

# Türkiye’de Cari Açık Belirleyicileri Ve Cari Açık-Krediler İlişkisi

**Prof. Dr. Erdinç Telatar\***

## I. Giriş

Türkiye ekonomisinde son yıllarda en çok tartışılan iktisadi sorunlardan birisi, GSMH'nin gittikçe daha yüksek oranını oluşturmaya başlayan "cari açık"tır. Makroekonomik politikaların nihai amacının bir ülke ekonomisinde "iç denge" ile "dış denge"nin sağlanması olduğu dikkate alınır, kabul edilemez ve sürdürülemez nitelikte cari açıkların dış dengeden gittikçe daha fazla uzaklaşma anlamına geldiği söylenebilir ki, bu durumda ekonomik politikalar aracılığıyla söz konusu problemin çözülmesi gereği ortaya çıkmaktadır. İç dengenin sağlanması ve sürdürülmesi, genel olarak, fiyat istikrarı ile tam istihdam ve bununla uyumlu büyüme amaçlarına ulaşılmasını ifade ederken, dış denge ödemeler dengesinin ülkenin toplam giderleri ile gelirlerinin birbirine denk olması gerektiği anlamına gelmektedir. Fiyat istikrarı, tam istihdam ve ödemeler dengesinin sağlanması şeklinde ortaya konulan üç nihai amaca birlikte ulaşılması en ideal durumu göstermekle birlikte, uygulamada amaçlardan önemli sapmalar ortaya çıkabilmektedir. Cari açık, bu açıdan, dış dengesizliğe ilişkin bir sapma olarak değerlendirilebilir. Bununla birlikte, cari açığın çözülmesi gereken bir problem olarak değerlendirilebilmesi için, temel nedenleri ve finansman yöntemleri itibariyle ayrıntılı incelemeye tabi tutulması gerektiği açıktır. Raporda ilk olarak Türkiye ekonomisinde cari açığın tarihsel gelişimi ve kökenleri ortaya konularak neden ciddi bir problem olarak görülmesi gerektiği açıklanacaktır.

Cari açık problemini çözmeye yönelik olarak izlenecek politikaların seçimi ve uygulanmasında ekonomideki diğer dengelerin de dikkate alınması gerektiği açıktır. Ekonomik politika araçlarının tüm amaçlara ulaşmaya yetecek ölçüde olmamasının yarattığı "tutarsızlık" kuşkusuz diğer bazı amaçlardan belirli ölçülerde fedakarlık yapılması gereğini doğurabilir. Ancak, ilgili ekonominin içinde bulunduğu kendine özgü koşullar dikkate alınmaksızın, söz konusu fedakarlığın ölçüsü hakkında bir şeyler söylemenin doğru bir yaklaşım olmayacağı açıktır. Bu açıdan bakıldığında, Türkiye ekonomisinde para politikasının birincil amacının fiyat istikrarının korunması ve sürdürülmesi olduğu bilinen bir gerçek olarak ortaya çıkmaktadır. Bununla birlikte, cari açık problemine yönelik politikaların ekonomideki diğer önemli sorun olan işsizlik ve büyüme açısından yaratacağı sonuçların da dikkate alınması gerektiği açıktır. Dolayısıyla, seçilen politika enstrümanlarının makroekonomik politikaların üç temel amacı bazında değerlendirilmesinin daha doğru bir yaklaşım olduğu söylenebilir.

Ülkemizde son zamanlarda para politikası enstrümanının değiştirilerek, munzam karşılık oranlarının temel enstrüman olarak kullanılması yönünde bir eğilim olduğu gözlenmektedir. Yukarıdaki açıklamalardan hareketle, politika enstrümanındaki değişikliğin var olan işsizlik ve büyüme problemlerini kötüleştirmemesi ve fiyat istikrarı hedefinden kabul edilir sınırların ötesinde ayrılma yaratmaması gerektiği belirtilmelidir. Munzam karşılık oranlarındaki değişikliğin öncelikle bankacılık sisteminin kredi yaratım mekanizması

\* Hacettepe Üniversitesi, İ.İ.B.F. İktisat Bölümü Öğretim Üyesi.

üzerindeki etkileri dikkate alınmaksızın yapılacak bir analizin bu açıdan eksik olacağı açıktır. Söz konusu eksiklik, iç denge açısından toplam talep-toplam arz dengesinin ihmal edilmemesi gereğinden doğmaktadır. Dolayısıyla, bankaların kredi yaratım mekanizmasını doğrudan etkileyen bir politikanın toplam talep üzerine etkilerinin istihdam ve büyüme kapasitesi açısından doğuracağı sonuçların dikkate alınması gerekmektedir.

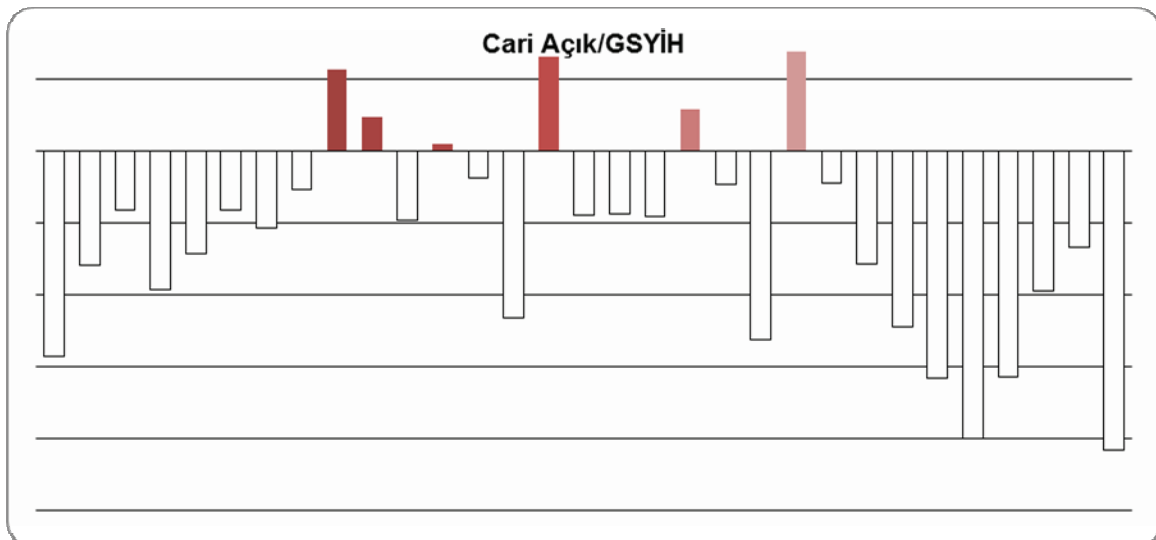
Munzam karşılık oranı artırılarak bankaların kredi yaratma mekanizmalarının kısıtlanması yoluyla cari açık probleminin çözümlenip çözümlenemeyeceği sorusunun yanıtı, öncelikle kredi mekanizması ile cari açık arasındaki nedensellik ilişkilerinin belirlenmesini gerekmektedir. Herhangi bir sorunun çözümlenebilmesi için sorunu yaratan faktörlerin belirlenmesi gerektiği açıktır. Dolayısıyla, kredilerden cari açığa doğru nedensellik ilişkisinin varlığının test edilmesi ve, var olduğu takdirde, işaretinin belirlenmesi çözüme doğru birinci aşamayı oluşturmaktadır. Raporun VI. bölümünde nedensellik ilişkisine yönelik tahmin sonuçları verilmekte ve yorumlanmaktadır.

## II. Cari Açığın Gelişimi

2010 yılı itibariyle 48.5 milyar ABD dolarına ulaşmış olan cari açığın Milli Gelir (GSYİH) içindeki payı % 8.2 olarak gerçekleşmiştir. Belirtilen cari açık/GSYİH oranının "yüksek/büyük" veya "düşük/küçük" olduğu konusunda karar verebilmek için, Türkiye ekonomisinin tarihsel gelişim çizgisi içinde cari açık gelişmelerini incelemek yararlı olacaktır. Buradaki yaklaşımımız, ekonomik gelişmelerin her ülkenin kendine özgü dinamikleri tarafından belirlendiği; dolayısıyla ülkeye özgü bir nitelik taşıdığı varsayımına dayanmaktadır. Grafik 1'de 1970'li yılların ortalarından günümüze kadar cari açık/GSYİH oranındaki gelişmeler verilmektedir.

30 yıllık tarihsel bir perspektiften baktığımızda ortalama olarak % -1.79 olan cari açık/GSYİH oranının en yüksek düzeyine (%-8.2) 2010 yılında ulaştığı görülmektedir. Sermaye hareketlerinde liberalizasyona gidildiği 1989 yılından 2002 yılına kadar, cari açık/GSYİH oranının, finansal kriz dönemlerine denk düşen 1993 ve 2000 yıllarında, sırasıyla % -3,63 ve % -4,95 olmak üzere, belirgin bir oranda arttığı gözlenmektedir. 2002 yılında % -0,83 olan cari açık 2003 yılında % -3,33, 2004 yılında % -5,19 ve 2010 yılında % -8.2 gerçekleşerek süreklilik kazanmıştır. Dolayısıyla, Türkiye'de cari açığın tarihsel çerçevede değerlendirildiğinde "büyük ve sürekli" bir nitelik taşıdığı sonucuna ulaşmak mümkündür.

Grafik 1



Kaynak: DPT ve TCMB.

### III. Cari Açığın Kaynakları

Cari açığın Türkiye ekonomisinin tarihsel gelişim süreci içinde "yüksek ve sürekli" bir probleme dönüştüğü saptamasını yaptıktan sonra, irdelenmesi gereken bir diğer konu cari açığın "iyi mi yoksa kötü mü" olarak değerlendirilmesi gerektiğidir.<sup>1</sup> Sorunun bu şekilde ortaya konulmasının nedeni, bir cari açığın "yüksek ve sürekli" olsa dahi çözümlenmesi gereken problem niteliği kazanması için "kötü huylu" olması gereğidir. Cari açık hakkında iyi/kötü kararı, aslında, cari açıkla ülkeye giren kaynakların hangi amaçlara yönelik olarak kullanıldığı sorusunun yanıtına bağlı olmaktadır.

Cari açık probleminin iyi huylu mu yoksa kötü huylu mu olduğunu belirleyebilmek için, cari açık tanımları bazında geliştirilmiş olan iki farklı yaklaşım benimsenebilir: (i) toplam harcama-toplam gelir yaklaşımı ve (ii) yurt içi tasarruf-yurt içi yatırım yaklaşımı.<sup>2</sup>

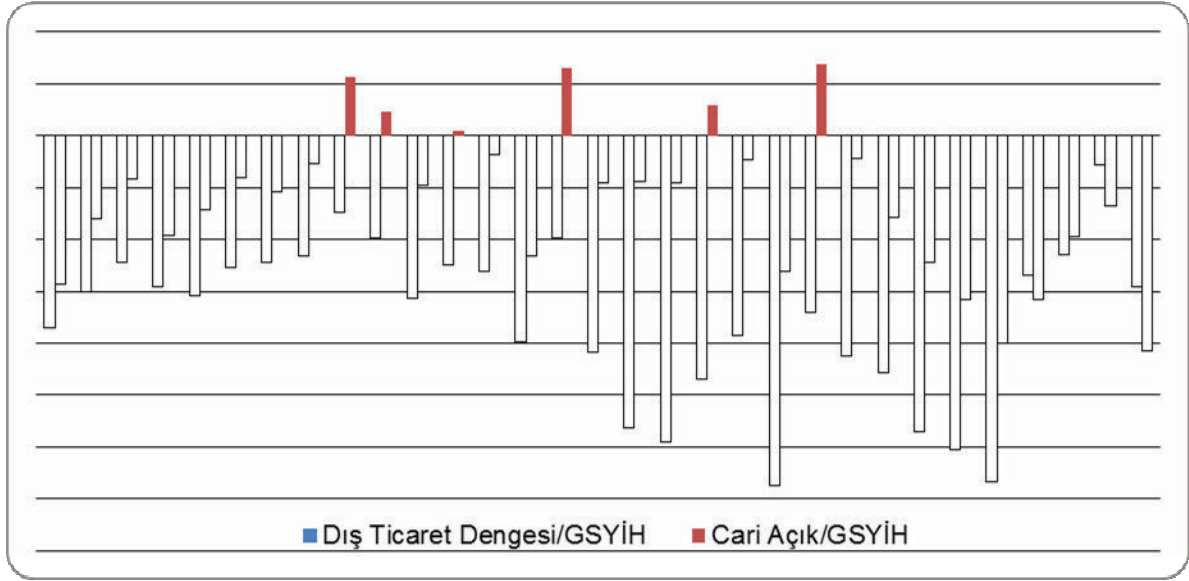
#### III.1. Toplam Harcama-Gelir Yaklaşımı

Toplam harcama-gelir yaklaşımı, bir ülke ekonomisi ile hanehalkı davranışları arasındaki benzerlikten hareket etmektedir. Ülkeler de, tıpkı hanehalkları gibi, mal ve hizmetler için yaptığı ödemeler ile yaptığı transfer harcamaları gelirlerini aştığında, bir açık ile karşı karşıya kalmaktadırlar ki, ülke ölçeğinde bu durum cari açık olarak kendisini göstermektedir. Gelirinden fazla harcama yapan hanehalklarının dışarıdan borçlanma yoluyla veya sahip oldukları varlıkları satmak yoluyla açığını kapatmak zorunda oluşuna benzer şekilde, cari açık veren ülkelerin de bu açığı bir şekilde yurt dışından borçlanarak veya varlık rezervlerini eriterek kapatması gerekmektedir. Bu açıdan ele alındığında cari açık, yabancılara varlık satıldığı veya dışarıdan borç alındığı anlamına geldiğine göre, ülkenin dünyanın geri kalan kısmına "net" anlamda borçlu bir ülke konumunda olduğunu göstermektedir.<sup>3</sup>

Cari hesap dengesizliklerini, toplam harcama ile ulusal gelir arasındaki dengesizliklerin göstergesi olarak yorumladığımızda, Türkiye'de gelirden çok harcama eğiliminin 2002 yılından başlayarak gittikçe güçlendiği söylenebilir. Başka bir deyişle, Türkiye dünyanın geri kalan kısmına karşı gittikçe yükümlülüğü artan net bir borçlu ülke konumundadır. Bu noktada, yurt dışından alınan "borçların" hangi tür harcamaların finansmanı amacıyla kullanıldığını belirlemek önem kazanmaktadır. Bu sorunun yanıtı, aynı zamanda, cari açık problemi hakkında iyi huylu/kötü huylu kararının verilmesine de olanak sağlayacaktır. "Finanse edilemeyen cari açık yoktur" görüşünün geçerliliği veri iken, araştırılması gereken konu cari açığın başat yönlendiricisinin hangi iktisadi faaliyet olduğudur. Cari hesabın kalemleri bazında inceleme yapıldığında, Grafik 2'den görüldüğü gibi, ihracat ve ithalat farkını gösteren dış ticaret açık tarihsel olarak cari açığın temel belirleyicisi olagelmiştir. Grafik 2'den görüldüğü gibi, cari açık dış ticaret açığı ile birlikte hareket etmektedir.

Dış ticaret dengesizliğinin nedeni, gerek ithalat gerekse ihracatta, özellikle 2002 yılından itibaren artan oranda, gözlenen artışlardır. İthalatın tarihsel olarak ihracatın üzerinde gerçekleşme eğilimi, Türkiye'nin üretim sürecinde hammadde ve ara malları ithalatına olan bağımlılığını yansıtmaktadır. Grafik 2, 2003 yılından başlayarak ithalat-ihracat farkının giderek açıldığını, başka bir deyişle ihracatın ithalatı karşılama oranının düştüğünü göstermektedir. Dolayısıyla, cari açık esas olarak ithalattaki artış oranının ihracat artış oranını aşması nedeniyle ciddi bir probleme dönüşme tehlikesi yaratmaktadır.

Grafik 2:

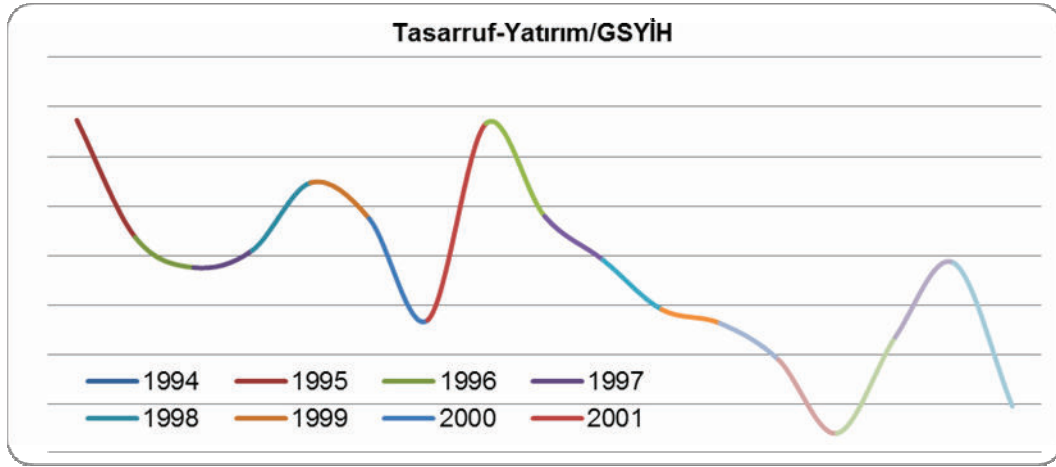


### III.2. Yurt İçi Yatırım ve Tasarruf Yaklaşımı<sup>4</sup>

Cari açığın esas olarak ithalat artışlarından kaynaklandığı gösterildikten sonra, yukarıda da belirtildiği gibi, ortaya çıkan yükümlülüklerin hangi alanlara yönlendirildiği belirlenmelidir. Bu sorunun yanıtlanabilmesi için, cari açığa ilişkin ikinci tanım bazında değerlendirme yapmak yararlı olacaktır. Bu yaklaşım, cari açığın toplam gelir-harcama farkı olarak verilen tanımından hareketle, toplam harcamaların alt parçalarına ayrılmasının daha aydınlatıcı olacağı; başka deyişle ilave sezgiler sağlayacağı düşüncesine dayanmaktadır. Bu açıdan bakıldığında, ülkenin üretken kapasitesini artırmaya yönelik harcamalara yönlendirilen kaynakların "kötü" olarak nitelendirilmesinin doğru olmayacağı söylenebilir. Örneğin, gelişme sürecinin başındaki ülkelerde yurt içi tasarrufların büyüme sürecinin gerektirdiği yatırım harcamalarını karşılayacak düzeyde olmaması doğal bir durumdur. Dolayısıyla, yeni gelişen bir ülkenin yurt içi tasarruf yetersizliğini yurt dışından aldığı kaynaklarla finanse etmesi ve üretken kapasitesini bu şekilde artırarak dışa bağımlılıktan zaman içinde kurtulması olumlu bir durum olarak değerlendirilmelidir. Bu tip gerekçelere dayalı olarak ortaya çıkan cari açık çözümlenmesi gereken bir problem niteliği taşımayacaktır; çünkü ülkenin üretken kapasitesindeki artış çözümün kendi içinde olması anlamına gelmektedir. Cari açıkla elde edilen kaynakların üretken faaliyetlere yönlendirilmemesi durumunda ise, artık problem "kendini çözme" hassasını yitirmekte ve dışarıdan çözüm önerilerine gereksinim yaratmaktadır.<sup>5</sup>

Türkiye ekonomisinde cari açığı yurt içi tasarruf ve yatırım ilişkisi bazında tanımladığımızda, tarihsel olarak tasarrufların yatırımların altında kaldığını görmekteyiz. Grafik 3'ten görüldüğü gibi, yurt içi yatırımlar bir kaç yıl istisna olmak üzere, 1994-2010 döneminde tasarrufları aşmış; fark 2002 yılından sonra sürekli olarak artmıştır. 2005-2010 döneminde tasarruf ve yatırımların GSYİH'ya oranları itibariyle aralarındaki fark yıllık bazda sırasıyla %-8.3, -10.5, -11.2, -7.3, -0.4 ve -10.1. olarak gerçekleşmiştir. Tasarruf ve yatırım farkının 2011 yılı sonu itibariyle daha da artması beklenmektedir ki, bu oran son otuz yılın en düşük oranı olacaktır.

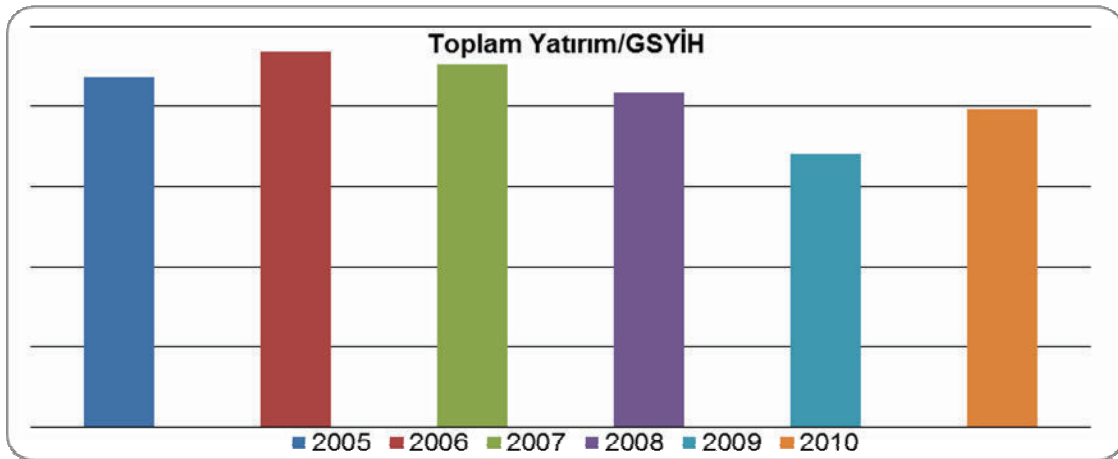
Grafik 3:



Kaynak: DPT

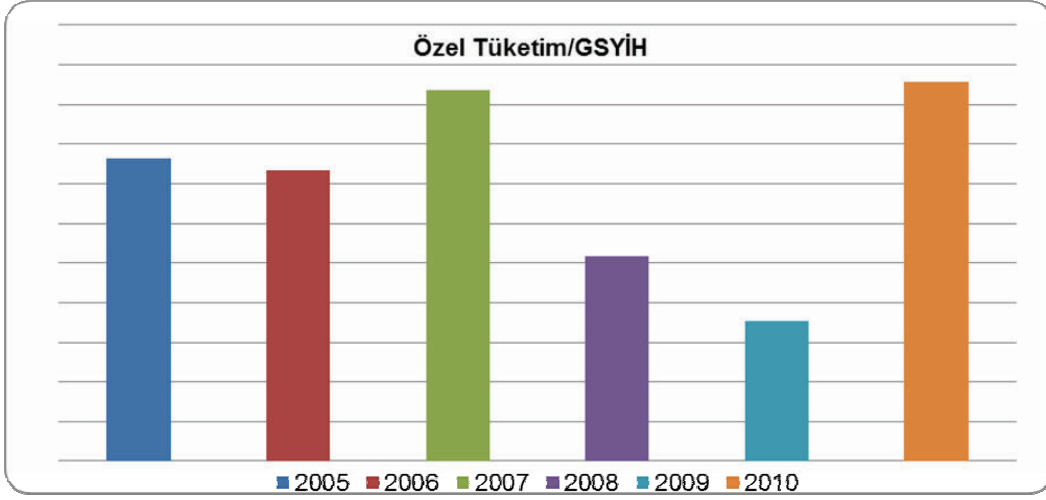
Bu noktada yanıtlanması gereken bir diğ er soru gündeme gelmektedir ki bu, "tasarruf yetersizliğinin hangi nedenden kaynaklanıyor olduğudur. Bu açıdan üç farklı geliş me ortaya çı kmış olabilir: (i) yatırımlar de ğ iş mezken tasarruflar azalmış olabilir; (ii) tasarruflar de ğ iş mezken yatırımlar artmış olabilir veya (iii) bu ikisinin bir bileş imi ortaya çı kmış olabilir. Söz konusu üç ş ıktaki durumdan hangisinin tasarruf yetersizliği sorununu yarattığ ının belirlenmesi, cari açığ a ilişkin iyi/kötü de ğ erlendirilmesinin yapılması açısından büyük önem taş ımaktadır. Bu önem, tasarrufların tüketimin aynadaki görüntüsünden başka bir şey olmadığı gerçeğ inden doğ maktadır. Bu bağ lamda, tasarruflarda düş üş tüketim harcamalarında artış anlamına gelmesi nedeniyle, sermaye birikimini sa ğ layacak yatırım harcamalarına ağı rlık verilmediğ i sonucuna götürmektedir. Grafik 4-6, Türkiye'de 2005 yılından günümüze toplam yatırımdaki geliş meleri ve toplam harcamaların kamu-özel kesim ayırımı dikkate alınarak nasıl bir geliş me gösterdiğ ini ortaya koymaktadır.

Grafik 4:



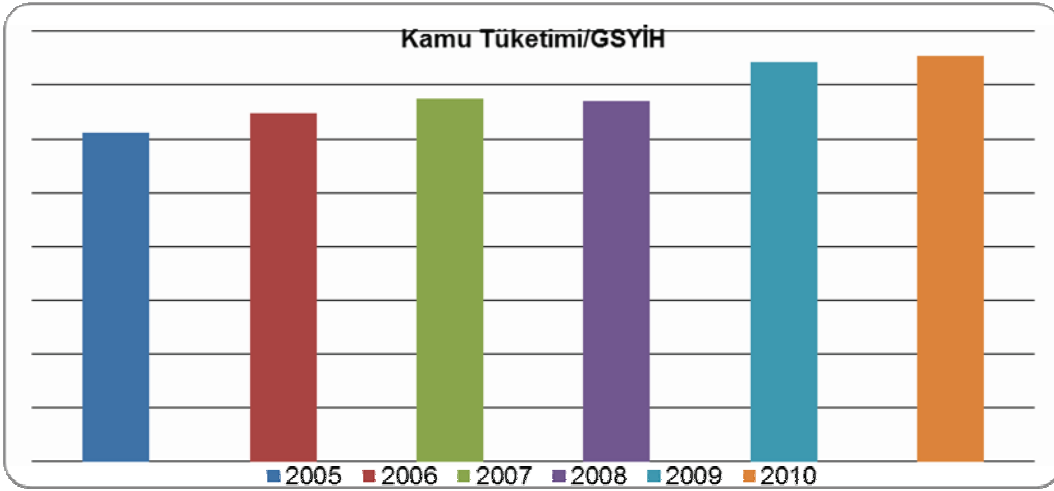
Kaynak: DPT

Grafik 5:



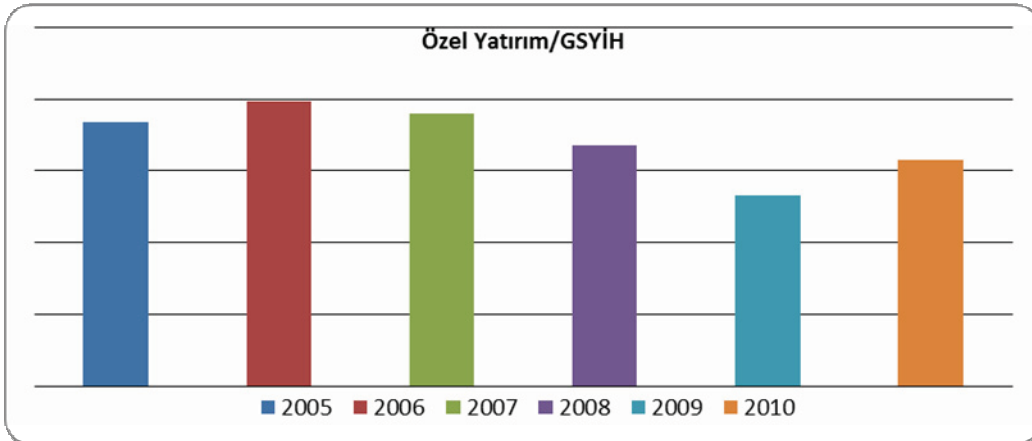
Kaynak: DPT

Grafik 6:



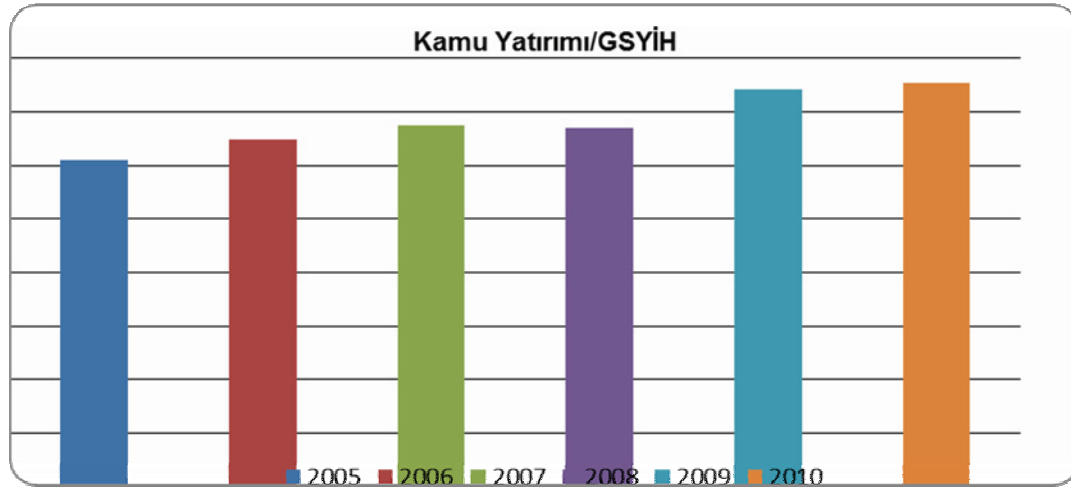
Kaynak: DPT

Grafik 7:



Kaynak: DPT

Grafik 8:



Kaynak: DPT

Grafik 6'den görüldüğü gibi, özel tüketim harcamaları GSYİH'nın yaklaşık olarak %75'ni oluşturmaktadır. Grafik 4-6 birlikte değerlendirildiğinde, cari açığın, esas olarak, yatırım harcamalarındaki artıştan değil, özel tüketim harcamalarındaki artıştan kaynaklandığı söylenebilir. Yukarıdaki değerlendirmeler ışığında, Türkiye'de 2000'li yılların ortasından itibaren sürekli nitelik kazanan yüksek oranlı cari açığın, elde edilen kaynakların üretken kapasiteyi artırıcı yatırımlara gitmemesi anlamında, "kötü huylu" olduğu söylenebilir.

#### IV. Cari Açığın Finansmanı

Yüksek oranlı, sürekli ve kötü huylu cari açığın sürdürülebilir olup olmadığı sorusunun yanıtına geçmeden önce, söz konusu cari açıkların ne şekilde finanse edildiği üzerine bir kaç şey söylemek yararlı olacaktır. Daha önce belirtildiği gibi, cari açıkları karşı karşıya kalan bir ülke, başka ülkelerden borçlanarak, sahip olduğu hisse senedi, tahvil ve benzeri finansal varlıklarını satarak veya resmi döviz rezervlerini azaltarak harcama açığını finanse edebilir. Bu yöntemlerden hangisine ve ne ölçüde başvurulduğu, politika otoritelerinin bilinçli kararlarının yanısıra, ülkenin finansal olarak dışa açıklık derecesine ve dış dünyadaki genel trende de bağlıdır.

**Tablo 1. Cari Açığın Finansman Yöntemleri (Milyar ABD Doları)**

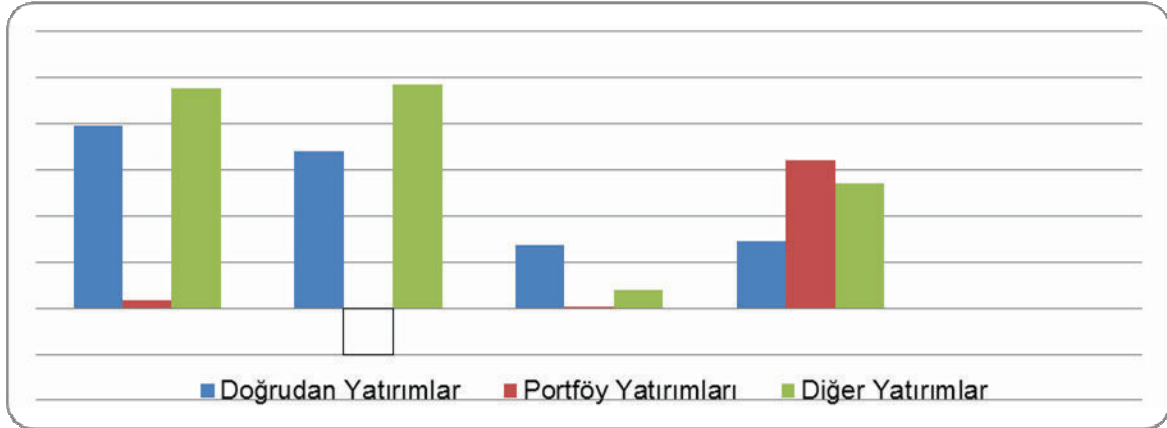
	2007	2008	2009	2010
<b>Cari Açık</b>	-37.5	-41.9	-13.9	-48.5
<b>Doğrudan Yatırım</b>	19.8	17.0	6.9	7.3
<b>Portföy Yatırımları</b>	0.80	- 5.0	0.2	16.1
<b>Diğer Yatırımlar</b>	23.9	24.3	2.0	13.6

Kaynak: TCMB

Cari hesabın ticaret dengesi dışındaki diğer kalemlerini içeren hizmetler dengesi ve transfer ödemeleri kısımlarında son yıllardaki yüksek cari açıkları finanse edecek gelişmelerin ortaya çıkmamış olması nedeniyle, finansman konusunda asıl ağırlık sermaye hesabındaki hareketlerine verilmiştir. Tablo 1'deki rakamlardan ve Grafik 7'den görüldüğü gibi, 2007-2010 dönemlerinde cari açığın finansman yöntemleri büyük değişkenlik sergilemiştir. Belirtilen dönem itibarıyla dikkat çeken gelişmeler, portföy yatırımlarının görece payının dönem başında az olması dönemin sonunda ise diğer yatırımlar kalemi ile birlikte gözlenen büyük artışlardır.



Grafik 9:



Kaynak: TCMB

Başvurulan finansman yöntemlerinin niteliği, cari açığın ülke ekonomisi açısından sorun yaratma potansiyelinin gelecekte de sürebileceği yönünde bazı sinyaller vermektedir. Özellikle 2006, 2007 ve 2008 yıllarında yüksek oranlı artış gözlenen doğrudan yatırımların devlete ait kuruluşların yabancı ortaklı özel teşebbüslere devredilmesi şeklinde yürütülen özelleştirme politikalarının sonucu olduğu bilinen bir gerçektir. Bir ülkenin sahip olduğu ve satabileceği fiziksel varlık stokunun sınırlı olduğu veri iken, özelleştirmeler yoluyla elde edilen kaynaklara uzun vadede güvenmenin mümkün olmadığı açıktır. Üretken kapasiteyi artırma amacı taşımayan ve yalnızca mülkiyetin el değiştirmesi sonucunu yaratan bir yatırımın ülkenin geleceğini olumlu yönde etkilemesi beklenemeyeceği gibi, sosyal ve ekonomik açıdan yaratacağı bazı sonuçlar dikkate alındığında uzun vadede ülkenin toplam refah düzeyini olumsuz etkileyebileceği de söylenebilir.

Son yıllarda yoğun biçimde başvurulan finansman yöntemlerinden bir diğeri olan kısa vadeli sermaye hareketleri ise, ülke ekonomisinin finansal olarak dışa açıklığı ve bağımlılığına paralel olarak kırılganlığının da artması sonucu yaratabilmektedir. Bunun temel nedeni, kısa vadeli "sıcak" para hareketlerinin yerli politika otoritelerinin tam olarak kontrol edemediği bazı faktörlerin de etkisinde bulunmasıdır. Örneğin, dünya piyasalarında likiditenin yön değiştirmesi diğer şeyler sabitken ülkeden büyük sermaye çıkışlarına yol açabilir. Yurt içi politika belirleme sürecine dışsal olmaları nedeniyle, kısa vadeli sermaye girişlerine cari açıkların finansmanında sürekli olarak bel bağlamak sağlıklı bir yaklaşım olmamaktadır. Ülkeler arası getiri farkları tarafından yönlendirilen kısa vadeli sermaye hareketleri gerek ülke içi gerekse dünya piyasalarındaki gelişmelerden etkilenmekte ve girişler beklenmedik bir anda çıkışlara dönüşebilmektedir ki, söz konusu esneklik ülke ekonomisini sermaye hareketlerindeki "tersine dönüş" eğilimine karşı oldukça kırılgan hale getirmektedir.

## V. Cari Açık ve Para Politikası

Cari açığın sürdürülemez olduğu yönünde karar verildikten sonra, çözüm arama aşamasına gelinmektedir. Bu konuda yapılabilecek öneriler vade uzunluğuna göre farklılık gösterecektir. Örneğin, üretim teknolojisindeki değişimler yoluyla üretkenliğin artırılması ve bu şekilde ülkenin ihracat kapasitesinin güçlendirilmesi önerilebilir ki, bu önerinin uygulanması ve sonuç yaratması uzun bir sürenin geçmesini gerektirecektir. Ancak, yukarıda gösterildiği gibi, Türkiye'de cari açık sorunu kısa vadeli çözüm bulunmasını gerektirecek boyutlara ulaşmıştır. Bu durumda, öncelikle araştırılması gereken konu "ekonomik politikaların belirlenme ve uygulanma sürecinde bir hata yapıp yapılmadığının" belirlenmesidir. Daha önce belirtildiği gibi, politika otoritelerinin kontrolü dışında bazı gelişmelere de bağlı olması nedeniyle, cari açık sorunu kolaylıkla çözümlenemeyebilir.



Ancak, söz konusu sorun uygulanan politikadaki hatalara da bağlı ise, bu durumda politika süreçlerinin gözden geçirilmesi ve gerekli uyarlamaların yapılması gerekecektir.<sup>6</sup> Bu kısımda, konu para politika belirlenme ve uygulanma süreci açısından incelenmektedir.

### **V.1. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Cari Açık<sup>7</sup>**

Türkiye'de 2002'den itibaren "örtük" ve 2006 yılı başından itibaren formel veya açık enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanmaktadır. Uygulama konusunda çeşitli seçenekler söz konusu olmakla birlikte, TCMB "tam yetkili" (full-fledged) enflasyon hedeflemesi lehine tercihini yapmıştır.

"Tam yetkili" enflasyon hedeflemesi beş temel unsur üzerine kuruludur:

1. başka nominal çapanın olmaması
2. fiyat istikrarının sağlanması konusunda kurumsal taahhüt
3. mali baskınlığın olmaması
4. politika enstrüman bağımsızlığı
5. politika şeffaflığı ve hesap verebilirlik

2-5. koşullar herhangi bir para politikasının etkin biçimde yürütülmesi için önkoşulları oluşturmaktaysa da, taşıdıkları önem enflasyon hedeflemesi rejiminde daha da artmaktadır. Bunun nedeni, enflasyon hedefleme stratejisinin başarıya ulaşmasının, büyük ölçüde merkez bankasının hedefe ulaşma amacını taşıyan politikaları uygulama yeteneği hakkında piyasada güçlü bir güven duygusunun yaratılmış olmasına bağlı olmasıdır. Birinci koşulun ise opsiyonel olduğu görülmektedir. 1990'ların ortaları ve sonlarında yaşanan finansal kriz deneyimlerinin sonucu olarak, çok sayıda yükselen piyasa (emerging market) ekonomisi daha esnek döviz kuru sistemlerini benimsemeye başlamıştır. Bu süreçte, döviz kuru artık birincil politika amacı veya nominal çapa rolü oynamamaktan çıkmaktadır. Aynı esnada, daha açık enflasyon hedefi benimseme yönünde bir eğilim de gözlenmektedir.

Dalgalanan döviz kuru sistemini benimsemiş ülkelerde, amaç-araç tutarsızlığı probleminden kaçınmak amacıyla, merkez bankasının döviz piyasasına kendi hesabına müdahale etmemesi (temiz dalgalanma), ayrıca izlediği para politikasının döviz piyasasındaki gelişmelerden etkilenmesine izin vermemesi bir uygulama seçeneği durumundadır. Başka bir deyişle, merkez bankalarının önünde başka seçenekler de bulunmaktadır. Örneğin, Şili ve İsrail 1990'lı yılların büyük kısmında enflasyon hedeflemesiyle birlikte döviz kurunu da hedeflemeyi tercih etmiştir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisi ile cari açık sorunu arasındaki ilişkilerin irdelenmesine geçmeden önce, belirtilen para politikası "çerçevesi"nin temel unsurlarının kısaca ortaya konulması yararlı olacaktır.

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımı, 1980'lerin sonlarından itibaren, güvenilirlik (credibility) kavramının başarılı bir para politikasının temel dayanağı olduğu yönündeki genel yargının kurumsal boyuta aktarılma sürecini ifade etmektedir. Güvenilirlik kavramı, ekonominin işleyişinin "geçmişten çok geleceğe dönük" olduğu düşüncesinden doğmuş olan bir kavramdır. Açıklaması şu şekildedir: Politika otoritelerinin ilan ettikleri politikalara sadık kalacakları yönünde kamuoyunda bir güven sağlamaları, özellikle enflasyonu düşürme politikalarının başarısı için gerek koşuldur. Özellikle uzun yıllar yüksek düzeyde enflasyonun atalet kazandığı ekonomilerde enflasyon beklentileri enflasyonun en önemli belirleyicisi durumuna gelmektedir. Bu tip ekonomilerde tüm fiyatlar enflasyon beklentilerine uygun biçimde belirleneceği, başka bir deyişle ekonomi enflasyona endeksli hale geleceği için, enflasyon beklentilerini düşürmeksizin enflasyonu düşürmek mümkün olmamaktadır.

Bu noktada, yanıtlanması gereken bazı sorular ortaya çıkmaktadır: Nominal çapa olma işlevini yitiren döviz kurunun açık bir enflasyon hedefinin benimsendiği durumda oynayacağı rol nedir? Politika otoriteleri hangi koşullarda döviz kurundaki dalgalanmalara tepki vermelidir? Döviz kurundaki dalgalanmalara hangi koşulların varlığında ve ne şekilde tepki vermişlerdir?

Para Politikasının bağlantılı olarak kredi yaratma mekanizmalarının kısıtlanması yoluyla cari açık probleminin çözümlenip çözümlenemeyeceği sorusunun yanıtı, öncelikle kredi mekanizması ile cari açık arasındaki nedensellik ilişkilerinin belirlenmesini gerektirmektedir. Bir sonraki bölümde çeşitli kredi kalemleri ile cari açık arasındaki ilişki analiz edilmektedir.

## VI. Cari Açık-Krediler Arasında Nedensellik İlişkileri

### VI.1. Nedensellik Testleri

İktisadi değişkenlerden herhangi birisinde ortaya çıkan değişikliğin bir diğer değişkende değişikliğe yol açıp açmaması ve açıyorsa ilişkinin yönü ve büyüklüğünün belirlenmesi, iktisadi analizlerdeki temel problemlerden birisidir. Bu probleme yönelik yaygın olarak kullanılan yaklaşımlardan birisi Granger ve Sims tarafından geliştirilmiş nedensellik testidir.

Granger ve Sims nedensellik testinin temel mantığı oldukça basittir: Eğer X Y'ye neden oluyorsa, X'deki değişikliklerin Y'deki değişikliklerden önce meydana gelmesi gerekir. "X Y'ye neden olur" diyebilmek için iki koşulun karşılanması gerekmektedir. Birincisi, X değişkeni Y değişkenini tahmin edebilmek amacıyla kullanılabilir; yani Y'nin kendi gecikmeleri üzerine regresyonuna X değişkenine ait geçmiş değerlerin dahil edilmesi regresyonun açıklayıcı gücünü anlamlı biçimde artırmalıdır. İkincisi, Y değişkeni X değişkenine ilişkin tahminlerde kullanılamamalıdır. Bunun nedeni, "eğer X'den hareketle Y ve Y'den hareketle X tahmin edilebiliyorsa, aslında muhtemelen başka bazı değişkenlerin hem X'e hem Y'ye neden olmasıdır.

Yukarıda belirtilen iki koşulun sağlanıp sağlanmadığını belirlemek için, "bir değişkenin diğer değişkenin öngörüsünü yapmak amacıyla kullanılamadığı" boş hipotezi test edilebilir. Örneğin, "X değişkeni Y değişkenine neden olmaz" boş hipotezini test etmek için, Y değişkeninin kendi gecikmeli değerleri ile X değişkeninin gecikmeli değerleri üzerine regresyonu (kısıtlanmamış regresyon) yapıldıktan sonra, Y'nin yalnızca kendi gecikmeleri üzerine regresyonu (kısıtlanmış regresyon) yapılabilir. F testi yardımıyla X'in gecikmeli değerlerinin birinci regresyonun açıklama gücüne anlamlı bir katkı yapıp yapmadığı belirlenebilir. Eğer anlamlı bir katkı söz konusuysa, boş hipotez reddedilir ve verilerin "X Y'ye neden olur" hipoteziyle tutarlı olduğu sonucuna ulaşılabılır.

"X Y'ye neden olur" hipotezinin doğruluğunu test etmek için, ilk olarak

$$Y = \sum_{i=1}^m \alpha_i Y_{t-i} + \sum_{i=1}^m \beta_i X_{t-i} + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$Y = \sum_{i=1}^m \alpha_i Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (2)$$

regresyonları tahmin edilerek, her bir regresyonun hata kareler toplamı kullanılarak bir F istatistiği hesaplanır. F istatistikleri aracılığıyla  $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_m$  katsayılar grubunun anlamlı biçimde sıfırdan farklı olup olmadığı test edilir. Eğer katsayılar anlamlı olarak sıfırdan farklı ise, "X Y'ye neden olmaz" hipotezi reddedilebilir.

İkincisi, "Y X'e neden olur" hipotezinin test edilmesi için, yukarıdaki regresyonda X'ler ile Y'lerin yerleri değiştirilerek, Y'nin gecikmeli değerlerinin sıfırdan anlamlı biçimde farklı olup olmadığı belirlenir. X'in Y'ye neden olduğu sonucuna ulaşılması için, "X Y'ye neden olmaz" hipotezinin reddedilmesi ve "Y X'e neden olur" hipotezinin kabul edilmesi gerekir.

## VI.2. Tahmin Sonuçları

Bir ekonomide kullanılan toplam krediler ile cari açık arasındaki nedensellik ilişkilerinin tahmin edilmesi, kredi yaratım mekanizmasını doğrudan etkileyen bir politikanın cari açık problemine ne ölçüde çözüm olacağı sorusuna verilecek yanıtın birinci aşamasını oluşturmaktadır. 2003-I-2010-IV çeyrek dönemlerini kapsayan seriler BDDK'nın istatistiksel veri tabanından alınmıştır. Analizlere başlanmadan önce kredi artışlarının GSYİH'ya oranı ve cari açığın GSYİH'ya oranı serileri oluşturulmuştur. Söz konusu serilerin birim kök analizleri yapılmış ve serilerin durağan olduğu saptanmıştır. Daha sonra nedensellik testlerine geçilmiştir. Tablo 4'te verilen nedensellik test sonuçlarına göre, toplam kredilerden cari açığa doğru bir nedensellik ilişkisinin varlığı tespit edilememiştir.

**Tablo 4. Granger Nedensellik Testi-1**

	H <sub>0</sub> : Toplam Kredilerdeki Artış Cari Açığın Granger Nedeni Değildir
Bir Gecikme	1.10 (-)
İki Gecikme	0.24 (-)
Üç Gecikme	0.28 (-)
Dört Gecikme	0.54 (-)

Not: \* ve \*\* sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık seviyelerini göstermektedir. (+) işareti gecikme katsayılarının toplamının pozitif olduğunu göstermektedir.

Bu noktada dikkate alınması gereken husus, toplam kredilerin homojen olmaması, kullanım alanı itibariyle farklılaşan iki kısma ayrılmasıdır. Türkiye'de yaklaşık 500 milyon TL ile GSYİH'nın yaklaşık % 50'sini oluşturan kredilerin yaklaşık 1/3'ü tüketici kredileridir. Tüketici kredilerinden cari açığa doğru nedenselliğin varlığına ilişkin test sonuçları, tüketici kredilerindeki artışın cari açığı artırdığını göstermektedir. Toplam krediler ile tüketici kredilerinin baz alındığı testler karşılaştırıldığında, cari açığa neden olan esas kredi türünün tüketim amaçlı kullanılan krediler olduğu görülmektedir.

**Tablo 5. Granger Nedensellik Testi-2**

	H <sub>0</sub> : Tüketici Kredilerindeki Artış Cari Açığın Granger Nedeni Değildir
Bir Gecikme	0.85 (+)
İki Gecikme	4.03** (+)
Üç Gecikme	3.42** (+)
Dört Gecikme	1.90(+)

Not: \* ve \*\* sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık seviyelerini göstermektedir. (+) işareti gecikme katsayılarının toplamının pozitif olduğunu göstermektedir

Tüketim amaçlı kredilerin önemli bir alt kalemi olan konut kredileri ile cari açık arasındaki nedensellik ilişkisinin varlığını belirlemeye yönelik testler, konut kredilerinden cari açığa doğru güçlü bir nedensellik ilişkisinin bulunmadığını göstermektedir.

**Tablo 6. Granger Nedensellik Testi-3**

	H <sub>0</sub> : Konut Kredilerindeki Artış Cari Açığın Granger Nedeni Değildir
Bir Gecikme	1.60 (+)
İki Gecikme	3.59** (+)
Üç Gecikme	2.80 (+)
Dört Gecikme	1.14(+)

Not: \* ve \*\* sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık seviyelerini göstermektedir. (+) işareti gecikme katsayılarının toplamının pozitif olduğunu göstermektedir.

## VII. Sonuç

Munzam karşılık oranının para politikası enstrümanı olarak kullanılması esas olarak bankacılık sektörünün kredi yaratma mekanizmasını etkilemektedir. Munzam karşılık oranlarında ekonomide kullanılan kredilerde azalış yaratacak bir artışın ekonominin iç dengesini bozmaması için kredilerin kullanım alanlarına göre ayrıştırılması gerekmektedir. Krediler ile cari açık arasındaki nedensellik ilişkilerini belirlemeye yönelik olarak yapılan testler, toplam kredilerden cari açığa doğru anlamlı bir nedensellik ilişkisinin olmadığını, ancak tüketici kredilerinden cari açığa doğru pozitif bir nedensellik ilişkisinin var olduğunu göstermektedir. Söz konusu bulgu, Türkiye ekonomisinde tüketici kredilerindeki artışın cari açığı güçlendirdiği; başka deyişle, cari açığın esas kaynaklarında birisinin tüketim amacıyla kullanılan krediler olduğu söylenebilir. Dolayısıyla, toplam kredilerin homojen bir grup olarak değerlendirilmesi yerine, kredilerin kullanım yerleri itibarıyla farklılaşan “selektif” bir yaklaşımın benimsenmesi uygun bir tercih olacaktır. Kredi yaratım mekanizmalarını etkileyen bir para politikası uygulaması olan munzam karşılık oranları belirlenirken, cari açığın önemli nedenlerinden birisi olan tüketim amaçlı kredilerin kısıtlanmasına öncelik verilmesi gerektiği söylenebilir.

Munzam karşılık oranının krediler açısından selektif bir yaklaşım ile uygulanması, iç ve dış dengenin sağlanması sorununa bir çözüm olarak düşünülebilir. Türkiye ekonomisinde ekonomik temel büyüme kaynaklarından birisi konumundaki konut piyasasında arz fazlalığı şeklinde dengesizliğin var olduğu dikkate alınır, tüketici kredilerinin de kendi içerisindeki homojen olarak değerlendirme yaklaşımının da ekonominin uzun vadeli büyüme hedeflerinden ciddi bir sapmayı beraberinde getireceği söylenebilir. Cari açık problemini çözme sürecinde diğer makroekonomik dengesizliklerin daha da bozulmasını engellemek için, kredilerin parçalarına ayrılarak ayrı ayrı değerlendirilmesi gerekmektedir. Bu bağlamda, diğer sektörler ile güçlü bağlantılara sahip olan konut sektörünün özel bir yere sahip olduğu vurgulanmalıdır. Belirtilmesi gereken bir diğer önemli kredi kalemi ise yatırım ve işletme amaçlı KOBİ kredileri olduğu unutulmamalı ve söz konusu sektörlere yönelik olası bir kredi kısıtlamanın piyasalardaki dengesizliği güçlendirme ve bu şekilde işsizliği artırma riskini taşıdığı belirtilmelidir.

## Kaynakça

- CLARIDA, R.H. (2006), "G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment", **NBER Working Paper**, No. 12194.
- EDWARDS, S. (2001), "Does the Current Account Matter?", **NBER Working Paper**, No. 8275.
- EDWARDS, S. (2005), "Is The U.S. Current Account Deficit Sustainable? And If Not, How Costly is Adjustment Likely To Be?", **NBER Working Paper**, No. 11541.
- FELDSTEIN, M. ve BACCHETTA P. (1991), **National Saving and International Investment, National Saving and Economic Performance**, içinde, Bernheim, B.D. ve J. B. Shoven (ed.), Chicago: University of Chicago Press.
- FELDSTEIN, M. ve HORIOKA C. (1980), "Domestic Savings and International Capital Flows", **Economic Journal**.
- GOSHEV, P. (2006), "Monetary Policy Challenges Under a Current Account Deficit", **BIS Review**, 100.
- MEADE, J. (1951), **The Balance of Payments**, London: Oxford University Press.
- MISHKIN, F.S. ve SAVASTANO, M.A. (2001), "Monetary Policy Strategies for Latin America", **Journal of Development Economics**, 66, 415-444.
- RIVERA-BATIZ, F.L. ve RIVERA-BATIZ L.A., (1994), **International Finance and Open Economy Macroeconomics**, New Jersey: Prentice Hall.

## Dipnotlar

- <sup>1</sup> Edwards, S. (2001), cari açığın yükselen piyasa ekonomilerindeki davranışını ve finansal krizlerin yaşanmasında oynadığı rolü incelenmektedir.
- <sup>2</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. Rivera-Batiz ve Rivera-Batiz (1994).
- <sup>3</sup> Açık ekonomi modeline söz konusu makroekonomik yaklaşıma katkı yapan önemli bir iktisatçı, The Balance of Payment isimli kitabıyla Nobel ödülü almış olan James Meade'dir.
- <sup>4</sup> Feldstein, M. ve P. Bacchetta (1991) ile Feldstein, M. ve C. Horioka (1980)'de 23 sanayileşmiş ülke verilerinden hareketle, ülkeler arası sermaye hareketliliğinin ortaya çıktığı ve geliştiği 1960'lı, 1970'li ve 1980'li yıllarda, ulusal tasarruflar ile ulusal yatırım arasında yakın bir ilişki olduğu bulunmuştur. Teorik beklentilere aykırı olması nedeniyle şaşırtıcı bulunan ve bu nedenle ilgili literatürde "bilmece" olarak isimlendirilen bu bulgu büyük ve sürekli hale gelmiş cari açıkların finanse edilmesi konusundaki ekonomik güçlükler dikkate alınarak açıklanabilir.
- <sup>5</sup> Cari açık probleminin kendini çözme niteliğini kaybederek sürdürülebilirliği yönünde endişeler yaratması durumunda yapılabilecek uyarlamalar ve ortaya çıkacak maliyetler için Edwards, S. (2005) ile Clarida (2006)'ya bakılabilir.
- <sup>6</sup> Cari açığın varlığında para politikasına ilişkin çözüm önerileri için Goshev, P. (2006)'ya bakılabilir.
- <sup>7</sup> 1990'lı yıllarda Türkiye ekonomisine benzer biçimde enflasyonla mücadele eden Latin Amerika ülkelerinde alternatif para politikası stratejileri hakkında değerlendirmeler için örn. Bkz. Mishkin, F. S. ve M. A. Savastano (2001).