

Uygur, Ercan

**Working Paper**

Türkiye'de Cari Açık Tartışması

Discussion Paper, No. 2012/25

**Provided in Cooperation with:**

Turkish Economic Association, Ankara

*Suggested Citation:* Uygur, Ercan (2012): Türkiye'de Cari Açık Tartışması, Discussion Paper, No. 2012/25, Turkish Economic Association, Ankara

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/81572>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*



# **TÜRKİYE EKONOMİ KURUMU**

TARTIŞMA METNİ 2012/25

[http ://www.tek.org.tr](http://www.tek.org.tr)

## **TÜRKİYE'DE CARİ AÇIK TARTIŞMASI**

**Ercan Uygur**

Bu çalışma "GAP BÖLGESİNDE DIŞ TİCARET ve TARIM", başlığı ile Prof. Dr. Ercan UYGUR ve Prof. Dr. İrfan CİVCİR editörlüğünde hazırlanan ve 2004 yılında TEK yayını olarak basılan kitapta yer almaktadır.

**Mayıs, 2012**

# TÜRKİYE'DE CARİ AÇIK TARTIŞMASI

Ercan Uygur<sup>(\*)</sup>

## 1. GİRİŞ

Türkiye'nin cari açığı 2003'te 6.8 milyar dolar, GSYH (gayri safi yurtiçi hasıla) oranı olarak %2.8 oldu.<sup>1, 2</sup> Bunlar 2003 için yapılan ilk öngörünün iki katından fazla. Diğer yandan, cari denge 2001 sonundan bu yana sürekli olarak bozuluyor ve, resmi kaynaklarda söylendiği gibi, daha fazla bozulmaz demek rahatlatıcı olur. Ancak, Türkiye'deki reel kur, reel faiz, cari açıkların finansman biçimi, iç ve dış borç stoku ve geri ödemeleri, kamu açıkları, bankacılık sistemi ve düşük yatırım, düşük istihdam ve yüksek işsizlik gibi unsurlar akla gelince bazılarımız rahat olamıyor.

Örneğin, cari açık/GSYH oranının veri koşullarda 2004'te ve hatta sonrasında yükselmesini bekliyorsak, bu yükselmeyi önemsemeli miyiz? Burada da rahatlatıcı cevaplar olabilir. (a) "Cari açık ülkenin büyümesini, ekonomide düzelmeyi ve yabancı paranın gelme isteğini gösterir, sorun değildir." (b) "Cari açık kamu açığından değil özel kesimden kaynaklanıyor ise ve oran olarak %5'i aşmıyorsa sorun olmaz." (c) "Dışa açık ekonomide dalgalı kur sistemi de varsa cari açık sorun olmaz; kur değişmesi açığı otomatik olarak giderir."

Cari açık konusunda elbette başka birçok görüş var. Bunlara yazı içinde değineceğiz, ancak bu noktada bir çağrışım sorusundan kurtulamıyoruz. Türkiye'de uzun yıllar "Borçlanma ile finanse edilebilirse kamu açığından çok

<sup>(\*)</sup> Prof. Dr., A.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi, İktisat Bölümü Öğretim Üyesi.

<sup>1</sup> Bu makalenin 2003 Kasım ayında sunuluşu sırasında 2003 yılı için yaptığımız cari açık tahmini değer olarak 6.3 milyar \$, GSYH oranı olarak %2.6 idi.

<sup>2</sup> 2003 yılı cari açığı dolar kurunun yıl ortalaması alınarak TL'ye çevrildiğinde, cari açık/GSYH oranı %2.8'dir. Her üç ayın cari açığı, o üç ayın dolar kuru ortalaması ile TL'ye çevrildiğinde 2003 cari açık/GSYH oranı %2.9 olmaktadır.

kaygı duymak gerekmez” görüşü hakim oldu. Şimdi de, farklı gerekçelerle, “Borçlanma ile finanse edilebiliyorsa, cari açıktan çok kaygı duymak gerekmez” görüşü mü var?

Akla başka sorular da geliyor. Cari açık için makroiktisatta hangi modeller ve açıklamalar var? Cari açığa hangi makroekonomik değişkenler yoluyla bakmalıyız? Cari açığın sürdürülebilir olması ne demek? Cari açık net yabancı sermaye girişini, döviz kurunu ve Türkiye’nin hassas konusu iç ve dış borç oranlarını nasıl etkiler? Bu etkileme ile cari açık bir bunalıma katkı yapar mı? Konu cari açık olduğunda, akla doğal olarak dış ödemelerde aksama olasılığını izleyen IMF de gelir. IMF bu konulara nasıl bakıyor?

Bu çalışmanın amacı yukarıdaki gibi sorulara ve birlikte gelen tartışmalara bakmaktır. Bu amaçla önce Bölüm 2’de iktisatta cari açığın nasıl ele alındığına bakılmaktadır. Bu bağlamda 1980’lere kadar ki yaklaşımlara çok kısaca değinildikten sonra, 1980’lerden itibaren cari açık için (a) temel koşul olan “zamanlararası (intertemporal) dış denge kısıtı”, (b) temel yaklaşım haline gelen “zamanlararası optimizasyon yaklaşımı” ve (c) optimizasyon yaklaşımının ampirik önermeleri ve bu önermelerin gerçek ekonomideki gelişmelerle uyumu açıklanmaktadır. Hemen belirtelim; optimizasyon yaklaşımı, gerçek ekonomideki gelişmeleri açıklamakta başarılı değil. Buna karşılık, cari açık ile ilgili tartışmalarda kuramsal bir temel oluşturuyor.

Bölüm 3’te önce cari açık konusundaki tartışmalar kısaca veriliyor. Bu tartışmalarda, cari açık ne kadar önemlidir sorusuna cevap aranıyor ve zamanlararası optimizasyon yaklaşımını doğrudan temel alan görüşler olduğu gibi, ampirik çalışmalara dayanan görüşler de var. Bu bölümde, bir uçta “cari açık kamu kesiminden kaynaklanmıyor, özel kesim davranışları ile belirleniyor ise iyidir, önlem almak gerekmez” görüşü var. Diğer uçta “cari açık borçlu ülkeler için her zaman kaygı vericidir, hemen önlem almak gerekir” görüşü yer alıyor. İki ucun arasında birçok görüş var ve IMF gibi görüşlerini döneme göre değiştirenler oluyor.

Bölüm 3’te cari açığın sürdürülebilirliği konusu da ele alınıyor. Bu kavram bir yandan Türkiye gibi dış borcu yüksek olan ülkeler için önemlidir. Avrupa Birliği (AB) Maastricht Anlaşmasına bir madde olarak girmesi ve cari açığı sürdürülemez görünen ülkelerin Avrupa Para Birliğine (EMU) giremeyeceğinin söylenmesi, bu kavramı öne çıkarmaktadır. Bu bölümde önce sürdürülebilirlik için üç tanım yapılıyor. Sonra bu tanımlar eşliğinde sürdürülebilirlik için önerilen ölçütler açıklanıyor. Bu açıklamalardan anlaşıldığı gibi, ülkelerin sürdürülebilir cari açık oranları çok farklı olabiliyor ve %4, %5 gibi standart sınırlar koymak anlamlı görünmüyor.

Bölüm 4’te önce Türkiye’de cari açığın gelişimi, bazı alt kalemleriyle birlikte kısaca ele alınmaktadır. Burada, sermaye hareketi serbestisi dikkate alınarak 1989 sonrası döneme bakılmaktadır. Cari açık burada net ihracatın ve tasarrufun-yatırımın yansımaları olarak irdelenmektedir. Burada dikkat çeken bir nokta, cari açığın özel tüketim artışıyla-tasarruf azalışıyla yükselmesidir. Bu bölümde daha sonra zamanlararası optimizasyon yaklaşımının temel bir önermesinin Türkiye verileri ile doğrulanıp doğrulanmadığına bakılmaktadır. Birçok başka çalışmada olduğu gibi sonuç bu yaklaşım için olumlu bulunmamıştır. Bu bölüm son olarak cari açığın Türkiye’de sürdürülebilir olma koşullarına eğilmektedir. Burada önce başka çalışmalardan alınan bazı sonuçlar kısaca verilmekte, sonra yaptığımız makro muhasebe hesaplaması ile sürdürülebilirlik sorusuna cevap aranmaktadır. Burada ulaştığımız sonuç, cari açık konusunda dikkatli olmak gerektiğidir. Yazı, sonuç bölümü ile sona ermektedir.

## **2. MAKROİKTİSATTA CARİ AÇIK, FARKLI YAKLAŞIMLAR VE ZAMANLARARASI YAKLAŞIM**

### **2.1 1980 Öncesi Yaklaşımlar**

1970’lerin sonlarına kadar ki iktisat yazınında, gelişmekte olan ülkeler için dış ticaret açığı ve cari açık konusunda çoğunlukla iyimser olmayan görüşler vardı. Bu görüşlerden birisini temsil eden “esneklik” yaklaşımına göre, gelişmekte olan ülkelerde hem ithalatın hem ihracatın talep (fiyat) esnekliği düşük ve ihracat kapasitesi de sınırlı idi. Bu durumda dış açıklar, Marshall-Lerner koşulunun sağlandığı varsayımı ile, ancak büyük oranlı devalüasyonlar ile giderilebilirdi. Bu yaklaşımda daha çok sabit kur sistemi ima edilmekle birlikte, esnek kur sisteminin istikrar koşullarına da bakılıyordu.

Çoğunlukla Latin Amerika ve Asya ülkeleri iktisatçılarının savunduğu “yapısalcı” yaklaşıma göre, gelişmekte olan ülkelerdeki ekonomik yapı ihracat kapasitesini sınırlıyor, ithalat talebini de yüksek tutuyordu. Böyle bir yapıda dış ticaret açığının ve cari açığın azalması için yapısal değişiklik gerekirdi. Bu değişiklik öncelikle ithal ikamesi yoluyla sağlanabilecek bir sanayileşme ile mümkündü. Sanayileşmenin getirdiği yapısal dönüşüm ithalatı azaltacak, ihracatı yükseltecekti.

Esneklik yaklaşımı kur değişmesine ve esnekliklere odaklanıyordu; ihracat ve ithalat üzerindeki gelir-harcama etkisini ise ihmal ediyordu. Bu ihmali ortadan kaldırmayı amaçlayan “gelir-harcama” (absorbition) yaklaşımı, dış açık veren ülkeler için döviz kuru artışı (devalüasyon) yanında, harcama düşürücü önlemlerin de gerekli olduğunu vurguluyordu. 1960’larda dış açık veren ve dış ödeme güçlüğü içine giren ülkelere IMF’nin yaptığı politika önerileri

bu yönde idi. Zaten, gelir-harcama yaklaşımını ilk önerenlerden birisi olan Sidney Alexander IMF’de görev yapmıştı.

IMF bir süre sonra bir başka yaklaşımı, ödemeler dengesine “parasal” yaklaşımı popüler hale getirdi. Farklı şekillerde ifade edilebilen parasal yaklaşım, ödemeler dengesinin hem cari dengesini hem sermaye hareketi dengesini ele alıyordu ve cari açığı para arzındaki fazlalık ile açıklıyordu. IMF’nin parasal yaklaşımı, IMF’de görev yapan Jan Polak modeline dayanıyordu. Bu modele göre, dış açık veren ülkenin kredi stokunu daraltması gerekiyordu. Kredi daralması, bir yandan enflasyonu, diğer yandan büyümeyi düşürebilirdi; hangisinin daha çok düşeceği koşullara bağlıydı. Bu konularda Kenen (1985)’e bakılabilir.

1960’larda IMF’de görev yapan bir başka iktisatçı Robert A. Mundell’in ve Marcus J. Flemming’in geliştirdiği Mundell-Flemming modeli ise, bir cari açık inceleme aracı olarak düşünülmemiştir. Sermaye hareketlerinin tam serbest ve fiyatların katı olarak alındığı bu Keynesyen özellikli model, sabit ve esnek döviz kuru sistemleri altında para ve maliye politikalarının etkilerini araştırmayı amaçlıyordu. Dornbusch’un “overshooting” modeli ile dinamik hale getirilen Mundell-Flemming yaklaşımı günümüzde de bazı açık ekonomi tartışmaları için temel alınmaktadır.

## 2.2 Zamanlararası Dış Denge Kısıtı

1980’lerden itibaren cari açık tartışmaları zamanlararası (intertemporal) - dinamik bir boyut kazandı ve optimizasyona dayalı bir karar alma süreci ile açıklanmaya başlandı. Kısaca zamanlararası yaklaşım ve/veya optimizasyon yaklaşımı diyeceğimiz bu yaklaşım konusunda Obstfeld ve Rogoff (1995) ve (1996, bölüm 2, 3 ve 4) ve Milesi-Ferretti ve Razin (1996a) ve (1996b) ve bunlardaki kaynaklara bakılabilir. Aşağıda cari açığı önce zamanlararası-dinamik bir bütçe kısıtı çerçevesinde ele alıyoruz. Optimizasyon aşamasına daha sonra geçeceğiz.

Şimdi, cari dengeyi eşitlikler (özdeşlikler) çerçevesinde ifade edelim. Bu eşitlikler cari dengenin (a) farklı bazı değişkenlerle ilişkisini ve farklı yönlerini gösteriyor, (b) zamanlararası değerlendirme yapmaya olanak sağlıyor ve (c) optimum bir cari açığın varlığını ve anlamlılığını tartışma temeli yaratıyor. Bu noktada belirtelim; cari denge ve cari açık terimlerini değişimli olarak kullanıyoruz ve cari denge  $CA_t$ ’yi dış gelir – dış gider farkı olarak şöyle tanımlıyoruz.

$$\begin{aligned} CA_t &= NX_t = B_{t+1} - B_t \\ &= r_t B_t + Y_t - C_t - I_t - G_t = S_t - I_t \end{aligned} \quad (1)$$

Burada,  $NX_t$  net dış faktör gelirlerini de içerecek şekilde tanımlanmış net ihracat,  $B_t$  net dış varlıklar,  $r_t$  uluslararası faiz,  $r_t B_t$  net dış varlıklardan sağlanan gelir,  $Y_t$  gayri safi yurtiçi hasıla (GSYH),  $C_t$  özel tüketim harcaması,  $G_t$  kamu cari harcaması,  $I_t$  özel + kamu yatırım harcamasıdır. Eşitliğin en sağında  $r_t B_t + Y_t = \text{GSMH}$  (gayri safi milli hasıla), yani toplam gelirleri göstermektedir.  $C_t + I_t + G_t$  ise toplam iç talebi ifade etmektedir.

$CA_t$  eşitliğindeki ifadeleri sırasıyla kısaca açıklayalım. (i) Net ihracat gelirleri  $NX_t$  içinde, alışılmış mal ve hizmet ihracatı  $X$  ve ithalatı  $M$ 'ye ek olarak, sermayenin yurtdışı hizmetlerinden sağlanan net faiz + kar + kira geliri, yani net dış varlıklardan sağlanan gelir de vardır. Borçlu ülkeler için, net sermaye geliri eksi olduğundan, net ihracat geliri daha düşük olacaktır. (ii) Cari açık varsa net dış varlıklar azalır. Net dış varlıklar içinde, genellikle tahvil ve krediler gibi net dış finansal varlıkların ağırlıklı olduğu, net dış yatırımlardan oluşan net fiziki varlıkların önemsiz olduğu varsayılmaktadır.

(iii) Açık ekonomideki gelirleri  $r_t B_t + Y_t$  ile, harcamaları  $C_t + I_t + G_t$  ile yazabildiğimize göre, aradaki fark tasarruf-yatırım farkı olacaktır. Diğer ifade ile, ekonomideki toplam tasarrufu  $S = r_t B_t + Y_t - C_t - G_t$  olarak ifade edebiliriz. Öyleyse, ekonomide cari açık varsa tasarruf açığı da vardır ve dolayısıyla  $CA_t = S_t - I_t$  eşitliğinin sağlanması gerekir.

Şimdiye kadar net dış karşılıksız transferlerden, özellikle net dış işçi gelirinden söz etmedik. Bunun nedeni, zamanlararası yaklaşımda çoğunlukla şu varsayımlardan birinin yapılmasıdır: (a) İşgücü hareketi yoktur, (b) işgücü hareketi vardır ancak çok sınırlıdır ve ihmal edilebilir, (c) işgücü kaynaklı dış gelir ve giderler birbirine yakındır ve ihmal edilebilir. İşçi gelirleri elbette ayrıca dikkate alınabilir, ancak cari dengenin incelenmesi bakımından büyük bir farklılık getirmeyecektir.

Ele alınan ekonomi sermaye hareketinin tümüyle serbest olduğu küçük açık ekonomi olduğundan, iç faiz ile uluslararası faiz birbirine eşittir. Bu faizi şimdilik sabit varsayalım. Cari denge, eşitlik (1)'de belli bir zaman için ifade edilmiştir. Bu eşitlikten ileriye doğru, zamanlararası bakmak için (1)'deki net dış varlıklar ile gelir-harcama değişkenleri arasındaki ilişkiden şu ifadeyi yazalım;

$$B_t = - [(Y_t - C_t - I_t - G_t) / (1 + r)] + B_{t+1} / (1 + r) \quad (2)$$

Bu ifadeden de  $B_{t+1}$ ,  $B_{t+2}$ , . . . ifadelerini bulup sürekli (2)'deki yerlerine koyalım (forward substitution). Böylece küçük açık ekonomi için şu zamanlararası bütçe kısıtını elde ederiz;

$$\begin{aligned} \sum_{t=\tau}^{\infty} \left( \frac{1}{1+r} \right)^{t-\tau} (C_t + I_t + G_t) + \lim_{T \rightarrow \infty} \left( \frac{1}{1+r} \right)^T B_{t+T+1} \\ = (1+r)B_t + \sum_{t=\tau}^{\infty} \left( \frac{1}{1+r} \right)^{t-\tau} Y_t \end{aligned} \quad (3)$$

Bu zamanlararası bütçe kısıtında,

$$\lim_{T \rightarrow \infty} \left( \frac{1}{1+r} \right)^T B_{t+T+1} = 0 \quad (4)$$

koşulu, diğer adıyla “Ponzi oyunu yok” (no Ponzi game) veya “transversality” koşulu sağlanmalıdır. Belirtmek gerekir ki, eğer denklem (3)’ü elde ederken yaptığımız yineleme sonlu ise, yani T sonlu bir değer ise, “Ponzi oyunu yok” koşulu

$$\left( \frac{1}{1+r} \right)^T B_{t+T+1} = 0$$

olarak ifade edilmelidir. Verilen ifadelerden anlaşılacağı gibi, T’nin her değeri için Ponzi oyunu yok koşulu aslında  $B_{t+T+1} = 0$  anlamına gelmektedir.

Eğer “Ponzi oyunu yok” koşulu sağlanmaz ve örneğin  $B_{t+T+1} < 0$  olursa, denklem (3)’ün sol tarafında yer alan harcamalar toplamının şimdiki değeri, sağ tarafta yer alan gelirler toplamının şimdiki değerini aşacaktır. Bu durumda, borç verenlerin giderek büyüyen miktarlarda sınırsız borç vermeleri gerekir ki, bunu kabul etmezler. Obstfeld ve Rogoff (1996, s. 61) bu sonuç için ilginç bir gerekçe açıklıyor: “. . . borç verenler, borcunu ödemedi, borçlunun ölmesine izin vermezler.”

Koşul (4)’ün sağlanması ile, denklem (3) şöyle ifade edilebilir;

$$\sum_{t=\tau}^{\infty} \left( \frac{1}{1+r} \right)^{t-\tau} (C_t + I_t + G_t) = (1+r)B_t + \sum_{t=\tau}^{\infty} \left( \frac{1}{1+r} \right)^{t-\tau} Y_t \quad (5)$$

Buradan da;

$$-(1+r)B_t = \sum_{t=\tau}^{\infty} \left( \frac{1}{1+r} \right)^{t-\tau} (Y_t - C_t - I_t - G_t) \quad (6)$$



Sözle ifade edersek, denklem (6)'nın sağ tarafında dış ticaret fazlaları toplamının şimdiki değeri yer alıyor. Sol tarafta ise eksi işaretli, faiz dahil dış borç değeri yer alıyor. Öyleyse, gelecekteki cari fazlaların toplamı şimdiki dış borcu karşılayabilecek düzeyde ise zamanlararası bütçe kısıtı sağlanıyor demektir. Borç ödeyebilme (solvency) da denilen bu koşul sağlanmıyor ise, ülke dış borç ödemesi yapamaz denir. Anlaşılacağı gibi, büyük ve sürekli hale gelen cari açıklar ve dış ticaret açıkları bu nedenle tedirginlik yaratır.

Türkiye gelecekte yeterli dış fazla yaratabilir mi? Türkiye'nin cari açığını değerlendirirken ve tartışırken bu koşul dikkate alınmalıdır. Çünkü borç verenlerin değerlendirmesinde bu koşul da vardır.

### 2.3 Zamanlararası Optimizasyon Yaklaşımı

Yukarıda yaptığımız açıklamalar, zamanlararası yaklaşımın bir yönünü gösteriyor, ancak bu yaklaşımın bir de optimizasyon yanı var. Bu yaklaşım optimizasyon işlemiyle optimum bir cari açık belirlemektedir ve bu tür belirlemeyi ilk yapanlar arasında örneğin Sachs (1981) vardır. Bu optimum açık, gerçekleşen cari açıkla karşılaştırılabilir; gerçekleşen açık optimum açıktan fazla ise cari açıkta bir fazlalık (excessiveness) var demektir ve müdahale gerektirir.

Optimizasyon işlemi iki model üzerine oturtulabilir; bunlardan birisinde küçük açık ekonomide sonsuza kadar yaşayan temsili bir birey veya hanehalkı, diğerinde ise örtüşen nesillerden (overlapping generations) oluşan bireyler veya hanehalkları vardır. Burada temsili hanehalkı modelini ele alıyoruz ancak sonra örtüşen nesiller modelinin bazı sonuçları ile karşılaştırmalar yapıyoruz. Bu modelde hanehalkının sonlu bir T dönem yaşadığını veya sonsuza kadar yaşadığını varsayabiliriz. Her iki varsayımda da aynı sonuçlar geçerlidir. Diğer yandan, hanehalkının geleceği doğru olarak öngörebildiğini veya gelecek konusunda belirsizlik olmakla birlikte beklentilerin rasyonel olduğunu varsayabiliriz. Sonuçlar farklı olmayacaktır.

Hanehalkı için geleceğe bakan, zamanlararası bir fayda işlevi  $U$  vardır ve gelecekte beklenen faydaların iskonto edilmiş toplamı şöyle yazılabilir;

$$U = E_t \left\{ \sum_{t=\tau}^{\infty} \beta^{t-\tau} [U(C_t)] \right\} \quad (7)$$

Burada  $E$  beklenti işlemcisi,  $\beta$  gelecek tercihini gösteren iskonto unsurudur ve  $0 < \beta < 1$  geçerlidir. Ayrıca,  $\beta = (1/1-r)$  varsayımı da yapılabilir. Fayda işlevinin maksimuma ulaşması için gerekli türev koşulları geçerlidir;  $C_t$ 'ye göre birinci türev artı, ikinci türev eksidir. Ayrıca şu varsayımlar geçerlidir.

(i) Daha önce de belirttiğimiz gibi, hanehalkının beklentisi rasyoneldir, beklentilerde sapma (bias) yoktur, yani beklentide yanılığın olsa bile beklenen değeri sıfırdır ve yanılığın kullanılabilecek bilgiyle ilişkisi yoktur. (ii) Hanehalkı küçük açık bir ekonomide yer alır ve sabit bir faiz ile uluslararası finansal piyasalardan istediği ölçüde borç alabilir ve bu piyasalara istediği kadar borç verebilir. (iii) Bu ekonomide her dönem ticareti yapılabilen (tradable) bir tek  $Y_t$  malı üretilmektedir. Bu durumda görece fiyatlar yoktur ve ayrıca, fiyat değişimi, para ve döviz kuru dikkate alınmamıştır.

Denklem (7)'de verilen fayda toplamı, denklem (5) ile verilen zamanlararası bütçe kısıtı<sup>3</sup> altında maksimize edilirse, optimum tüketim  $C_t^*$  için şu ifadeye ulaşılır;

$$C_t^* = rB_t + \left( \frac{r}{1+r} \right) \sum_{t=\tau}^{\infty} \left( \frac{1}{1+r} \right)^{t-\tau} E_t(Y_t - I_t - G_t) \quad (8)$$

Denklem (8)'deki  $C_t^*$  ifadesini denklem (1)'deki  $C_t$  yerine koyarsak, optimum cari denge elde edilir;

$$CA_t^* = Y_t - \left( \frac{r}{1+r} \right) \sum_{t=\tau}^{\infty} \left( \frac{1}{1+r} \right)^{t-\tau} E_t(Y_t - I_t - G_t) - G_t - I_t \quad (9)$$

Şimdi, bir  $X$  değişkeninin uzun dönem değeri  $X_t^*$  ve uzun dönem beklenen değeri  $E X_t^*$  için şu tanımları yapalım<sup>4</sup>;

$$X_t^* = \left( \frac{r}{1+r} \right) \sum_{t=\tau}^{\infty} \left( \frac{1}{1+r} \right)^{t-\tau} X_t \quad \text{ve} \quad E X_t^* = \left( \frac{r}{1+r} \right) \sum_{t=\tau}^{\infty} \left( \frac{1}{1+r} \right)^{t-\tau} E_t X_t$$

Bu tanımları kullanarak optimum cari denge şöyle yazılabilir;

$$CA_t^* = B_{t+1} - B_t = (Y_t - E_t Y_t^*) - (I_t - E_t I_t^*) - (G_t - E_t G_t^*) \quad (10)$$

Bu denklemde  $Y_t^*$ ,  $I_t^*$  ve  $G_t^*$  sırasıyla uzun dönemde beklenen gelir, yatırım ve kamu cari harcamasıdır. Temsili hanehalkını temel alan dinamik optimizasyon işleminden elde edilen denklem (10)'dan şöyle bazı sonuçlar ortaya çıkmaktadır.

<sup>3</sup> Denklem (5)'in her iki tarafının da beklentisi de alınmıştır.

<sup>4</sup> Obstfeld ve Rogoff (1996, s. 74 ve s. 90).

1) Gelir (üretim)  $Y_t$  uzun dönem beklenen değerini aştığında cari dengede iyileşme olmaktadır, cari fazla olabilir, çünkü ekonomide tüketim düzgünleştirilmesi (consumption smoothing) vardır; geçici gelir artışları tüketime yönelmez, tasarruf edilir. Bunun sonucunda ise, net dış varlıklar  $B_t$  artar. Buna karşılık, yine tüketim düzgünleştirilmesi gereği, gelir uzun dönem düzeyinin altına düştüğünde cari denge bozulur, cari açık ortaya çıkabilir, çünkü tüketim gelir kadar azalmaz, gelir-tüketim arasındaki fark dış borçlanma ile giderilir ve net dış varlıklar azalır.

2) Yatırımda uzun dönem beklenen değerini aşan bir hızlanma olduğunda da cari denge bozulur ve açık verilebilir, çünkü, tüketim kısılmak istenmeyeceğinden, özel ve/veya kamu yatırımının finansmanı borçlanarak yapılacaktır.

3) Kamu harcamasında beklenenin üzerinde bir artış olduğunda da cari denge bozulacak ve açık ortaya çıkabilecektir.

4) Denklem (10)'un türetilişinde sabit alınan uluslararası faiz, değişken olarak da alınabilir. Bu durumda faizin de uzun dönem beklenen değeri vardır. Faiz bu uzun dönem değerinin üzerine çıktığında alacaklı ülkelerin cari dengesi düzelir ve cari fazla oluşur, borçlu ülkelerin ise cari dengesi ise bozulur. Değişken faizli optimum cari denge şöyle ifade edilebilir;<sup>5</sup>

$$CA_t^* = (r_t - r_t^*)B_t + (Y_t - E_t Y_t^*) - (I_t - E_t I_t^*) - (G_t - E_t G_t^*) + \sigma(r_t^* B_t + Y_t^* - I_t^* - G_t^*) \quad (11)$$

Burada  $\sigma$  tüketimdeki değişimin belirlediği bir katsayıdır ve tüketim artıyorsa  $\sigma > 0$ , azalıyorsa  $\sigma < 0$  geçerlidir.

## 2.4 Zamanlararası Optimizasyon Yaklaşımı ve Ampirik Önermeler

Yukarıda açıkladığımız işlemlerden anlaşılacağı gibi, optimizasyon yaklaşımında tasarruf oranlarının farklılık göstermesi ve zaman içinde değişmesi, (a) tüketim düzgünleştirmesine, (b) zaman tercihine, yani gelecek dönemler için kullanılan iskonto oranına bağlıdır. Geleceği önemseyenler daha çok tasarruf ederken, bugüne değer verip bugünü yaşayanlar daha az tasarruf eder.

Tasarruflar iki varlığa yönelebilir; ülke içinde yatırımla sermaye stoku artırılabilir veya dış varlıklar satın alınabilir. İçeride yatırım, sermayenin marjinal üretimi ile faiz oranı eşitleninceye kadar sürecek, sonrasında dış varlıklar satın alınacaktır. Bu durumda, üretkenlik artışının ve nüfus artışının yüksek

<sup>5</sup> Bu denklemin türetilişi için Obsfeld ve Rogoff (1995, s.11) ve (1996, s. 77-78) kaynaklarına bakılabilir.

olduğu dönemlerde ve ülkelerde yatırım daha fazla olacaktır. Ayrıca, dünya faiz oranında düşme yatırımı artırır.

Öyleyse tasarruf, veri bir faiz oranında yatırımı değil net dış varlıkları belirler.  $CA_t = S_t - I_t = B_{t+1} - B_t$  ilişkisinden hareketle, net dış varlıklardaki değişme cari dengeye eşit olduğuna göre, tasarruftaki artış cari dengeyi iyileştirir, ama yatırımı etkilemez.

Zamanlararası optimizasyon yaklaşımı tasarruf ile cari açık arasında güçlü bir artı ilişki öngörmektedir. Böyle bir ilişki geçerli ise,

$$(CA_t / Y_t) = \alpha + \beta(S_t / Y_t) + u_t \quad (12)$$

denklemi tahmin edildiğinde,  $\beta$ 'nin 1'e yakın çıkması gerekir. Denklem (12)'de  $CA_t = S_t - I_t$  eşitliğini kullanırsak, bu denklemi

$$(I_t / Y_t) = -\alpha + (1 - \beta)(S_t / Y_t) + u_t \quad (13)$$

şeklinde de ifade edebiliriz. Yaklaşımın öngörüsü geçerli ise, denklem (13) tahmin edildiğinde,  $\beta$  1'e,  $(1 - \beta)$  0'a yakın olması gerekir.

Denklem (13), ilk kez Feldstein ve Horioka (1980) tarafından tahmin edilmiş ve  $(1 - \beta)$  istatistiksel olarak sıfırdan farklı, değer olarak 1'e yakın bulunmuştur. Denklem (13) daha sonra da birçok kez tahmin edilmiştir. Obstfeld ve Rogoff (1995) ve (1996), Kraay ve Ventura (2002) ve Ventura (2002) gibi kaynaklarda değerlendirildiği gibi, temel bulgular genellikle zamanlararası optimizasyon yaklaşımını desteklememiştir.

Aynı yaklaşım, yatırımla cari açık arasında güçlü bir negatif ilişki öngörmektedir. Denklem (10) ve (11)'de de ima edilen bu ilişki şöyledir ve burada  $\beta$  değeri -1'e yakın olmalıdır.

$$(CA_t / Y_t) = \alpha + \beta(I_t / Y_t) + u_t \quad (14)$$

Denklem (13) ilk kez Sachs (1981) tarafından tahmin edilmiştir. Sachs elde ettiği sonuçların optimizasyon yaklaşımını desteklediğini söylemişse de daha sonraki çalışmalar bu ifadeyi doğrulamamış,  $\beta$  tahmini eksi işaretli bulursa bile çoğunlukla anlamsız çıkmıştır. Bu bulgular konusunda Obstfeld ve Rogoff (1995) ve (1996), Kraay ve Ventura (2002) ve Ventura (2002) kaynaklarına bakılabilir.

Optimizasyon yaklaşımının öngördüğü; toplam faktör üretkenliği ile yatırım arasında artı ilişki ve toplam faktör üretkenliği ile cari açık arasındaki eksi ilişki, işaret olarak doğru bulunsa da, ek varsayımlar yapılmadıkça, çoğunlukla anlamsız bulunmaktadır. Bu konuda Obstfeld ve Rogoff (1995, bölüm 4)'teki değerlendirmelere bakılabilir.

Ventura (2002, s. 22) şöyle diyor: “İktisatçıların 1980’lerden bu yana cari denge ve sermaye hareketleri ile ilgili konularda temel yaklaşım olarak kullandığı zamanlararası optimizasyon yaklaşımının sonuçları ile gelişmiş ülkelerin cari denge verileri genellikle tutarlı değildir. Buna karşılık, yatırım riski ve yatırımın-sermaye stokunun intibak maliyetleri dikkate alındığında, yaklaşımın sonuçları ile cari denge verileri daha tutarlı hale gelmektedir.”

Zamanlararası optimizasyon yaklaşımının bir temel ilişkisi, denklem (9)’dan yazabileceğimiz şu eşitliktir;

$$-CA_t = \sum_{j=1}^{\infty} \left( \frac{1}{1+r} \right)^j E_t \Delta(Y_{t+j} - I_{t+j} - G_{t+j}) \quad (15)$$

Burada E beklenti işlemcisi,  $\Delta$  fark işlemcisidir. Bu denkleme göre, eğer gelecekte beklenen gelir daha yüksek ise, bugünden cari açık ortaya çıkacaktır. Bu denklem de, beklentiler için farklı varsayımlar altında, birçok kez tahmin edilmiştir. 1995 yılına kadar ki tahminlerin bir değerlendirmesi için bakınız Obstfeld ve Rogoff (1995, ss. 55-59). Denklem (15)’in son tahminlerden birini yapmış olan Nason ve Rogers (2003, s. 6) şu görüşü dile getiriyor: “Daha önceki başka çalışmalarda olduğu gibi, bu çalışmada da zamanlararası optimizasyon yaklaşımının bu temel önermesi kabul edilmemiştir.”

Ayrıca belirtmek gerekir ki, ek varsayımlar yapılmadığında, optimizasyon modellerinden elde edilen optimum cari açık oranları genellikle gerçek ekonomilerde gözlenenlerden çok daha yüksek bulunmuştur. Obstfeld ve Rogoff (1996), bu optimum oranların %45’leri bulabildiğini belirtiyor. Haliyle, bu açıkların giderilmesi için zamanlararası dış denge kısıtına göre, yani denklem (6)’ya göre gereken gelecek dönemlerdeki dış fazla da çok yüksek bulunuyor.

Kısacası, zamanlararası optimizasyon yaklaşımının önermeleri, gerçek ekonomideki gelişmeleri genellikle açıklamıyor. Bu yetersizliğin nedenleri arasında şu unsurlar ifade ediliyor: (a) Uluslararası borçlanmada var olan sınırlamaların hiç veya yeterince dikkate alınmaması, (b) mali (fiscal) açıklar ve (c) faiz oranlarında önemli dalgalanmalar.

### 3. 1980 SONRASINDA CARİ AÇIK TARTIŞMALARI VE CARİ AÇIĞIN SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ

#### 3.1 Optimizasyon Yaklaşımı ve Cari Açık Tartışmaları

Zamanlararası optimizasyon yaklaşımı, ek varsayımlar yapılmadan, gerçek ekonomideki gelişmeleri açıklayamasa da, bu yaklaşım temel alınarak cari açık için bazı görüşler ileri sürülmektedir. Cari açıkla ilgili başka bazı görüşlerde ise optimizasyon yaklaşımına bir atıf yoktur ve vurgulama gelişmekte

olan ülkelerin 1990'lar başından bu yana yaşadığı döviz kuru bunalımlarıdır. Yine de, döviz kuru bunalımlarına ilişkin tartışmalarda optimizasyon yaklaşımının geri planda bir kuramsal çerçeve oluşturduğunu dikkate almak gerekir. Türkiye ile ilgili cari açık tartışmalarında da durum aynı olmalıdır.

Dinamik optimizasyon yaklaşımı çerçevesinde varılan önemli bir sonuç şudur: “Yatırım artışının cari açığı arttırması doğaldır, ayrıca bu şekilde ortaya çıkan cari açığın bir sorun olarak görülmemesi gerekir. Özellikle kamu kesiminde (bütçede) önemli açıklar yoksa ve özel tasarruf oranı da gerilemiyor ise, cari açıktan çekinmek gerekmez, dolayısıyla bir politika önlemi de almak gerekmez.” Bu görüşü ilk savunanlardan birisi, optimizasyon yaklaşımının öncülerinden Sachs (1981)'dir. Bu görüş eski İngiltere maliye bakanı Nigel Lawson tarafından popüler hale getirildiğinden “Lawson Doktrini” olarak da bilinmektedir.

Bazı iktisatçılar, örneğin Corden (1994), daha da ileri giderek şu görüşü öne sürmüştür; “eğer cari açık kamu kesiminden kaynaklanmıyor ve özel kesimin davranışları ile belirleniyor ise, bir önlem almak gerekmez.” İlginç olanı, 1980'lerde IMF'deki başlıca iktisatçılar da “kamu kesiminde önemli açıklar yoksa, cari açık için endişe etmek ve önlem almak gerekmez” görüşündedir.

Demek ki, dış ticaret açığı ve cari açık konusunda daha öncesine göre 1980'lerden itibaren iktisattaki hakim yaklaşımda ve IMF gibi kurumlarda daha iyimser bir görüş vardır. Gerçek dünyadaki gelişmeler bu iyimser görüşü destekledi mi? Kısaca bakalım.

1978-79'da Türkiye'de, 1982'de Latin Amerika'da yaşanan dış borç bunalımı, bu görüşte yanlışlar olabileceğini gösterdi. Özellikle Brezilya ve Meksika'da bunalım, cari açık oranları ve yatırım oranları birlikte yükselirken geldi. Şili'de ise durum daha da çarpıcı idi; cari açık oldukça yükseltilmiş, ancak IMF'ye göre kamu kesiminde denge sağlanıyor, tasarruf oranı düşmüyor ve yatırım oranı da artıyordu. Öyleyse, 1981 yılı itibarıyla, bir cari açık sorunu yoktu. IMF'nin yaptığı bu iyimser yorumlara karşılık, diğer Latin Amerika ülkeleri gibi Şili de 1982'de büyük bir bunalım yaşadı.

Bu gelişmelerden sonra birçok iktisatçı, cari açığın dikkatle izlenmesi gerektiğini, yükselen, yükselmesi beklenen ve sürdürülemez olarak görülen cari açıkların bunalımlarda önemli etkisi olduğunu vurgulamıştır. Bu konuda Fischer 1988'de şöyle demişti: “Bir ülkede yaklaşmakta olan krizin temel göstergesi cari işlem açığıdır. Gerçekleşen ve beklenen cari açık büyükse, veya ağır dış borç geri ödemesi yapan bir ülke yeterli cari işlem fazlası veremiyor ise, devalüasyona ve bunalıma davetiye çıkmış demektir.” Fischer (1988, s.115).

Latin Amerika borç krizinden sonra gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketi 1990'a kadar önemli ölçüde azaldı. Ancak 1990'dan itibaren sermaye hareketi hızla arttı ve birlikte yüksek cari açıklar da gözlemlendi. Bu dönemde cari açık konusundaki tartışmaların da yoğunlaştığını görüyoruz. Örneğin, Calvo, Leiderman ve Reinhart (1993) gibi iktisatçıların bu gelişme konusunda kaygılı oldukları gözleniyor. Buna karşılık bazı iktisatçılar bir kez daha optimizasyon yaklaşımına atıfta bulunarak Lawson Doktrininin geçerli olduğunu vurguluyorlar.

1990'lar başında, Meksika Merkez Bankası Lawson Doktrinine inanmış olan kurumlardan birisiydi. Şöyle ki, bu banka %5'i aşan ve yükselmekte olan cari açığı ciddiye almadığını açıkça söylemişti ve 1993 yılı raporunda şöyle demişti: "Cari açık tümüyle özel sektörün kararları sonucunda belirlenmiştir. Bu nedenle ve kamu finansmanı da sağlam olduğuna göre, cari açık konusunda endişeye yer yoktur." Aktaran Edwards (2001, s. 12).

1994 sonu 1995 başında Meksika'da başlayan bunalımdan aylar önce Fischer bir kez daha şu uyarıyı yapmıştı: "Meksika'nın cari işlem açığı çok yüksektir ve büyük ölçüde portföy yatırımı ile (borçlanarak) finanse edilmektedir. Bu yatırımlar çok hızlı olarak geri çekilebilirler ve Meksika'yı devalüasyon yapmak zorunda bırakabilirler. Avrupa'daki, özellikle İsveç'teki deneyimlerin gösterdiği gibi, faiz oranı ne kadar yükseltirse yükseltilsin, sermayenin geri kaçıışı ve bir devalüasyon önlenemez." Fischer (1994, s. 306).

Meksika bunalımından sonra cari açık tartışmasına bir yandan iktisatçıların, diğer yandan da IMF gibi kuruluşların katıldığını görüyoruz. Meksika bunalımı öncesinde sessiz kalmış olan IMF, bu bunalım sonrasında "nereden kaynaklanırsa kaynaklansın, büyük cari açıklar sürdürülemez" görüşünü ifade etmişti. Edwards (2001, s. 13). Cari açığın sürdürülebilirliği konusundaki tartışma ve çalışmaların da IMF'de bu dönemde başladığını görüyoruz. Örneğin, Milesi-Ferretti ve Razin (1996a) ve (1996b). Bu çalışmaların yapıldığı dönemde Milesi-Ferretti ve Razin IMF'de görevliydi.

Cari açık/GSYH oranı %4-%5 gibi değerleri aşarsa sürdürülemez olur türünden görüşler de bu dönemlerde tartışılır olmuştu. Milesi-Ferretti ve Razin (1996a, s.65) şöyle diyor: "Cari açığın sürdürülebilir olması konusunda %5 gibi eşik oranlara bakmak yeterli değildir. Döviz kuru politikası, dış borçların vadesi ve bileşimi, dış ticaretin yapısı ve dışa açıklık derecesi de dikkate alınmalıdır. İhracat sektörü küçük, dış borçlar yüksek, tasarruflar düşük ve bankacılıkta/finansal kesimde denetleme zayıf ise, birkaç sene süren yüksek cari açıklar, bunalım için kırmızı alarm ışığını yakar." Buna karşılık, örneğin Frankel ve Rose (1996) gelişmekte olan ülkeler için yaptıkları ampirik çalışmada döviz kuru krizlerinde cari açıktan çok reel döviz kuru değerlenmesinin önemli olduğunu ifade ediyorlardı.

1997’de başlayan Asya bunalımı, cari açık tartışmasını değişik yönlerden bir kez daha yoğunlaştırdı. Corsetti, Pesenti ve Roubini (1998 November) ve (1998 December), Radelet ve Sachs (2000) gibi bazı iktisatçılar, cari açığın bunalımda önemli bir etken olduğunu ifade ettiler. Ancak Calvo (2002) oluşturduğu modelde finansal bunalımda cari açığın değil, kırılğan bankacılık sisteminin belirleyici olduğunu söylüyor ve Asya bunalımını da bu kırılğanlığın yarattığını ifade ediyor. Bazı çalışmalarda ise, uluslararası piyasalarda borçlanmaya getirilen sınırlamanın bunalımda etkili olduğu açıklanıyor.

Cari açıkla ilgili tartışmalarda özellikle gelişmekte olan ülkeler için iki boyut dikkat çekiyor. Bunlardan birisi, genel olarak finansal bunalımlarda, özellikle döviz kuru sıçramalarında, başka makroekonomik değişkenlerle birlikte, cari açığın ne ölçüde etkili olduğu sorusuna ampirik olarak cevap aramaktır. Bunlar arasında Milesi-Ferretti ve Razin (2000), Edwards (2001), Kaminsky (2003) ve Edwards (2004) örnek olarak gösterilebilir. Bu çalışmalarda ayrıca, büyük cari açıkların tetiklediği sermaye girişinde ani durmaların (sudden stops) ve sermaye geri çıkışlarının (reversals) bunalımlar ve yatırım ve büyüme gibi reel değişkenler üzerindeki etkileri de araştırılıyor.

Dikkat etmek gerekir ki sermaye girişinde durmalar ve geri çıkışlar, dışsal nedenlerle de olabilir. Örneğin, gelişmiş ülkelerde faiz yükselişi, gelişmekte olan ülkelerde bu tür hareketlere neden olabilir. Kaminsky (2003)’e göre, gelişmekte olan ülke bunalımlarının bir bölümü bu şekilde ortaya çıkmaktadır.

Milesi-Ferretti ve Razin (2000)’in ampirik çalışmasına göre, cari açıkların gelişmekte olan ülke bunalımları üzerinde önemli bir etkisi yoktur. Buna karşılık Edwards (2001)’e göre, ampirik bulgular örnek veriler içinde yer alan ülke grubuna ve bunalım tanımına duyarlıdır. Gelişmekte olan ülke verilerinden Afrika ülkelerinin verileri çıkarıldığında, cari açığın döviz kuru bunalımı üzerinde önemli etkisi olmaktadır. Tüm ülkeleri içeren örnek verilerle yapılan ampirik çalışmaların sonuçları karışıktır. Edwards (2001) ayrıca sermaye geri çıkışlarının yatırım üzerinde önemli olumsuz etkileri olduğunu da açıklıyor. Edwards (2004) çalışmasında cari açığın etkileri konusunda önceki çalışmaya benzer sonuçlara ulaşıyor.

Gelişmekte olan ülkelerle ilgili bir diğer boyut, cari açık ile döviz kuru değişimleri arasındaki ilişkiyi de dikkate alarak, cari açığın hangi döviz kuru sisteminde daha olumsuz etki yaptığı sorusuna cevap aramaktır. Bu konudaki genel görüş şudur; kurun düzeyini veya artış oranını sabit tutan döviz kuru sistemlerine göre, esnek döviz kuru sisteminde hem döviz kuru sıçraması hem de cari açığın olumsuz etkileri daha az olabilir. Ancak, kur ve faiz sıçramaları ve rezerv azalmaları ile tanımlanan döviz kuru bunalımları esnek kur sisteminde de yaşanabilir. Bunların önemli olumsuz yatırım, büyüme, istihdam etkileri olabilir, çünkü bu sistemde kur dalgalanması daha kalıcı olabilir.



Esnek döviz kuru sisteminde şoklar kura hemen yansıdığı için bunalım olmaz görüşüne karşı Fischer (2003, s. 7) şu uyarıyı yapıyor. (Burada vurgulamak gerekir ki, bu konudaki yazında zaten döviz kuru bunalımı döviz kurundaki sıçrama ile ortaya çıkıyor.) “Hangi döviz kuru sisteminde olursa olsun, büyük cari açıklar bunalım olasılığını akla getirir. Esnek döviz kuru sistemi bazı bunalım türlerini engeller, ancak dış finansman bunalımını engellemez. Eğer piyasalar ülke borçlanmasının sürdürülemez olduğunu düşünüyorsa, dış ödeme bunalımı ve birlikte döviz kuru bunalımı ortaya çıkar. Bu durumu Brezilya yakın zamanda (2001 sonu - 2002 başında) yaşamıştır.”

Fischer (2003, ss. 8-9), kuramsal olarak optimum bir kamu borç oranı tanımlamanın zor olduğunu belirttikten sonra, Maastricht kriterleri ile belirlenen %60 kamu borç oranının genel kabul gördüğünü söylüyor. Ancak dış borçlanmaya bağımlı olan ülkeler için bu oranın yüksek olduğunu ve %30-%40 dolayında olması gerektiğini ifade ediyor.

Edwards (2004), birçok ülkeyi kapsayan büyük ampirik araştırmasında şu sonuçlara ulaşıyor. (a) Cari fazla bazı ülkelerde kalıcı (persistent) olabiliyor, ancak cari açık genellikle kalıcı olamıyor. (b) Sermaye geri çıkışları genellikle döviz kuru sıçramalarına ve bunalımlarına da yol açıyor. (c) Sermaye geri çıkışları, cari açıkların, dış borç/GSYH oranının, döviz rezervinin ve borç servisinin (özellikle borç geri ödemesinin) büyüklüğünden etkileniyor. (d) Sermaye geri çıkışları hem yatırımları hem büyümeyi olumsuz etkiliyor. Ancak, ekonominin dışa açıklık derecesi yükseldikçe bu olumsuz etki daha az oluyor. (e) Esnek kur sisteminde sermaye geri çıkışlarının olumsuz etkisi daha az hissedilse de, bu etki yine de vardır.

Son olarak belirtelim ki, cari açıkların yüksekliği ve kalıcı görüntüsü, bu açıkları kendi parasıyla finanse edebilen ve finansman konusunda sorun yaşamaz denilen ABD’de kaygılı açıklamalara ve tartışmalara neden oluyor. Bu bağlamda IMF, dünya ekonomisinin etkileneceğini de dikkate alarak uyarılar yapıyor. Örneğin, IMF’nin World Economic Outlook (2001) ve (2003) yayınlarında bu konu üzerinde duruluyor. Shaikh, Zezza ve Santos (2003) ve Mann (2002) ABD cari açıklarının sürdürülebilir olmayabileceğini ifade ediyor. Edwards (2004), ABD cari açığının yalnızca bu ülkede değil, tüm dünyada döviz kuru, büyüme ve işsizlik gibi değişkenler yoluyla istikrarı bozabileceğini söylüyor.

### 3.2 Cari Açığın Sürdürülebilirliği

Cari açığın sürdürülebilirliği, dış borcu olan ülkelerde önemlidir, çünkü dış borçlanmanın sürdürülebilirliği ile aynı anlama gelir. AB, kamu açığı için getirdiği kısıtlar yanında, Maastricht Anlaşması madde 3A çerçevesinde AB ülkelerinin cari açığının sürdürülebilir olmasını istiyor. Avrupa Para Birliğine

(EMU) katılım için ülkelerin bu koşulu kesin sağlanması gerekiyor. Nedir cari açığın sürdürülebilir olması?

Cari açığın sürdürülebilirliğini tanımlamak ve açıklamak için denklem (6)'daki borç ödeyebilme (solvency) koşulunu temel alabiliriz. Cari açık, net dış varlıklarda azalma, kabaca dış borçlanma demektir. Dolayısıyla sürdürülebilirlik, borç ödeyebilme ile ilişkilendirilebilir. Bir ülke için borç ödeyebilme koşulunu, daha önce denklem (6) ile şöyle ifade etmiştik;

$$-(1+r)B_t = \sum_{t=\tau}^{\infty} \left( \frac{1}{1+r} \right)^{t-\tau} (Y_t - C_t - I_t - G_t)$$

Bir ülkenin bu koşulu sağlaması demek, şu iki anlama gelir. (a) Bu ülkedeki hükümet ve bireyler de dahil olmak üzere tüm ekonomik birimler bu koşula uymaktadırlar, dolayısıyla koşul makroekonomik düzeyde de geçerlidir. (b) Geçmişteki cari açıkların oluşturduğu eksi net dış varlıklar, kabaca borç stoku, gelecekteki iskonto edilmiş cari fazlalarla karşılanmaktadır. Öyleyse, Milesi-Ferretti ve Razin'in (1996a) ve (1996b) deyiimiyle, ülkenin dış açıklardan dış fazlalara geçen bir dönüm noktasını aşması gerekir, ancak bunun zamanlaması konusunda bir bilgimiz yoktur.

Borç ödeyebilme koşulunu gerçek ekonomiye uygulayabilmek için, koşulun sağ tarafında yer alan gelecekteki tüketim, tasarruf, yatırım kamu harcama politikası gibi değişkenlere ilişkin davranışları bilmek, en azından bu konuda varsayımlar yapmak gerekiyor. Örneğin, gelecekte büyük dış fazlalar yaratacak bir davranış ve politika ortaya çıkacaktır varsayımı yapılırsa, borç ödeyebilme koşulu bugünün çok büyük cari açıkları ve çok büyük borç stoku için bile sağlanır diyebiliriz. Burada bir seçenek, bugünkü davranışların ve politikaların gelecekte de devam edeceği varsayımını yapmaktır.

### Sürdürülebilirlik Tanımları

1. Bu varsayımla birlikte, şöyle bir sürdürülebilirlik tanımı yapabiliriz. Eğer bugünkü davranışlar ve politikalar borç ödeme koşuluna engel teşkil etmiyorsa, bunlar sürdürülebilir davranışlar ve politikalarlardır. Ancak  $CA_t = NX_t = S_t - I_t$  eşitliklerini dikkate alırsak şu soru akla geliyor; uygulanan G gibi politikaların gelecekte de süreceği varsayımını kabul etsek bile, tasarruf, yatırım, ithalat, ihracat, döviz kuru gibi değişkenlerin gelecekteki davranışları için varsayımlar yapmak anlamlı olmayabilir.

2. Cari açık sürdürülebilirliği için şöyle ikinci bir tanım yapabiliriz. Eğer bir ekonomide; (a) özel kesimin tasarruf ve yatırım, ihracat ve ithalat gibi davranışları ve (b) hükümet politikaları bugünkü gibi sürdürüldüğünde bir bunaltıma neden olacaksa ve/veya çok keskin politika değişmelerine neden olacaksa,

bugünkü cari açık sürdürülebilir değildir. Cari açığın, örneğin bir döviz kuru bunalımına veya önemli mali/parasal daralmalar getiren keskin politika değişikliğine neden olması, bir dışsal şokla da başlayabilir. Bu durumda da cari açık sürdürülebilir değildir.

Belirtmek gerekir ki, cari açığın kaynağı davranışların ve/veya politika değişikliklerinin keskinlik derecesinde önemli olabilir. Örneğin, tüketimin artması-tasarrufun azalması ile ortaya çıkan cari açık, yatırımın artması ile ortaya çıkana göre daha çok kaygı vericidir.

**3.** Cari açık sürdürülebilirliği için üçüncü bir tanımı da şöyle yapabiliriz. Cari açık, yabancılar bu açığı finanse etmek istedikleri ölçüde, yani kendileri için artı olan  $B_{t+1} - B_t$  değerinin yükselmesini istedikleri ölçüde sürdürülebilir olur. Bu açıdan ele alındığında, borçlar ne kadar çok kısa vadeli veriliyor ise, sermaye hareketinde hızlı geri gidişler olabilir ve bunalım olasılığı yükselir. Diğer yandan, cari açık doğrudan yabancı yatırımlarla finanse edildiğinde sermayenin geri gidiş olasılığı çok daha düşüktür ve cari açığın sürdürülebilirliğine olumlu etki yapar.

Yukarıdaki üç tanımdan ikincisi ve üçüncüsü için somut sürdürülebilirlik hesapları yapılabilmektedir. İkinci tanım kapsamında Milesi-Ferretti ve Razin (1996a) bir makro-muhasebe yöntemi önermişlerdir.

### **Sürdürülebilirlik Hesaplamasında Makro Muhasebe Yaklaşımı**

Somut bir sürdürülebilirlik kıstası ve bir referans değeri için, Milesi-Ferretti ve Razin'in (1996a) önerisi şudur. S nominal döviz kurunu, P iç fiyat düzeyini = GSYH deflatörünü, P\* dış fiyat düzeyini, i\* dünya nominal faiz oranını gösterebilir. Yukarıda denklem (1) ile ifade ettiğimiz cari denge eşitliğini nominal olarak şöyle yazalım;

$$\begin{aligned} CA_t &= S_t P^* B_t - S_t P^*_{t-1} B_{t-1} \\ &= r^* S_t P^*_{t-1} B_{t-1} + P_t (Y_t - C_t - I_t - G_t) \end{aligned} \quad (16)$$

Dikkat edileceği üzere burada net dış varlıklar stoku  $B_t$ , yabancı para cinsinden ifade edilmiştir.  $Y_t$ ,  $C_t$ ,  $I_t$  ve  $G_t$  daha önceki gibi reel olarak ifade edilmiş gelir, özel tüketim, toplam yatırım ve kamu cari harcamasıdır.

Şimdi, ekonominin büyüme oranı  $\gamma$ , dünya reel faiz oranı  $r^*$  olsun ve  $\gamma < r^*$  varsayımını yapalım; bu varsayım olmazsa, ekonomi sürekli Ponzi oyunu oynayarak sürekli borçlanabilir. Döviz kurunu, yani yerli paranın değerlendirme oranını  $\epsilon_t$  ile gösterelim. (Yerli para değer kaybediyor ise  $\epsilon_t$  eksi işaretli olacaktır.) Net dış varlıkların nominal gelire oranı  $b_t$  şöyle olsun;

$$b_t = S_t P^* B_t / P_t Y_t$$

Bu tanımları kullanarak,  $b_t$ 'nin değişmesi için şu ifadeyi yazabiliriz;

$$b_{t+1} - b_{t-1} = \frac{1}{(1 + \gamma_t)(1 + \varepsilon_t)} [d_t + b_t(r^* - \varepsilon_t - \gamma_t - \gamma_t \varepsilon_t)] \quad (17)$$

Frenkel ve Razin (1996, ss. 516-517). Bu denklemin sağ tarafındaki  $d_t$ , her türlü mal ve hizmeti kapsayan dış ticaret dengesinin  $Y$ 'ye oranıdır.

Demek ki, net dış varlık oranındaki değişme, dış ticaret dengesi  $d_t$  ile borç dinamiğini gösteren  $b_t(r^* - \varepsilon_t - \gamma_t - \gamma_t \varepsilon_t)$  terimleri ile belirlenmektedir. Bu durumda, bir ülkenin net dış varlıklarında artış olması için ülke hem dış ticaret dengesi ile borç dinamiği teriminin toplamı artı olmalıdır. Dikkat edelim, borç veren ülkeler için  $b_t$  artı işaretli iken, borçlu ülkeler için  $b_t$  eksi işaretlidir. Dolayısıyla, borçlu ülkeler için  $b_t(r^* - \varepsilon_t - \gamma_t - \gamma_t \varepsilon_t)$  terimi eksi işaretli olacaktır. Bu terim, dünya faiz oranı yükseldikçe daha büyük eksi değerlere ulaşacak, büyüme oranı arttıkça daha küçük eksi değerlerde kalacaktır.

Denklem (17)'den;

$$b_{t+1} - b_{t-1} = 0 \quad \Leftrightarrow \quad d_t + b_t(r^* - \varepsilon_t - \gamma_t - \gamma_t \varepsilon_t) = 0 \quad (18)$$

Burada vurgulayalım; ekonominin cari açıklarının sürdürülebilir olması, net dış varlık oranının değişmemesine, ülke borçlu ise dış borç oranının değişmemesine bağlıdır. Gerçekçi reel kur ve büyüme koşullarında borçlu ülkeler için  $b_t(r^* - \varepsilon_t - \gamma_t - \gamma_t \varepsilon_t)$  terimi eksi işaretli olduğuna göre, borç oranının büyümemesi için ülkenin dış ticaret fazlası vermesi, yani  $d_t$ 'nin artı işaretli olması gerekir.

Şimdi ekonominin durağan durum (steady state) dengesinde olduğunu varsayalım. Bu durumda;  $Y$  (GSYH) içinde tüketimin oranı  $c$ , yatırımın oranı  $i$ , kamu harcaması oranı  $g$  sabitleri olsun. Net dış varlık oranının, borçlu ülkeler için borç oranının, değişmemesi için şu eşitliğin sağlanması gerekir;

$$d = 1 - c - i - g = -b(r^* - \varepsilon - \gamma) \quad (19)$$

Bu ifadede, (18)'de yer alan  $\gamma \varepsilon$  terimi ihmal edilmiştir. Burada verilen değerler, gelecekte beklenen ortalama değerler olarak düşünülmelidir. Milesi-Ferretti ve Razin (1996a) ve Frenkel ve Razin (1996) yazılarında vurgulandığı gibi, reel döviz kuru değişmesinde Balassa-Samuelson anlamında üretkenlik artışlarının ve farklarının dikkate alınması gerekir. Ortalama olarak  $\varepsilon = 0$  bekliyorsak, ki uzun dönem için gerçekçi varsayılabilir, ülke borç veren bir ülke ise  $b_t(r^* - \varepsilon - \gamma)$  terimi artı olacaktır. Bu durumda ekonomide bu terimle aynı oranda ticaret açığı varsa bile borç oranı artmayacaktır ve cari açık sürdürülebilir olacaktır.

Doisy ve Hervé (2003), yabancı doğrudan yatırımlarla finanse edilen açık- ların uzun süre bir geri ödeme sorunu akla getirmeyeceğini, dolayısıyla “borç dinamiği” teriminden çıkarılabileceğini ifade ediyorlar. Net yabancı doğrudan yatırımın GSYH oranını  $f_i$  ile gösterirsek, denklem (19)’da verilen ilişkiyi şöyle yazabiliriz;

$$d = -b(r^* - \varepsilon - \gamma) + f_i \quad (20)$$

Aşağıda bölüm 4’te Türkiye için cari açığın sürdürülebilirliği (19) ve (20) denklemleri çerçevesinde araştırılmakta ve tartışılmaktadır.

### **Sürdürülebilirlik Hesaplamasında Varlık Talebi Yaklaşımı**

Cari açığın sürdürülebilirliği için yaptığımız üçüncü tanımda, cari açığın finansmanı öne çıkmaktadır. Ek finansman için, yabancıların açık veren ülkenin tahvil, bono, hisse senedi ve fiziki yatırım gibi değerlerine talebi olması, kendileri için artı olan  $B_{t+1} - B_t$  değerinin yükselmesi gerekir.

Ayrıntısına girmeden ve Edwards (2001)’i temel alarak, sürdürülebilir cari açık değerinin bu tanıma göre nasıl hesaplandığını açıklayalım. Diyelim ki yabancılar belli bir denge durumunda kendi portföylerinin belli bir oranını Türkiye’nin tahvil, bono, hisse senedi ve fiziki yatırım gibi pasif kalemleri cinsinden tutmak istiyorlar. Açık veren ülkenin eksi olan net dış varlıklarını GSYH oranı olarak yine  $b_t$  ile ifade edelim.  $b_t$ ’nin değerini örneğin iç ve dış faiz farkı, Türkiye’nin ülke riski gibi değişkenler etkilemektedir. Ülke riski içinde politik risk önde gelir ve bu riskin azalması,  $b_t$  oranını yükseltir. Yabancıların talebi ile belirlenen  $b_t$ ’nin ortalama denge değeri için  $b$  diyelim.

Açık veren ülkenin ortalama uzun dönem denge büyüme oranını yine  $\gamma$  ile, cari açık oranını da  $ca$  ile gösterelim. Edwards (2001)’de gösterildiği gibi, ülkenin  $ca$ ,  $b$  ve  $\gamma$  oranları arasında şu ilişki kurulabilir:<sup>6</sup>

$$ca = \gamma b \quad (21)$$

Burada  $b$  yabancıların tutmak istedikleri açık veren ülke kaynaklı varlıklar olduğundan, yani kabaca o ülkeye vermek istedikleri borç olduğundan,  $ca$  oranı sürdürülebilir cari açığı temsil etmektedir.  $\gamma$  ve  $b$  veri iken daha yüksek bir cari açık finanse edilemez. Daha yüksek bir cari açığın finansmanı için  $b$ ’nin ve/veya  $\gamma$ ’nin artması gerekir.

Burada şu noktalar önemlidir. (a) Denklem (21)’deki ilişki temelinde cari açığın sürdürülebilirliği araştırmasını özellikle borç veren uluslararası kuruluşlar yapmaktadır ve Goldman-Sachs, Deutsche Bank gibi kuruluşların ça-

<sup>6</sup> Burada, ilişkiyi basit tutabilmek için, denge durumunda döviz rezervinde bir değişme olmadığı varsayılmıştır.

lışmalarının ayrıntısı için Edwards (2001)'e bakılabilir. (b) Bu gibi finansal kuruluşların portföylerinde özellikle açık veren gelişmekte olan ülkeler için belli üst sınırlar olduğu bilinmektedir. (c) (21)'den de anlaşılacağı gibi, ülkelerin sürdürülebilir cari açık oranları çok farklı olabilir ve ülkeler için %4, %5 gibi standart sınırlar koymak anlamlı değildir.

Yukarıda verilen makro muhasebe yaklaşımına ek olarak, cari açığın sürdürülebilirliği, ekonometrik olarak cari açık değişkeninin durağan bir süreç olup olmaması ile de araştırılmaktadır. Bu konuya burada girmiyoruz, ancak Türkiye bağlamında bir sonraki bölümde kısaca ele alıyoruz. Sürdürülebilirlik IMF tarafından da özellikle döviz kurunun vurgulandığı ve birçok başka değişkenin biraraya getirilmesi ile oluşturulan ölçütler çerçevesinde araştırılmaktadır. Bunlara yine Bölüm 4'te kısaca yer vereceğiz.

#### 4. TÜRKİYE'DE CARI AÇIK VE SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ

Önce şu saptamayı yapalım. Türkiye'de cari açıklar, haklı veya haksız, son 50 yılda, ama özellikle son 15 yılda, yaşanan çalkantılarda ve bunalımlarda hep gündeme gelmiş, onlarla birlikte anılmışlardır. Şekil 1'de görüldüğü gibi 1994 ve 2000-2001 yıllarındaki bunalımlar öncesinde hızla artan ve sürdürülebilirliği tartışılan cari açıklar vardır.

Cari açığın bunalımlarla ilgili çağrışımları bu konuyu önemli kılmaya yetiyor ama, bazı ayrıntılara bakmakta yarar var. Sürdürülemez olarak algılanan cari açık, hızlı kur ve faiz değişmelerine neden olursa, bunlar yüksek iç ve dış borç stoku/GSYH oranlarında da sıçramalara yol açabilir. Aslında, bir tanıma göre bunalım zaten kurun ve faizin hızla değişmesidir. Ayrıca, kur ve faiz değişmeleri ile cari açıda bir düzeltme olsa da, büyümede duraklama, gerileme olabilir. Bunlar Türkiye'de cari açığın sürdürülebilir olup olmadığının daha özenli olarak tartışılması gerektiğini ortaya koymaktadır.

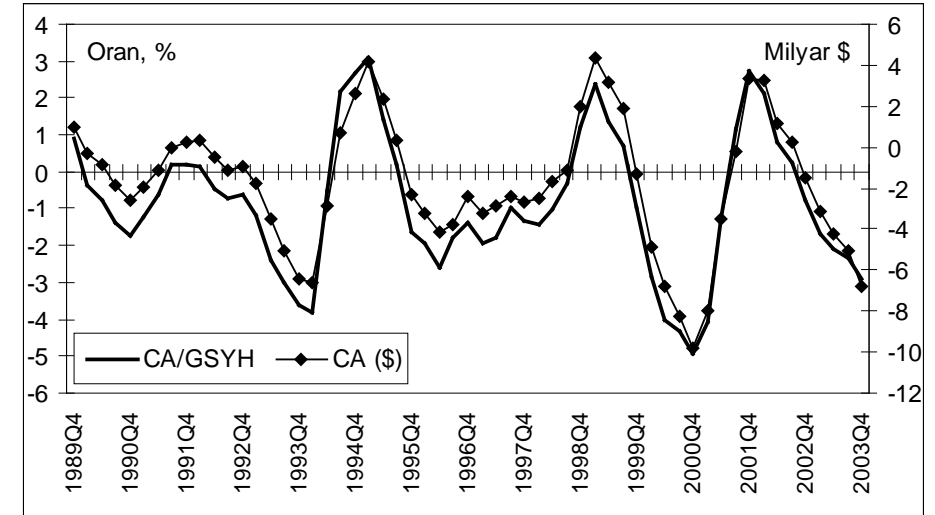
Peki ama, Türkiye'nin 2004 cari açığı için değer ve oran olarak resmi öngörü 7.6 milyar \$ ve %2.8 olarak açıklanmışken ve bunlar 2003'teki değerlere de yakın iken, bu tartışmanın ne gereği var? İki nedeni var.

Birincisi, 2004 büyümesi ve döviz kuru için yapılan varsayımlar dikkate alındığında, 2004 öngörüsü oldukça iyimser görünüyor. Eğer döviz kuru, iç talep, ücret gibi değişkenler 2004 başındaki trendlerde giderse, cari açığın değer olarak 10 milyar doları ve oran olarak %3.5'i aşacağı söylenebilir. Bunların yüksek olup olmadığı da ayrı bir konudur. Bu iyimserliğin temelinde 2003'teki cari açığın makul düzeyde kalması, ihracatın öngörülenden fazla yükselmesi vardır. İhracat iyimserliği de ayrı bir konudur.

İkincisi, Türkiye'nin iç ve dış borç oranları yüksektir, dış piyasalardan da her zaman dilediğince borçlanamayabilir. Bu koşullarda, cari açık çok yük-

selmese bile, açığın 2002 sonundan bu yana sürmesi ve dış borçlanma gereksinimini arttırması önemsenmelidir.

**Şekil 1:** Cari Açık ve GSYH'ya Oranı, Milyar \$ ve %



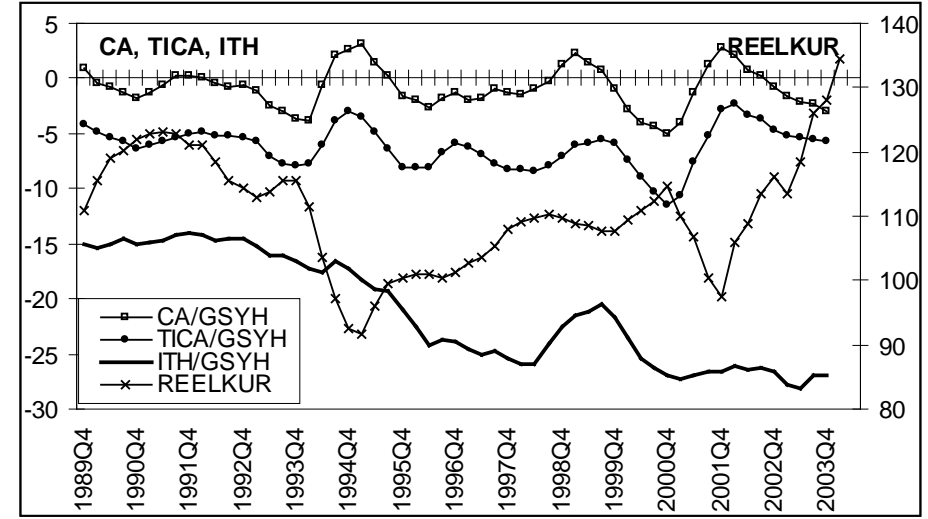
**Kaynak:** TCMB ve DİE.

**Not:** Şekildeki cari açık değerleri ve oranlar her üç-ay için yıllık olarak hesaplanmıştır.

Türkiye’de cari açığı daha önceki bölümlerde verdiğimiz çerçeve içinde tartışabilmek için, önce denklem (1)’de yer alan cari açık kaynaklarını ve diğer değişkenlerle ilişkisini ele alalım.  $CA_t = NX_t$  eşitliğinden hareketle,  $NX_t$  içindeki döviz gelir ve giderlerine bakalım.

Şekil 2’de cari açık, mal dış ticaret açığı ve ithalat oranları ile birlikte reel kur endeksi de yer almaktadır. Şekilde görüldüğü gibi, Türkiye’de cari açık büyük ölçüde mal dış ticaret açığından kaynaklanıyor; iki açık birlikte seyrediyor. Dış ticaret açığı oranını etkileyen kalemler içinde, ithalat oranı sürekli yükseliyor ve dalgalanmalar diğer kalemlerden geliyor. İthalat içinde ise, tüketim malları özellikle son dönemde giderek yükseliyor, yatırım malları ise daha çok dalgalanma gösteriyor.

**Şekil 2:** Cari Açık, Dış Ticaret Açığı ve İthalat Oranları, % ve Reel Kur Endeksi, 1995=100



**Kaynak:** TCMB ve DİE.

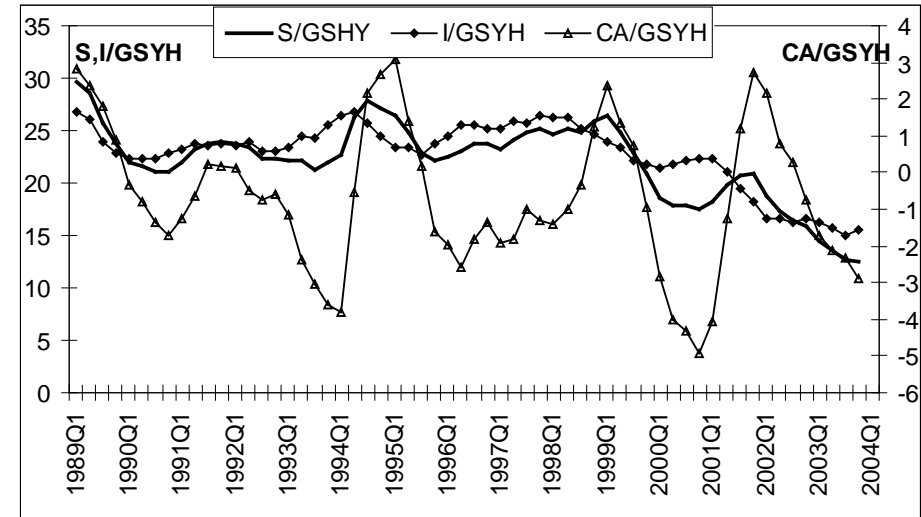
**Not:** (1) Şekildeki cari açık, dış ticaret açığı ve eksi olarak alınan ithalat oranları ve reel kur endeksi her üç-ay için yıllık ortalama olarak hesaplanmıştır. (2) İthalat ve ihracat, ödemeler dengesi tablosundan FOB olarak alınmıştır ve bunlar içinde bavul ticareti de vardır. (3) Reel kur endeksinin 1995 öncesi değerleri, ABD doları ve Alman markı nominal kurlarından, bunlara eşit ağırlık verilerek ve TEFE endeksleri kullanılarak hesaplanmıştır. Sonra TCMB endeksi geriye götürülmüştür.

#### 4.1 Optimizasyon Yaklaşımının Önermesi Geçerli midir?

$CA_t = S - I_t$  eşitliğini temel alarak, cari açık, tasarruf ve yatırım arasındaki ilişkiye bakalım. Şekil 3'te bu üç değişken GSYH'nın oranı olarak ve yine üç aylık dönemler için yıllık olarak ifade edilmiştir. Şekilde, tasarruf oranı ile yatırım oranı arasında yakın bir ilişki var gibi görünmektedir, ancak bu ilişkinin ekonometrik olarak da ortaya konması gerekiyor. Böylece, denklem (12) veya (13) ve (14) ile ifade edilmiş olan zamanlararası optimizasyon yaklaşımının ampirik önermelerini de sınama imkanı ortaya çıkmaktadır.



Şekil 3: Tasarruf, Yatırım ve Cari Açık Oranları, %



**Kaynak:** TCMB ve DİE.

**Not:** Şekildeki oranlar her üç-ay için yıllık olarak hesaplanmıştır. Tasarruf oranı, yatırım oranı ile cari açık oranı toplanarak artık olarak bulunmuştur.

Hatırlayalım, optimizasyon yaklaşımı tasarruf ile cari açık arasında güçlü bir artı ilişki vardır derken,  $CA_t = S - I_t$  eşitliğinden hareketle, yatırım ile tasarruf arasında bir ilişki yoktur diyor. Optimizasyon yaklaşımının ampirik önermesini araştırmak için Feldstein ve Horioka'nın (1980) ve diğer araştırmacıların yaptığı gibi, denklem (13)'ü tahmin etmek uygun görünmüştür. Yaklaşımın öngörüsü geçerli ise, bu denklemde  $(1 - \beta)$ 'nin istatistiksel olarak 0 olması gerekir. Aynı yaklaşım, yatırımla cari açık arasında güçlü bir ters ilişki öngörmektedir. Bu öngörünün geçerli olması için denklem (14)'teki  $\beta$ 'nin istatistiksel olarak -1 olması gerekir.

Denklem (13) tahmin edilmeden önce,  $(CA_t/Y_t)$ ,  $(S_t/Y_t)$  ve  $(I_t/Y_t)$  değişkenlerinin durağan olup olmadıklarını araştırdık. ADF yöntemine göre yapılan bu araştırmanın sonucu Tablo 1'de verilmiştir.

**Tablo 1:**  $(CA_t/Y_t)$ ,  $(S_t/Y_t)$  ve  $(I_t/Y_t)$  İçin Birim Kök Testleri (\*)

Düzyey	ADF t-değeri	Test Sonucu	Sabit & Trend	Gecikme Sayısı
CA/Y	-5.83	B.Kök Yok**	S	1
S/Y	-3.29	B.Kök Var	S & T	1
I/Y	-1.68	B.Kök Var	S & T	1
<b>Fark</b>				
$\Delta(S/Y)$	-3.90	B.Kök Yok**	Yok	0
$\Delta(I/Y)$	-4.57	B.Kök Yok**	Yok	2

(\*) Tahminler 1989:2 -2003:4 döneminin 59 üç-aylık verisi ve Eviews4 programı ile yapılmıştır.

(\*\*) Birim kök var hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmektedir.

Tablodan görüldüğü gibi, 1989:2 -2003:4 döneminin 59 üç-aylık verisi kullanıldığında  $(CA_t/Y_t)$  durağan bir zaman serisidir. Buna karşılık, aynı dönemde  $(I_t/Y_t)$  ve  $(S_t/Y_t)$  durağan değildirler; ancak bunların birinci farkları durağandır. Öyleyse  $(CA_t/Y_t)$  için  $I(0)$ ,  $(I_t/Y_t)$  ve  $(S_t/Y_t)$  için  $I(1)$  diyebiliriz. Bu durumda denklem (13)'ü tahmin etmek yoluna gitmedik ve önce  $(I_t/Y_t)$  ile  $(S_t/Y_t)$  arasında eşbütünleşme (co-integration) olup olmadığını araştırdık. Bu araştırmayı 1989:4-2003:4 dönemi verileri ile Johansen yöntemini kullanarak yapınca Tablo 2'deki sonuçlar elde edilmiştir.

Tablodaki sonuçlara göre,  $(I_t/Y_t)$  ve  $(S_t/Y_t)$  uzun dönemde birlikte seyretilmektedirler ve bir dengeye doğru gitmektedirler. Bu iki değişken arasındaki uzun dönem ilişkisi gösteren normalleştirilmiş katsayı Tablo 2'nin en alt satırında verilmiştir ve istatistiksel olarak 1'den farklı değildir. Bu sonuç beklentilere uygundur, ancak optimizasyon yaklaşımı için olumsuzdur.

Optimizasyon yaklaşımı için asıl önemli olan  $(I_t/Y_t)$  ve  $(S_t/Y_t)$  arasındaki kısa dönemli ilişkidir. Bunlar arasındaki kısa dönemli ilişkiyi araştırmak için bu değişkenlerin birinci farklarından oluşan bir kısa dönemli denklem tahmin edilmiştir. Bu denklemde ayrıca uzun dönemli denklemin hata teriminden oluşan bir hata düzeltme değişkeni de eklenmiştir.

**Tablo 2:**  $(I_t/Y_t)$  ve  $(S_t/Y_t)$  İçin Johansen Eşbütünlüşme Testi (\*)

Eşbütünlüşme Vekt.	Özdeğer	Trace İstatistiği	%5 Kritik Değeri	%1 Kritik Değeri
0*	0.334806	23.37946	18.17	23.46
1	0.002487	0.141928	3.74	6.40
Eşbütünlüşme Vekt.	Özdeğer	Max.Özdeğer İstatistiği	%5 Kritik Değeri	%1 Kritik Değeri
0**	0.334806	23.23753	16.87	21.47
1	0.002487	0.141928	3.74	6.40
Normal. Katsayı (St. Hata)	I 1.000	S -0.9856 (0.0854)		

(\*) Eşbütünlüşme vektörünün olmadığı hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde reddedilmektedir.

(\*\*) Eşbütünlüşme vektörünün olmadığı hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmektedir.

Hata düzeltme denkleminin 19889:2-2003:4 döneminin 59 verisi ile elde edilen tahmin sonucu şöyledir (katsayıların altındaki değerler standart hatalardır. İstatistiklerin yanında verilenler ise p-değerleridir).

$$\Delta(I_t/Y_t) = -0.08 + 0.37\Delta(S_t/Y_t) - 0.29\Delta(S_{t-1}/Y_{t-1})$$

$$(0.12) \quad (0.11) \quad (0.12)$$

$$-0.07\Delta(S_{t-2}/Y_{t-2}) + 0.43\Delta(I_{t-1}/Y_{t-1}) - 0.04EC_{t-1}$$

$$(0.09) \quad (0.14) \quad (0.06)$$

$$\bar{R}^2 = 0.429, \quad 1-4 \text{ İçsel Bağıntı: } \chi^2 = 4.800(p: 0.312),$$

$$1-4 \text{ ARCH: } \chi^2 = 0.862 (p: 0.934),$$

$$\text{Değişen Varyans, White: } F = 1.69 (p: 0.055),$$

$$\text{Normallik, Jarque-Bera: } \chi^2 = 0.564 (p: 0.754).$$

Bu tahminde bizim için önemli olan sonuç şudur;  $\Delta(S_t/Y_t)$  değişkeninin katsayısı artı ve sıfırdan farklıdır. Gecikmeli  $\Delta(S_t/Y_t)$  katsayıları eksi işaretli olmakla birlikte, Almon tahmini yapıldığında toplam artı ve anlamlı çıkmaktadır. Bu katsayı tahmini daha önce OECD ülkeleri için bulunan tahminlere de oldukça yakındır. Diğer yandan denklem hata düzeltme tahmini için uygun değildir; hata düzeltme değişkeninin katsayısı anlamsızdır. Denklemden değişen varyans sorunu şüphesi de vardır.

Bu durumda optimizasyon yaklaşımının cari açık ile tasarruf arasında güçlü bir ilişki olduğu önermesi, yatırım ile cari açık arasında ise ilişki olmadığı önermesi Türkiye verileri ile uyumlu değildir. Buradan hareketle optimizasyon yaklaşımının politika önermelerini de sorgulamak gerekir.

#### 4.2 Cari Açığın Sürdürülebilirliği

Türkiye’de cari açığın yakın gelecekte sürdürülebilir olup olmadığına denklem (19), (20) ve (21)’i kullanarak bakabiliriz. Bazı çalışmalarda denklem (21) ile Türkiye için bir sürdürülebilir cari açık oranı hesaplanmıştır ve burada bunları belirtmekle yetineceğiz. Edwards (2001)’in aktardığına göre, denklem (21) benzeri ilişkiler özellikle borç veren uluslararası kuruluşlar tarafından sıkça kullanılıyor ve bunlardan birisini de Goldman-Sachs adına Ades ve Kaune (1997) yapmış. Bu çalışmada Türkiye için, ve Meksika için, sürdürülebilir cari açık oranı GSYH’nın %2.1’idir.

Denklem (21)’deki uzun dönemli katsayılar için bazı ortalama değerler verdiğimizde bu orana kolayca ulaşılabilir. Şöyle ki, çalışmanın yapıldığı yıllarda Türkiye’nin ortalama dış borç oranı %48, GSYH büyüme oranı da %4.5 dolayındadır. Bu ikisinden sürdürülebilir cari açık şöyle elde edilebilir;

$$ca = \gamma b = (0.045)(0.48) * 100 = 2.2$$

Hesaplamaya 2000’leri de kattığımızda, IMF’nin de katkısıyla ortalama dış borç oranının %65 düzeyine yükseldiğini görüyoruz. Ortalama büyüme oranını %4 alırsak, sürdürülebilir cari açığı şöyle buluruz;

$$ca = \gamma b = (0.04)(0.65) * 100 = 2.6$$

Şimdi sürdürülebilir açık için (20)’de verilen

$$d = -b(r^* - \varepsilon - \gamma) + fi$$

eşitliğine bakalım. Bu eşitlikte d, dış borç/GSYH’dır ve son beş yıldaki ortalaması %65.5’tir. Bunu d = %60 olarak alalım. Reel dış borçlanma faizi r\*, AB’ye yeni katılan ülkeler için son dönemde örneğin Doisy ve Hervé (2003) gibi çalışmalarda %10 ile %4.5 arasında alınıyor. Bu ülkelerin reel faiz ortalaması yaklaşık %7; Türkiye için de bu ortalama oranı alabiliriz.

Önümüzdeki dönemin reel ortalama kur değerlenmesi için  $\varepsilon = 0$  alınabilir, çünkü yakın gelecekte kurun değerlenmeye devam edeceğini varsaymak gerçekçi olmayabilir. Eğer AB ile üyelik görüşmeleri başlarsa,  $\varepsilon = \%2$  gibi değerler alınabilir. Büyüme oranı için biraz temkinli davranıp  $\gamma = \%4$  alabiliriz. Son olarak, AB üyelik görüşmelerini şimdilik temel senaryo içine katmazsak, net doğrudan yabancı yatırım oranına  $fi = 0$  diyebiliriz. İyimser bir senaryoda, yeni AB üyesi ülkelerin deneyimine bakarak,  $fi = \%2$  alabiliriz.

Şimdi bunları Tablo 3'te biraraya getirelim. Bu tabloda, yapılan farklı varsayımlar bir temel senaryo, bir iyimser senaryo ve bir de kötümser senaryo olmak üzere üç başlık altında toplanmıştır. Temel senaryo'da, dış borç dinamiğinin sonucu olarak, GSYH'nın %1.8'i oranında dış ticaret fazlası yaratılması gerekir. Burada dış ticaret fazlası, faiz ve kar gibi net dış varlıkların net gelirinden arındırılmış, ancak işçi dövizleri gibi transferleri içeren cari açık olarak alınabilir. Bu şekilde tanımlanan dış ticaret dengesi 2002'de %1.65 iken, 2003'te -%0.58 olmuştur.

Tablo 3: Cari Açığın Sürdürülebilirliği İçin Gerekli Ticaret Fazlası

	<b>Temel Senaryo</b>	<b>İyimser Senaryo</b>	<b>Kötümser Senaryo</b>
b	0.60	0.60	0.70
r *	0.07	0.07	0.08
$\varepsilon$	0.00	0.01	-0.02
$\gamma$	0.04	0.05	0.03
fi	0.00	0.02	0.00
d	0.018	-0.014	0.049
Dönem	1999-2003	1994-1998	1989-1993
d	0.013	0.016	0.0097

**Kaynak:** TCMB ve DİE.

İyimser senaryoda, özellikle büyüme oranının yükselmesi ve yabancı doğrudan yatırım nedeniyle, borç dinamiği, dış ticaret fazlası yaratılmasını gerekli kılmıyor. Tam tersine, yüksek borç oranına karşılık, ekonomi dış ticaret açığı verebiliyor. Kötümser senaryoda, reel döviz kurunda azalma, faizde yükselme ve büyüme oranında düşme var. Bu nedenle verilmesi gereken ticaret fazlası %4.9 oluyor. Burada tanımlandığı şekliyle, Türkiye 2001 yılında %5.79 oranında ticaret fazlası vermiştir. Tablo 3'ün alt tarafında 1989 yılından bu yana 5'er yıllık dönemler itibarıyla verilen dış ticaret fazlaları yer almaktadır.

Bu makro muhasebe yöntemi, başka yöntemler gibi, birçok basitleştirici varsayıma dayanmaktadır. Birincisi, ekonominin şimdiki zamandaki dış borç oranını sürdürülebilir olarak varsaymaktadır. İkincisi, ekonominin durağan durum dengesinde olduğu kabul edilmektedir. Üçüncüsü, sabit değerler üzerine oturduğu için yöntem temelde statiktir. Sürdürülebilirlik çalışmalarında aslında birçok değişkenden yararlanılmaktadır; dış borçların vade yapısı, eko-

nominin bankacılık ve finansal kesiminin durumu, döviz kurunun fazla değerli olması, mali açıkların büyüklüğü ve politik istikrarsızlık bunlar arasındadır.

Burada bu ayrıntılara girmedik, ancak yine de bazı sonuçlara ulaştık. Türkiye çok borçlu, yüksek reel faizlerle borçlanabilen ve yabancı doğrudan yatırım alamayan bir ülke olarak dış ticaret açıkları ve cari açıklar konusunda dikkatli durumundadır. 2003 yılında burada tanımlanan şekliyle dış ticaret açığı vardır ve 2004'te de bu açığın süreceği anlaşılmaktadır. Ancak belirtmek gerekir ki, Türkiye geçmiş 20 yıl içinde iki yıl üstüste büyük ticaret açıkları ile başedememiş, ya önlemler almış, ya da bunalımlar yaşamıştır.

## 5. SONUÇ

Bu çalışma bazı sorulara cevap aramanın ürünüdür. Temel merak konusu iktisatta ve Türkiye'de cari açık konusunda yapılan tartışmaların arkasında hangi model ve yaklaşımların olduğu sorusudur.

Bu tür sorularla yola çıkıp, Bölüm 2'de iktisatta cari açığın nasıl ele alındığına baktık. İç borç konusundaki sürdürülebilirlik tartışması burada dış borç sürdürülebilirliği tartışması olarak yer alıyordu ve zamanlararası bir bütçe veya dış denge kısıtı ile karşılaştık. Ardından "zamanlararası optimizasyon yaklaşımı" geldi. Bu yaklaşım birçok görüşün ve tartışmanın temelini oluşturduğu için önemli önermelerini, özellikle ampirik olanları not ettik. Bu bağlamda yapılan ampirik çalışmalardan gördük ki, optimizasyon yaklaşımı gerçek ekonomideki gelişmeleri açıklamakta başarılı değil. Buna karşılık, cari açık ile ilgili tartışmalarda kuramsal bir temel oluşturmaya devam ediyor. Ayrıca, gerçek ekonomiyi bu model çerçevesinde açıklama çabaları, değiştirilen ve esnetilen varsayımlarla sürüyor.

Cari açık konusundaki tartışmalarda görüşler çok çeşitli. Bazıları, basitleştirici varsayımlarına ve başarılı olmayan ampirik sonuçlarına karşın, optimizasyon yaklaşımını arkasına alıyor. Bu bağlamda, hele özel kesimden kaynaklanıyorsa, cari açığın yükselmesini iyi bir gelişme olarak görenler var. Gerçek dünyadaki bunalımlara da bakarak görüş oluşturanlar, özellikle borçlu ülkelere bu konuda dikkatli olmasını ve açıklar için vakit yitirmeden önlemler almasını öneriyorlar.

Cari açıklar ve dış borçlar hangi durumda sürdürülebilir olmaktan çıkar sorusunun cevabı önemli. Bu öneme atfen, AB para birliğine girecek üyeleri için cari açığı sürdürülebilir koşulu koyuyor. Ancak sürdürülebilirliğin değişik tanımları var. Bu tanımlardan birisi bir ülkenin borç ödeyebilmesini temel alıyor ve açıklar ve borçlar varken verilmesi gereken dış fazlaları hesaplıyor. Bir başka tanım açıkların ve açıklarla biriken borçların finansmanı için borç verenler yanına bakıyor. Bu tanımlar eşliğinde geliştirilmiş sürdürülebilirlik

ölçütlerinden anlaşılıyor ki; ülkelerin sürdürülebilir cari açık oranları çok farklı olabilir ve %4, %5 gibi sınırlar anlamlı görünmüyor.

Yaklaşımlara, tartışmalara ve ölçütlere baktıktan sonra, Türkiye'yi ele alıyoruz. Burada cari açığın farklı tanımlarını kullanarak bazı alt kalemlerine kısaca bakıyoruz ve görüyoruz ki, Türkiye'de cari açık yükseldiğinde daha çok tüketim malları ithalatı yükseliyor, yani özel tasarruf azalıyor. Diğer yandan da ithalat yoluyla yatırım yükseliyor. Başka ülke verileri gibi Türkiye verileri de beklenen bir ekonometrik sonuç veriyor ve optimizasyon yaklaşımının temel bir önermesini doğrulamıyor. Bu durumda bu yaklaşımın politika önermelerini de sorgulamak gerekiyor. Sonra Türkiye'de cari açığın sürdürülebilir olma koşullarını makro muhasebe yoluyla hesaplıyoruz. Hesaplamalardan çıkan sonuç şudur; Türkiye bugünün koşullarında cari açık konusunda dikkatli olmak zorundadır. Bu çalışmanın bu konudaki tartışmalara bir katkı yapabilmesini umuyorum.

## KAYNAKÇA

- Ades, Alberto ve Frederico Kaune (1997) "A New Measure of Current Account Sustainability For Developing Countries", *Goldman-Sachs Emerging Markets Economic Research*.
- Calvo, Guillermo A., (2000) "Balance of Payments Crises in Emerging Markets: Large Capital Inflows and Sovereign Governments," *Currency Crises*, içinde derleyen; Paul Krugman, The University of Chicago Press.
- Calvo, Guillermo A., Leonardo Leiderman, ve Carmen Reinhart (1993) "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors." *IMF Staff Papers*, 40, March.
- Corden, W. Max. 1994. *Economic Policy, Exchange Rates, and the International System*. Oxford: Oxford University Press.
- Corsetti, Giancarlo, Paolo Pesenti ve Nouriel Roubini (1998, November) "Paper Tigers? A Model of the Asian Crisis." NBER Working Paper No. 6783.
- Corsetti, Giancarlo, Paolo Pesenti ve Nouriel Roubini (1998, December) "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? Part I: A Macroeconomic Review" NBER Working Paper No. 6833.

- Doisy, Nicolas ve Karine Hervé (2003) "Les déficits courants des PECO: Quelles implications pour leur entrée dans l'Union Européenne la zone Euro", *Economie Internationale* No. 93 (1) ss.59-88.
- Edwards, Sebastian (2001) "Does the Current Account Matter?", NBER Working Paper No. 8275, May.
- Edwards, Sebastian (2004) "Thirty Years of Current Account Imbalances, Current Account Reversals and Sudden Stops", NBER Working Paper No. 10276, January.
- Feldstein, Martin, and Charles Horioka (1980) "Domestic Saving and International Capital Flows," *Economic Journal*, XC, (June), ss. 314-329.
- Fischer, Stanley (1988) "Real Balances, the Exchange Rate, and Indexation: Real Variables in Disinflation" *Quarterly Journal of Economics*, 103 (1), s.110-128.
- Fischer, Stanley (1994) "Comments on Dornbusch and Werner" *Brookings Papers on Economic Activity*, No.1, s.304-309.
- Fischer, Stanley (2003) "Financial Crises and Reform of the International Financial System", *Weltwirtschaftliches Archiv/ Review of World Economics*, 139 (1): 1-37.
- Frankel, Jacob and Andrew Rose (1996) "Currency Crises in Emerging Markets: An Empirical Treatment," *Journal of International Economics*, 41( 3-4), ss. 351-366.
- Frenkel, Jacob A. ve Assaf Razin (1996) *Fiscal Policies and Growth in the World Economy*. 3. Baskı. Cambridge, MA.: MIT Press.
- Hunt, Benjamin ve Alesandro Rebucci (2003) "The US Dollar and the Trade Deficit: What Accounts for the Late 1990s?" IMF Working Paper, No. WP/03/194, October.
- IMF(2000) *World Economic Outlook* October. IMF, Washington D. C.
- IMF(2003) *World Economic Outlook*, October. IMF, Washington D. C.
- Kaminsky, Graciela L. (2003) "Varieties of Currency Crises", NBER Working Paper 10193, December
- Kenen, Peter B. (1985) "Macroeconomic Theory and Policy: How the Closed Economy Was Opened" *Handbook of International Economics: Vol. 2* içinde, derleyenler Ronald W. Jones ve Peter B. Kenen. Amsterdam: North - Holland.



- Kraay, Aart ve Jaume Ventura (2002) "Current Accounts in the Long Run and Short Run", NBER Working Paper No. 9030, July.
- Mann, Catherine L. (2002) "Perspectives on the US Current Account Deficit and Sustainability", *Journal of Economic Perspectives*, 16 (3), Summer, ss. 131-152.
- Milesi-Ferretti, Gian Maria ve Assaf Razin (1996a) "Current Account Sustainability", Princeton Studies in International Finance No. 81, October.
- Milesi-Ferretti, Gian Maria ve Assaf Razin (1996b) "Current Account Sustainability: Selected East Asian and Latin American Experiences", NBER Working Paper No. 5791, October.
- Milesi-Ferretti, Gian Maria ve Assaf Razin. (2000), "Current Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities" Currency Crises içinde, derleyen P. Krugman, University of Chicago Press.
- Nason, James M. ve John H. Rogers (2003) "The Present-Value Model of the Current Account Has Been Rejected: Round Up the Usual Suspects", Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers, No. 760. February.
- Obstfeld, Maurice ve Kenneth Rogoff (1996) *Foundations of International Macroeconomics*. The MIT Press, Cambridge, Mass.
- Obstfeld, Maurice ve Kenneth Rogoff (1995) "The Intertemporal Approach to the Current Account", *Handbook of International Economics: Volume 3*, içinde, derleyenler Gene M. Grossman ve Kenneth Rogoff. Amsterdam: North-Holland.
- Radelet, Steven ve Jeffrey Sachs (2000) "The Onset of the East Asian Financial Crisis", *Currency Crises*, içinde, derleyen P. Krugman, University of Chicago Press.
- Sachs, Jeffrey (1981) "The Current Account and Macroeconomic Adjustment in the 1970s", *Brookings Papers on Economic Activity No. 1*, pp.201-268.
- Shaikh, Anwar M., Gennaro Zezza ve Claudio H. Dos Santos (2003) "Is International Growth the Way Out of US Current Account Deficits? A Note of Caution", *The Levy Economics Institute Policy Note, No. 2003/6*.
- Ventura, Jaume (2002) "Towards a Theory of Current Accounts", NBER Working Paper No. 9163, September.