	123,2	134,2	124,5	115,5	109,6	36,2	99,6	62,7	46,0	24,7	16,3
Enflasyon Oranları **	48,6	59,2	61,4	60,3	149,6	64,9	81,9	90,6	51,4	66,5	28,3	88,6	30,8	13,9	13,8	5,9
Reel Faiz Oranları***	3,0	13,0	15,5	16,5	3,4	35,4	28,8	17,8	42,3	25,9	6,2	5,8	24,4	28,2	9,5	9,8
Amerikan Hazine Bonosu																
Faiz Oranları	7,5	5,4	3,5	3,0	4,3	5,5	5,0	5,1	4,8	4,7	5,8	3,5	1,6	1,0	1,4	3,2
Türk lirasının Nominal																
Değer Kaybı (Yüzde)	22,9	60,2	64,6	60,5	169,9	53,5	77,9	86,9	71,6	61,0	48,5	96,5	22,9	-0,8	-4,7	-5,95
Korunmamış Faiz Paritesi****	22,6	14,4	18,4	23,2	-16,2	64,1	51,2	32,6	39,1	43,9	-18,1	-0,3	38,2	45,8	28,1	19,1

* Hazine bonosu faiz oranları hazine ihalelerinde oluşan faiz oranlarının ortalamasıdır.

**Enflasyon oranları DİE tarafından açıklanan ÜFE oranlarının yıl sonu değişimlerinden hesaplanmıştır.

*** Reel Faiz, $r = ((1 + \text{nominal faiz}) / (1 + \text{enflasyon oranı}) - 1)$ formülü ile hesaplanmıştır.

**** Uncovered Interest Parity, yurtiçi faiz oranı eksi yurtdışı faiz oranı eksi TL'nin nominal değer kaybı şeklinde hesaplanmıştır.

Kaynak: TCMB Ödemeler Dengesi İstatistikleri, IFS

Bunun önemli bir sebebi, Merkez Bankasının döviz kuru ve faiz oranları üzerindeki etkinliğini yitirmesinden, daha açık bir ifadeyle aynı anda iki değişkeni de kontrol edememesinden kaynaklanmıştır. Yurt dışından giriş yapan yabancı sermayenin daha çok kamu finansmanında kullanılması ve kamu kesimi borçlanma gereğinin dönemler boyunca giderek yükselmesi de nominal faizlerin düşmesine engel olmuştur.

Ayrıca aşırı değerlenmiş döviz kuru ve yüksek reel faizler ile dış alemlle kıyaslanmayacak ölçüde sağlanan getiri, bir takım politikaların uygulanmasına engel olmuştur. Yabancı yatırımcıların uygulanan politikalardan “ürkerek” yurt dışına kaçacağı korkusu ekonomi yönetimini daha ılımlı davranmaya itmiştir. TCMB’nin “Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri” adlı yayınladığı kitapta da belirtildiği gibi “yabancı sermayenin varlığı hükümetlerin finansal kısıtlarını giderek sürdürülebilir bir makroekonomik ortam için geçerli olan mali disiplinin sağlanmasının gecikmesine” neden olmuştur (TCMB, 2002:32). Nitekim 1993 yılı sonlarında hükümetin nominal faizlerin yüksekliğinden dolayı hazine ihalelerini iptal etmeye başlaması, diğer bazı makroekonomik bozukluklarla birleşince piyasalarda tedirginliğe yol açmış ve kamu finansmanı ve döviz kurunun sürdürülebilirliğine ilişkin spekülasyonlara yol açmıştır. Hükümetin kamu finansmanında Merkez Bankası kaynaklarına başvurması ve piyasalarda kalan

likiditeyi çekmemesi sonucunda, yabancı paraya hücum olmuş ve rezerv varlıklarda yaklaşık 3,5 milyar ABD dolar kayıptan sonra Türk lirası devalüe edilmiştir.

2000/2001 yılında yaşanan krizlerde ise, uygulanmakta olan döviz kuruna dayalı istikrar programının doğası gereği, Merkez Bankası döviz kuru üzerindeki kontrolünü politika gereği kaldırmıştı. İstikrar programının Merkez Bankası'nın Net İç Varlıklarını sabitlemesiyle birlikte para politikası adeta para kurulu (currency board) sistemlerindeki gibi yurt dışından giriş yapan yabancı döviz miktarı tarafından belirlenmeye başladı. Bu, sterilizasyon olmayacağı anlamına geliyordu. Böylece para politikası üzerinde de Merkez Bankası'nın kontrolü yitirildi. Yurt dışından sermaye girişleri ile birlikte nominal faizler ve ardından reel faizler düşmeye başladı. Türk lirasındaki değerlenmeyle birlikte tüketici kredilerinde ve tüketim harcamalarında meydana gelen artışlarla birlikte cari işlemler dengesindeki açık da hızla büyüdü.

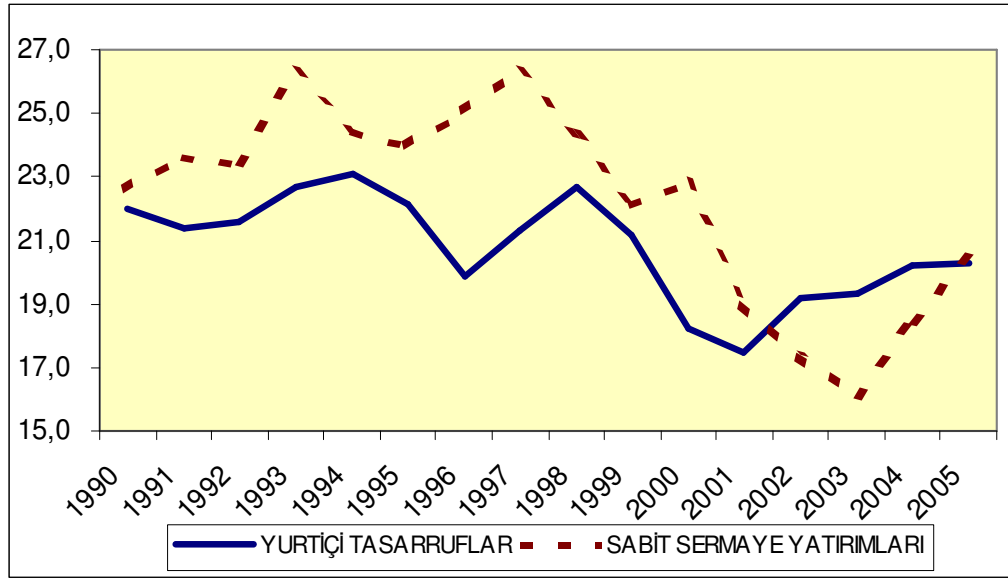
3.3.1.2.3. Tüketim ve Yatırım

Sermaye hareketleri serbestisi sonucu diğer gelişmekte olan ülke örneklerinde olduğu gibi Türkiye'de de tüketim harcamalarında bir artış gerçekleşmiştir.

Şekil 3.3.'ten de görüldüğü gibi yurt içi tasarruf hacminin GSMH'ye oranı 1990'lı yıllardan itibaren düşüş sürecine girmiştir. 2002 yılından itibaren toplam tasarruf hacminde görece bir iyileşme yaşanmakla birlikte söz konusu iyileşmede Uluslararası Para Fonu ile birlikte yürütülen istikrar programı çerçevesinde uygulanmakta olan yüzde 6,5 oranındaki faiz dışı fazla kriterinin etkisi olduğu düşünülmektedir. Yani artık kamunun tasarruf açığı azalmaktadır ve bu durum da yurt içi tasarruf hacminde iyileşme

sağlamaktadır. Dolayısıyla özel sektörün tasarruf hacminde bir artış söz konusu değildir.⁵

Şekil 3.3. Türkiye’de Tasarruf Hacminin ve Sabit Sermaye Yatırımlarının GSMH’ye Oranı (Yüzde Pay)⁶



Kaynak: DPT Web Sayfası

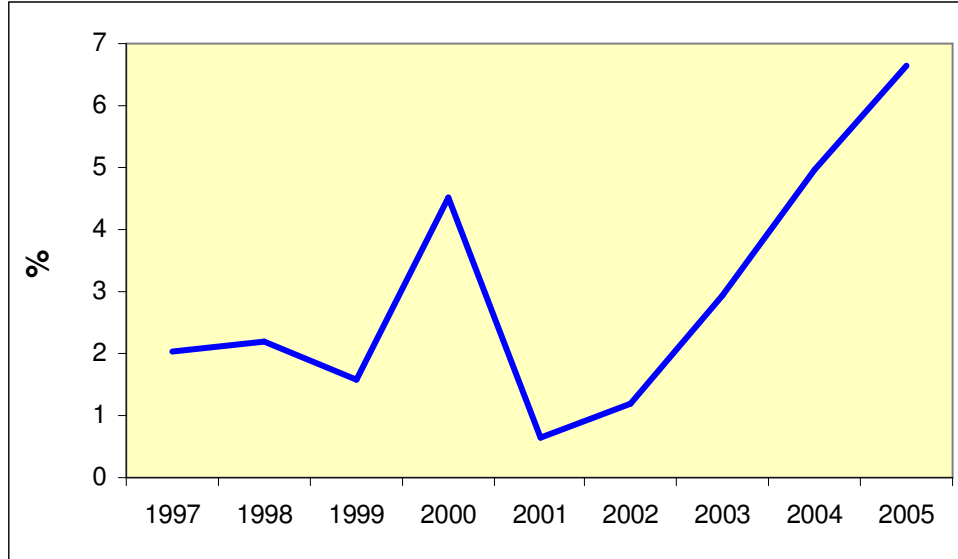
Bununla beraber sermaye hareketleri girişinin devamlılığı için uygulanan değerli kur politikasına paralel olarak ithalattaki ucuzlamaya birlikte tüketim harcamaları artmıştır. Şekil 3.4.’te 1997-2005 dönemine ilişkin olarak tüketici kredi kullanımlarının GSMH’ye oranları verilmiştir.

Döviz kuruna dayalı istikrar programının uygulanmasıyla birlikte 2000 yılında tüketici kredilerinde önceki yıllara göre artış olmuştur. Döviz kurundaki değerlenme ile birlikte reel faizlerin aşağı düzeylere inmesi sonucu özellikle otomobil ve diğer tüketim malları ithalatında patlama yaşanmıştır (Uygur, 2001). 2001 yılında sonraki dönemde ise tüketici kredilerinde sürekli bir artış eğilimi görülmektedir.

⁵ Bakınız TBB (Türkiye Bankalar Birliği), Türkiye Ekonomisi Temel Ekonomik Göstergeler (www.tbb.org.tr).

⁶ 2005 yılına ilişkin veriler gerçekleşme tahmin değerleridir.

Şekil 3.4. Tüketici Kredilerinin Milli Gelire Oranı (Yüzde Pay)



Kaynak: TBB Web Sitesi, Yurt içi Kredi İstatistikleri.

Reel kurdaki değerlenme ile birlikte yurt içinde göreceli fiyatlar ticarete konu olmayan sektörler lehine bozulmuş, dolayısıyla bu sektörlerdeki yatırımların artmasına neden olmuştur (Çimenoglu ve Yentürk, 2002). 1990-2004 döneminde Türkiye’de toplam sabit sermaye yatırımlarının GSMH’ye oranı Şekil 3.3.’te görülmektedir.

Celasun ve diğerleri (1999), Çimenoglu ve Yentürk (2002), Yeldan (2001), Boratav ve Yeldan (2001) ve Yeldan (2002) yaptıkları çalışmalarda sermaye hareketlerinin, yurt içi tüketim ve yatırım harcamalarını arttırdığı ortaya koymuşlardır. Yine Çimenoglu ve Yentürk (2002), aynı çalışmada yatırımlardaki artışların ticarete konu olmayan sektörlerle gittiğini, buna karşın Türkiye ihracatının yüzde 80’den fazlasını kapsayan imalat sanayi (2004 yılında imalat sanayinin ihracat içindeki payı yüzde 94 olmuştur) gibi ticarete açık sektörlerle yatırım yapılmadığını ortaya koymaktadırlar. Bu durum da, sermaye hareketlerine bağlı kur değerlenmesinin yurt içi piyasadaki göreceli fiyat yapısını bozmasından kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla ülke içinde sabit sermaye yatırımları dış ticarete dönük sektörlerle gitmediği için orta ve uzun vadede ülkenin ihracat performansı kaçınılmaz olarak zarar görecektir. Bu

bağlamda, “sermaye hareketlerinin ülkenin döviz kazandırıcı sektörlerine uzun vadede sekte vurduğu” sonucuna ulaşılmaktadır.

3.3.1.2.4. Finansal Yapı

Tablo 3.5'te Türkiye'de 1990-2004 yılları arasındaki bazı finansal göstergeler GSMH'ye oran olarak verilmiştir.

Tablo 3.5. Türkiye Ekonomisinde 1990-2005 Dönemine İlişkin Bazı Seçilmiş Göstergeler (GSMH'ye Yüzde Oran)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
M2Y	22,7	25,5	26,2	26,7	30,9	30,9	33,9	34,5	36,3	51,2	45,5	59,0	48,5	42,0	43,2	47,3
M2	18,2	18,3	16,6	14,6	16,5	16,2	18,7	17,9	20,3	28,9	26,1	26,6	22,3	22,7	25,5	31,6
Döviz Tevdiat Hesapları	4,5	7,2	9,7	12,1	14,4	14,7	15,2	16,5	16,0	22,4	19,4	32,4	26,3	19,3	17,7	15,8
İÇ BORÇLANMA SENETLERİ	6,8	8,3	15,7	21,2	23,9	23,4	34,3	22,5	28,2	35,4	30,5	122,0	47,1	46,6	40,6	41,7
Kamu Kesimi	5,3	7,2	13,7	17,6	21,7	21,2	33,2	21,3	26,6	34,3	25,9	118,8	45,6	44,4	38,1	40,4
Özel Kesim	1,6	1,1	2,0	3,6	2,2	2,2	1,1	1,2	1,6	1,1	4,6	3,2	1,5	2,2	2,5	1,3
Hisse Senedi	1,0	0,7	0,5	0,5	1,0	0,7	0,7	1,0	1,3	0,9	2,4	1,0	0,6	0,5	0,9	0,8
FİNANSAL VARLIKLAR	29,6	33,8	41,9	47,9	54,8	54,3	68,2	57,0	64,5	86,7	76,0	181,0	95,6	88,6	83,9	89,1
YURTİÇİ KREDİ HACMİ	18,6	20,6	22,1	22,7	19,9	20,7	24,4	27,0	22,0	22,2	22,8	20,5	13,3	15,2	19,4	26,1
PARA İKAMESİ*	27,3	34,6	39,2	45,3	51,7	51,9	48,6	49,8	46,0	47,1	46,1	55,0	54,0	46,3	41,0	33,5

* Dolarizasyon. Döviz Tevdiat Hesaplarının toplam mevduata oranı

Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, SPK Aylık Bülten

1984 yılından sonra yurt içi yerleşik kişilere döviz tevdiat hesabı açabilmeleri serbestisiyle birlikte, sermaye hareketleri serbestisinin uygulanmaya başladığı 1990 yılından sonra döviz tevdiat hesaplarının GSMH'ye oranı giderek yükselmiş ve 2002 yılından sonra düşmeye başlamıştır. İç borçlanma senetlerinin kompozisyonuna bakıldığında özel sektörün ihraçlarının payının oldukça düşük olduğu, buna karşılık kamu kesimi ihraçlarının artan kamu kesimi borçlanma gereğine paralel olarak ve

özellikle liberalizasyona ilişkin uygulamanın başladığı 1990 yılından sonra artış eğiliminde olduğu görülmektedir.

Çarpıcı bir diğer nokta da yurt içi kredi hacmindedir. Yurt içi kredi hacmi düşük oranlarda gerçekleşmiş, 2002 yılında ise en düşük düzeye gerilemiş, 2005 yılında ise yükselmiştir. Aslında bu durum da sermaye hareketleri liberalizasyonuna ilişkin olarak yapılan iyimser beklentilerle çelişmektedir. Bankacılık kesimi, değerli döviz kuru ve yüksek reel faizler altında yurt dışından borçlanarak getirdiği yabancı sermaye ile kamu açıklarını finanse ederken geleneksel görevi olan yatırımların finansmanı için müteşebbis kesimin finansmanından uzaklaşmıştır. Bu noktada kamu kağıtlarından sağlanan yüksek getiri yanında, bu yüksek getiriye sağlayan reel faizlerin, müteşebbisleri yatırım kararlarında olumsuzluğa itmesi de etkilidir.

Tablonun en alt satırında bulunan para ikamesi (dolarizasyon) ise sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelerinin hemen hemen hepsine damgasını vurmuş bir olgudur. Dönemler boyunca artarak devam etmiş ve 2002 yılında yüzde 56,3 oranına ulaşmıştır. 2003, 2004 ve 2005 yılında ise düşen enflasyonla birlikte para ikamesi de azalma eğilimine girmiştir. Yüksek enflasyon ve inişli çıkışlı ekonomik istikrarsızlıktan dolayı yurt içi yerleşikler de daha güvenli buldukları yabancı paralar ile tasarruf yapma eğilimine girmişlerdir. Böylece yurt dışındaki sermaye hareketlerinden kaynaklanan volatiliteye bir de yurt içi yerleşiklerin kriz dönemlerindeki spekülasyon davranışları eklenmiştir.

Finansal varlıkların GSMH'ye oranındaki artış finansal derinleşmenin bir göstergesi olarak kabul edilmekle beraber, Uygur (2003) söz konusu gelişmenin özellikle 1990'lı yıllarda bir "sabun köpüğü" olduğunu, diğer bir anlamda da Türk finans kesiminin hazımsız bir biçimde büyüdüğüne işaret etmektedir. Uygur yaptığı çalışmada Türk finans kesimindeki "şişmeyi" ve yüksek volatilitiyi ortaya koymak için finans sektöründeki kâr (net kira ve net faiz gelirini de içeren işletme artığı) ve ücretin GSYİH'ye oranını diğer ülkeler ile karşılaştırmaktadır.

Tablo 3.6. Türkiye Ve Bazı Ülkelerde Finansal Aracılık Hizmetlerinin (FAH) GSYİH'ye Oranı (Yüzde)

	Almanya	Fransa	İngiltere	İspanya	İtalya	Kore	Türkiye
1988	3.31	4.34	3.1	4.77	4.29	3.18	3.31
1989	3.24	4.29	3.62	5.11	4.47	3.78	2.86
1990	3.24	4.14	3.47	5.15	4.78	3.52	3.22
1991	3.43	3.89	2.7	5.24	4.64	3.42	4.14
1992	3.52	3.78	3.45	5.02	5.05	3.83	3.98
1993	3.64	3.67	3.13	4.87	4.73	3.35	4.26
1994	3.58	3.68	3.9	4.43	4.35	3.37	2.97
1995	3.37	3.34	3.57	4.26	4.32	3.82	4.16
1996	3.42	3.3	3.39	3.89	4.14	3.87	4.96
1997	3.5	2.91	3.19	3.78	4.01	3.88	5.11
1998	3.45	2.68	3.25	3.66	3.8	3.96	6.28
1999	3.38	2.61	3.49	3.42	3.62	3.83	5.46
2000	3.32	2.53	3.38	3.27	3.65	3.73	3.77

Kaynak: Uygur (2002)

Tablo 3.6'dan ortaya çıkan sonuçlar şöyle özetlenmiştir:

- 1) Türkiye'de FAH oranı, 1980'lerin ikinci yarısından itibaren, ama özellikle 1994 krizinden sonra çok hızlı yükselmiştir.
- 2) Diğer OECD ülkelerinde böyle bir yükselme yoktur. Tersine, Almanya, Fransa, İspanya ve İtalya gibi ülkelerdeki FAH oranı 1990'larda giderek düşmektedir.
- 3) Bununla birlikte, Avrupa ülkelerinin FAH oranındaki düşüş sert değildir.
- 4) FAH oranı Türkiye'de 1994, 1999 ve 2001 yıllarında olduğu gibi, kriz dönemlerinde hızla gerilemiştir. Başka ülkelerde böyle hızlı gerilemeler yoktur. Örneğin, kriz yaşayan Kore'de bu oran değişimler gösteriyor, ancak bu değişimler sınırlı kalıyor ve Türkiye'deki gibi sert değil.
- 5) Ele alınan dönemde, özellikle 1990'larda, Türkiye'nin FAH oranı, ortalama olarak Avrupa ülkelerindeki oranlardan, örneğin uluslararası ve ulusal finansal işlemlerin yoğun olduğu İngiltere ve Almanya gibi ülkelerin oranlardan çok daha yüksektir.

Uygur bu sonuçlara ulaştıktan sonra Türkiye’de finansal kesimin “şişmesinin” ardında enflasyon, kamu açıkları ve sermaye hareketlerinin olduğunu belirtmektedir. Kamu açıklarının iç borçlanma yoluyla finansmanı ile finans kesiminin elde ettiği yüksek getirinin sektörde hazımsız bir büyümeye yol açtığını ve sermaye hareketleri serbestisinin ise bu sistem içinde dış alemden daha fazla borçlanıp ve daha çok kamu kağıdına yatırım yapma adına ve mevcut kur sistemi ile de desteklenen açık pozisyonlara yol açtığını, açık pozisyonların da finans kesiminde kırılganlığı arttırdığını vurgulamaktadır (Uygur, 2003).

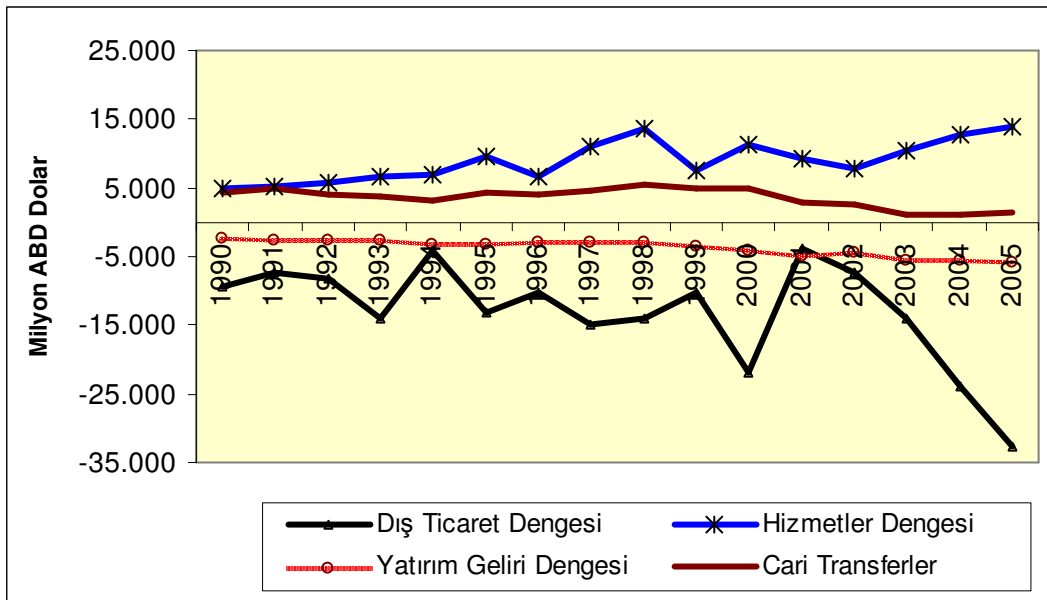
Birçok yazarın da üzerinde önemle durduğu gibi, gerekli makroekonomik ortam hazır olmadan ve finansal sektör üzerinde yeterli düzenlemeler yapılmadan gerçekleştirilen sermaye hareketleri liberalizasyonu, son 10 yıldır Türkiye ekonomisinde kırılganlığı arttırmıştır. Uluslararası sermayenin gelişen teknolojik imkanlarla birlikte mal ve hizmet ile sabit sermaye yatırımlarının finansman aracı niteliğinden kopması ve spekülatif bir yapıya dönüşmesi sonucu önemli krizler yaşanmıştır. 1980’li yıllarda cari işlemler dengesi finansmanına hizmet eden ve bu dönemde, **ekonomik büyüme ⇒ cari açık ⇒ sermaye hareketleri** şeklindeki döngü, sermaye hareketlerinin spekülatif bir yapıya dönüşmesi sonucu, **sermaye hareketleri ⇒ büyüme ⇒ cari açık** döngüsüne dönüşmüştür (Borataş ve Yeldan, 2001). Yani liberalizasyon öncesi, ekonomik büyüme sonrası artan ithalat talebinden kaynaklanan cari açık, yurt dışından sermaye girişleri ile finanse edilmekteydi. Ancak liberalizasyon sonrası aşırı değerlenmiş döviz kuru ve yüksek reel faizlerin sağladığı yüksek getiri nedeniyle ülkeye sermaye girişi gerçekleşmiştir. Bu da ithalat talebini ve cari açığı arttırmıştır. Genellikle iç borcun finansmanı için yurt dışından bankalarca borçlanılan yabancı sermaye kullanılmıştır. Sonuç olarak, Merkez Bankası’nın para politikası etkisini yitirmiş, makroekonomik denge ve gelir dağılımı bozulmuştur.

3.3.2. Cari İşlemler Dengesinin Kompozisyonu

Cari işlemler dengesinde açıklara neden olan ara kalemlerin (dış ticaret dengesi, hizmetler dengesi, yatırım geliri dengesi ve karşılıksız transferler) nitelikleri ve büyüklükleri de önem kazanmaktadır. Adedeji (2001:23) dış ticaret açığının neden olduğu açıkların diğer kalemlerin neden olduğu açıklardan daha ciddi sonuçlar doğurabileceğini çünkü dış ticaret dengesindeki açıkların ülkenin yapısal sıkıntılarından ve rekabet gücünün eksikliğinden kaynaklanabileceğini belirtmektedir.

Aşağıdaki şekilde de Türkiye'deki cari işlemler dengesinin alt ayrımları görülmektedir.⁷

Şekil 3.5. Cari İşlemler Dengesinin Kompozisyonu (Milyon ABD Doları)



Kaynak: TCMB Ödemeler Dengesi İstatistikleri

⁷ 2004 yılından itibaren ödemeler dengesi istatistikleri içerisinde yer alan ve cari transferlerin bir bölümü olan işçi gelirleri kaleminin önemli bir bölümü Devlet İstatistik Enstitüsü'nce yapılan metodoloji değişikliği sonrası turizm gelirleri içine dahil edilmeye başlamıştır.

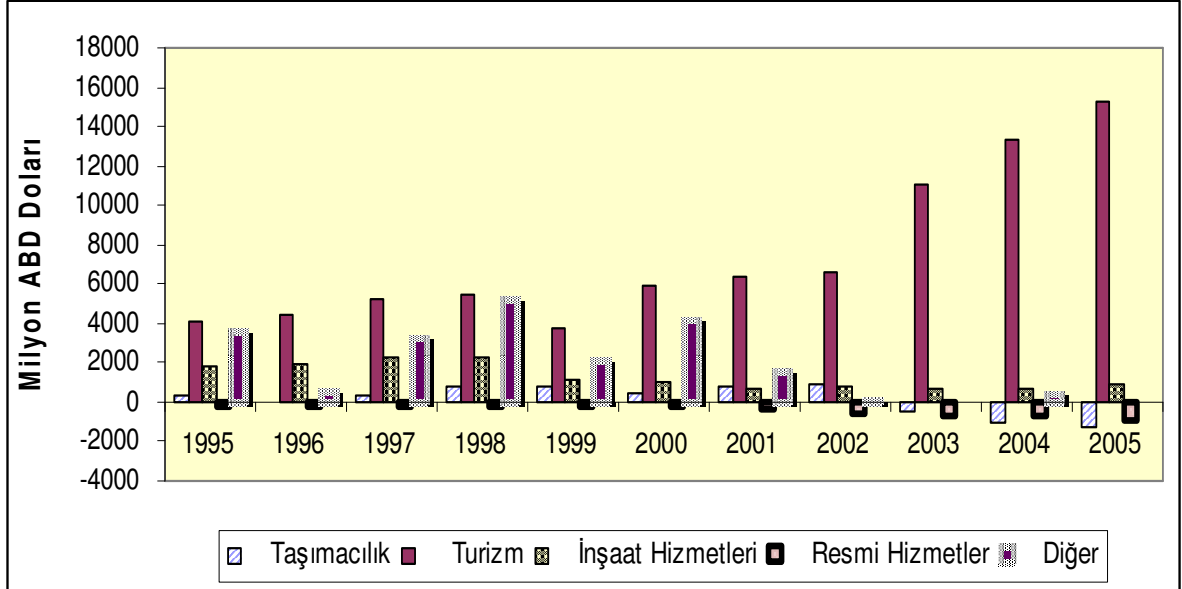
Şekil incelendiğinde Türkiye’de yatırım geliri dengesi ile dış ticaret dengesinin hep açık verdiği görülmektedir. Yatırım geliri dengesinde Türkiye’de yapılan portföy yatırımlarının gelirleri (yurt dışına transfer), doğrudan yabancı yatırımlardan elde edilen kârların transferleri ile yurt dışından sağlanan krediler için faiz ödemeleri nedeniyle net gider oluşmaktadır. Söz konusu kalem faiz ödemelerini gösterdiğinden dış borç stoğundaki artış, gelecek dönemlerdeki yatırım geliri dengesi giderlerini de arttıracaktır. Ancak 1990 yılından 2005 yılına kadar olan dönem incelendiğinde, yatırım geliri dengesindeki büyümenin istikrarlı, en azından öngörülebilir olduğu savunulabilir.

Dış ticaret dengesine bakıldığında dış ticaret dengesindeki açıkların sürekli olduğu ve bununla beraber istikrarsız bir gelişim gösterdiği anlaşılmaktadır. Türkiye’de özellikle kriz öncesi dönemlerde dış ticaret açığı daha büyük boyutlara ulaşmakta, kriz sonrası ise dış ticaret açığı daralmaktadır. Ancak bu daralma ihracatın artışından çok ithalatın azalmasından kaynaklanmaktadır. Türkiye’de kriz sonrasında ekonomik büyümenin daralmasının en önemli sebeplerinden birisi de budur.

Dış ticaret açığındaki genişleme döviz kurunun değerlendirildiği dönemlerde artış göstermektedir. Ancak cari işlemler dengesi üzerinde en belirleyici etken olan dış ticaret açığı aynı zamanda ekonomik büyüme içinde önem kazanmaktadır. Büyüme ile cari işlemler açığı arasındaki ödünleme ilişkisi sürdürülebilirlik açısından da önem kazanmaktadır.

Hizmetler dengesi incelendiğinde Türkiye’de hizmetler dengesinin fazla verdiği görülmektedir. Ödemeler dengesinin hizmetler kalemi incelendiğinde en önemli hizmet gelirlerinin turizm gelirleri ile yurt dışı müteahhitlik hizmetleri olduğu ortaya çıkmaktadır. Turizm gelirleri Türkiye’de döviz kazandırıcı sektör olarak hayati önem taşımaktadır. Turizm gelirlerinde meydana gelecek olası azalışlar cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliği konusunda endişelere sebep olabilecektir.

Şekil 3.6. Hizmetler Dengesinin Alt Kalemleri (Milyon ABD Doları)



Kaynak: TCMB Ödemeler Dengesi İstatistikleri

Yurt dışı müteahhitlik hizmet gelirleri, yurt dışında inşaat işleri yapan Türk firmalarının yurt dışında yapmış oldukları gelirleri yurda getirmeleri nedeniyle oluşmaktadır. Turizm gelirlerinden sonra hizmetler dengesinin tüm dönemler boyunca net gelir kazandıran en önemli kalemidir.

Cari işlemler dengesinin diğer alt kalemi olan cari transferler kalemi de dönemler boyunca net gelir veren kalem gerçekleşmektedir.

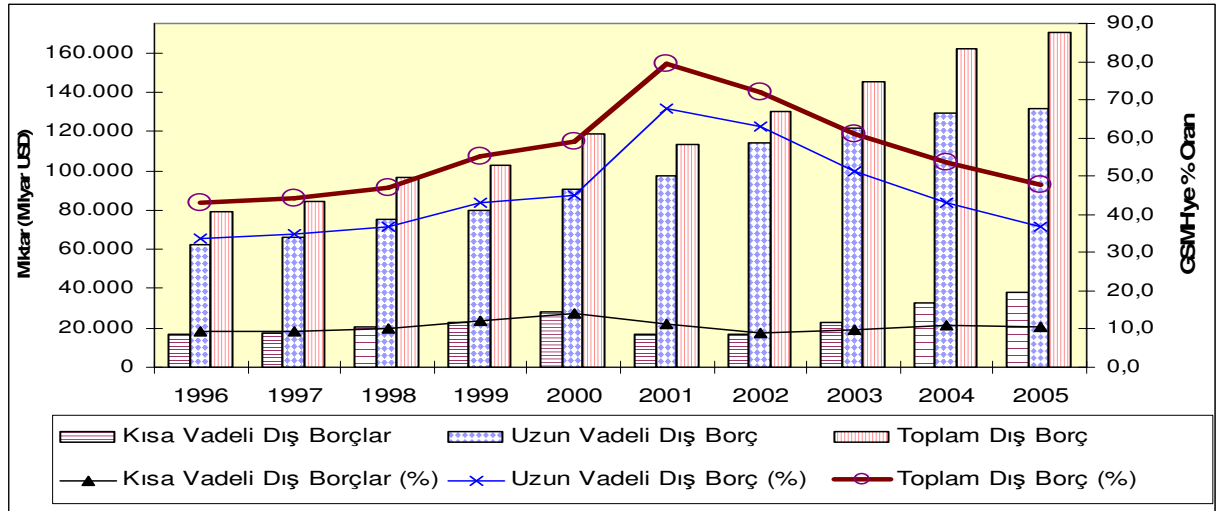
3.3.3. Dış Borcun Miktarı Ve Kompozisyonu

Ülkenin yükümlülüklerinden olan dış borç stoğu ve borcun vadesi sürdürülebilirlik açısından önem taşımaktadır. Milli gelire oranla artan borç stoğu sürdürülebilirlik açısından kısıt taşımaktadır. Ayrıca dış borcun vadesinin kısılması da sürdürülebilirlik açısından sıkıntı taşımaktadır.

Dış borç ile cari işlemler dengesi arasındaki ilişki iki boyutlu olarak değerlendirilebilir. Birincisi geçmiş dönemde alınan borçların faiz ödemeleri cari dönemde ödeniyorsa, faiz ödemeleri cari işlemler dengesi açıklarını arttırıcı yönde etkiye bulunur. İkincisi ise Türkiye örneğinde olduğu gibi ülke sürekli dışarıdan borç almak durumunda ise ve borç stoğu yükseliyor ise borç verenlerin risk algılamasının yükselmesi durumunda, cari işlemlerin finasmanı olarak çalışan sermaye girişleri kısıtlanabilecek ya da daha maliyetli olarak borçlanılabilecektir.

Aşağıdaki Şekil 3.7.'de dış borçların miktarı (milyar ABD doları) ve milli gelire oranı yüzde pay olarak verilmektedir. Dış borca ilişkin miktarlara bakıldığında (sol eksen) 2001 yılı dışında dış borç miktarları hem uzun vadede hem de kısa vadede artış eğilimindedir.

Şekil 3.7. Dış Borcun Kompozisyonu (Milyar ABD Doları) ve Milli Gelire Oranı (Yüzde Pay)

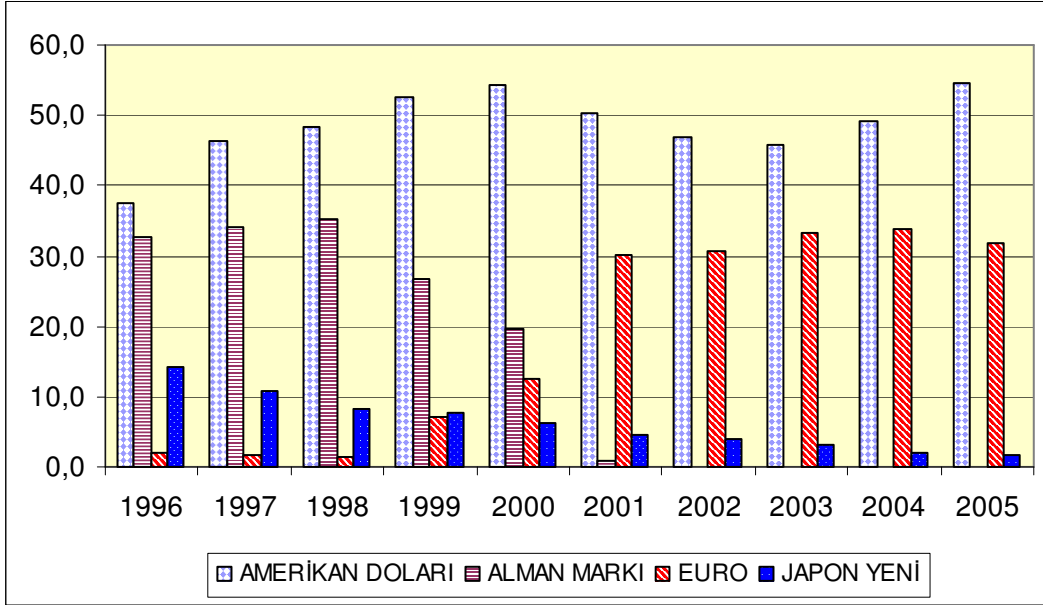


Kaynak: TCMB Web Sayfası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi

Dış borcun milli gelire oranındaki (sağ eksen) düşüş seyrinde ise dış borcun döviz kompozisyonu da önem kazanmaktadır.

Aşağıda Şekil 3.8.'de Türkiye'nin toplam dış borcunun döviz kompozisyonu yer almaktadır. Dış borçlanmada en çok kullanılan döviz cinsi Amerikan dolarıdır. Amerikan dolarının son iki yıllık süreçte uluslararası piyasada değer kaybetmesi ve Türkiye'nin milli gelir artışları dış borç stoğunun milli gelire oranını düşmesine neden olmuştur ama Türkiye'de dış borçlar hala yüksek seviyedir. Türkiye ekonomisi sadece dış borçlarla ilgili sıkıntı yaşamamaktadır beraberinde iç borç stoğu da yüksektir, iç borçlarla ilgili endişeler de dış borçlanmayı ve dolayısıyla cari işlemler dengesi sürdürülebilirliğini etkilemektedir.

Şekil 3.8. Dış Borcun Döviz Kompozisyonu (Toplam Borç içinde Yüzde Pay)



Kaynak: TCMB Web Sayfası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi

3.3.4. Dış Ticaretin Kompozisyonu

Dış ticaretin kompozisyonu, cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliği açısından tartışılması gereken önemli bir kavramdır. Bu çalışmanın yapıldığı günlerde Ekonomiden Sorumlu Devlet Bakanı Ali Babacan petrol fiyatları

2004 yılındaki seviyelerini korusaydı Türkiye'nin cari işlemler dengesinin 7 milyar ABD doları daha düşük gerçekleşeceği yönünde beyanat vermiştir (Sabah Gazetesi, 23 Eylül 2005). Söz konusu açıklama dünya ekonomisinde yaşanabilecek olumsuz gelişmeler sonucunda, kırılganlıklara sahip ekonomilerin daha çok etkilendiğini göstermesi bakımından önemlidir. Türkiye'nin petrol ithalatına duyduğu ihtiyaç hiç kuşkusuz yapısal problemidir ancak değerli ulusal para ithalatın daha yüksek boyutlara ulaşmasına neden olmuştur.

Ege Bölgesi Sanayi Odası'nın 2004 yılında yaptırdığı Türkiye'nin Dış Ticaretinin Sektörel Analizi isimli çalışma Türkiye Ekonomisinin ticarete açık sektörleri konusunda çok çarpıcı ipuçları vermektedir. Dış ticarete konu sektörler bazında ayrıntılı olarak gerçekleştirilen çalışmada, sektörlerin "net ihracatçı" veya "net ithalatçı" olarak ayrıldığı ortaya çıkmaktadır. Çalışmadan çıkarılan sonuçlar aşağıdaki şekilde özetlenebilir (EBSO,2004):

- Türkiye'nin dış ticaretinde, yani hem ihracat hem ithalatında bir çeşitlenme görünmekle beraber, "ihracatçı" görünen bazı sektörlerin, büyük ölçüde ithalatçı da oldukları ve ihracatları ile ithalatları arasındaki farktan oluşan net ihracatın, bazı sektörler için negatif olduğu gözlenmektedir.
- Araştırmalar gösteriyor ki, Türkiye'de özellikle ara ve yatırım malları ithalatı büyümeyle doğrudan ilişkili; büyüme arttıkça ara ve yatırım malları ithalatı da artmaktadır. Doğal olarak bu sürecin sonunda cari açık da büyümekte; yani büyüme arttıkça ara ve yatırım malları ithalatı ve dolayısıyla cari açık yükselmektedir.
- Türkiye ekonomisinin yıllık ortalaması 100 milyar doları bulan dış ticaretinde en büyük ağırlığa makine- ulaşım araçları sektörü sahiptir. Son 4,5 yılın ihracat ve ithalat rakamlarının toplamından oluşan dış ticaret hacminde, makine-ulaşım araçları sektörünün payı yüzde 30'a ulaşmaktadır. Bu sektörün ithalattaki payı yüzde

33'ü bulmuştur. En ithalatçı sektörlerden kimyanın toplam dış ticaret hacmindeki payı yüzde 10,5'ini bulurken ithalattaki payı yüzde 15'e yakındır. Ham petrol ve doğal gaz ağırlıklı yakıt ya da enerji, dış ticaret hacminde yüzde 11 pay sahibi iken ithalatın da yüzde 17'sine sahiptir.

- Alt sektörler itibariyle bakıldığında, 2000-2004 (ilk yarı) arasındaki 4,5 yılda en çok ihracat yapan sektörün makine-ulaşım araçları görünmesine karşın, en yüksek ithalatı da bu sektörün yaptığı, dolayısıyla, sektörün en büyük “net ithalatçı” olduğu dikkati çekiyor. Söz konusu 4,5 yılda yaklaşık 42 milyar dolarlık ihracat gerçekleştirmiş görünen sektör, buna karşılık 86,5 milyar dolarlık ithalat yapmış, dolayısıyla, 44.7 milyar dolarlık bir dış açığa yol açmıştır. Hazır giyim sektörü ise, son 4,5 yılın en gerçek ihracatçı sektörü görünümündedir. Bu sektörde 4,5 yılda 36,7 milyar dolar ihracat gerçekleşirken ithalat 1.5 milyar dolarda kalmış, dolayısıyla sektör 35.2 milyar dolarlık net ihracat gerçekleştirmiştir. Türkiye'nin tüm sektörleri, az-çok ihracatçı görünürken, yaptıkları ithalat ayıklandığında ortaya gerçek ihracatçı ya da “net ihracatçı” profilleri çıkmaktadır.
- Bu tür bir analiz 2000-2004 (6 ay) dönemi için yapıldığında en ihracatçı giyim sektörünü, gıda ve dokuma sektörlerinin izlediği, yarı-mamuller ve demir-çelik sektörlerinin de ithalattan fazla ihracat yaparak “net ihracatçı” oldukları dikkati çekiyor. Buna karşılık, ithalatları ihracattan fazla olan sektörlerin başını makine/ulaşım araçları sektörü çekiyor ve onu, yakıt (enerji) ile kimyasallar sektörü izliyor. Tarımsal hammaddeler, işlenmemiş altın, madenler, tüketim malları ve demir-dışı metaller sektörlerinin de ithalatları, ihracatlarından fazla, dolayısıyla bu sektörler de “net ithalatçı” durumundalar.

Aşağıdaki tabloda da 1996-2004 yılları için Türkiye’de ithalatın ve ihracatın BEC mal sınıflamasına göre mal gruplarının ithalat ve ihracat içindeki yüzde payları verilmiştir. Tablonun en alt satırında da ihracatın ithalatı karşılama oranı verilmiştir.

Tablo 3.7. Dış Ticaretin Mal Grupları (Toplam İçinde Yüzde Payları) ve İhracatın İthalatı Karşılama Oranı

İhracat	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Yatırım (Sermaye) Malları	4,8	5,1	5,2	6,8	7,8	8,5	7,7	9,2	10,3	10,9
Hammadde (Ara Mallar)	42,1	42,1	41,5	40,8	41,6	42,7	40,6	39,1	41,0	41,2
Tüketim Malları	53,0	52,8	53,3	52,3	50,4	48,7	51,2	51,1	48,3	47,4
Diğer	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,4	0,6	0,3	0,5
İthalat										
Yatırım (Sermaye) Malları	23,7	22,9	23,1	21,5	20,9	16,8	16,3	16,3	17,8	17,5
Hammadde (Ara Mallar)	65,9	66,1	64,4	66,0	66,1	73,2	73,0	71,7	69,3	70,1
Tüketim Malları	10,1	10,4	11,7	11,9	12,7	9,2	9,5	11,3	12,4	12
Diğer	0,3	0,6	0,8	0,7	0,4	0,8	1,2	0,7	0,5	0,49
İhracat/İthalat (%)	53	54	59	65	51	76	70	68	65	63

Kaynak: DİE Dış Ticaret Bülteni

Türkiye’nin en önemli ihracat kalemi tüketim malları ile ara mallardan oluşmaktadır. Son dönemlerde sermaye malı ihracatında da artış gözlenmektedir. İthalata bakıldığında ise son dönemlerde tüketim malı ithalatında artış gözlenmektedir.

İthalatta ara malı ve sermaye malları bakımından dışa bağımlı Türkiye için dış ticaret dengesi cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliği açısından önem kazanmaktadır. Petrol fiyatlarında günümüzde yaşanan dışsal şoklar gibi etkenler de sürdürülebilirlik açısından diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi kaygı vericidir. İhracatta rekabet gücü yeterince kazanılmamıştır ve genellikle fiyat esnekliği düşük ürünler ihraç edilmektedir. Kaldı ki küreselleşen dünyada 2005 yılı başından itibaren uluslararası mal ticaretinde,

piyasalara giren Çin malları hem ithalatı hem de ihracatı olumsuz yönde etkilemektedir.

3.3.5. Kamu Açığı

Cari işlemler dengesinin kavramsal olarak yurt içindeki tasarruf yatırım açığına eşit olduğu daha önceki bölümlerde vurgulanmıştı. Ülkedeki yatırımlar yurt içi tasarruflarla karşılanamıyorsa dış kaynak kullanımı zorunlu hale gelmektedir. Ülkedeki tasarruf yatırım açığının da özel tasarruf açığı ve kamu tasarruf açığı olmak üzere iki bileşeni vardır. Eğer kamu tasarruf açığı (bütçe açığı) varsa ve cari işlemler dengesinde de açık varsa bu durumda “ikiz açık”tan (twin deficits) söz edilir.

Literatürde konuya değişik yaklaşımlar⁸ mevcuttur ve günümüzde Amerika Birleşik Devletleri’nde büyük boyutlara ulaşmış cari işlemler açığı ve bütçe açığı nedeniyle yoğun olarak tartışılmaktadır.

Türkiye’de bütçe açığının sürdürülebilirlik göstergesi olarak önemi ise hem kamu tasarruf açığının cari işlemler dengesi üzerindeki olumsuz etkileri hem de iç borcun sürdürülebilirliğine ilişkin yarattığı endişedir.

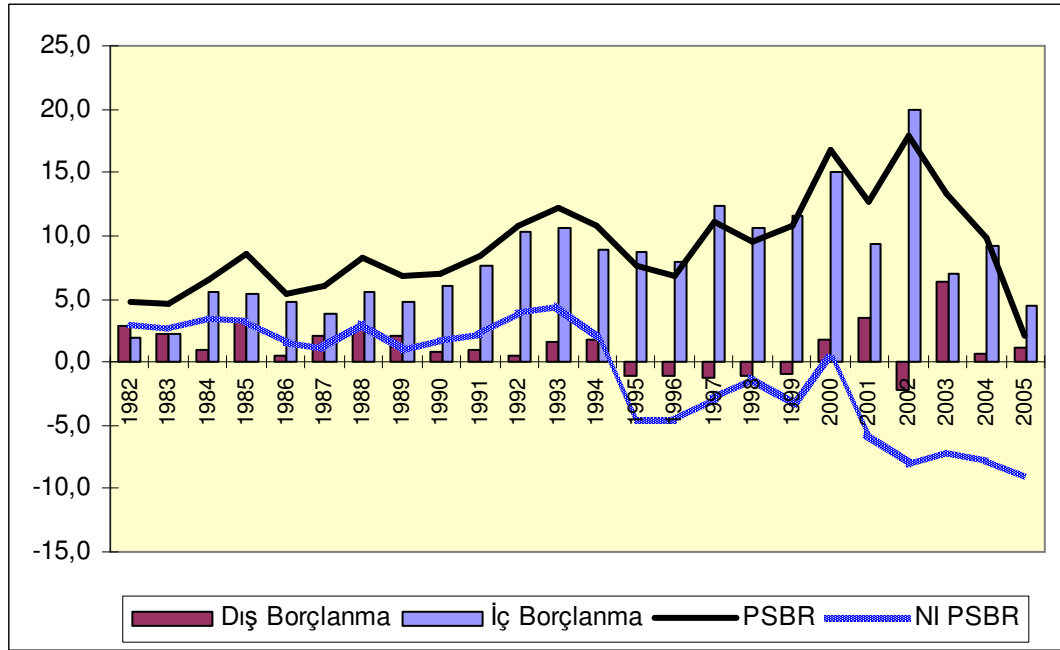
Aşağıdaki şekilde 1981 yılından itibaren Türkiye’de kamu kesimi borçlanma gereğinin iç borçlanma ve dış borçlanma yoluyla finasmanı ile faiz dışı kamu kesimi borçlanma gereğinin milli gelire oranları verilmektedir.

Türkiye 1990’lı yılların başında kamu kesimi borçlanma gereğini daha çok iç borçlanma ile finanse etmiş, bu arada iç borç stoğu yükselmeye başlamıştır. 1991 yılında uygulanmaya başlayan sermaye hareketleri liberalizasyonu sonrasında da iç borcunu yüksek reel faiz ve değerli kur

⁸ Literatürde değişik yaklaşımlar için bakınız Baxter (1995), Kim ve Roubini (2004), Erceg, Guerrieri ve Gust (2005) ve Cavallo (2005).

politikasıyla birlikte yurt dışından borçlanan bankalar aracılığı ile finanse etmiştir (Binay ve Kunter, 1998).

Şekil 3.9. Kamu Kesimi Borçlanma Gereği ve Finansmanı (Milli Gelire Oran)



Kaynak: DPT Web Sayfası

Süregelen bütçe açıkları özellikle 2001 yılında krize giren ülkede çok ciddi sıkıntılara neden olmuş, hatta iç borcun çevrilebilirliği bile tartışma konusu olmuştur. 2001 yılında uygulanmaya başlanan ekonomik program ile birlikte faizler ve enflasyon oranı aşağı düzeylere çekilmiştir. Faiz dışı fazla politikası Uluslararası Para Fonu talepleri doğrultusunda başarıyla yürütülmüş ve faiz dışı kamu kesimi borçlanma gereği fazla vermeye başlamıştır.

Maliye Politikasında 2001 krizi sonrasında “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” çerçevesinde uygulanmaya başlanan, faiz dış bütçe fazlasının milli

gelire oranının yüzde 6,5 oranında sağlanması hedefi, uluslararası güvenilirlik ve kredibilite, ve bu kredibiliteye bağlı olarak ülke riskinin azalması dolayısıyla reel faiz oranlarının azalması amacını taşımaktadır. Düşen faizlerle birlikte sağlıklı bir yatırım ortamı sağlanacak ve ekonomi sürdürülebilir büyüme ortamına kavuşabilecekti.

Voyvoda (2006:66) çalışmasında, söz konusu yaklaşımın, ülkenin borç stoğu, reel faiz ve reel büyüme arasında kurulan bir oransal analiz olduğunu belirtmektedir. Buna göre;

$$\Delta t = t(r-y) - f,$$

t dış borç stoğunun milli gelire oranı, r (borçlanma) reel faiz oranı, y milli gelirin büyüme hızı ve f'de faiz dışı bütçe fazlasını ifade etmektedir.

Denkleme göre, ülkenin borç stoğunun azalması ($\Delta t < 0$), büyüme oranının borçlanma faizlerinden büyük olmasına ($y > r$) ve ekonominin faiz dışı bütçe fazlası vermesine ($f > 0$) bağlıdır.

Ancak Voyvoda (2006:67) söz konusu yaklaşımın da sıkıntıları olduğunu Agenor⁹ (2001)'dan naklederek şu şekilde özetlemektedir:

Ekonomide kamu tasarruf açığı ve özel kesim tasarruf açığı birlikte yer alıyorsa, ve kamu kesimi faiz dışı fazla politikasıyla birlikte yatırımlarını kısıyorsa, ticarete konu olmayan yatırımların özel sektör tarafından yapılmaya çalışılması, cari işlemler dengesindeki açıkları zorunlu kılacağı gibi sağlıklı ve sürdürülebilir büyümenin sağlanması mümkün olmayabilir. Faiz dışı fazla politikasının devamı halinde hem cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliği hem de sürdürülebilir büyüme hedeflerinde sıkıntı yaşanabilir.

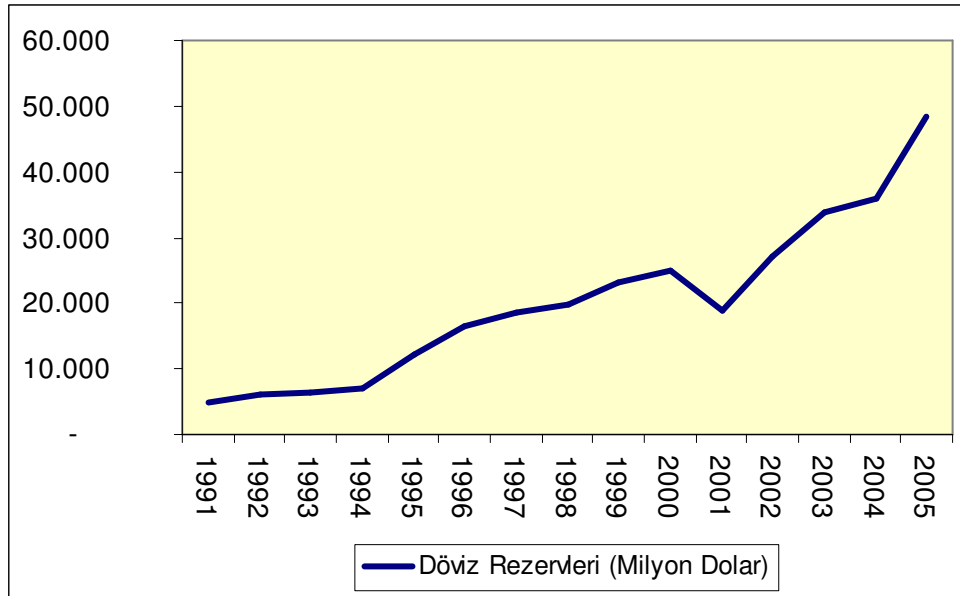
⁹ Agenor, Pierre-Richard (2001), "Fiscal Policy, Public Debt Sustainability, and Solvency", Lectures Notes, World Bank

Bununla birlikte düşen reel faizler ile birlikte iç borcun çevrilebilirliği kolaylaşmıştır. Uluslararası finans çevreleri de kamu açığının azalmasını Türkiye ekonomisi açısından olumlu bir gelişme olarak değerlendirmektedirler.

3.3.6. Döviz Rezervleri

Türkiye’de özellikle 1990’lı yıllardan sonra döviz rezervleri belirgin bir artış göstermiştir. Aşağıdaki şekilde 1990 yılından itibaren Merkez Bankası brüt rezervlerinin milyon ABD dolar cinsinden değerleri verilmektedir.

Şekil 3.10. Uluslararası Rezervler (Milyon ABD Dolar)



Kaynak: TCMB Web Sayfası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi.

Şekile bakıldığında 2001 yılındaki kriz dönemi dışında ulusal rezervlerdeki artış dikkat çekicidir.

Döviz rezervlerinin sürdürülebilirlik ya da borç ödeyebilme kapasitesi ile ilgili gösterge değerleri incelendiğinde kısa vadeli borçların döviz rezervine oranı ile aylık ortalama ithalat faturasının döviz rezervine oranının kabul

edilen en yaygın göstergelerden olduğu anlaşılmaktadır (Adedeji, 2001; Roubini ve Watchel, 1998).

Aşağıdaki tabloda 1991-2004 dönemi için döviz rezervleri, kısa vadeli borç stoğu, ortalama aylık ithalat değerleri verilmiştir. Söz konusu zaman sürecinde döviz rezervleriyle birlikte kısa vadeli dış borç stoğu da yükselmiştir. Ancak döviz rezervlerinin kısa vadeli borçları karşılayabilme oranı da zamanla düzelmiştir. 1991 yılında mevcut rezervler ile kısa vadeli dış borçların ancak yüzde 54'ü karşılanabiliyorken, 2003 yılında yüzde 147'si 2004 yılında yüzde 111'i, 2005 yılında ise yüzde 126'sı karşılanabiliyor görünmektedir.

Tablo 3.8. Döviz Rezervleri, Kısa Vadeli Borç Stoğu ve Ortalama İthalat

	Döviz Rezervleri (Milyon Dolar)	Kısa Vadeli Borçlar (Milyon Dolar)	Ortalama İthalat (Milyon Dolar)	Döviz Rezervi/ Kısa Vadeli Borçlar (%)	Döviz Rezervleri / İthalat (ay)
1991	4.813	9.117	1.754	53	3
1992	6.107	12.660	1.906	48	3
1993	6.277	18.473	2.452	34	3
1994	6.906	11.187	1.939	62	4
1995	12.043	15.500	2.976	78	4
1996	16.386	17.072	3.636	96	5
1997	18.610	17.691	4.047	105	5
1998	19.718	20.774	3.827	95	5
1999	23.177	22.921	3.389	101	7
2000	25.097	28.301	4.542	89	6
2001	18.892	16.403	3.450	115	5
2002	27.006	16.424	4.296	164	6
2003	33.724	23.013	5.778	147	6
2004	36.006	32.569	8.128	111	4
2005	48.320	38.218	9.711	126	5

Kaynak: TCMB Web Sayfası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi.

Rezervlerin ithalata oranına bakıldığında ise zaman içinde bu rasyoda görece bir düzelme yaşanmıştır. 2005 yılı için değerlendirildiğinde ise 5 aylık ithalat faturasına yeterli düzeyde rezerv olduğu anlaşılmaktadır.

Özetle ülkede uygulanmakta olan dalgalı kur rejiminde Merkez Bankası'nın taahhüt ettiği bir kur düzeyi olmadığı için mevcut rezervlerin cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliğine ilişkin kaygıları azalttığı söylenebilir.

3.4. Cari Açığın Sürdürülebilirliğinin Yönetimi¹⁰

Türkiye'nin cari işlemler dengesini sürdürebilmesi, dışsal bir şok olmadığı sürece sahip olduğu kırılganlıklara rağmen mevcut koşulları iyi yönetmesine bağlıdır. Ekonomi politikasında 2001 yılında "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı"ndan sonra uygulamaya konulan güvenilirlik-şeffaflık uygulamalarının devam etmesi önem kazanmaktadır. Bu bağlamda;

- Merkez Bankası'nın bağımsızlığı ve şeffaflığı,
- Uygulamaya konulan enflasyon hedeflemesi politikası çerçevesinde Para Kurulu kararlarında şeffaflığın sağlanması ve Kurul'un belirsizlik ortamına izin vermemesi,
- Bankacılık sisteminde kırılganlığa izin verilmemesi, bankaların açık pozisyon gibi risklerinin izlenmesi ve yetkili kurullarca müdahale edilmesi,
- IMF ile kararlaştırılan yapısal uyuma yönelik kararların yürürlüğe konulması,

gibi politikaların uygulanması gerekmektedir.

Bunlarla beraber, sürdürülebilirliğin yönetiminde, kırılganlıkları azaltacak, uluslararası finans piyasalarına olumlu mesaj verebilecek şekilde beklentilerin kullanılması, ve Uluslararası Para Fonu ile ilişkiler, Avrupa Birliği ile gerçekleştirilecek müzakerelerin çapa olarak kullanılması mümkün görünmektedir (Yiğidim, 2006).

Uluslararası Para Fonu ile 2005 yılında imzalanan stand-by ile yaklaşık 10 milyar dolarlık kaynak girişi sağlanmıştır. Bununla birlikte 2006 yılında ödenmesi gereken 2,5 milyar dolarlık geri ödeme bir yıl ertelenmiştir.

¹⁰ Bu bölümün yazılmasında Yiğidim (2006)'dan yararlanılmıştır.

Söz konusu finansman kaynakları, cari açığın finansmanında uluslararası piyasalara verdiği olumlu mesajlar yönünden de rahatlama sağlayacaktır.

Avrupa Birliği ile müzakereler kapsamında uygulanan yasal düzenlemeler ile hem yapısal uyum programlarının bir kısmı yerine getirilmekte, hem de Maastricht Kriterleri kapsamında makroekonomik göstergeler daha az kırılgan hale gelmektedir.

Özelleştirme politikaları sayesinde hem yurt dışı kaynak girişi sağlanmaya başlamış hem de 2005 yılında ülkeye giren 8,6 milyar dolarlık doğrudan yabancı sermaye miktarında rekor kırılmıştır. 2006 yılında daha yüksek miktarda doğrudan yabancı sermayenin ülkeye girmesi beklenmektedir. Cari işlemler dengesinin en sağlıklı finansman kaynağı olan doğrudan yabancı sermaye girişleri, sürdürülebilirlik bakımından diğer kaynak girişlerinden daha fazla önem arz etmektedir.

3.5 Makro Muhasebe Yaklaşımına Göre Türkiye’de Cari İşlemler Dengesinin Sürdürülebilirliği Üzerine Uygulamalı Çalışma

İkinci bölümde makro muhasebe yaklaşımına göre net dış varlıkları negatif olan bir ülkede cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliği için gelecek dönemlerde verilmesi gereken dış ticaret fazlası için (borç ödeyebilme kriteri) bir denklem türetilmiştir. Bu bölümde söz konusu denklemden hareketle Türkiye’de cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliği açısından gelecekteki dönemde vermesi gereken dış ticaret fazlasına ilişkin uygulamalı bir çalışma yapılacaktır.

Söz konusu çalışma basitleştirici bir takım varsayımlara dayanmaktadır. Öncelikle ekonomide cari dönemde dış borç oranının

sürdürülebilir olduğu kabul edilmektedir. İkincisi ekonominin durağan dengede olduğu varsayılmaktadır. Üçüncüsü yöntem statiktir.¹¹

İkinci bölümden hatırlanacağı gibi model aşağıdaki gibi türetilmişti.

$$tb = -f(r^* - \varepsilon - \gamma) + k$$

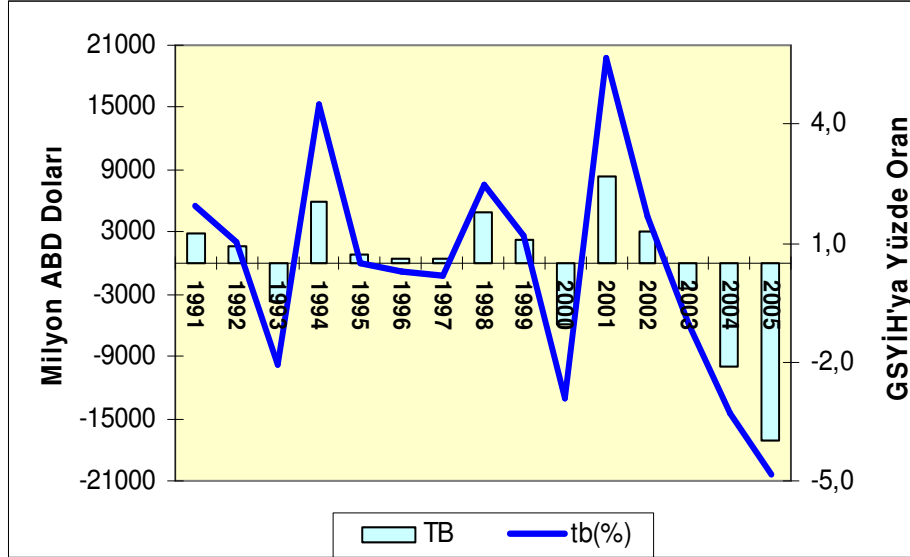
Buna göre, tb faiz dışı (yatırım geliri dengesi haricindeki) cari işlemler dengesi, f net dış varlıkların milli gelire milli gelire oranı, r^* dış alem reel faizini, ε reel ortalama kur değerlenmesini, γ milli gelirdeki büyüme oranını ve k 'da sürdürülebilirlik açısından olumlu bir girdiyi ifade eden doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının milli gelire oranını ifade etmektedir. Uygulama yılı olarak içinde bulunduğumuz yıl 2006 yılı seçilmiştir.

Türkiye'de faiz dışı cari işlem dengesi cari işlemler dengesinden daha iyi bir gösterge niteliği taşımaktadır. Cari işlemler dengesi alt kalemlerinden yatırım geliri dengesinin hariç tutulmasıyla elde edilir. Bir başka deyişle, dış ticaret dengesi, hizmetler dengesi ve cari transferler kalemlerinden oluşmaktadır.

Aşağıdaki şekilde Türkiye'nin faiz dışı cari işlemler dengesi yıllar itibarıyla görülmektedir. Şekile bakıldığında Türkiye'de faiz dışı cari işlemler dengesi açık verdiği bir dönem sonrasında Türkiye'de kriz yaşandığı dikkati çekmektedir. Yani Türkiye iki yıl üst üste faiz dışı cari işlemler açığı verememektedir. Bunun istisnası 2003, 2004, 2005 ve büyük bir ihtimalle de 2006 yılında gerçekleşecek, Türkiye üst üste dört yıl faiz dışı cari işlemler açığı verecektir.

¹¹ Buradaki uygulamalı çalışma yapılırken Uygur (2004)'den yararlanılmıştır.

Şekil 3.11. Faiz Dışı Cari İşlemler Dengesi (Milyon ABD Doları) ve GSYİH'ya Yüzde Oranı



Kaynak: TCMB Web Sayfası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi

Net dış varlıkların milli gelire oranı için toplam dış borcun GSMH'ya oranı kullanılacaktır. 2006 yıl sonu için yaklaşık 185 milyar ABD doları dış borç stoğu olacağı tahmin edilirse milli gelire oranı yüzde 49 olarak alınabilir.

Milli gelirdeki büyüme oranı için Uluslararası Para Fonu tarafından açıklanan büyüme tahmini olan yüzde 5'lik oran kullanılacaktır (World Economic Outlook, April 2006:58).

Doğrudan yabancı yatırımlar 2006 yılının ilk dört aylık döneminde 8,6 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu durumda yüzde 5'lik büyüme hedefinin gerçekleşeceği öngörüsüyle yabancı doğrudan yatırımlar GSYİH'nın yüzde 1'ine yılın ilk dört ayında ulaşmış durumdadır. 2006 yılının başında iki özel bankanın satılması (Finansbank ve Denizbank'ın satışı henüz ödemeler dengesi istatistiklerine yansımadığından) ve 2005 yılında gerçekleştirilen bazı özelleştirme (Telsim, Türk Telekom, Başak Sigorta, Dışbank, Petrol Ofisi, Mey İçki gibi) gelirlerinin de 2006 yılında ödemeler dengesi hesaplarına yansıtılacak olması nedeniyle, 2006 yılında yaklaşık 15 milyar dolarlık yabancı doğrudan yatırım girişi beklenmektedir. Dolayısıyla GSYİH'ya oranla

yüzde 3,9 oranında bir doğrudan yabancı sermaye girişi gerçekçi görünmektedir.

Döviz kurlarında Mayıs 2006 döneminden itibaren görülen yükselme eğilimi sonucu Yeni Türk lirası 2005 yıl sonuna göre Mayıs ayı sonunda nominal olarak yüzde 14 değer kaybetmiştir. Uluslararası Para Fonu'nun 2005 yılında 2006 yılı için öngördüğü dolar kuru tahmininin artık çok gerçekçi olmadığı düşüncesiyle Merkez Bankası Beklenti Anketi Haziran ayı 1. Dönem sonuçları baz alındığında, 2006 yıl sonu için beklenen dolar kuru değerinin, 2005 yıl sonuna göre nominal yüzde 16 oranında değer kaybedeceği anlaşılmaktadır. Yine beklenti anketi sonuçlarına göre yıl sonu beklenen enflasyon değerlerini kullanarak, Yeni Türk lirasının 2006 yılındaki reel kur değerlemesini yüzde 7 olarak kabul edebiliriz. Yani 2006 yılında ulusal paranın dolar kuruna karşı reel yüzde 7 oranında değer yitireceğini kabul ettik.

Reel dış borçlanma faizi için Uygur (2004)'den anladığımız kadarıyla yapılan çalışmalarda Avrupa Birliği'ne yeni katılan ülkeler için bu oran yüzde 10 ile yüzde 4,5 arasında değişmektedir. Bu çalışmada da Uygur (2004)'de olduğu gibi yüzde 7'lik oran kullanılacaktır.

Sürdürülebilirliğe ilişkin bu basit analizde üç ayrı senaryo üzerinde durulacaktır. Temel durum, daha iyimser yaklaşımların olduğu daha iyimser durum ve daha kötümser yaklaşımların olduğu kötümser durum.

Yukarıda sözü edilen değişkenler üç ayrı senaryo etrafında formüle edildiğinde aşağıdaki sonuçlara varılmıştır:

Tablo 3.9. Model Sonuçları

		Temel Durum	İyimser Yaklaşım	Kötümser Yaklaşım
f	= dış borç/ GSYİH	0,49	0,45	0,55
r	= reel borçlanma faizi	0,07	0,06	0,09
e	= reel kur değerlemesi	0,07	0,09	0,01
y	= büyüme oranı	0,05	0,06	0,03
k	= FDI /GSYİH	0,039	0,055	0,015
	Sonuçlar	-0,064	-0,096	0,013
	Verilmesi gereken GSYİH/ faiz dışı cari işlemler fazlası oranı(%)	-6	-9,6	1,3

Temel durumda dış borç milli gelir oranının IMF tahminleri çerçevesinde yüzde 49 olacağını kabul ettik. Reel borçlanma faizinin yüzde 7 civarında gerçekleşeceğini, reel kurun dolar karşısında yüzde 7 oranında değer kaybedeceğini ve yine tahminler çerçevesinde yüzde 5'lik büyüme hedefinin yakalanacağını varsaydık. Yılın ilk dört ayındaki doğrudan yabancı sermaye girişleri performansına bağlı olarak, ve 2005 yılında yapılmış bazı özelleştirme gelirlerinin ödeme takvimi çerçevesinde 2006 yılında tahsil edileceğinden hareketle milli gelirin yüzde 3,9'u oranında doğrudan yabancı sermaye girişleri olacağını kabul ettik. Milli gelir muhasebesi yaklaşımına göre, 2006 yılında Türkiye'nin temel varsayımlar etrafındaki gelişmelere göre milli gelire oranla yüzde 6 oranı seviyesine kadar faiz dışı cari işlemler açığına vermesinde sıkıntı görünmemektedir.

Verileri daha iyimser beklentilerle desteklediğimizde, örneğin büyüme oranı yüzde 6 olduğunda, reel kurda yüzde 9 oranında aşınma olacağını, dış borçlanma faiz oranını daha düşük ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu satışlarına bağlı olarak 2006 yılında satılması beklenen kuruluşları da eklediğimizde milli gelire oranla yüzde 9,6 oranı seviyesine kadar faiz dışı cari işlemler açığına vermesinde sıkıntı görünmemektedir.

Bununla birlikte beklentileri daha kötümser zeminlere oturttuğumuz zaman tablodan da görüldüğü gibi verilmesi gereken cari işlemler fazlasının milli gelire oranı yüzde 1,3 seviyesine yükselmektedir.

Yukarıdaki Şekil 3.11.'e bakıldığında Türkiye 2003, 2004 ve 2005 yıllarında faiz dışı cari işlemler dengesi açığının milli gelire oranı sırasıyla yüzde 1,1, yüzde 3,3 ve yüzde 4,8 olarak gerçekleşmiştir. Model sonuçlarına bakıldığında Türkiye'de 2005 yılında giren ve 2006 yılında da girmesi beklenen doğrudan yabancı sermaye girişlerinin olumlu etkisi görülmektedir. Doğrudan yabancı sermaye girişlerinin artmaya devam etmesi cari işlemler dengesi sürdürülebilirliğine ilişkin endişeleri azaltmaktadır.

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Gelişmekte olan ülkelerde 1990'lı yıllarda yaşanan krizler Türkiye ekonomisini de derinden etkilemiştir. 1994, 1998 ve 2001 yıllarında devalüasyona gidilmiş, ekonomik daralmalar yaşanmış ve sermaye çıkışları yaşanmıştır. Tüm bu bunalım dönemlerinde Türkiye'de cari işlemler dengesi açıkları krizlerde önemli rol oynamıştır.

Bu çalışmada Türkiye'nin cari işlemler dengesi sürdürülebilirliği kavramı incelenmeye çalışılmıştır.

Dış ticaret dengesi açıklarına teorik yaklaşımlar ile cari işlemler dengesi açıklarının sürdürülebilirliğine ilişkin olarak dönemlerarası yaklaşım anlatılmıştır.

Gelişmekte olan ülkelerde 1970'li yılların ikinci yarısından itibaren yaşanmaya başlayan cari işlemler dengesi sorunları ile borç sorunları üzerinde durulmuş ve dünya ekonomisinde yaşanan olumsuz gelişmeler sonrasında, cari işlemler dengesinin finansmanını kolaylaştırabilmek amacıyla uygulanmaya başlayan politikalar incelenmeye çalışılmıştır. 1980 ve 1990'lı yıllarda ödemeler dengesi sorunları yaşayan gelişmekte olan ülkelerin deneyimlerine yer verilmiştir.

24 Ocak 1980 sonrası Türkiye'de uygulanmaya başlayan finansal serbestleşme politikaları anlatılmıştır. Daha sonra 1990'lı yıllar ve sonrası yıllarda Türkiye ekonomisinde yaşanan gelişmeler, cari işlemler dengesi sürdürülebilirliği çerçevesinde tartışılmaya çalışılmıştır. Makro muhasebe yaklaşımına göre 2006 yılında Türkiye ekonomisinin borç ödeyebilme kriterini yerine getirebilmesi amacıyla vermesi gereken faiz dışı cari işlemler dengesi üzerine basit bir model geliştirilmiştir.

Finansal serbestleşme politikaları sonucunda uluslararası sermaye hareketlerinin hem akışkanlığı hem de miktarı artmıştır. Gelişmekte olan ülkelerde "gezinen" sermayenin çok önemli bir kısmı kısa vadeli ve arbitraj

arayıcı olan bu sermaye girişleri, kendi iç dinamikleri bakımından ulusal ekonomilerde kırılganlıkları arttırmaktadır.

Cari işlemler dengesini açıklarının finansmanının çoğunluğunun kısa vadeli ve portföy yatırımlarından oluşması temel kırılganlıklardan birini teşkil etmektedir. Sermaye girişleri sonucu sermaye hareketleri serbestisi veri iken ekonomi politikası karar alıcılarının enstrüman (faiz oranı veya döviz kuru) seçim sıkıntısı ortaya çıkmakta ve zaman zaman seçilen enstrüman üzerindeki kontrol zayıflayabilmektedir.

Buna karşılık cari işlemler dengesinin finansmanında uzun vadeli ve doğrudan yabancı sermaye girişleri sürdürülebilirlik açısından önem kazanmaktadır. Hem üretim ve istihdam artışına katkıda bulunması, hem akışkanlığının az olması, hem de kredibilite açısından olumlu bir gösterge niteliği taşıması nedeniyle cari işlemler dengesinin sağlıklı finansman kaynağıdır.

Cari işlemler dengesindeki açıklar olarak ifade edilen dış kaynak kullanımlarının ticarete konu sektörlerde yatırıma dönüşmesi önem kazanmaktadır. Ticarete konu olmayan sektörlerle yapılan yatırımlar gelecek dönemlerde ülkenin döviz kazandırıcı faaliyetlerini olumsuz yönde etkileyebilmektedir.

Yoğun sermaye girişleri ulusal paranın değerlenmesine, bu durum dış ticaret hadlerinin bozulmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla dış ticaretin kompozisyonu önem kazanmaktadır. Ülkede üretilebilen ara mallarının, değerli ulusal paranın yarattığı fiyat avantajından dolayı ithal edilmesi, hem bu sektörlerdeki üretim-yatırım faaliyetlerini hem de dış ticaret dengesini olumsuz etkilemektedir.

Cari işlemler dengesindeki açıkların birikimi kendini dış borç stoğundaki artış olarak gösterecektir. Cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliği ile dış borcun yönetimi birbiri ile ilişkilendirilebilecek kavramlar olduğundan borç yönetimine önem verilmelidir. Cari işlemler

dengesi sürdürülebilirliği konusu aynı zamanda bir borç yönetimi sorunu olarak algılanmalıdır. Serbestleşen sermaye hareketleri sonrasında bu konuda yaşanan gelişme dikkatlerden kaçmamalıdır. 1980'li yılların başında gelişmekte olan ülkelerde yaşanan borç krizleri 1990'lı yıllarda nitelik değiştirerek yaşanmaya başlamış, yaşanan olumsuz gelişmeler borç krizinden ziyade finansal kriz veya ödemeler dengesi krizleri olarak adlandırılmıştır.

Cari işlemler dengesinin bir diğer ifade biçimi tasarruf yatırım açığı olduğundan hareketle, sürdürülebilirliğe ilişkin kalıcı politikalar için yurt içi tasarruf açığının azaltılması yani ulusal tasarrufların artırılması politikalarının uygulanması gerekmektedir. Kamu açığının son iki yılda azalması, ulusal tasarruf hacmi konusunda olumlu bir gelişme olarak algılanmalıdır. Ancak uygulanmakta olan sıkı maliye politikasının da sürdürülebilir büyüme üzerinde baskı oluşturacağı ve kamunu yüklenmesi gereken bazı ticarete konu olmayan ekonomik faaliyetleri özel sektörün üstlenmesi durumunda, bir anlamda ticarete konu olmayan yatırımların ticarete konu olan yatırımları “dışlayacağı” ihtimali göz önünde bulundurulmalıdır.

Dış ticarete açık sektörlerin uzun dönemde rekabet gücünün artırılması sayesinde sürdürülebilirliğe ilişkin kaygılar azalacaktır.

Cari işlemler dengesi sürdürülebilirliği konusunda literatürde var olan çalışmalar incelendiğinde herhangi bir ekonomi de cari işlemler dengesi açıklarının milli gelire oranla hangi seviyelere çıkabileceği konusunda kesin bir sınır verilememektedir. Bununla birlikte açığın verilebileceği dönem sayısı konusunda da belirli bir uzlaşma yoktur. Mevcut durumda cari işlemler dengesi açıklarının sürdürülebilirliği, açığın finansmanını sağlayan sermaye girişlerinin sürdürülebilirliği durumuna gelmiştir.

O halde sermaye girişlerinin kısa vadeden uzun vadeye yayılması konusunda çaba harcamak gerekmektedir. Sürdürülebilirliğin yönetiminde kırılganlıkları azaltacak, uluslararası finans piyasalarına olumlu mesaj

verebilecek şekilde beklentilerin yönetilmesi, hatta Uluslararası Para Fonu ile ilişkiler ile Avrupa Birliği ile gerçekleştirilecek müzakerelerin çıpa olarak kullanılabilmesi mümkün görünmektedir

Avrupa Birliği ile müzakereler kapsamında uygulanan yasal düzenlemeler ile birlikte hem yapısal uyum programlarının bir kısmı yerine getirilmekte, hem de Maastricht Kriterleri kapsamında makroekonomik göstergeler daha az kırılgan hale gelmektedir.

Özelleştirme politikaları sayesinde hem yurt dışı kaynak girişi sağlanmaya başlamış, hem de 2005 yılında ülkeye giren 8,6 milyar dolarlık doğrudan yabancı sermaye miktarında rekor kırılmıştır. 2006 yılında daha yüksek miktarda doğrudan yabancı sermayenin girmesi beklenmektedir.

Avrupa Birliği ile müzakere sürecinin siyasi yönünün de olduğu unutulmamalıdır. Bu bağlamda yapılacak hatalar veya yaşanacak olumsuz gelişmelerin menfi sonuçlarının da olacağı dikkatlerden kaçmamalıdır.

Dünya ekonomisi ile birlikte düşünüldüğünde, yükselen piyasalar (emerging markets) olarak adlandırılan ülkelere gerçekleşen fon akışlarının büyüklüğü ve yönü önem kazanmaktadır. Ekonomi politikalarını yürütenlerin müdahale etme şansının olmadığı bu büyüklük, global likidite olarak adlandırılan sermaye hareketlerinin azalmaya başladığı bu dönemde sürdürülebilirlik anlamında kaygıları arttırmaktadır.

Türkiye özelinde yaşanan gelişmelere bakıldığında, özellikle 1990 sonrası artan cari işlemler dengesi açıkları bu gelişmeyle birlikte ülkenin dış borç stoğunda da önemli artışlara neden olmuştur. Yüksek cari işlem açıkları ithalata dayalı büyümeyi beslemiş ancak dış alemden kullanılan kaynaklar ticarete konu olan verimli alanlara aktarılmamıştır. Türkiye’de herhangi bir t dönemindeki cari işlemler dengesi sürdürülebilirliğine ilişkin kaygıları taşımaktan öte, ithalata dayalı istikrarsız büyümeyi tetikleyen ve borç stoğunun artışına neden olan mevcut kırılgan yapının tartışılması gerekmektedir.

KAYNAKÇA

- ADEDEJI, Olumiuyiwa S.
2001 "The Size and Sustainability of Nigerian Current Account Deficit", IMF Working Paper, 01/87
- AGENOR, P.R ve Peter J. MONTIEL.
1999 *Development Macroeconomics*, Second Edition, Princeton, N.J.: Princeton University Press,
- Agenor, Pierre-Richard
2001, "Fiscal Policy, Public Debt Sustainability, and Solvency", Lectures Notes, World Bank
- Akçay, Cevdet ve Şule ÖZLER
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.
- AKYÜZ, Yılmaz ve Andrew CORNFORD
1999 "Capital Flows to Developing Countries and the Reform of the International Financial System", UNCTAD Discussion Papers No. 143.
- AKYÜZ, Yılmaz ve K. BORATAV
2002 "The Making of the Turkish Financial Crises"
www.bagimsizsosyalbilimciler.org
- BALKAN, Erol ve diğerleri
2002 "Patterns of Financial Capital Flows and Accumulation in the Post-1990 Turkish Economy" <http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org>.
- BAXTER, Marianne
1995. "International Trade and Business Cycles." In *Handbook of International Economics* Vol. 3, eds. Gene M. Grossman and Kenneth Rogoff, pp. 1801-1864. Amsterdam: North-Holland.
- BİNAY, Şükrü ve Ferhan SALMAN
1998 "The Global Crisis and The Turkish Economy", TCMB Working Papers No: 1.
- BİNAY, Şükrü ve Kürşat KUNTER
1998 "Mali Liberalleşmede Merkez Bankası'nın Rolü 1980-1997", TCMB Tartışma Tebliği No: 9803.

BONILLA E. Diaz ve Hector E. SCHAMIS

1999) "The Political Economy of Exchange Rate Policies in Argentina, 1950-1998" Inter-American Development Bank Working Paper #R-379

BORATAV, Korkut ve Eriñç YELDAN

2001 "Turkey, 1980-2000: Financial Liberalization, Macroeconomic (In)-stability, and Patterns of Distribution",
<http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org>

BORATAV, Korkut

2003 "Yabancı Sermaye Girişlerinin Ayrıştırılması ve Sıcak Para: Tanımlar, Yöntemler, Bazı Bulgular", İktisat Üzerine Yazılar 2 İktisadi Kalkınma Kriz ve İstikrar: Oktay Türel'e Armağan, İstanbul, İletişim Yayınları, s. 17-30.

BSB (Bağımsız Sosyal Bilimciler)

2005, 2005 Başında Türkiye'nin Ekonomik ve Siyasal Yaşamı Üzerine Değerlendirmeler, www.bagimsizsosyalbilimciler.org

CALLEN, T. ve P. CASHIN

1999 "Assessing External Sustainability in India", IMF Working Paper, 181.

CALVO, Guillermo A, Leonardo LEIDERMAN ve Carmen M. REINHART.

1996 "Infows of Capital to Developing Countries in the 1990s", Journal of Economic Perspectives, Volume 10, Number 2,123-139.

CALVO, Guillermo

1998 "Balance Of Payments Crises In Emerging Markets:Large Capital Inflows and Sovereign Governments",
<http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecrp5.pdf>.

CALVO, Guillermo A ve Enrique G. MENDOZA

1998 " Emprical Puzzles of Chilean Stabilization Policy",
<http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecpp4.pdf>

CALVO, Guillermo A. ve Carlos A. VEGH

1999 "Inflation Stabilization and BOP Crises in Developing Countries" NBER, Working Paper 6925

CASHIN, P. ve J. McDERMOTT

1998 "Are Australia's Current Account Deficits Excessive?" The Economic Review, 74/228, 346-61.

CAVALLO, Michele

2005 "Government Consumption Expenditures and the Current Account." FRBSF Working Paper 2005-03.

- CELASUN, Oya, Cevdet DENIZER ve Dong HE.
1999 "Capital Infows, Macroeconomic Management, and the Financial System: The Turkish Case. 1989-97",
<http://econ.worldbank.org/docs/596.pdf>,
- CIBILS, Alan B., Mark WEISBROT ve Debayani KAR
2002 " Argentina Since Default:The IMF and the Depression" Center for Economic and Policy Research Briefing Paper,
http://www.cepr.net/publications/argentina_2002_09_03.htm
- CORDEN, W. Max.
1994 *Economic Policy, Exchange Rates, and the International System*, Oxford: Oxford University Press.
- CORSETTI, Giancarlo, Paolo PESENTI ve Nouriel ROUBINI
1988a "Paper Tigers?", A model of the Asian Crisis". NBER Working Paper 6783.
- CORSETTI, Giancarlo, Paolo PESENTI ve Nouriel ROUBINI
1988b "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? Part I:A Macroeconomic Review" NBER Working Paper 6883.
- ÇALIŞKAN, Ö.Veyssel
2003 "Uluslararası Finansal Krizler", Ekonomik Yaklaşım Dergisi, Sayı 14/49, 225-239
- CARDOSO, Eliana ve Ann HELWEGE
1999 " Currency Crises in the 1990s:The Case of Brazil"
<http://www.nber.org/~confer/2000/brazil00/CardosoHelwege.pdf>
- ÇİMENÖĞLU, Ahmet ve Nurhan YENTÜRK
2002 "Impacts of International Capital Infows on the Turkish Economy",
<http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org>,
- Deutsche Bank
2000 "Current Accounts in Latin America: Can They Achieve Sustainability?" *Global Market Research*.
- Devlet İstatistik Enstitüsü Web Sayfası, www.die.gov.tr
- Devlet Planlama Teşkilatı Web Sayfası, www.dpt.gov.tr
- DORNSBUSCH, Rudiger ve Alejandro WERNER
1994 "Mexico: Stabilization, Reform And No Growth", Brookings Papers on Economic Activity, Issue 1.
- DORNBUSCH, Rudiger
1997 "Brazil's Incomplete Stabilization and Reform" Brookings Paper on Economic Activity, Volume 1997, Issue 1, pp367-394

Ege Bölgesi Sanayi Odası (EBSO)

2005 *Türkiye'nin Dış Ticaretinin Sektörel Analizi 2000-2004*

EDWARDS, Sebastian

1985a "Stabilization with Liberalization: An Evaluation of Ten Years of Chile's Experiment with Free-Market Policies, Economic Development and Cultural Change, 1985, vol. 33, issue 2, pages 223-54

EDWARDS, Sebastian

1985b "The Behavior of Interest Rates and Real Exchange Rates during a Liberalization Episode: The Case of Chile 1973-1983", NBER, Working Paper No.1702

EDWARDS, Sebastian

1989 "Structural Adjustment Policies in Highly Indebted Countries" NBER Working Paper 2502.

EDWARDS, Sebastian

1998 "Capital Flows, Real Exchange Rates, and Capital Controls: Some Latin American Experiences" NBER Working Paper 6800

EDWARDS, Sebastian

2001 "Does the Current Account Matter?", NBER Working Paper, 8275.

ERCEG, Christopher, Luca GUERRIERI ve Christopher GUST

2005 "Expansionary Fiscal Shocks and the Trade Deficit", International Finance Discussion Paper 825, Federal Reserve Board.

ERSEL, Hasan ve Güven Sak.

1997 "Sermaye Hareketlerinin Serbest Bırakıldığı Dönemden Bugüne Türkiye Ekonomisi 1989 - 1996 " İşletme ve Finans Dergisi, Sayı 133,

FISCHER, Stanley

1988 "Real Balances, the Exchange Rate and Indexation: Real Variables in Disinflation", Quarterly Journal of Economics, 103(1).

FISCHER, Stanley

2002 "Financial Crises and Reform of the International Financial System" National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper No. 9297.

FRENKEL, Jacob A. ve Assaf RAZIN

1987 *Fiscal Policies and The World Economy: An Intertemporal Approach*, MIT Press, Vol 2, Chicago: University of Chicago Press.

GHOSH, A. R. ve J. D. OSTRY

1995 "The Current Account in Developing Countries: A Perspective from the Consumption-Smoothing Approach", The World Bank Economic Review, 9/2, 305-333.

GREGERIO De Jose, Sebastian EDWARDS ve Rodrigo O. VALDES

2000 "Controls on Capital Inflows: Do They Work?" NBER Working Paper 7645

GÜLOĞLU B. ve E. ALTUNOĞLU

2002 "Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri", İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, No:27

International Financial Statistics, IFS Çeşitli Sayılar

International Monetary Fund

2005, World Economic Outlook April.

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2006/01/pdf/weo0406.pdf>

KEPENEK Yakup ve Nurhan YENTÜRK

1997 *Türkiye Ekonomisi*, 9. Basım, Remzi Kitabevi, Ankara.

KIM, Soyoung ve Nouriel ROUBINI

2004 "Twin Deficits or Twin Divergence? Fiscal Policy, Current Account and Real Exchange Rate in the U.S.",

<http://econ.korea.ac.kr/prof/sykim/files/fiscalus9.pdf>.

KNIGHT, M. ve F. SCACCIAVILLANI

1998 "Current Accounts: What Is Their Relevance for Economic Policymaking?", IMF Working Paper, 71.

KRUEGER Anne

2002 "Conference on The Argentina Crisis",

www.imf.org/external/np/speeches/2002/071702.htm

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 A. RAZIN

1996a "Current-Account Sustainability", Princeton Studies in International Finance 81, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University.

MILESI-FERRETTI, G. M. ve A. RAZIN

1996b "Current-Account Sustainability: Selected East Asian and Latin American Experiences", NBER Working Paper, 5791.

OBSTFELD Maurice ve Kenneth ROGOFF

1994 "The International Approach to the Current Account". NBER Working Paper, 4893.

OBSTFELD Maurice ve Kenneth ROGOFF

1997 *Foundations of International Macroeconomics*, Boston, MIT Press.

OBSTFELD, Maurice

2001 "International Macroeconomics: Beyond the Mundell- Fleming Model", NBER Working Paper 8369.

OSTRY, J. D.

1997 "Current Account Imbalances In ASEAN Countries: Are They a Problem?", IMF Working Paper, 97/51.

ÖNİŞ, Z. Ve F. ŞENSES

2003 "Rethinking the Emerging Post-Washington Consensus: A Critical Appraisal", ERC Working Paper in Economic 03/09, November 2003

PITCHFORD, John

1995 *The Current Account and Foreign Debt*, Florence, KY,USA:Routledge.

RAZIN, Assaf ve Lars E.O. SVENSSON

1983 "The Current Account and the Optimal Government Debt", Journal of International Money and Finance; 2(2).

RODRIK, Dani

1990 "Premature Liberalisation, Incomplete Stabilisation: The Özal Decade in Turkey" NBER Working Paper No.3300

ROUBINI, Nouriel ve Paul WACHTEL

1998. "Current Account Sustainability in Transition Economies", National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 6468.

Sabah Gazetesi, 23 Eylül 2005

SACHS, Jeffrey

1981 "The Current Account and Macroeconomic Adjustment in the 1970s." Brookings Papers on Economic Activity; 1. 1981.

SAKAL, Mustafa

2002 "Gelişmekte Olan Ülkelerde Mali Disiplin Arayışı ve Borçlanma Sorunu", Celal Bayar Üniversitesi Yönetim ve Ekonomi Dergisi, Cilt 9, Sayı 1-2, 211-236

SARACOĞLU, Rüşdü

1997 "Financial Liberalization in Turkey," İşletme ve Finans Dergisi, Mart.

SARI, Müslim

2004 "Dış Borç Yönetimi ve Türkiye Uygulamaları" TCMB Uzmanlık Tezi

SELÇUK, Faruk

1997 "Consumption Smoothing and the Current Account: Turkey's Experience, 1987-1995", METU Studies in Development, 24/4, 519-529.

Sermaye Piyasası Kurulu Web Sayfası, www.spk.gov.tr

SEYİDOĞLU, Halil

1996, *Uluslararası İktisat*, Geliştirilmiş 11. Baskı, Güzem Yayınları, İstanbul

SOYAK, Alkan ve Cengiz BAHÇEKAPILI

1998 "İktisadi Krizler- IMF Politikaları İlişkisi ve Finance and Development Dergisindeki Yansımaları", İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, Yıl.13, Sayı.144, ss.48-61

ŞEN, Ali

2005 "Washington Konsensüs ve Gelişmekte Olan Ülkeler Sorunları: Eleştirel Bir Değerlendirme", Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, C.10, S.2, 181-200

THEBERGE, Alexander

1999 "The Latin American Debt Crisis of the 1980s and its Historical Precursors", <http://www.columbia.edu/~ad245/theberge.pdf>

TİRYAKİ, Tolga

2002 "Cari İşlemler Hesabına Çeşitli Yaklaşımlar, Sürdürülebilirlik Ve Türkiye Örneği", TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tebliği No:8

TOPRAK, Hakan H.

2004 "Finansal Liberalizasyon Sonrası Türkiye'de Sermaye Hareketleri ve Ödemeler Dengesi Krizleri", TCMB Uzmanlık Tezi.

- TRAP, Finn
1994 *Stabilization & Structural Adjustment : Macroeconomic Frameworks for Analyzing the Crisis in Sub-Saharan Africa*, Florence, KY, USA: Routledge,.
- Türkiye Bankalar Birliği Web Sayfası, www.tbb.org.tr
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası,
2002 “Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri”,
<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/kuresel.pdf>,
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Web Sayfası, www.tcmb.gov.tr
- UYGUR, Ercan
1993 *Financial Liberalization and Economic Performance*, The Central Bank of the Republic of Turkey, Ankara.
- UYGUR, Ercan
2001 "Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri",
Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni No: 2001/1.
- UYGUR, Ercan
2003 “Finansal Şişkinlik, Riskler Ve Düzeltme Gereği:
Makroekonomik Yansımaları”, SPK yayınları No: 142, s.53-70.
- UYGUR, Ercan
2004 “Türkiye’de Cari Açık Tartışması”, Gap Bölgesinde Dış Ticaret
ve Tarım, Türkiye Ekonomi Kurumu.
- VEGH, Carlos A.
1992 “Stopping High Inflation: An Analytical Overview” IMF Staff
Papers 39 (September):626,95
- VOYVODA, Ebru
2006 “Türkiye Ekonomisinde Kamu Maliye Politikaları ve Büyüme İlişkisi
Üzerine Bir Değerlendirme”, Ekonomik Büyümenin Dinamikleri ve İstihdam,
Türkiye Ekonomi Kurumu.
- WILLIAMSON, John and Molly MAHAR,
1998 “A Survey of Financial Liberalization”, Princeton Essays in International
Finance, No. 211,
- WILLIAMSON, John
1993 “Democracy and the Washington Consensus”, World
Development 21, 8.ss. 1329-1339.

WILLIAMSON, John

2000 "What Should the World Bank Think about the Washington Consensus?" The World Bank Research Observer, 15, no.2 (August), ss.251-64

YELDAN, Erine

2001 *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim ve Büyüme*, İstanbul: İletişim Yayınları, 2001.

YELDAN, Erine

2002 "İstikrar, Kim İçin? Kriz İdaresi Üzerine Değerlendirmeler", http://www.bilkent.edu.tr/~yeldanbs/Yazilar_Uye/yeldankasim02.pdf

YİĞİDİM, Arslan

2006 "Avrupa Birliği Türkiye için Çıpa Olabilir mi? Makro Bir Değerlendirme", İktisat İşletme ve Finans Dergisi "Türkiye'de Büyüme Sorunsalı ve Gelecek Sempozyumu "

YÜKSELER, Zafer

2005 "Türkiye'nin Rekabet Gücündeki Gelişim (1997-2004 Dönemi)", Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, 2005/1

ÖZET

Bu çalışmada dış ticaret dengesine farklı teorik yaklaşımlar incelenmiştir. Teorik yaklaşımlar anlatıldıktan sonra, bu çalışmanın asıl konusu olan cari işlemler dengesi sürdürülebilirliği ile ilgili tartışmalara geçilmiştir. Bu çerçevede, Türkiye’de özellikle 1990’lı yıllarda gerçekleşen liberalizasyon politikaları ile birlikte cari işlemler dengesini de etkileyen makroekonomik göstergelerin gelişimi sürdürülebilirlik çerçevesinde incelenmiştir. Bunun yanı sıra, makro muhasebe yaklaşımı çerçevesinde borç ödeyebilme kriteri denklemin kullanıldığı modelden çıkan sonuca göre de, gelecek dönemde cari işlemler dengesinin sürdürülebilir olması için Türkiye’nin faiz dışı cari işlemler fazlası vermesi gerekli görünmektedir. Ancak, sürdürülebilirlik analizlerinde belirli bir oran telaffuz etmek çok doğru bir yaklaşım olmayacaktır. Bu yüzden, sürdürülebilirlik analizini makroekonomik veri analizleriyle desteklemek, daha sağlıklı yorumlar yapılmasını mümkün kılacaktır. Bu bağlamda, reel kur değerlendirilmesi, yatırımların kompozisyonu, cari işlemler dengesinin kompozisyonu olumsuz sinyaller verirken, kamu kesimi açığındaki azalma, milli gelirdeki büyüme, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarındaki artışlar sürdürülebilirlik açısından yaşanan olumlu gelişmelerdir.

Anahtar kelimeler: Cari İşlemler Açığı, Sürdürülebilirlik, Sermaye Hareketleri.

ABSTRACT

This study examines different theoretical approaches to the trade deficit concept. Having explained theoretical approaches, a great emphasis was given to discussions on current account sustainability. In this regard the selected macroeconomic variables, which are believed to be related with sustainability, were analyzed in line with liberalization policies employed in 1990s in Turkey. In addition to that, the solvency analysis being constructed within the framework of macroeconomic accounting procedures yielded the result that in order to have sustainable current account in the future, the non-interest current account should give surplus in present. However, it should also be noted that it is not convenient to determine a generally accepted ratio for analyzing the sustainability of current account deficits. Therefore, it is believed that sustainability analyses supported with macroeconomic data analyses would render it possible to make better judgements about the subject. In that sense, real exchange rate appreciation, the composition of domestic investments and current account give negative signals, whereas the diminishing public sector deficits, growing national income and increasing foreign direct investments give positive signals for current account sustainability.

Key Words: Current Account Deficit, Sustainability, Capital Flows.