



## Araştırma Notu 18-02 Nisan 2018

# Yüksek enflasyon cari açık sorununu büyütüyor mu?

Sumru Öz<sup>1</sup>

Türkiye’de 2001 yılında başlayan başarılı bir dezenflasyon sürecinin ardından 2004’te tek haneli rakamlara inen enflasyon, 2017’ye kadar yüzde 8 civarında dalgalandı. Enflasyonu bir neslin gördüğü en düşük düzeye indirmek büyük bir başarı olsa da yüzde 8-10 civarı hala çok yüksek enflasyon oranlarıdır. [1] Çünkü dünyada ticari ya da finansal

ilişki içinde bulunan ülkelere kıyasla yüksek enflasyon oranlarına sahip olunması, bir ülke ekonomisinde var olan sorunları büyütme potansiyeli taşır. Bu açıdan kalıcı ve yüksek cari açık, oynak döviz kurları, sanayisizleşme olarak adlandırılan imalat sanayinin GSYH içindeki payının sürekli azalması, gelir dağılımındaki bozukluk gibi Türkiye ekonomisindeki temel sorunların, kalıcı ve yüksek enflasyonla ilişkili olarak incelenmesi yararlı olabilir. Bu araştırma notunda, yüzde 8-10 arası seyreden enflasyon oranının aksine Türkiye’de önemli bir ekonomik sorun olarak algılanan cari açığın, aslında “yüksek enflasyon”<sup>2</sup> tarafından büyütüldüğü savunuluyor. Yüksek enflasyon, kalıcı hale geldiği bir ülkede, hem reel sektör hem finans piyasaları hem de bu ikisi arasında bir kısır döngüye yol açan etkileşimler üzerinden cari açık sorununu daha fazla büyütebilir.

## Yüksek enflasyonun reel sektör üzerinden cari açığa etkisi

Düşük yurtiçi tasarruf oranlarının değerli döviz kuru ve görece yüksek enflasyonla birlikte Türkiye’de ihracat yapan sektörlerin rekabet gücünü düşürdüğü savunulur [2]. Reel sektör açısından baktığımızda yüksek enflasyon, yerli ürün ve hizmet fiyatlarının sürekli artması demektir. Bu sürecin sonunda kaçınılmaz olan kur düzeltmesi, finans hesabının açık olduğu bir ülkede hemen gerçekleşmeyebilir. 2003-2018 dönemi için sol ekseninde tüketici fiyat endeksini (TÜFE)<sup>3</sup> ve kur sepetini<sup>4</sup>, sağ ekseninde ise ihracat ve ithalat değerlerini veren Şekil 1, gerçekten de Türkiye’de TÜFE’nin düzenli olarak arttığını, kurlardaki artışın ise dönemsel ve dalgalı olduğunu gösteriyor.

Kur sepeti ile TÜFE arasındaki ilişkiye göre Şekil 1’i üç döneme ayırarak incelersek, Ocak 2003’ten küresel krizin Türkiye ekonomisini etkilemeye başladığı 2008 Eylül ayına kadar olan ilk dönemde TÜFE düzenli olarak artarken, kur sepetinin 1,57 civarında dalgalandığını görüyoruz. Kur sepetinin, düzenli olarak artan TÜFE etrafında dalgalandığı Ekim 2008 - Aralık 2013 arasını ikinci dönem olarak adlandırabiliriz. Ocak 2014’ten bugüne kadar olan son dönemde ise kur sepetindeki artış TÜFE’deki artışın çok üzerine çıkıyor.

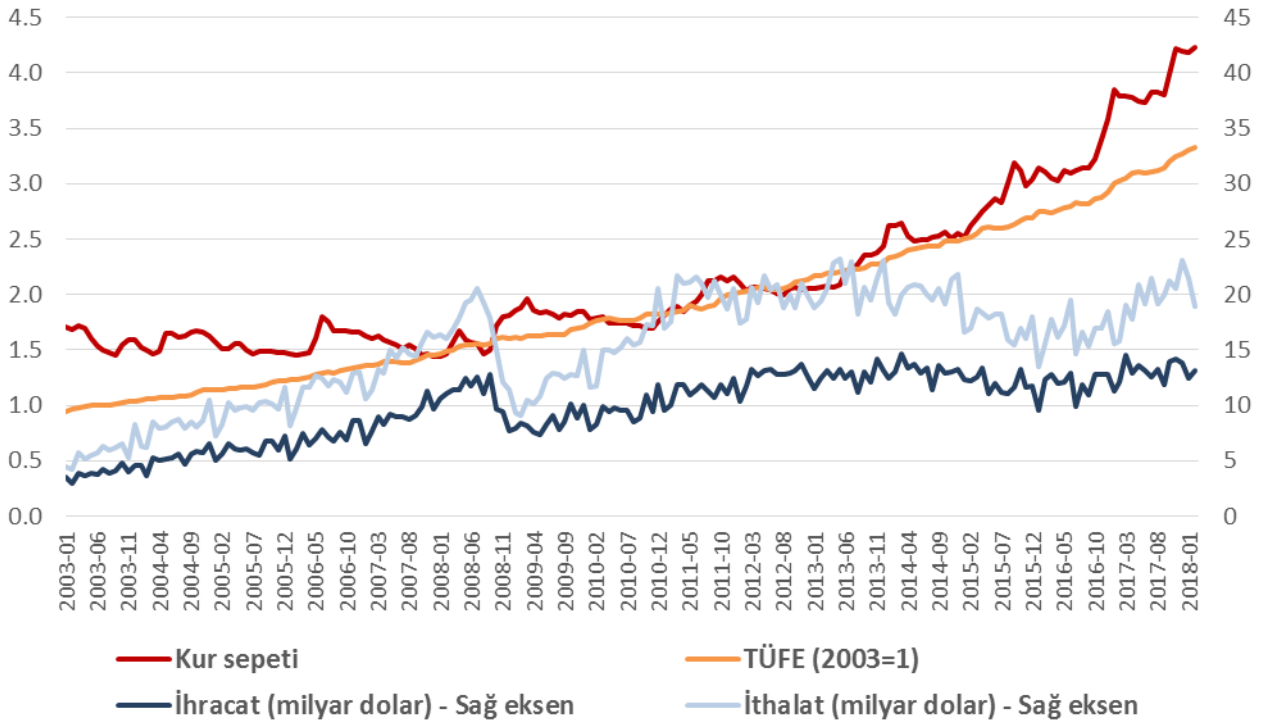
<sup>1</sup> Koç Üniversitesi-TÜSİAD EAF

<sup>2</sup> Dünyada ticari ve/veya finansal olarak ilişki içinde bulunan ülkelere kıyasla yüksek olan bir enflasyon düzeyi kastedilmektedir.

<sup>3</sup> Tüketici Fiyat Endeksi (2003 = 1).

<sup>4</sup> Dolar ve Avro satış kurunun aritmetik ortalaması

Şekil 1 2003-2018 Döneminde Aylık İhracat, İthalat, Kur Sepeti ve TÜFE (2003=1)



Kaynak: TÜİK, TCMB

Kur sepeti ile TÜFE arasındaki ilişkiye göre belirlediğimiz dönemlerin ilkinde, TÜFE'nin 0,95'ten 1,6'ya düzenli bir şekilde arttığını, oysa aynı dönemde kur sepetinin 1,45-1,80 arasında dalgalandığını görüyoruz. Örneğin 2003 Mart ayında 1,72 olan kur sepeti, Ekim 2008'de de aynı değerde. Yerli ürün ve hizmet fiyatlarının ortalama yüzde 68 arttığı bu dönemde döviz sepetinde bir artış eğiliminin olmaması, yerli ürünlerin ithal ürünlere göre pahalılaşmasına, bunun da ihracat üzerinde caydırıcı bir etki yaparken ithalatın artmasına yol açması beklenir. Sonuçta dış ticaret açığı dolayısıyla da cari açık artar. Aylık ihracat ve ithalat değerlerini de veren Şekil 1, Ocak 2003 - Eylül 2008 döneminde beklenenin aksine ihracatta azalış değil artış olmakla beraber, ithalat ihracattan daha hızlı arttığı için dış ticaret açığının büyüdüğünü gösteriyor.

Ekim 2008 - Aralık 2013 arasını kapsayan ikinci dönemin başında küresel krize bağlı olarak hem ithalat hem de ihracat düşüyor ve 2009 Şubat'ında dış ticaret açığı neredeyse tamamen kapanıyor. Ancak ihracattan hızlı toparlanan ithalat ile dış ticaret açığı 2010 yılı sonunda kriz öncesi değerlerinin de üzerine çıkıyor. Kur sepetinin düzenli olarak artmaya devam eden TÜFE etrafında dalgalandığı 2011 başı ile 2013 sonu arasındaki üç yıl, aylık olarak ithalatın 20, ihracatın ise 12-13 milyar dolar civarında seyrettiği ve ikisinde de artış eğiliminin durduğu bir dönem.

İhracattaki durağanlık, kur sepetindeki artışın TÜFE'deki artışın çok üzerine çıktığı Ocak 2014'ten bugüne kadar olan üçüncü dönemde de sürüyor ve aylık ortalama 12,5 milyar dolar civarında seyrediyor.<sup>5</sup> Bir başka deyişle Türkiye'nin ihracatı bu son dönemde TL'nin yüksek değer kaybına rağmen artmıyor. İthalat ise

<sup>5</sup> İlginç bir şekilde bu rakam ihracatın artma eğiliminde olduğu birinci dönemde ulaşılan en yüksek ihracat değeri.

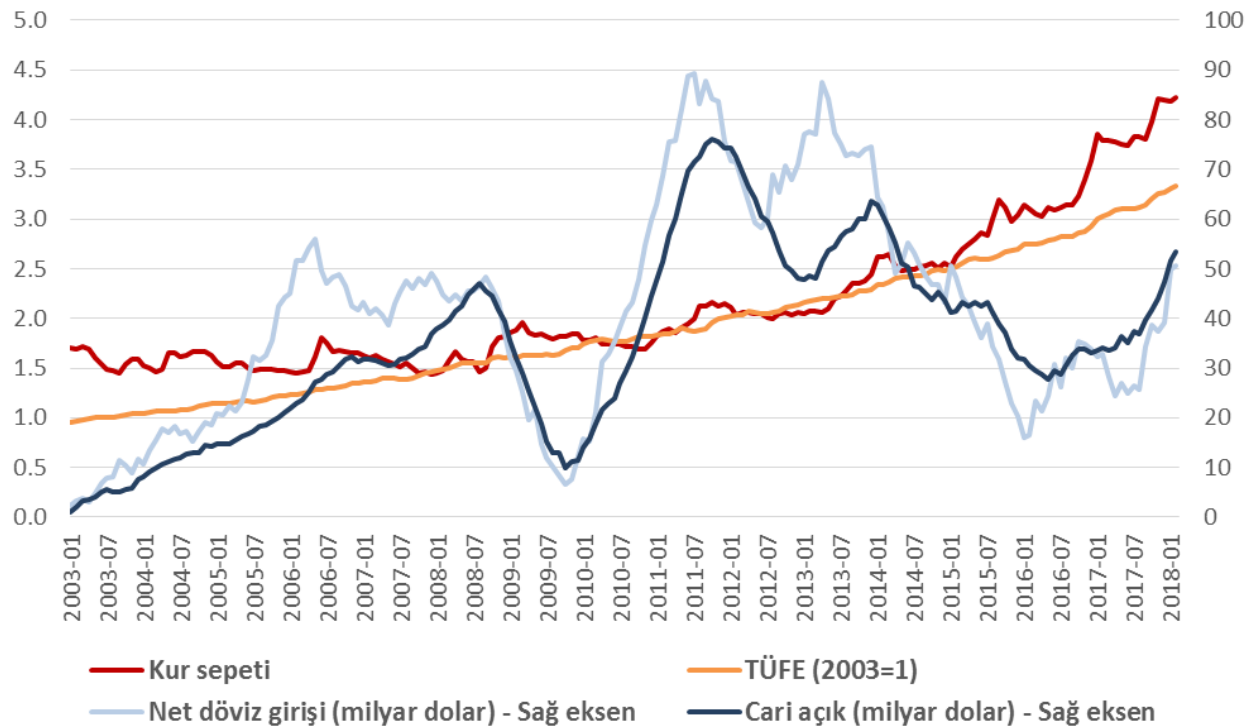
üçüncü dönemin başından 2016 yılı başına kadar azalmakla beraber yeniden artışa geçerek Aralık 2017’de dört yıl sonra tekrar 23 milyar doların üzerine çıkıyor.<sup>6</sup>

Son 15 yılda yüksek enflasyonun reel sektör üzerinden cari açığa etkisine bir bütün olarak bakarsak, Türkiye’de ticari olarak ilişki içinde bulunduğu ülkelere kıyasla yüksek olan enflasyonun, kur sepetinde belirgin bir değişimin olmadığı dönemlerde ihracatın azalmasına yol açmamakla beraber ithalatı artırarak dış ticaret açığını dolayısıyla da cari açığı büyüttüğünü söyleyebiliriz. Yüksek enflasyonun kur sepetinde belirgin bir değişimin olmadığı dönemlerde ihracatı azaltıcı bir etki yapmaması, ihraç ürünlerinde ithal girdi oranının yüksek olmasına bağlı gibi görünüyor. Böylece TL’nin değerlendirildiği dönemlerde ithal girdilerin ucuzlaması sayesinde ihracata yönelik üretimdeki maliyet artışı sınırlı kalabiliyor. Özetle, yüksek enflasyonun reel sektör üzerinden cari açığı artırıcı etkisini ihracat değil, ithalat belirliyor.

### Yüksek enflasyonun finans sektörü üzerinden cari açığa etkisi

Dünyada finansal olarak ilişki içinde bulunulan ülkelere kıyasla yüksek olan enflasyonun finans piyasaları üzerinden Türkiye’nin cari açığını nasıl etkilediğini, yukarıda kur sepeti ile TÜFE arasındaki ilişkiye göre 2003 - 2018 arasını üç döneme ayırarak yaptığımız analizi uluslararası finansal işlemler alanına uygulayarak inceleyebiliriz. Şekil 2, yine sol eksende tüketici fiyat endeksini (2003=1) ve kur sepetini, sağ eksende ise son bir yıldaki net döviz girişini<sup>7</sup> ve cari işlemler açığını<sup>8</sup> aylık olarak veriyor.

Şekil 2 2003-2018 Döneminde Net Döviz Girişi, Cari Açık, Kur Sepeti ve TÜFE (2003=1)



Kaynak: TÜİK, TCMB

<sup>6</sup> TL’deki değer kaybının sürmesine rağmen ithalatın bu düzeye çıkmasında son dönemde gevşeyen maliye politikası etkili olmuş görünüyor.

<sup>7</sup> TCMB Ödemeler Dengesi veri tabanında yer alan Finans Hesabı, Sermaye Hesabı ile Net Hata ve Noksan kalemine göre.

<sup>8</sup> TCMB Ödemeler Dengesi veri tabanında yer alan Cari İşlemler Hesabı’na göre.

Yüksek enflasyonun finans sektörü üzerinden cari açığa etkisi şöyle açıklanabilir: Yüksek enflasyon, yerli yatırımcıdan mevduat toplayabilmek için bankaları diğer ülke bankalarına göre daha yüksek bir nominal faiz vermek zorunda bırakır. Aynı nedenle hazine bono ve tahvillerinin nominal faizi de daha yüksek olur. Bu yüksek nominal faizler yerleşik olmayanlara cazip gelir, çünkü Türkiye’de yaşamadıkları için yüksek enflasyondan etkilenmezler. Gerçekten de yerleşik mevduat sahibinin elde edeceği reel getiri dönem sonunda Türkiye’de gerçekleşen enflasyona bağlıken yerleşik olmayanların reel getirileri kur değişimi ile kendi ülkelerindeki enflasyona göre belirlenir. [3] Dolayısıyla yüksek enflasyon, kaçınılmaz olarak yaşanacak kur ayarlamasına kadar geçen sürede, yerleşik olmayan yatırımcıların Türkiye’de yaşayanlara kıyasla yüksek getiri elde etmesine yol açar. Yüksek getiri ise yabancı yatırımcıyı kur riskini göze alarak kısa zamanda geri çekebilecekleri fonları, yani sıcak para olarak adlandırılan Portföy Yatırımlarını ülkeye aktarmaya teşvik eder. Yüksek enflasyon yalnızca Portföy Yatırımları üzerinden değil Finans Hesabı’nın Diğer Yatırımlar kalemi üzerinden de ülkeye döviz girişini artırır. Çünkü enflasyon yüksekken uzun vadeli TL cinsi borçlanma imkânları sınırlı olduğundan yatırımları finanse etmek için hem özel şirketler hem de bankalar ister istemez dış borca yönelir. [5] Kurların uzun bir süre baskılanmasında etkili olan yüksek döviz girişi ise ithalatı özendirerek cari açığın daha da büyümesiyle sonuçlanır. Ta ki küresel ya da ülke içindeki olumsuz bir ekonomik ya da siyasi gelişme, yatırımcıların risk algılarını tersine çevirinceye kadar - tıpkı ilkinde bağlı olarak 2008 Eylül ayından itibaren olduğu gibi.

Ocak 2003 - Eylül 2008 arasında, yani TÜFE düzenli olarak artarken, kur sepetinin 1,57 civarında dalgalandığı dönemde yerleşik olmayan yatırımcının yerleşik olanlara kıyasla yüksek getiri elde ettiğini ve yüksek enflasyonun neden olduğu getiri farkının cari açığı büyüttüğünü söyleyebiliriz. Kur sepetinin, düzenli olarak artmaya devam eden TÜFE’nin artış oranı etrafında dalgalandığı Ekim 2008 - Aralık 2013 arasındaki ikinci dönemin başında Türkiye’ye net döviz girişi ve cari açık birlikte düşerek 45 milyar dolar civarından 10 milyar doların altına geriliyor. Ancak 2010 yılı başından itibaren özellikle Fed’in ikinci ve üçüncü parasal genişleme programlarını uyguladığı dönemlerde Türkiye’ye net döviz girişi hızla artarak [4] sırasıyla 2011 ortasında ve 2013 Nisan ayında yıllık 90 milyar dolara yaklaşıyor. 2003-2008 arasını kapsayan ilk döneme kıyasla doğrudan yatırımların payının azaldığı ve ağırlığın portföy yatırımlarına kaydığı 2010 başından 2013 sonuna kadar olan bu dönemde, dalgalanmalar artmakla beraber yine yerleşik olmayan yatırımcının yerleşik olanlara kıyasla daha fazla getiri elde ettiğini söylemek mümkün.<sup>9</sup>

Şekil 2, Ocak 2014’ten bugüne kadar olan son dönemde kur sepetindeki artışın TÜFE’deki artışın çok üzerine çıktığını gösteriyor. Bu dönemin ilk iki yılı boyunca azalan döviz girişi 2016 başında yıllık 16 milyar dolara kadar düştükten sonra yeniden artarak 2018 Ocak ayı itibariyle 50 milyar dolara yaklaşıyor. Cari işlemler açığı da döviz girişini takip edip Mayıs 2016’da 27,7 milyar dolara geriledikten sonra yeniden artarak dönem sonunda 51,6 milyar dolara ulaşıyor. Kur sepetindeki artışın TÜFE’deki artışın çok üzerine çıktığı böyle bir dönemde cari açığın iki kata yakın artması, son dönemde gevşek maliye politikası uygulamaları gibi başka dinamiklerin devreye girdiğini gösteriyor.

Özellikle ekonomik görünümün iyi olduğu dönemlerde, cari açığı sürdürülebilir büyümeyi engellemeyecek düzeyde tutmanın yolu kısa vadeli yabancı fonlar için getirileri azaltmaktan geçiyor. Sermaye hareketlerinin

---

<sup>9</sup> Mahfi Eğilmez “Türk’e Başka Yabancıya Başka Reel Faiz” başlıklı yazısını bu dönemde kaleme aldı.

serbest olduğu bir ÷lkede, bu üç şekilde sağlanabilir. İlki olan faizlerinin dñşür÷lmesi, kısa vadeli yabancı fonlar için ÷lkenin çekiciliğini azaltmakla beraber bir yandan yerleşiklerin kredi alma maliyetlerini indirme, diğer yandan reel getirilerini dñşürerek tasarruflar üzerinde caydırıcı bir etkide bulunma yoluyla tüketimi, dolayısıyla ithalatı artırıp yine cari açığın büyümesiyle sonuçlanabilir. Bir diğer çözüm, yerleşik olmayan faiz geliri sahibine finansal işlem vergisi uygulamak. [3] Ancak finansal işlemler vergisinin, nispi olarak daha küçük ve nakit akışı sınırlı olan piyasalarda düşün÷lenden ciddi etkiler yaratabileceği ve sermayenin maliyetini orantısız biçimde artırabileceği yönünde tahminler var. [6] Aynı çalışmada incelenen ÷lke örnekleri, Şili dışında bu tür uygulamalardan beklenen faydanın sağlanamadığını da gösteriyor. İsveç örneği ise finansal işlemler vergisi sonrası büyük boyutlarda sermaye kaçışı olabileceği konusunda uyarıyor. Kısa vadeli yabancı fonlar için getirileri yerleşik yatırımcıların elde ettiği düzeylere dñşürerek, bunun cari açığı büyüten etkisinden kurtulmak için üçüncü çare, sorunun asıl kaynağına gidip enflasyonu dünyada finansal ilişki içinde bulunan ÷lkeler düzeyine indirmektir.

### **Cari açığı sürdürülebilir büyümeyi engellemeyecek düzeyde tutmanın yolu: Enflasyonu dñşürmek**

Bu araştırma notunda, Türkiye’de önemli bir ekonomik sorun olarak algılanan cari açığın, aslında çok da önemsenmeyen yüksek enflasyon tarafından büyüt÷ldüğü savunuluyor. Ticaret yaptığı ÷lkelere kıyasla yüksek olan enflasyonun reel sektör üzerinden cari açığı artırıcı etkisi, yerli ürünlerin ithal ürünlere göre sürekli pahalılaşması, dolayısıyla ithalatın artmasıyla belirleniyor. Finans sektöründe ise enflasyonun finansal olarak ilişki içinde olduğu ÷lkelere göre yüksek seyrettiği bir ÷lkede, nominal faizler de yüksek olduğu için yüksek enflasyondan etkilenmeyen yabancı yatırımcılar yerleşik olanlara kıyasla mevduat ya da tahvil/bono gibi yatırım araçlarından daha yüksek getiri elde ediyor. Yüksek getiri, döviz kuru riskini alabilen kısa vadeli fonları Türkiye’ye akıtıyor ve yurt içindeki döviz bolluğu kurları baskılıyor. Ocak 2003 - Eylül 2008 ve Ocak 2010 - Aralık 2013 gibi dönemlerde olduğu gibi kurlardaki değişim enflasyonun altında olduğu sürece yerli üretim, ithal ürün ve hizmetlere göre pahalılaşmaya, dolayısıyla da cari açık artmaya devam ediyor.

Bilindiđi gibi cari açık aynı zamanda yurt içi tasarrufların yetersizliğine işaret eder. Bu yüzden faizleri dñşürerek yabancı fonları caydırmaya çalışmak yerli mevduat ya da tahvil/bono sahibinin reel getirisini azaltacağı, hatta eksiye düşürebileceği için tasarruftan kaçınıp tüketime yönelmeleriyle sonuçlanabilir. Tüketime artması ise cari açığın daha da artması demektir. Enflasyonun yüksek olduğu bir ÷lkede, reel sektör ve finans piyasaları arasındaki etkileşimlerin sonucunda oluşan bu döngüyü kırmak için, enflasyonu dünyada finansal ve ticari olarak ilişki içinde bulunan ÷lkelerinkine yakın bir düzeye indirmek en iyi çare. Net döviz girişinin üç yıl sonra yeniden 50 milyar doların üzerine çıktığı bu son dönemde, cari açığı sürdürülebilir büyümeyi engellemeyecek düzeyde tutmanın yolunun enflasyonu dñşürmek olduğuna toplum olarak ikna olmak zorundayız gibi görünüyor.

## Kaynaklar

- [1] Akkaya, Y. ve R. S. Gürkaynak (2012) Cari açık, bütçe dengesi, finansal istikrar ve para politikası: Heyecanlı bir dönemin izi. İktisat İşletme ve Finans, 27 (315) 93-119
- [2] Çeçen A. ve L. Xiao (2014) Capital flows and current account dynamics in Turkey: A nonlinear time series analysis, Economic Modelling, 39, 240-246
- [3] Eğilmez, M. (2012) Türk'e Başka Yabancıya Başka Reel Faiz. <http://www.mahfiegilmez.com/2012/09/turke-baska-yabancya-baska-reel-faiz.html>
- [4] Öz, S. (2015) Fed ve ECB Politikalarının Gelişen Ekonomilere Yönelik Sermaye Akımları Üzerine Etkisi, EAF Araştırma Notu 15-02, [https://eaf.ku.edu.tr/sites/eaf.ku.edu.tr/files/EAF\\_an1502.pdf](https://eaf.ku.edu.tr/sites/eaf.ku.edu.tr/files/EAF_an1502.pdf)
- [5] Demiralp, S. (2018) Cari açık nasıl azalır?, Milliyet 13 Nisan 2018, <http://www.milliyet.com.tr/yazarlar/selva-demiralp/cari-acik-nasil-azalir--2646867/>
- [6] Güler, B., E. Keleş ve Ö. Uçar (2012) Finansal İşlem Vergileri ve Avrupa Birliği Uygulaması, TC Avrupa Birliği Bakanlığı [https://www.ab.gov.tr/files/EMPB/finansal\\_islem\\_vergisi\\_empb\\_print\\_version.pdf](https://www.ab.gov.tr/files/EMPB/finansal_islem_vergisi_empb_print_version.pdf)