

İstanbul Üniversitesi
İktisat Fakültesi
Maliye Araştırma Merkezi Konferansları
53. Seri / Yıl 2010

**ÖDEMELER DENGESİ SÜRECİNDE
MALİ KRİZ OLGUSU
ve
TÜRKİYE'DE 2000 YILI SONRASI
ÖDEMELER DENGESİ ANALİTİĞİ**

Doç. Dr. A. Niyazi ÖZKER

Balıkesir Üniversitesi
Bandırma İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
Maliye Bölümü

ÖZET

Bu çalışmada ekonomik yapının uluslararası piyasa işlemlerine ve ticari ilişkilere açık olduğunu varsayarak sonrasında da sabit ve esnek kur uygulamaları altında ödemeler dengesini inceledik. Ortaya çıkan sonuç, döviz kuru piyasasının aynı konjunktürde uygun ve elverişli bir politika olarak ele alınması gereken para ve maliye politikaları üzerinde önemli bir etkisi olduğunun ortaya çıkması ve parasal hareketlerin de uygulamada mali politikalara yardım eden bir para politikası aracı olarak anlamlı ve önemli bir role sahip olmasıdır. Örneğin para arzındaki bir azalma artan faiz oranları ve daha düşük düzeyde bir gelirle sonuçlanmakta ve bu yüzden ödemeler dengesindeki açıkları kapatmak için net ihracat ve yurt dışından sermaye akışına ilişkin artışlara ihtiyaç duyulduğu izlenmektedir. Bu yaklaşım altında 2000-2008 yılları arasında Türkiye’de ödemeler dengesi ve döviz kuru hareketlerine ilişkin sonuçlar oldukça iyi bir örnek kabul edilebilir.

Anahtar Kelimeler: Finansal Kriz; Ödemeler Dengesi; Ödemeler Dengesi Açığı; Sabit ve Esnek Döviz Kuru; Para Politikası; Mali Politikalar.

THE FINANCIAL CRISES PHENOMENON IN THE BALANCE OF PAYMENT PROCESS AND THE ANALYTIC OF THE BALANCE OF PAYMENT IN TURKEY AFTER 2000

ABSTRACT

In the study we assumed that the economic structure was opened to international market operations and trade relations and then we examined the balance of payments under fixed and flexible exchange rates. The brought up consequence is that the foreign exchange market has affected on the monetary and fiscal policies which must be obtained as the appropriate and adequate policies in the same conjecture and the monetary movements has an important and meaningful role as a monetary instrument which helps financial policies in practice. For example, a decline in money supply results in raising the rate of interest and lower income and so raising net exports and the inflow of capital need to increase the raising both for eliminating a deficit in balance of payments. Under the circumstances the results of the balance of payment process and the foreign exchange movements can be admitted as a very good example between the years 2000 and 2008 in Turkey.

Keywords: The Financial Crises; The Balance of Payments; The Deficit in Balance of Payments; The Fixed and Flexible Exchange Rates; The Monetary Policies; The Fiscal Policies.

1. GİRİŞ

Uluslararası piyasalardaki mali dalgalanmalar ve likidite koşullarının kriz sürecinde devam eden olumsuz etkisi, özellikle gelişmekte olan ülkelerin ödemeler bilançosu dengelerini de alt üst eden bir yapıyla ulusal mali istikrar tedbirlerinin anlamını yitirmesiyle sonuçlanmıştır. Bu durum ilgili bu ülkelerin kur ve para politikalarını spekülasyon dış rantlara çok açık hale getirmiş; dış ödemeler bilançosu dengelerinin kamusal açıklar bazında olumsuz etki ölçeğinin daha da büyümesi ile sonuçlanmıştır. İktisadi kalkınmışlık düzeyi ve hedef büyüme trendlerine ulaşma gibi hedeflerinin oldukça önemli kabul edildiği bu ülkelerde ödemeler bilançosunun ortaya koyduğu sorunlar yumağı, ülkenin mali gelişmişliğinin önemli yapısal göstergeleri olan, “Finans Kuruluşları”, “Sigorta Şirketleri” ile “Finansal Kiralama” ve “Faktöring” şirketlerinin yanı sıra, “Holdingle” ve “Yatırım Şirketleri” ile “Menkul” ve “Gayrimenkul” gibi yatırım ortaklıklarını da olumsuz bir sürece sokmuştur. Küresel mali krizin etkileri, gelişmekte olan bu ülkeleri adeta küresel sermayenin spekülasyon hedeflerinin de konusu haline getirmiş; ödemeler bilançosu göstergelerine ilişkin olumsuzluklar bu ülkelerdeki döviz kurlarındaki istikrarsızlığın da önemli gerekçesi olarak kabul edilmiştir.

Uluslararası piyasalarda Dolar bazında yaşanan dalgalanmalar, ülkemiz piyasalarını da olumsuz etkilemiş; reel efektif döviz kurundaki sapmalar, ödemeler bilançosu analitiğinin “Reel Döviz Kuru Endeksi” bazında daha da olumsuz bir seyrine dönüşmüştür. Küresel mali kriz, özellikle reel efektif döviz kuru ulusal paranın değerlendirme hızını arttırmış ve küresel finans piyasalarındaki bu olumsuzluklar gelişmekte olan ülkeler üzerinde daha çok ağırlıklı olarak iki noktada yoğunlaşarak kriz sürecini ağırlaştırmıştır. Bunlardan ilki, bu ülkelerin başta uluslararası döviz kuru endekslerine olan duyarlılığı bazında ifade edilebilecek “Konjonktürel Duyarlılık”; bir diğeri de, bu ülkelerin hemen çoğunda yaşanan “Siyasi Belirsizlik” sürecidir. Söz konusu kriz dönemlerinde gıda fiyatları ile petrol fiyatlarının önemli bir artış sürecine girmesi de tüm ülkeler üzerindeki küresel mali krizin öncelikli etkilerinin enflasyonist bir yapıda hissedilmesiyle sonuçlanmış; devam eden kriz sürecinde bu olgu sonrasında da ülkeleri önemli bir resesyon sürecinin eşiğine getirmiştir. Dolayısıyla mali kriz sürecinin aşılmasında da tüm ülkelerin aldığı önlem ve söz konusu uygulamaların bu yapıyı baz alarak bir ödemeler dengesi kriz süreci oluşturduğu görülmektedir¹.

Tüm ülkelerin yanı sıra, özellikle gelişmekte olan ülkelerin bu süreçteki ödemeler dengesi yapısı, küresel likidite değişikliklerinden doğrudan etkilenen konumuyla hem dönemsel “Cari Açıkların” para ve kur politikaları doğrultusunda ortaya koyduğu ithalat yapısını körüklemiştir. Bu durum bütçe üzerinde “Kamu Kesimi Nakit Dengesi” ve “Kamu Kesimi Borçlanma Gereğini” rasyolarını etkilemiş ve ulusal

¹ Kriz sürecinin aşılmasında hedef politikalar ve önlemler bazında analitik çözümlerinin gerekçeleri için bkz: Bijan B. Aghevi and Mohsin S. Khan. “Credit Policy and The Balance of Payments in Developing Countries”, in **Money and Monetary Policy in Less Developed Countries: A Survey of Issues and Evidence**, Warren L. Coats, Jr. and Deena R. Khatkhate (eds.), Oxford: Pergamon Press, 1980, ss. 685-711.

bazdaki ‘‘Sermaye ve Finans’’ hesaplarını ‘‘Doğrudan Yatırımlar’’ ve ‘‘Portföy Yatırımları’’ bazında olumsuz bir sürece sokmuştur. Diğer taraftan bu olgu, salt gelişmekte olan ülkeler bazında ele alınmasıyla da bu ülkelere özgü para ve kur politikalarının kaçınılmaz bir sonucu olarak da ortaya çıktığı konusunda genel bir kabul görmektedir. Söz konusu bu oluşumların cari açıkların finansmanındaki uluslararası etkinliğin küresel bir mali krizin bu ülkeler üzerinde öncelikli finansman ayağını oluşturmasıyla da bu ülkelerdeki mali kriz sürecini önemli ölçüde tetiklediği de izlenmektedir (Chrystal, 1992: 72-74).

2. ÖDEMELER DENGESİ SÜRECİNİN KRİZ OLGUSUNDAKİ KONUMU

Ödemeler bilançosu bazlı kriz sürecinde özellikle az gelişmiş ülkelerde ödemeler dengesi olgusunun finansal yapıyı daha da kötü bir sürece soktuğu ve süregelen krizin finansal yapısının da dış kaynaklı faiz oranları ve ulusal krediler gibi mali rasyolardan doğrudan etkilendiği görülür (Mankiw, 2008: 534-535). Diğer bir açıdan bakıldığında da, ödemeler dengesinden doğrudan etkilenen bir finansal krizin ulusal para dışındaki uluslararası işlem gören döviz kurlarıyla olan kaçınılmaz etkileşimi, ilgili ülkelerin ulusal mali yapılarını doğrudan etkilemekte; bu olgu da bu ülkeleri olmazsa olmaz bir mali değişim süreci içine itmektedir. Bu ülkelerde ‘‘Konvansiyonel’’ mali unsurlar, ön görülen mali politikalar çerçevesinde para ve maliye politikalarının yanı sıra, kur politikalarının uygulanmasına ilişkin yapıyla da etkin bir kapsam kazanmaktadır. Dolayısıyla da ilgili ülkelerin kur politikalarını uygulamadaki tercihleri -sabit veya dalgalı döviz kuru politikalarındaki seçimleri- ödemeler dengesinin kısa ve uzun dönemli makro ekonomik göstergeler üzerinde oluşturduğu yapıyı da temelden etkilemekte (Davis and Lewis, 1992: 132-135); gelişmekte olan ve dışa açık yapıya sahip bir ülkede ulusal fiyat düzeyi (istikrarlı olduğu bir yaklaşımla), satın alma gücünün bir paritesi olarak kur oranlarındaki nominal değişim oranına eşit olduğu izlenmektedir.

Ödemeler bilançosu kriz sürecinin analiz edilmesine yönelik klasik para miktar kuramından, $MV = PT$ (Fisher Miktar Teorisi’nden hareketle), bir analitik yapı oluşturulmak istendiğinde bu olguyu ödemeler dengesi açısından $Y = C + I + G$ olarak irdelemenin bu olguya benzer bir durum oluşturduğu söylenebilir. Diğer bir ifadeyle toplam harcamaların (MV), toplam gelire (PT)’ye eşit olduğu yapısal bir yaklaşım, $Y = C + I + G$ olarak ifadesinde işlemler süreci denklemini, gelir denkleğini ifade eden denklemle ifade ederek yapılandırabilir². Klasik bu yaklaşıma dayanarak günümüz *modern para talebi fonksiyonunu*, ödemeler dengesi kriz sürecinin analitik oluşum sürecini ortaya koymak bazında,

² $MV = PT$ denkleminde, ‘‘M’’, ilgili dönemdeki para miktarını; ‘‘V’’ paranın ortalama devir ya da el değiştirme sayısını; ‘‘P’’ Fiyat düzeyini ve ‘‘T’’ ise, satın alınan mal ve hizmet hacmini ifade etmektedir. Bu denkleme işlemler veya muamele zinciri denklemini de denmektedir (Parasız, 2000: 329).

$$\mathbf{M} = \mathbf{f} [\mathbf{Y}_p, \mathbf{W}, \mathbf{P}, \mathbf{R}_b, \mathbf{R}_e, (\mathbf{1}\mathbf{P}) (\Delta\mathbf{P}\backslash\Delta t), \mathbf{U}] \dots \dots \dots (1)$$

yazmak olanaklıdır (Parasız, 2000: 366-367; Dornbush and Giovanni, 1990: 1238-1241). Eşitlik (1) de, “ \mathbf{Y}_p ”, nominal sürekli geliri; “ \mathbf{W} ”, fiziki mal varlığını; “ \mathbf{P} ”, fiyat düzeyini; $(\mathbf{1}\mathbf{P}) (\Delta\mathbf{P}\backslash\Delta t)$, beklenen enflasyon oranını; $\mathbf{R}_b, \mathbf{R}_e$, bono ve hisse senetlerinin sağladığı geliri; “ \mathbf{U} ” ise, vergiler, teknolojik değişkenler, ulaşım, piyasa istikrarı gibi diğer dışsal değişkenleri ifade etmektedir. Tüm değişkenlerin fonksiyonel bütünlüğünün nakit toplam para ankeslerine, “ \mathbf{M} ”, eşit olduğunu söylemek olanaklıdır³. Diğer bir ifadeyle bu yapı (eşitlik 1), ödemeler dengesi sürecine doğrudan etkisi söz konusu olan bir parasal gelirin saptanmasında analitik temel yapıyı ortaya koyar ve dönemsel nominal geliri belirleme yaklaşımı olarak da irdelenebilir (Parasız, 2000: 367).

Eşitlik (1) deki “ \mathbf{M} ”, ya da klasik miktar teorisindeki “ \mathbf{MV} ” şüphesiz ki dönemsel para talebini ifade etmektedir. Eşitlik (1) deki nominal para ankeslerine ilişkin yaklaşım, “Ödemeler Bilançosu Dengelerine” özgü oluşturulabilecek iç ve dış faiz oranları ile döviz rezervlerinin de yaklaşıma dahil edildiği bir yapıyı önceleyerek biçimlenecektir. Bu bağlamda ödemeler dengesi kriz sürecinin çözümlenmesinde yukarıda değindiğimiz mali ve iktisadi unsurların anlam kazandığı bir yapıyı, ülkemiz gibi bir çok gelişmekte olan ülkeler için bir denge unsuru olarak,

$$\mathbf{M} - \mathbf{P} = \mathbf{y} - \alpha \mathbf{i}, \quad \alpha > 0, \dots \dots \dots (2)$$

şeklide yazmak olanaklıdır (Agenor and Montiel, 2008: 527). Eşitlik (2) de, “ \mathbf{M} ”, nominal para stoğunu; “ \mathbf{P} ”, ilgili döneme ilişkin fiyat seviyesini; “ \mathbf{y} ”, döneme ilişkin çıktı miktarını ve “ \mathbf{i} ” yurt içi faiz oranları ifade etmektedir. Eşitlikteki “ α ” ise, marjinal sermaye üretimini ifade etmektedir. Şüphesiz eşitlik (1) yaklaşımı çerçevesinde eşitlik (2)’nin ele alındığı ve eşitlik (2)’nin “ \mathbf{M} ”, nominal para stoklarına eşitliğinin sağlandığı yapıyı,

³ Burada yaklaşımımıza gerekçe oluşturan nokta, cari işlemler bazında alım ve satıma konu olan mal ve hizmet portföylerinin ülkeye giren veya çıkan döviz miktarını ve buna ilişkin işlemleri ifade ediyor olmasından ötürü, ödemeler bilançosu denge analizlerine yönelik döviz açıklarını da (veya fazlalıklarını da) net ifade eden bir yapıyı anlamlı kılmasıdır. Ayrıca $(\mathbf{1}\mathbf{P}) (\Delta\mathbf{P}\backslash\Delta t)$, beklenen enflasyon oranını; $\mathbf{R}_b, \mathbf{R}_e$, bono ve hisse senetlerinin sağladığı geliri; “ \mathbf{U} ” ise, vergiler, teknolojik değişkenler, ulaşım, piyasa istikrarı gibi diğer dışsal değişkenleri ifade etmesi, ekonominin genel dengesinin oluşturulmasında ana unsurlar olarak irdelenmiştir. “Ödemeler Bilançosu Dengelerine” özgü oluşturulabilecek iç ve dış faiz oranları ile döviz rezervlerinin de yaklaşıma dahil edildiği bir yapıyı ortaya koyması da ödemeler dengesinin iç dinamiklerini ifade etmekte ve ödemeler dengesi kriz sürecinin çözümlenmesinde yukarıda değindiğimiz eşitlik 1., para arzını miktar teorisi çerçevesinde birlikte ele alınmasıyla söz konusu döneme ilişkin genel bir ekonomik denge oluşumunu ortaya koymayı hedeflemiştir. Bu konuda bkz: Lance Taylor, **Macro Models for Developing Countries**, New York: McGraw-Hill Book Company, 1979, s. 46.

$$\mathbf{M} = \gamma \mathbf{d} + (1 - \gamma) \mathbf{R}, \quad 0 < \gamma < 1 \quad \dots\dots\dots (3)$$

şeklinde ifadelendirmek olanaklıdır. Eşitlik (3) de “ γ ”, ticari olmayan malların ticari mallara oranını ifade etmekte; “ \mathbf{d} ” ulusal kredi limitlerini ve “ \mathbf{R} ” ise Merkez Bankası tarafından yabancı para-döviz olarak tutulan döviz rezervlerinin ulusal para cinsinden değerini ifade etmektedir. İlgili tüm dönemlerde diğer ülkeler için de özellikle ödemeler bilançosu bazında geçerli değer, ticari olmayan malların ticari mallara olan oranının yüksek oluşu ve aldığı pozitif değerdir (Demirbaş, 2000: 88-91).

Bu diğer yönüyle “Cari Ödemeler Dengesi” (**CA**) açısından reel kur endeksinin de etkisiyle irdelenmek istendiğinde, sermaye girişinin döneme ilişkin örneğin durduğu bir konumda denge opsiyonunun gerçekleşmesi için aynı eşdeğerlikte bir cari hesap fazlalığına ihtiyaç duyduğunu da irdelemek gerekir. Ülkemiz gibi gelişmekte olan ülkelerin bir çoğunda bir cari hesap dengesi olarak dönemsel bu konumunu, daha basit bir ifadeyle, $\mathbf{CA} = \mathbf{Y}^T - \mathbf{D}^T + \mathbf{N}$ olarak da nitelendirebiliriz (Baumol and Blinder, 1994: 472-473). Bu durumda “ \mathbf{Y}^T ”, ilgili malların yerli üretimi üzerindeki (\mathbf{D}^T) söz konusu diğer ulusal ticari malların fazlalığıyla ifade edilebilecek bir ticari dengeyi ifade etmektedir. “ \mathbf{N} ” ise, ticari mallar fazlalığının da dahil olduğu diğer faktör ödemelerinin toplamını ifade etmektedir. Gelişmekte olan bir ülke, ödemeler krizi süreci içerisinde “ \mathbf{Y}^T ” değerinin pozitif konumunu sağlamak ve kriz sürecini aşmak amacıyla, ticari malların üretim fazlalığını sağlamak yanında, ticari denge unsurlarının doğrudan etkilendiği diğer faktör giderlerini de (\mathbf{N}) dengelemek ve pozitif varlığını sürdürmek konumunda kararlar almak ve uygulamak konumundadır. Bu durumda gelişmekte olan bir ülke ödemeler dengesi açısından kriz sürecini aşmada üretim ölçeğini sektörel teşvikler bazında arttırmak (veya en azından negatif-azalan bir konuma düşmesini önlemek) ve bu konumunu da ticari olan veya olmayan diğer faktör ödemeleriyle dengelemek durumundadır. Bu durumda da söz konusu konumun kriz olgusunu aşması sonrası sürdürülebilirliği de, şüphesiz eşitlik (2) ve (3) kapsamında süregelen dönemsel Rezervlerin (**R**) durumunun sağladığı güçlü parasal tabanla ulusal teşviklerin özünü oluşturan ulusal kredi limitleri (**d**) ve dönemsel faiz oranları (**i**) ilişkisinin uluslararası ticari denge koşulları ile biçimlenmesini kaçınılmaz kılmaktadır.

Bu bağlamda gelişmekte olan ülkelerde ödemeler dengesi sürecini baz alan bir kriz, bu ülkeler güçlü parasal tabana sahip olsalar bile, ödemeler dengesinden doğrudan etkilenen üretim ölçekleri sapmalarının önüne geçmek ve konjonktürel uyumlu bir teşvik politikalarını ağırlıklı olarak gündeme getirmek zorunda oldukları görülmektedir. Dolayısıyla ilgili bu süreçte eşitlik (3) de ifade edilen ulusal kredilerin, nominal büyüme oranına (μ) eşitliği doğmakta; ancak kriz sürecinin olumlu aşılması için de nominal büyüme oranının pozitif seyri de kaçınılmaz olmaktadır ($d = \mu > 0$). Piyasadaki fiyat seviyesinin (**p**) o anki kur değişim oranıyla (**e**) tam uyumlu olduğu bu süreç, diğer taraftan da yurt içi ulusal faiz oranlarının da bu finansal oluşuma bağlı olarak biçimlendiği, ($i = i^* + e$; $i^* =$ yurt dışı faiz oranları), bir yapıyı ortaya koyan bir süreçtir. Kriz sürecinin aşılmasında genişletici bir maliye politikasının gündeme alındığı bir konjonktürel yapıda nominal para stoklarıyla da (**M**) doğrudan ilişkili bir ulusal

kredi limitleri artışına yönelik politikalar bağımlı değişken olarak, bağımsız dış değişkenler olan kur oranları ve yurt dışı faiz oranları bileşiminin sonucu olarak ortaya çıkmaktadırlar.

3. KRİZ SÜRECİNDE YURT DIŞI FAİZ ORANLARINDAKİ ARTIŞLARIN ÖDEMELER DENGESİ ANALİTİĞİNDEKİ YERİ

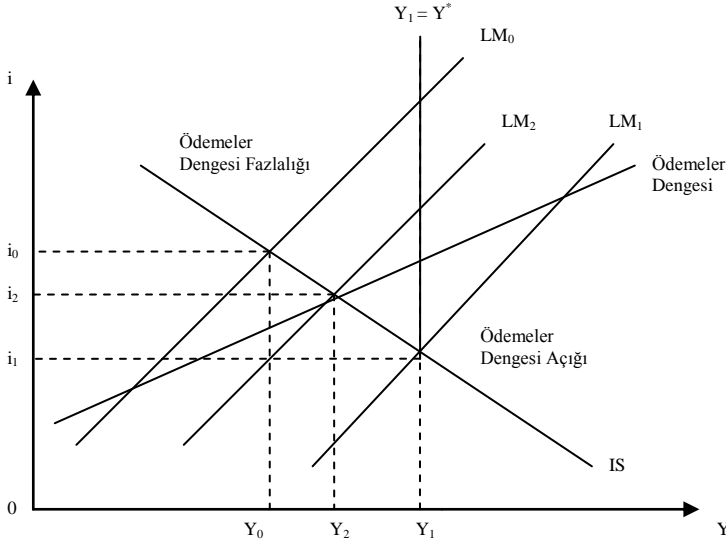
Kriz süreci içerisinde reel kur oranları ve ulusal-yerli üretimin fiyat dengesi analitiği, yukarıdaki yaklaşımımızda da değindiğimiz gibi, yurt dışı faiz oranları gibi bağımsız değişkenlerin değişim sürecinden doğrudan değerlendirme oranları kadar etkilenebilir ve yurt içi ticari malların fiyat oranlarındaki artışların reel kur endeksi üzerinden borçlanma faiz oranlarında bir düşme etkisi oluşturduğu izlenmektedir (Agenor and Montiel, 2008: 222). Ödemeler dengesi kriz sürecini yaşayan gelişmekte olan ülkeler, bu süreçteki ekonomik büyüme hedeflerine ulaşılmasına yönelik söz konusu kriterleri ulusal üretim üzerindeki kamusal harcamaların artışıyla dengelemektedirler. Diğer bir ifadeyle ulusal mallara olan talebin sabit olduğu (veya kabul edildiği) bir yapıda ulusal-yurt içi fiyatlardaki artışların reel kur üzerindeki söz konusu etkilerinin -parametrik farklılıklarla da olsa- ekonomik büyüme üzerine olumlu bir katkı sağladığı görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde bu tür bir reel kur endeksindeki sapmanın en önemli gerekçesinin bu ülkelerin merkez bankalarının söz konusu para politikaları altında diğer finansal kuruluşlar ve bankaların fonlarına olan talebin düşmesini önlemek amacıyla yurt içi kur oranlarını sabit tutma eğiliminden kaynaklandığı söylenebilir. Bu durum bir para politikası olarak şüphesiz sabit bir kur politikası uygulamasıdır ve Merkez Bankası rezervlerinin bu politikayı desteklediği bir yapıda piyasa etki mekanizmasını oluşturacak; ancak ödemeler dengesi kriz sürecinin aşılmasında yurt dışı sermaye akışını (capital inflow) sağlayacak etkin bir mekanizmadan uzak olduğu bir durumun varlığını da kaçınılmaz kılacaktır (Ataç, 2006: 96-97).

Bu tür bir döviz kuru rejimi sonrası ödemeler bilançosu dengesine ilişkin krizlerin aşılmasında maliye politikası uygulamalarının gelişmekte olan bu ülkeler için etkin olmadığı görülmektedir (Ataç, 2006: 97). Para politikalarının çok daha etkin olduğu bu süreç, ödemeler bilançosu süreci krizinin aşılmasına yönelik yaklaşımları, reel döviz kuru endeksinde kaçınılmaz olarak bağlamakta ve faiz oranlarını da önemli bir para politikası aracı olarak gündeme sunmaktadır. Burada gelişmekte olan ülkeler için ödemeler bilançosu bazındaki sorun, Merkez Bankası'nın piyasaya para arzını arttırması sonucu denge gelir düzeyinin yükselmesi ve dolayısıyla da artan talebin önemli bir kısmının yurt dışına çıkması sonucu dış ticaret açığını daha da arttırarak ödemeler bilançosu krizini daha da kötü bir sürece sokmasıdır (Çaşkurlu, 2003: 204-207). Bununla birlikte bankalara olan fon arzının tamamen esnek olduğu ve finansal işlemlerin diğer piyasa faktörleri ile başka amaçlara yönelik daha da hızlandırılmadığı bir yapıda şüphesiz iç borç faiz oranları da değişmeyecektir. Diğer bir ifadeyle borç oranları üzerinde kamusal politikalarla değişik amaçlara yönelik söz konusu normatif

müdahaleler, finans piyasaları üzerinde doğrudan bir hızlandırıcı etki oluşturabilmektedir.

Bu durum yurt içi piyasasındaki fiyatlar üzerinde yarattığı artışlarla, üretim sürecinde yer alan firmaların bankalara olan borçlarının reel değerinde bir düşme yaratabileceğinden söz konusu borç oranları üzerinde bir düşme etkisinin ortaya çıkmasına da gerekçe oluşturmaktadır. Yurt içi üretim ve finansal faaliyetler sonucu kendi ulusal iç dinamikleri ile ortaya çıkan bu süreç, ödemeler krizi sürecini doğrudan etkilediği yapısal değişimini, yurt dışı faiz oranlarının artmasıyla birlikte ortaya koyduğu görülür. Finansal yapıyla birlikte ödemeler dengesi finansal portföyünün yapısal değişiminin de başladığı bu süreç, yurt dışı faiz oranlarının (i^*) artışı ile öncelikle yurt içi finansal kurumlar arasındaki finansal işlemlerin, ya da hükümetlerin borç alma veya borç verme işlemlerini doğrudan etkilemese bile, tasarruf sahibi hanehalkları ve diğer birimlerin tasarruf tercihlerini doğrudan etkilemektedir (Hilferding, 1981, 87-89). Bu birimlerin yurt dışı yabancı para tutma eğilimindeki artışların yurt dışı faiz oranlarını yükseltmesinin, yine bu birimlerin yurt içi ulusal portföylerindeki azalma kadar (ve tabii ki döviz talebine bağlı bir değerlemeyle de), ödemeler dengesi sürecini daha olumsuz bir sürece girmesine gerekçe oluşturduğu izlenmektedir (Dwyer and Gerald P., 1985: 671- 674). Ulusal yerli mallara talebin düşmesi ve dolayısıyla da bu malların fiyatlarının düşmesi ile sonuçlanan bu durum, ödemeler dengesi üzerindeki kriz sürecini, uygulamadaki iki ana unsur üzerinden ortaya koymaktadır, denebilir. Bu unsurlardan ilki, ödemeler dengesi sürecinde artan ve aşırı değerlendirilen döviz kuru karşılığında döviz portföylerindeki artışların yabancı sermaye akımını yurt içine olumsuz yönlendirmesi ve cari hesap dengelerinde negatif bir artış etkisi oluşturmasıdır. Ortaya çıkan bir diğer ampirik unsur, tüketim marjlarında ortaya çıkan ve yurt içi üretim üzerinde oluşturduğu negatif sapsayla yine yurt içi ulusal yatırımlar üzerindeki söz konusu hızlandırıcı etkisinin oldukça düşük (ya da hiç değişmeden) devam etmesine gerekçe oluşturmasıdır. Yurt dışı faiz oranlarının değişmesi sonrası ödemeler dengesine ilişkin olası etkilerinin bir kriz süreci analitiğini, aşağıdaki şekil 1. de izlemek olanaklıdır.

Şekil 1: Yurtdışı Faiz Oranlarında ve Gelir Dengesindeki Değişimler ve Ödemeler Dengesi Süreci



Kaynak: Thomas F. Dernburg, *Macroeconomics: Concepts, Theories and Policies*, 7. ed., New York: Mc Graw Hill Book Co., 1985, s. 360; Erdal M. Ünsal, *Makro İktisada Giriş*, Ankara: Siyasal Kitapevi, 2004, ss. 346-348; İlker Parasız, *Para Banka ve Finansal Piyasalar*, 7. bask., Bursa: Ezgi Kitapevi, 2000, ss. 418-419.

Şekil 1. yurt dışı faiz oranlarından etkilenen ödemeler dengesi sürecini, faiz oranları duyarlılığına bağlı olarak dönemsel gelir bazında ifade etmektedir. Şekilde ödemeler dengesinin fazla verdiği ulusal paranın aşırı değerlendirilmesine gerekçe oluşturan denge noktası, “ Y_0 ” gelir bazında faiz oranlarının “ i_0 ” olduğu noktadır. Para arzı miktarının arttığı bir süreçte “LM” eğrisinin sağa kayan durumu, düşen faiz oranları sonucu, diğer bir ifadeyle düşük faiz ve yüksek kur sonucu dalgalı bir döviz kuru politikasıyla “ Y_1 ” gelir ve “ i_1 ” faiz oranları düzeyinde ve tam istihdam üzerinde denge noktasındadır. Geline “ LM_1 ” denge gelir düzeyi tam istihdam konumunda gerçek hayatta olma olasılığı hemen hemen imkansız bir noktayı ortaya koymaktadır. Ulusal para cinsinden para arzının artışı, aşırı değerlendirilen döviz kuru ve talep artışı sonucu, yurt dışı faiz oranlarının da etkisiyle ulusal para arzı sonucu değişen “LM” eğrisinin konumunu değiştirmektedir. Ulusal yatırımların ve tasarrufların değişmediği (“IS” eğrisinin değişmediği)⁴ bir konumda yurt dışı faiz oranlarının artışı “LM” eğrisinin

⁴ Burada döneme ilişkin “IS” değişmediği kabul edilen denge durumu, ödemeler dengesi de baz alınarak $I + G + X = S + T + Z$, eşitliği ile ifade edilmektedir. Eşitlikte “P”, dönemsel yatırımları; “G” kamu harcamaları miktarını; “X”, ihracatı ve “Z” ise, ithalat miktarını ortaya koymaktadır. Eşitlikteki “S”, marjinal tasarruf eğilimidir. Yine bu denge gelir düzeyine ilişkin ithalat miktarını (Z) $Z = u + vY$ olarak

eğiminin daha da yatay bir hale gelmesiyle “LM₁” çizgisi ve “Ödemeler Dengesi” çizgisi arasındaki eğimin uyumu bozulmakta ve denge gelir düzeyi $Y_1 = Y^*$ nin altında bir ödemeler dengesi açığı süreci başlamaktadır.

Şekil 1’de de izlendiği gibi para arzının arttığı ve “LM” eğrisinin sağa hareketinin söz konusu olduğu bir yapıda artan para arzına karşılık düşen faiz oranları ile gelirin arttığı “Y₁” denge noktasında, artan gelirin net ihracat üzerindeki olumsuz etkisiyle bir ödemeler dengesi sorununu ortaya çıkarttığını söylemek olanaklıdır. Gelirin arttığı bu süreçte ithalat olumlu etkilenmiş; yurt dışına finansal kaynak ve sermaye çıkışı artmıştır. Ülke içi mali tedbirler bazında faiz oranlarının arttırıldığı (veya denge faiz oranlarının düşürülmesinden kaçınıldığı-düşürülemediği) bu süreç, ödemeler dengesi bilançosundaki olumlu trendin sürdürülmeye çalışıldığı bir süreçtir ve bu süreç ya faiz oranlarının (düşük kur yüksek faiz politikasının spekülatif olumsuzluklarına rağmen) daha da yukarıya çekildiği ve ödemeler dengesinin ağırlıklı para politikası etkinliği ile aşıldığı bir süreç durumundadır. Ya da düşük faiz oranlarına ve yurt dışı sermaye kaçışı riskine rağmen ihracatın sektörel teşviklerle desteklenerek arttırıldığı; ama yine de üretime yönelik ham madde ve ara malı için önemli döviz stoklarına ihtiyaç duyan bir yapıyı öncelemek konumunda karşımıza çıkmaktadır.

Şekil 1’de ödemeler dengesi krizi, genişletici bir maliye politikası ve daraltıcı bir para politikası sonucu “i₁” seviyesine düşen faiz oranlarına karşılık artan gelirle birlikte bir artış trendine giren talebin artan marjinal ithalat eğilimi sonucu yurt dışına çıkmasıyla oluştuğu yorumuyla ifade edilebilir. Ancak ülkemiz ve bir çok gelişmekte olan ülkelerdeki gibi ödemeler dengesi kriz sürecinin aşılmasına yönelik genişletici bir maliye politikasının uygulamadaki yapısal sınırları da bu noktada ortaya çıkmaktadır. Diğer bir ifadeyle ödemeler bilançosu dengesi açısından bu tür bir maliye politikasının uygulamadaki konumu, reel faiz oranlarını daha da arttırıcı etkisinin yanında gelir düzeyini de arttırmakta; ancak geline bu noktada gelir artarken net ihracat oranının da düşme eğilimine girdiği izlenmektedir.

Yine bu süreçte, kısa dönemli bir bakış açısıyla da faiz oranlarındaki artış söz konusu kısa döneme özgü spekülatif sermayenin akışını sağlasa da, ödemeler dengesi kriz sürecinin aşılması daha yüksek faiz oranları ve gelir düzeyinde gerçekleşmekte ve ödemeler dengesi açısından dönemsel para politikasının başarısız olduğu kabul görmektedir. Ülkemizdeki uygulamaların da iyi bir örnek oluşturduğu ve daha analitik bir yaklaşımla genişletici maliye politikalarının daha anlamlı kabul edildiği bu yapıda (özellikle sabit kur politikasını uygulandığı süreçte), genişletici maliye politikalarının daha düşük bir yurt içi faiz oranlarına neden olması ve bu bazda ulusal gelir düzeyinde oluşturduğu artışlardır. Bu bağlamda yurt dışı faiz oranlarındaki artışların ulusal yurtiçi faizlerin üzerinde seyreden yapısı, yurt içine sağladığı finansal sermayedeki artışların yurt dışına çıkması için önemli bir gerekçe ortaya koymaktadır.

ifadelenilmek olanaklıdır. Eşitlikteki “u” otonom ithalat miktarını; “v” ise gelir üzerinde etkili olan marjinal ithalat eğilimini ifade etmektedir.

4. TÜRKİYE’DE ESNEK KUR POLİTİKALARI KAPSAMINDA ÖDEMELER BİLANÇOSU DENGESİ VE SERMAYE HAREKETLİLİĞİ

Sabit kur politikalarının ağırlıklı olarak uygulandığı bu sürecin dışında gelişmekte olan ülkelerde bir para politikası alternatifi olarak esnek kur politikalarının da uygulamada yer bulduğu görülür. Ülkemiz gibi gelişmekte olan ülkelerin istisnasız bir çoğunun, özellikle sermaye hareketliliği ve ödemeler bilançosuna ilişkin yaşadığı kriz sürecinde, bu süreci aşmada yurt dışı sermaye transferlerine oldukça büyük ihtiyaç duyduğu görülür. Bu bağlamda ülke içinde artan yatırım portföylerinin oluşturduğu net ihracat hacmindeki artışla doğru ve konjonktürle uyumlu bir kur politikası, bu ülkelerin ödemeler bilançosu krizlerini aşmalarında önemli bir rol oynar. Ülkelerin uluslararası sermaye hareketliliğinden doğrudan etkilenen net ihracat hacmindeki artışlarla biçimlenen olumlu döviz pozisyonlarını, ulusal paranın kur politikalarına uygun uygulandığı ve yurt içi faiz oranlarının etki ölçeği ile sağlanan bir para politikasıyla sürdürdüğü görülmektedir.

A. TÜRKİYE’DE ESNEK KUR POLİTİKASININ ETKİ SÜRECİ VE ANALİTİĞİ

Ülkemizdeki ücretlerin esnek döviz kuru uygulamalarına bağlı ve reel olarak değişebilir kabul edildiği bir süreçte sermaye hareketliliği ile ortaya çıkan tasarruf - yatırım denge fonksiyonu ödemeler dengesi analitiğini de,

$$F(i) + G + X(e) = Y - C(Y - T) + Z(Y, e) \dots\dots\dots (4)$$

basit bir şekilde ifade etmek olanaklıdır (Dernburg, 1985: 359). Eşitlik (4) de, “G” kamu harcamalarını; “Z” ithalat miktarını; “T” döneme ilişkin vergi miktarını; “X” yine aynı dönemdeki ihracatı ifade etmektedir. “C” tüketim harcamalarını; “Y” dönemsel geliri ifade etmektedir. “e” marjinal ithalat ve ihracat eğilimleri katsayısıdır. Modelimizdeki sermaye hareketliliği tam, diğer bir ifadeyle sermaye hareketliliği sonsuz esnektir. Eşitlikteki “F(i)”, yatırımların yurtiçi faiz oranlarıyla ifade edildiği, $I = F(i)$, eşitliğini veren yatırımların ifadesi olarak ifade edilmektedir⁵. Eşitlik (4) de dışa açık ve esnek kur sisteminin uygulandığı bir ekonomide, eşitlikteki sağ tarafın ödemeler bilançosu dengesinin sağlanmasında elde edilen dönemsel gelire karşılık ithalat miktarında da marjinal ithalat eğilimine bağlı bir kontrolle sağlanabileceği süreç izlenmektedir. Sabit döviz kuru uygulamalarına karşılık ücret ve fiyatlardaki esneklik, toplam talepten de doğrudan etkilenen bir yapıyı ortaya koymaktadır (Demirbaş, 2000: 84-87). Ülkemizdeki konumu eşitlik (4) den hareketle ödemeler dengesini kapsayan ve dışa açık

⁵ Yine burada eşitlik (4) ün temel denge eşitliği olarak ele aldığımız “ $I + G + X = S + T + Z$ ” eşitliğinden türetildiğini ve yatırımların faiz etkilerinin de göz önüne alındığı bir yapıda yatırımların [$I = F(i)$] olarak ifade edildiğini önceki anlatımımızdan anımsayalım.

bir ekonomik yapısıyla daha basit bir dönemsel gelir denge portföyü olarak ifade edebiliriz. Klasik yaklaşımıyla bu eşitlik daha önce de değindiğimiz, “ $Y = C + I + G + (X - Z)$ ” şeklinde yazılması olanaklıdır. Yatırımlardaki değişimin, Milli Gelirdeki değişimin yarattığı çarpan etkisiyle marjinal tasarruf (b) ve marjinal ithalat eğilimine (v) de bağlı olarak aşağıdaki gibi yazmak olanaklıdır:

$$\Delta I = (1 - b + v)\Delta Y$$

$$\Delta Y \setminus \Delta I = 1 \setminus 1 - b + v \dots\dots\dots (5)$$

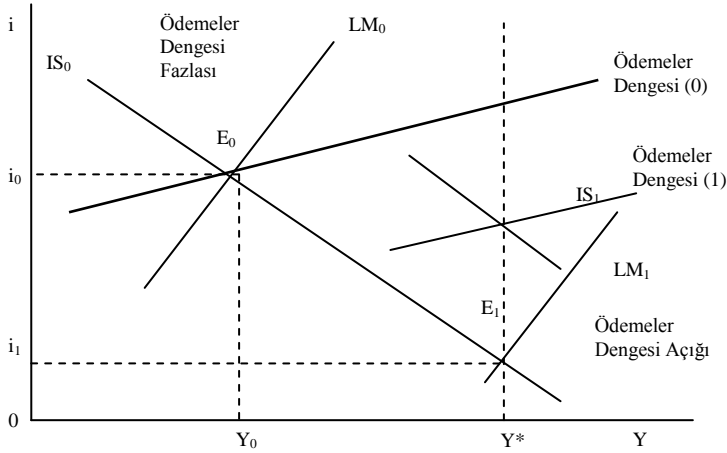
Dolayısıyla da eşitlik (5) den hareketle “IS” eğrisinin konumunu etkileyen tasarruflardaki değişimlere bağlı tasarruflar dengesi konumu, $\Delta S = (1 - b) \Delta Y$ olarak yazılabilir. Ülkemizin de dışa açık bir ekonomik yapı içinde süregelen yapısından hareketle ve eşitlik (4) ve (5) deki konumundan hareketle, ödemeler dengesine esas alınacak ihracatın milli gelir ve ticari ilişkiler dengesi üzerine etkilerini,

$$\Delta Y \setminus \Delta X = 1 \setminus 1 - b + v \dots\dots\dots (6)$$

biçimiyle bir denge halinde yazmak olanaklıdır. Bu eşitlik, diğer bir ifadeyle ihracattaki artışların Milli Gelir düzeyindeki artışlarını da ifade etmesinin yanı sıra, ülkemiz gibi gelişmekte olan ülkelerin dönemsel ihracat değişimindeki denge unsurunun gelişmiş ülkelerin bir çoğunun aksine tasarruf limitlerine de bağlı olarak gerçekleşmesi zorunluluğunu da ortaya koymaktadır. Dolayısıyla ülkemiz gibi bir çok gelişmekte olan ülkede ihracat değişim miktarındaki denge, tasarruflardaki değişimler ile ithalattaki değişimlerin toplamı ile, “ $\Delta X = \Delta S + \Delta Z$ ” olarak bir ödemeler bilançosu analitiği ortaya koymaktadır⁶. Ancak söz konusu bu denge eşitliklerin (eşitlik 6) yanı sıra, ülkemizde ödemeler bilançosu dengelerini etkileyen en önemli unsurların başında şüphesiz “Kur Politikaları” gelmektedir. Dolayısıyla ülkemiz gibi esnek kur politikaları rejimini benimseyen ülkelerde faiz oranlarının da ödemeler bilançosu dengelerini değiştirme yönünde etki etmesi kaçınılmaz olmaktadır (Bakkal ve Oktayer, 2003: 226). Şekil (2), ülkemiz gibi bir çok gelişmekte olan ve esnek kur rejimine sahip ülkenin ödemeler bilançosu dengelerine yönelik analitiğini, eşitlik (4), eşitlik (5) ve eşitlik (6) çerçevesinde açıklaması içeriği açısından oldukça anlamlıdır.

⁶ Eşitlikte döneme ilişkin faiz oranları ve marjinal ithalat ve ihracat eğilimi sürekli olmasa da değişmez kabul edilmiştir.

Şekil 2. Esnek Kur Politikalarında Ödemeler Dengesi ve Net İhracat Opsiyonu



Kaynak: Thomas F. Dernburg, **Macroeconomics: Concepts, Theories and Policies**, 7. ed., New York: Mc Graw Hill Book Co., 1985, s. 364; İlker Parasız, **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, 7. bask., Bursa: Ezgi Kitapevi, 2000, ss. 418-419.

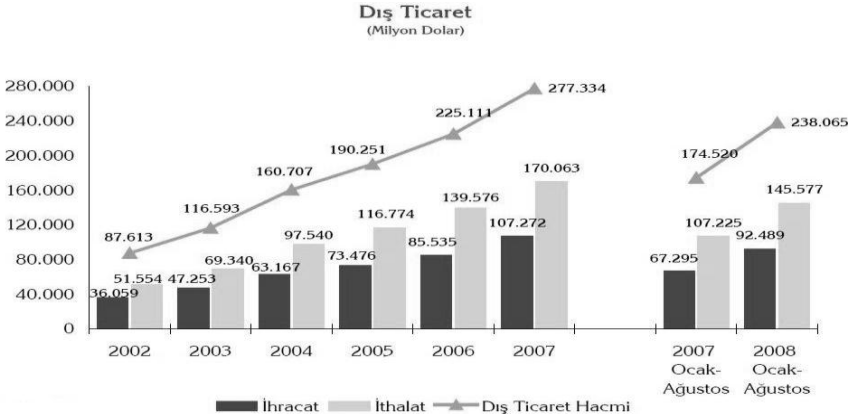
Şekil 2’de “ i_0 ” ve “ Y_0 ” denge noktalarında ödemeler dengesi, açık ve fazla verdiği konumun dışında denge halindedir (E_0). Esnek kur politikalarının uygulandığı ve para arzının arttığı bir konumda faiz oranları da düşme eğilimine girmiş, artan ithalat ve yurt dışına sermaye kaçıışı ile birlikte ödemeler bilançosu dengesindeki açık da kaçınılmaz olmuştur. Ülkemizde 2000 yılı sonrası yüksek faiz oranlarına karşılık enflasyonun önemli etkisiyle para arzında da önemli bir artış yaşanmış; bu olgu faiz oranlarının düşmesi sonucu (i_1) artan gelire bağlı ortaya çıkan ithalat fazlalığı ile ödemeler dengesini açıklarında bir artışa neden olmuştur. Bu olgu diğer taraftan talepteki artışı da ifade eden bir konumu ortaya koymakta, ancak yine aynı dönemde ücret ve fiyatlardaki esneklik sonucu istihdam ve üretim faktör girdilerindeki maliyet artışının ithalatı teşvik eden yapısı, artan para arzı sonucu yükselen gelirin yurt dışına çıkışıyla sonuçlanmıştır. Ülkemizde bu durum, 2001 krizi sonrası uygulanan cari işlemler politikalarının esnek kur sistemindeki doğrudan en önemli etkileşimi olarak yer bulmuş; ve fonksiyonel yapısıyla artan talep bazında “D”, (talebin bir fonksiyonu olarak),

$$Y = D(p, M, B, WD) \dots\dots\dots (7)$$

olarak bir Millî Gelir denge düzeyini ortaya koymuştur. Eşitlik (7)’de “M”, nominal para miktarını; “B”, hükümet tarafından çıkarılan tahvil ve bonoların miktarını; “p”, dönemsel fiyat düzeyini; WD” ise, mevcut ücret seviyesi üzerinden ifade edilen istihdam açığını ortaya koymaktadır. Yukarıdaki denge yaklaşımları açısından bakıldığında ülkemizde artan istihdam açıkları, enflasyonun etkisiyle para arzı ve iç

borçlanma limitlerinin 2001 sonrası artan konumu, eşitlik (7) çerçevesinde Milli Gelirde artış etkisi oluştursa da, eşitlik (5) ve (6) çerçevesinde ifade edildiği gibi, artan ithalat sonrası, ihracatın Milli Gelir içerisindeki payını küçültmüş ve ödemeler bilançosu açıklarını artırıcı bir rol oynamıştır. Bu durumda para arzının ve enflasyonun düşmesinin faiz oranları üzerindeki düşürücü etkisinin ödemeler bilançosu açıkları açısından bu açıkları azaltan bir etkisinin olmadığını söylemek olanaklıdır⁷. 2000 sonrası dönemde ülkemizde gelinen bu nokta şekil (2)'de de görülebilir. Gerçekten de 2000 yılı sonrasında enflasyon oranlarındaki düşüşün satın alma gücü üzerinde yarattığı gelir etkisiyle dönemin yorumlanmasında para politikalarının etkinliği daha da ön plana çıkmış; ancak ödemeler bilançosu bazlı cari açıkların artışının para arzını da tetiklediği süreç, kısa dönemli yatırımlara yönelmenin dışında seyretmiş; faiz ödemelerinin ithalatı artırıcı etkisiyle ödemeler bilançosu açıklarındaki artışların, “Kamu Kesimi Borçlanma Gereğinin” daha da büyüdüğü bir reel bütçe açığına gerekçe oluşturduğu izlenmiştir (Demir, 2003: 78-81). Bu bağlamda ülkemizdeki ödemeler dengesi açıklarının artan ithalat eğilimiyle sürekli artan yapısı, 2000 yılı sonrası dış ticaret hacminde önemli sapmalar oluşturmuş; diğer yandan ağırlıklı olarak ithalata bağlı üretim yapan sektörlerin GSMH artışı üzerindeki etki ölçeğini büyütüştür (Bakkal ve Oktayer, 2003: 226-229). Ödemeler dengesi kriz sürecinin artan ithalat eğilimine bağlı bu konumu, sektörlerin kullandığı ara malı, ham madde ve üretime yönelik yarı mamul madde (veya malların) sektörel talebinin de bir ifadesidir ve reel sektör üretiminin Milli Gelir ölçeğinde oluşturduğu artış etkisi açısından anlamlıdır. Grafik 1’de ithalat ve ihracata bağlı bu sapmaları izlemek olanaklıdır.

Grafik 1. Ödemeler Bilançosu ve Dış Ticaret Hacmi Göstergeleri



Kaynak: Maliye Bakanlığı, **Yıllık Ekonomik Rapor 2008**, s.159.

⁷ Para arzının artması ve enflasyon oranlarının söz konusu bu gelişimi bkz: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), **Enflasyon Raporu 2008-IV**, ss. 62-63; Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), **Enflasyon Raporu 2008-II**, ss. 61-62; Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), **Enflasyon Raporu 2006-I**, ss. 38-39.

Grafik 1. ithalat ve ihracatın oluşturduğu dış ticaret hacmi bazında 2000 yılı sonrası ödemeler dengesini ortaya koyması açısından anlamlıdır. Grafikte de izlendiği gibi ithalat ve ihracatı baz alan ve ödemeler dengesi üzerinde doğrudan etkisi olan “Dış Ticaret Açığı” sürekli artmıştır. 2000 yılı sonrası artan ihracat miktarına karşılık ithalat miktarının da uygulanan para politikaları bazında esnek kur sistemi ve yurt içi faiz oranlarının etkisiyle söz konusu artışının kaçınılmaz olduğu izlenmektedir. Yüksek seyreden faiz oranlarının etkisiyle esnek kur politikalarından da destek alan ve Merkez Bankası müdahaleleriyle düşük tutulmaya çalışılan kur düzeyinin, enflasyon oranlarındaki frenleyici hedeflerine karşılık ihracat miktarında önemli düşüşlere neden olduğu söylenebilir (Kesik, 2003: 90-91). Diğer taraftan yüksek faiz-düşük kur politikası 2001 sonrası yıllarda ülkemize giren sıcak para ve finansal kaynakların büyük oranda spekülative kazançlara yöneldiği ve “IS” eğrisini yatırımlar bazında olumlu etkileyen bir hedef yatırım kompozisyonundan uzak kaldığı izlenmektedir⁸. Aşırı değerlendirilen ulusal paranın “LM” eğrisi üzerinde yarattığı genişletici etki, Şekil 2’de izlendiği gibi “LM” eğrisinin sağa kaymasına gerekçe oluşturarak sermaye gelir düzeyini yükselttiği söylenebilir. Ancak Merkez Bankası müdahaleleriyle yüksek tutulan faiz oranları sonucu, hedeflenen yabancı sermayenin ülkeden çıkışına (veya ülke dışı geri dönüşüne) engel oluşturabilecek kur ve faiz oranları dengesinin sağlandığını söylemek oldukça zordur. Yurt dışına çıkan bu talebin neden olduğu dış ticaret açığı, gelişmekte olan ülkelerin Merkez Bankalarına döviz rezervleriyle karşılanmak istenince, kısılan ulusal para arzına bağlı gelir denge düzeyinin daha da düşmesinin kaçınılmaz olduğu söylenebilir (Ataç, 2006: 97). Sabit kur politikalarının uygulandığı ele aldığımız bu süreçteki gelişmekte olan ülkeler için öncelikli sorun, daralan para arzı sonucu yurt içi faizlerin reel faizlerin düşmesine olanak sağlamayacak bir düzeyde artmaya başlaması ve uluslararası spekülative kazançları daha teşvik ederek yurt içi artan döviz miktarına bağlı olarak ithalatı teşvik etmesiyle ödemeler dengesi krizini bu ülkelerin önemli çıkmazı haline getirmesidir. Ülkemizdeki artan ithalat sonrası bir türlü düşürülemeyen reel faizlerin, ancak Merkez Bankası para politikalarına bağlı biçimlenen para arzı ve finans kurumlarının “Döviz Pozisyonları”⁹ ile dengelenerek ortaya konulmasının önemli bir nedeni de budur (Erbaykal, 2007: 87). Bu bağlamda ülkemizde ödemeler dengesi açığı sorununun, yapısal sorunlardan daha çok etkilendiği görülmekte; uygulanan politikalara ilişkin hedef finansal duyarlılığın ikinci planda kaldığı izlenmektedir (Demir ve Kutlar, 2003: 74-77).

Ülkemizdeki 2000-2008 dönemine ilişkin bu süreci, esnek kur politikalarının da uygulandığı eşitlik (4) kapsamında ödemeler bilançosu dengelerini açıklaması bazında daha kapsamlı yorumlamak da mümkündür. Eşitliğin sol tarafındaki denge değerlerinin, “ $F(i) + G + X(e)$ ”, dönemsel hedef denge artışlarının altında kalması, şekil (2) deki denge “ E_1 ” noktası gibi ödemeler dengesi açıklarının değindiğimiz gerekçelerle süregelen yapısını da ortaya koymaktadır. Gelişmekte olan bir ülke için, eşitliğin “ $F(i) +$

⁸ Bu konuda detaylı bir çalışma ve saptamalar için bkz: Hahn, Frank H. “Liquidity”, in **Handbook of Monetary Economics**, Benjamin M. Friedman and Frank H. Hahn (eds.), Vol. 1, North-Holland: Elsevier Science Publishers Co., Inc., 1990, ss. 63-80.

⁹ **Döviz Pozisyonu:** Sahip Olunan Dövizler + Elde Edilecek Dövizler – Ödenecek Faizler.

$G + X(e)$ ” denge tarafını yükseltmenin kısa dönemli yatırımlar dışında en önemli opsiyonu, şüphesiz ihracatın artırılmasıdır. Gelişmekte olan bir ülkenin kısa dönemde net ihracatının artırılmasına yönelik para politikalarının başında “Devalüasyon” gelmektedir. Bu yaklaşım “IS” eğrisinin döneme ilişkin sağa kayması ve artan yatırım-tasarruf dengesi ile reel kur oranlarındaki artışlar sonucu net ihracatın artmasına da gerekçe oluşturmaktadır. Ülkemizde 2001 yılındaki resmi devalüasyon sonucu, net ihracatta artış beklenmiş; ancak reel faiz oranlarının istenilen düzeye düşmemesi ve istenilen düzeyde bir teşvik politikasının parasal tabandaki büyümeye bağlı bir reel artış desteğinden uzak yapısı, beklenen net ihracat oranlarından önemli bir sapma yaratmıştır.

B. ÜLKEMİZDE 2000 YILI SONRASI DIŞ TİCARET HACMI VE ÖDEMELER BİLANÇOSU DENGE ANALİZİ

Ülkemizde 2000 yılı dış ticaret hacmi kompozisyonunununa bağlı ödemeler bilançosunun seyri, artan ithalat miktarına karşılık, hedef ihracat miktarının beklenen düzeyde gerçekleşmemiş olmasıyla sürekli açık veren bir sürece girmiştir. Bunun yanı sıra aynı dönemlerdeki Milli Gelir limitlerindeki artışlar daha çok ithalata dayalı bir üretim portföyünün etkisiyle gerçekleşmiştir. Özellikle ödemeler bilançosu dengelerinin önemli saptamalara konu olduğu 2000 Kasım ve 2001 Şubat yıllarına ilişkin ekonomik kriz sürecinin oldukça ağır seyrettiği dönemlerde, Milli Gelirde de (burada GSMH olarak ifade edilmesi tercih edilmiştir) önemli saptamalar olmuş; yine bu dönemlerde ihracatımız oldukça gerilemiş (Milyon \$ bazında); buna karşılık sektörel üretimin dışa bağımlı yapısı, ithalat miktarındaki artışın Milli Gelire katkısı dikkate alındığında “Cari İşlemler Dengesi” konusunda zaman zaman olumlu yorumlara da yol açmıştır (Bakkal ve Oktayer, 2003: 227).

1. Dış Ticaret Hacmi Denge Modeli

“Dış Ticaret Hacmini (DTH)” oluşturan döneme yapının “İthalat” ve “İhracat” miktarının toplamından oluştuğunu irdelediğimizde, $DTH = \text{İthalat} + \text{İhracat}$, ödemeler bilançosu dengelerinin dönemsel döviz açıklarını ifade eden kalemler olarak cari işlemler dengesi bazında ele alınmasının kamu bütçesi üzerinde yarattığı “İkiz Açıklar” olgusu gibi etkilerinden dolayı daha anlamlı olduğu söylenebilir. Bu bağlamda ilgili dönemde ödemeler dengesi döviz açıklarını ortaya koyan cari işlemler dengesi¹⁰, bu döviz açıklarının adeta nasıl dengeleneceğini gösteren “Sermaye Hareketleri” kalemlerinin dışında ele alınmış; ödemeler bilançosunda negatif, yani açık veren değerleri daha net göstermesi ve dönemsel analizlerdeki anlamlılık açısından analizlerin özellikle “Dış Ticaret Hacmi” kapsamında ağırlıklı göstergeler olarak ele alınan ihracat ve ithalat kalemleri bazındaki ifadesi tercih edilmiştir¹¹.

¹⁰ Bu konuda detaylı bilgi için bkz: Devlet İstatistik Enstitüsü (DİE), **Türkiye Ekonomisi İstatistik ve Yorumlar Ocak- Mart 2003**, Ankara: Devlet İstatistik Enstitüsü Matbaası, Nisan 2003, ss. 38-39 ve s. 45.

¹¹ Bilançosunun yapısı genel olarak ele alındığında ödemeler bilançosunun başlıca iki ana kısımdan oluştuğu izlenir. Bunlar “Cari İşlemler” ve Sermaye Hareketleridir”. Gerek cari işlemler, gerekse de

Denge analizimizin Dış Ticaret Hacmi (DTH) kapsamındaki ithalat ve ihracat bazında ele alındığını ve dolayısıyla da ithalat ve ihracat farkı olarak ifade edilen Dış Ticaret Dengesinin (DTD) “Cari İşlemler Dengesini” pozitif veya negatif hangi ölçekte etkilediğinin saptanmasına yönelik olduğunu belirtmek gerekir (Gwartney and Stroup, 1992: 533). Dolayısıyla 2000 yılı sonrası Cari İşlemler Dengesi’nin, yıllara ilişkin değişik miktar değişimlere konu olan Dış Ticaret Dengelerini oluşturan ithalat ve ihracat limitleriyle etki ölçeğiyle ilişkisi, diğer taraftan ödemeler bilançosu dengelerinin döviz açıklarını ortaya koyması açısından da modeli anlamlı kılmaktadır. İfade edilen yaklaşım çerçevesinde modelimizi, “VAR” modeli çerçevesinde kurulan bir regresyon (eşanlı) denklemleri ile,

$$\begin{aligned} \text{CARIDNG} = & C(1,1)*\text{CARIDNG}(-1) + C(1,2)*\text{CARIDNG}(-2) + \\ & C(1,3)*\text{IHRACAT}(-1) + C(1,4)*\text{IHRACAT}(-2) + C(1,5)*\text{ITHALAT}(-1) + \\ & C(1,6)*\text{ITHALAT}(-2) + C(1,7) \end{aligned}$$

biçiminde oluşturmak olanaklıdır. Modelde “CARIDNG”, “Cari İşlemler Dengesini” ifade eden modelimizdeki bağımlı değişkendir. Model “Cari İşlemler Dengesini”, “DTH” ile ve “C” otonom katsayısı sonrasında değişken değerler olan önceki yıl (-1) ve sonraki önceki yıla (-2) ilişkin ithalat ve ihracat miktarlarındaki değişimlerle saptamaya çalışıyoruz¹².

2. Ampirik Bulgular

Ele alınan dönem olarak ülkemizdeki 2001-2008 yıllarını kapsayan “Dış Ticaret Hacmi” rasyoları baz alınmış ve söz konusu yıllar arasındaki cari denge değişim değerleri her bir yıla ilişkin dörder aylık dönemlerdeki değişim değerlerini baz alarak modelde veri kabul etmiştir. Modelde kullanılan verilerle¹³ yukarıdaki modelimize yönelik hesaplarımızı bir tablo olarak aşağıdaki gibi ortaya koymak olanaklıdır:

sermaye hareketleri hem kamu sektörü ve hem de özel sektör tarafından gerçekleştirilebilir. Burada analizlerimize konu olan cari işlemler, dış ticaret bilançosunu ifade eden ihracat ve ithalat kalemlerini içermesinin yanı sıra, navlun, sigorta, ülke içi ve dışı turizm faaliyetleri ve seyahatler, yabancı ülkelere alınan dış boçların ödenen faizlerinin yanı sıra, yabancı ülkelere verilen dış borçların faiz temettü ve diğer yatırım gelirleri ve faktör gelirleri kapsamında diğer ülkelere sağlanan hizmetler bazında ödenen dövizler ve işçi transferlerinin toplandığı görünmeyen kalemlerden meydana gelmektedir. Cari işlemler alım ve satım konu olan mal ve hizmet portföylerinin ülkeye giren veya çıkan döviz miktarını ve buna ilişkin işlemleri ifade ediyor olmasından ötürü, ödemeler bilançosu denge analizleri açısından döviz açıklarını da (veya fazlalıklarını da) net ifade eden bir yapıya sahiptir. İfade edildiği gibi “Sermaye Hareketleri”, cari işlemler bazındaki bu açıkların (veya fazlalıklarının) açıklanması ve dengeyi sağlanmasına yönelik gerekçelerini gösterir. Ödemeler dengesi bir ülkenin ilgili dönemde elde ettiği döviz gelirleriyle, bu ülkeden çıkan döviz limitlerinin daha net ele alındığı ve dış ticaret hacminin ana ağırlıklı unsur kabul edildiği cari işlemler dengesini ortaya koyduğu için, yorum ve analizlerimizde “Cari İşlemler Dengesi” daha anlamlı kabul edilmiş ve tercih sebebi olmuştur. Denge analizi yaklaşımımıza “Rezerv Hareketleri” ve “Net Hata Noksan” kalemleri Bu konuda bkz: Erdal M. Ünsal, **Makro İktisat**, 6. bask., Ankara: İmaj Yayıncılık, 2005, ss. 72-74.

¹² Modelin oluşturulması ve hesaplamalar, “EViews 5.0” programı kullanılarak ortaya konulmuştur.

¹³ Modeldeki veriler için bkz: DİE, **Türkiye Ekonomisi İstatistik ve Yorumlar Ocak- Mart 2003**, Ankara: Devlet İstatistik Enstitüsü Matbaası, Nisan 2003, ss. 38-39 ve s. 45; DİE, **Türkiye Ekonomisi İstatistik ve Yorumlar Temmuz – Eylül 2007**, Ankara: Devlet İstatistik Enstitüsü Matbaası, Nisan 2003, ss. 39-42 ve ss. 43-46; Maliye Bakanlığı, **Yıllık Ekonomik Rapor 2008**, ss. 11-14 ve ss.159.

Tablo 1. Cari Denge Değişim Değerlerinde Parametrik Oluşumlar ve Dış Ticaret Dengesi

Sample (adjusted): 2001 2008

Included observations: 10 after adjustments

Standard errors in () & t-statistics in []

| | CARIDNG | IHRACAT | ITHALAT |
|-----------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|
| CARIDNG(-1) | 0.765777 (1.31138) [0.58395] | -4.120049 (3.14556) [-1.30980] | 5.406165 (0.34942) [15.4720] |
| CARIDNG(-2) | -6.156184 (3.75323) [-1.64024] | 4.629374 (9.00276) [0.51422] | -2.164159 (1.00004) [-2.16406] |
| IHRACAT(-1) | -1.663683 (1.20723) [-1.37810] | 4.760999 (2.89574) [1.64414] | -7.130717 (0.32166) [-22.1682] |
| IHRACAT(-2) | 6.350619 (4.71925) [1.34568] | -4.995938 (11.3199) [-0.44134] | 2.470438 (1.25744) [1.96466] |
| ITHALAT(-1) | -0.153992 (0.88352) [-0.17429] | 2.773795 (2.11929) [1.30883] | -4.246829 (0.23541) [-18.0398] |
| ITHALAT(-2) | 4.794259 (3.16037) [1.51699] | -3.568833 (7.58070) [-0.47078] | 1.563869 (0.84208) [1.85715] |
| C | 66082.51 (29978.2) [2.20435] | 4803.761 (71907.9) [0.06680] | -26857.54 (7987.67) [-3.36237] |
| R-squared | 0.997249 | 0.995505 | 0.999983 |
| Adj. R-squared | 0.980746 | 0.968533 | 0.999884 |
| Sum sq. resids | 5728488. | 32959639 | 406695.2 |
| S.E. equation | 2393.426 | 5741.049 | 637.7266 |
| F-statistic | 60.42578 | 36.90863 | 10087.17 |
| Log likelihood | -65.27759 | -72.27692 | -54.69702 |
| Akaike AIC | 18.06940 | 19.81923 | 15.42425 |
| Schwarz SC | 18.13891 | 19.88874 | 15.49377 |
| Mean dependent | -19465.37 | 70487.00 | -112150.9 |
| S.D. dependent | 17248.68 | 32363.85 | 59299.27 |

Yukarıdaki “VAR” modeli ile oluşturulan regresyon tablosundaki sonuçların R-squared (R^2) olarak ifadesinde yakaladığımız, CARIDNG = 0.997249; IHRACAT = 0.995505; ITHALAT = 0.999983 değerleri, “1” mutlak değerine yakınlığı bazında yorumlarımızın doğruluğu açısından oldukça anlamlıdır. Regresyon tablosunu, “VAR” modelimizdeki ifadelerin yorumlanmasına yönelik tablo değerlerini de kapsayan dönemsel ifadesi bazında,

$$\begin{aligned} \text{CARIDNG} = & + 0.7657765972 * \text{CARIDNG}(-1) - 6.156183857 * \text{CARIDNG}(-2) \\ & - 1.66368345 * \text{IHRACAT}(-1) + 6.350619327 * \text{IHRACAT}(-2) \\ & - 0.1539915303 * \text{ITHALAT}(-1) + 4.794259434 * \text{ITHALAT}(-2) \\ & + 66082.51281 \end{aligned}$$

biçiminde ortaya koyduğumuzda, “VAR” regresyon modeli çerçevesinde ihracat ve ithalatın önceki yıl (-1) ve sonraki önceki yıl (-2) Cari İşlemler Dengesine ölçek etkilerini tablo da aldığı katsayılarla yorumlamak olanaklıdır. Modelimizde ihracat bir önceki yıl, yani 2007 yılında bir birim arttığında artan her bir birim ihracatın cari işlemler dengesinde “-1.663683” kadar bir azalma yarattığı; ancak bunun öncelikli sebebinin yine bir önceki yıl olan 2007 de ithalattaki her bir birim artışın Cari Denge üzerinde oluşturduğu olumlu etkisinin “-0.153992” kadar bir azalışla olumlu bir sektörel üretim ölçeği yaratmasıyla yorumlamak mümkündür. İthalat ve ihracatın sonraki önceki yıl (-2) için yani 2006 yılı için olan yorumunda da daha anlamlı bir durumu görmek olanaklıdır. Bu yıla ilişkin ihracatın Cari İşlemler Dengesi üzerindeki olumlu etkisi, ihracatın bir birim artışına karşılık Cari Denge üzerinde “6.350619” kadar, yani yaklaşık altı buçuk katı kadar bir pozitif katsayı etkisi oluşturmuş olması ve Cari İşlemler Dengesini ithalatın yarattığı olumlu etkiden oldukça büyük bir pozitif olumlu değerle etkilemiş olmasıdır. Yine bir sonraki önceki yıl olan 2006 yılında ithalatın bir birim değer artışına karşılık cari dengeye olumlu katkısının “4.794259” kadar, yani dört buçuk katı kadar pozitif bir etki oluşturduğu görülmektedir. 2006 yılında ithalat ve ihracatın arasındaki pozitif farkın Dış Ticaret Dengesindeki bir önceki yıla göre çarpıcı artışla, Cari İşlemler Dengesi üzerindeki pozitif etki ölçeğinin de oluşmasına da gerekçe oluşturduğu söylenebilir. Diğer taraftan 2007 yılına ilişkin Dış Ticaret Dengesini oluşturan ihracat ve ithalatın dışındaki “Hizmet Hareketleri’n” den” sağlanan “Turizm” ve “Faktör Gelirleri’nin” Cari İşlemler Dengesi üzerine olumlu etkisinden sözü edilebilir¹⁴.

2007 yılında ithalatın olumsuz etkisinin kısmen de olsa düşürülmesinde etkin olan “Görünmeyen İşlemler” adı altındaki bu kalemler, 2007 yılına ilişkin turizm gelirlerindeki artışlar bazında anlamlı kabul edilebilir. 2006 yılına ilişkin ihracat kalemlerinin Cari Denge üzerindeki negatif etkisini, artan ithalata karşılık ihracat miktarının kendi içinde bir önceki yıla göre artışının oransal olarak küçük kalması ve bir sonraki yılda daha küçük bir oransal etki ölçeği ile yer alması ve hem de artan ithalat

¹⁴ Dönemsel bu olumlu etkinin izlenmesine ilişkin ayrıntılı geniş veri ve tablolar için bkz: DTM, **Dış Ticaret ve Başlıca Ekonomik Göstergeler 2007- III**, Ankara: Aralık 2007, ss. 4-9 ve ss. 103-104.

miktarı karşısında ihracatı ithalatı karşılama oranının bir önceki yıla oranla daha da küçülen negatif bir seyir içersine girmesindedir¹⁵. Bu açıdan modelde negatif bir katsayı olarak yer bulmasına gerekçe, değişken değer olarak ihracat ve ithalat kalemlerinin birbirlerine oranın karşılıklı bir negatif değer oluşturması ve, dolayısıyla da modele negatif bir etki katsayısı olarak yansımaktadır. Regresyon tablosunda ithalat ve ihracatın birbirlerine karşılıklı etkileşim katsayıları da, “CARIDNG” sonrasındaki tablo akışında söylediklerimizi doğrular niteliktedir.

5. SONUÇ

Ödemeler dengesi sorunları, süregeldiği kriz sürecinde kamusal kararları etkileyen ve her bir döneme ilişkin analitik çözümlenmeleriyle de önemli mali tedbir ve yaptırımlara konu olan bir olguyu ortaya koymaktadır. Diğer bir ifadeyle, ülkelerin makro kalkınma hedefleri de dahil bu hedefleri önceleyen mali istikrar beklentilerinin doğrudan etkilendiği bu süreç, özellikle gelişmekte olan ülkeleri gerçekçi bir analitik çözümlenmenin varlığına zorunlu olarak yönlendirmekte; kriz sürecinin ulusal niteliğinden başka uluslararası mali entegrasyonuna yönelik yaptırımları da karar alma sürecine dahil etmektedir. Küresel ekonomiyle birlikte gelişmekte olan ülkelerin mali işlemlerindeki belirsizliklerin daha da artmış olması ve resesyon kaygıları, ödemeler dengesi işlemlerinin ilgili süreçte daha da olumsuzlaştıran çelişkiler (handicaps) yumağı olarak ortaya çıkmasına neden olmuştur. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin iktisadi kalkınma hedeflerinde önemli mali çıkmazlarla sonuçlanan bu sürecin, ilgili ülkeleri uluslararası piyasalara entegre olma ve bu konuyla ilgili kararlar alma konusunda önemli çıkmazlara soktuğu da görülmektedir.

Diğer taraftan ülkelerin uyguladıkları para politikalarına bağlı olarak biçimlenen Döviz Kuru ve Faiz Politikaları’da ilgili ülkenin ithalat ve ihracatından oluşan Dış Ticaret Hacmi’ni doğrudan etkilemekte; bu olgu, özellikle gelişmekte olan ülkelerin çoğunlukla da uzun süreli yaşadıkları ödemeler bilançosu sürecindeki finansal kriz oluşumunun en önemli gerekçesi olarak kabul edilmektedir. Ülkeler ödemeler dengesine ilişkin bu süreci aşmada, faiz politikalarının da zaman zaman ağırlıklı olarak ön plana çıktığı ve kur politikalarıyla birlikte uygulamada yer bulduğu yaklaşımları benimsemektedirler. Ancak her ülkenin ulusal nakit değerlerini yönlendirmedeki farklı yaklaşımı ve uyguladıkları kur politikalarındaki farklılıkların, ödemeler bilançosu dengelerini bilhassa bu dengeyi doğrudan sağlamada ağırlığı tartışılmayan “Cari İşlemler Dengeleri” bazında etkilemekte olduğu görülmektedir. Diğer bir ifadeyle sabit kur politikalarıyla esnek kur politikalarının uygulamadaki farklılıklarından ortaya çıkan ve her iki politikanın ödemeler bilançosunu yönlendiren farklı etki ölçeğine sahip konumu, söz konusu dış ticaret dengelerinin en önemli belirleyici unsuru olarak da ön plana çıkmaktadır. Söz konusu bu politikalar kapsamındaki ihracat ve ithalat kalemlerinden oluşan bir dış ticaret hacmi, ödemeler bilançosu üzerindeki etki ölçeğini

¹⁵ Bu konuda detaylı bilgi ve veri tablosu için bkz: DPT, **Temel Ekonomik Göstergeler Kasım – Aralık 2008**, Ankara: Yayın Basım Şb. Md. 2008, ss. 39-40 ve 55-57.

de bu kalemler arasındaki denge unsuru ile ortaya koymaktadır. Dolayısıyla da yine bu kalemlere bağlı dönemsel bir milli gelir denge değerinin de sağlanmasındaki yaklaşım, döneme ilişkin bu kalemlerin milli gelir üzerindeki etki ölçüğü ile anlam bulmaktadır.

Ülkemizde ödemeler bilançosu sürecindeki finansal krizlerin, dış ticaret dengelerindeki önemli sapmalardan ortaya çıktığı görülmekte ve ihracat ve ithalat kalemlerindeki yıllara ilişkin değişimlerin “Cari İşlemler Dengesi” üzerinde söz konusu kompozisyona bağlı farklı denge oluşumlarını ortaya koyduğu gözlenmektedir. Bu bağlamda teorik bir Milli Gelir denge modeli oluşumuna yönelik ifade etmeye çalıştığımız ödemeler dengesi sürecindeki sapmalar ve kriz olgusu, ülkemizde de “Cari İşlemler Dengesindeki” sapmalara bağlı, uygulanan döviz kuru ve para politikası yaklaşımından doğrudan etkilenen bir konumda süregelmektedir. Ülkemize yönelik yapılan denge analitiğinde üretime ilişkin sektörel yapımızın yüksek miktarda ithalata dayalı girdiler portföyü ile oluşan yapısı, dış ticaret hacmi içerisinde ithalat miktarının artışına rağmen ithalattaki artışların katkı sağladığı Milli Gelir ölçüğünün cari işlemler dengesi üzerine yansıdığı olumlu etkisiyle bu dengenin bazı yıllarda pozitif çıkmasına gerekçe oluşturmuştur. Nitekim ülkemizde artan negatif cari açık konumuna rağmen üretim sektörünün 2001 sonrası yıllardaki Milli Gelir düzeyindeki artışlara ilişkin olumlu etkisi ve Merkez Bankası’nın kur politikalarını piyasalarla uyumlu daha rahat bir kontrol sürecine girmiş olması da denge analitiğine yönelik saptamalarımızı doğrular niteliktedir.

KAYNAKÇA

- AGENOR**, Pierre-Richard and Peter J. Montiel, (2008), **Development Macroeconomics**, 3. rd Ed., New Jersey: Princeton University Press, 2008.
- AGHEVLİ**, Bijan B. and Mohsin S. Khan. “Credit Policy and The Balance of Payments in Developing Countries”, in **Money and Monetary Policy in Less Developed Countries: A Survey of Issues and Evidence**, Warren L. Coats, Jr. and Deena R. Khatkhate (eds.), Oxford: Pergamon Press, 1980, ss. 685-711.
- ATAÇ**, Beyhan, (2006), **Maliye Politikası**, 7. bask., Eskişehir: ETAM A.Ş. Matbaa Tesisleri, 2006.
- BAKKAL**, Ufuk ve Nagihan Oktayer; (2003), “Dış Borçlanma ve Ödemeler Dengesi İlişkisi”, **XVIII. Türkiye Maliye Sempozyumu: Türkiye’de Kamu Borçlanması- Ekonomik ve Sosyal Etkileri, Beklentileri**, İstanbul: Marmara Üniversitesi Maliye Araştırma ve Uygulama Merkezi, 2003, ss. 217-229.
- BAUMOL**, William J. and Alan S. Blinder, (1994), **Macroeconomics: Principles and Policy**, 6. th. ed., New York: The Dryden Press-Harcourt Brace College Publishers, 1994.
- ÇAŞKURLU**, Eren. “1980 Sonrası Dönemde Merkez Bankasından Kaynak Kullanımının Makro Ekonomik Etkilerinin Analizi”, **Gazi Üniversitesi İ. İ. B. F. Dergisi**, Cilt 5, Sayı 1, (Bahar 2003), s. 189-208.

- CHRYSAL**, K. Alec. “The Operation of Financial Markets”, in **Current Issues in Financial and Monetary Economics**, Kewin Dowd and Mervyn K. Lewis (eds.), New York: St. Martin’s Press, 1992, ss. 66-80.
- DAVIS**, Kevin T. and Mervyn K. Lewis. “Deregulation and Monetary Policy”, in **Current Issues in Financial and Monetary Economics**, Kewin Dowd and Mervyn K. Lewis (eds.), New York: St. Martin’s Press, 1992 ss. 128-154.
- DEMİR**, Osman. “Türkiye Ekonomisinin Temel Sorunu: Yüksek Kamu Açıklarının Uzun Süre Devam Etmesi”, **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt 17, Sayı 1-2, (2003), ss.75-89.
- DEMİR**, Osman ve Aziz Kutlar. “Türkiye’de Geri Kalmışlığa Farklı Bir Yaklaşım: Yüksek Kamusal Dışsal Maliyet-Düşük Ekonomik Performans”, **Gazi Üniversitesi İ. İ. B. F. Dergisi**, Cilt 5, Sayı 1, (Bahar 2003), ss. 78-79.
- DEMİRBAŞ**, Muzaffer. “Türkiye’de Faiz Oranlarının Yatırımlar Üzerindeki Etkisi (1980-1997 Dönemi Örneği)”, **Süleyman Demirel Üniversitesi , İ. İ. B. F. Dergisi**, Cilt 5, Sayı 2, (2000), ss. 81-92.
- DİE**, **Türkiye Ekonomisi İstatistik ve Yorumlar Ocak- Mart 2003**, Ankara: Devlet İstatistik Enstitüsü Matbaası, Nisan 2003, ss. 38-39 ve s. 45.
- DİE**, **Türkiye Ekonomisi İstatistik ve Yorumlar, Temmuz-Eylül 2006**, Ankara: Aralık 2006.
- DORNBUSH**, Rudiger and Alberto Giovannini. “Monetary Policy in The Open Economy”, in **Handbook of Monetary Economics**, Benjamin M. Friedman and Frank H. Hahn (eds.), Vol. 2, North-Holland: Elsevier Science Publishers Co., Inc., 1990, ss. 1231-1303.
- DPT**, **Temel Ekonomik Göstergeler Kasım – Aralık 2008**, Ankara: Yayın Basım Şb. Md. 2008.
- DTM**, **Dış Ticaret ve Başlıca Ekonomik Göstergeler 2007- III**, Ankara: Aralık 2007.
- DWYER Jr.**, Gerald P. “Federal Deficits, Interest Rates and Monetary Policy”, **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol. 17, No. 4, Part 2, (November 1985), ss. 655-681.
- ERBAYKAL**, Erman, (2007), “Türkiye’de Ekonomik Büyüme ve Döviz Kuru Cari Açık Üzerinde Etkilimidir? Bir Nedensellik Analizi”, **Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Cilt. 3, Sayı. 6, (2007), ss. 81-88.
- ERDAL**, M. Ünsal, **Makro İktisada Giriş**, Ankara: Siyasal Kitapevi, 2004.
- ERDAL**, M. Ünsal, **Makro İktisat**, 6. bask., Ankara: İmaj Yayıncılık, 2005.
- GWARTNEY**, James D. and Richard L. Stroup, (1992), **Microeconomics: Private and Public Choise**, 6 th., New York: The Dryden Press, 1992.
- HILFERDING**, Rudolf, (1981), **Finance Capital**, London: Routledge & Kegan Paul,1981.
- KESİK**, Ahmet, (2003), “Bütçe Yönetimi Borç Yönetiminin Ayrılmasının Konsolide Bütçeye Yansımaları”, **XVIII. Türkiye Maliye Sempozyumu: Türkiye’de Kamu Borçlanması- Ekonomik ve Sosyal Etkileri, Beklentileri**, İstanbul: Marmara Üniversitesi Maliye Araştırma ve Uygulama Merkezi, 2003, ss. 89-95.
- Maliye Bakanlığı, Yıllık Ekonomik Rapor 2008.**

- MANKIW**, N. Gregory, (2008), **Principles of Macroeconomics**, 5. th. ed., United States: South-Western Cengage Learning, 2008.
- PARASIZ**, İlker, (2000), **Para, Banka ve Finansal Piyasalar**, 7. bask., Bursa: Ezgi Kitabevi, 2000.
- TAYLOR**, Lance, 1979, **Macro Models for Developing Countries**, New York: McGraw-Hill Book Company, 1979.