

TÜRKİYE EKONOMİSİNDE CARİ İŞLEMLER

AÇIĞININ TEMEL BELİRLEYİCİLERİ:

2001 KRİZİ SONRASI DÖNEMİN ANALİZİ

Yüksek Lisans Tezi

Ali BENLİ

Eskişehir, 2018

TÜRKİYE EKONOMİSİNDE CARİ İŞLEMLER

AÇIĞININ TEMEL BELİRLEYİCİLERİ:

2001 KRİZİ SONRASI DÖNEMİN ANALİZİ

Ali BENLİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

İktisat Anabilim Dalı

Danışman: Prof. Dr. Özgür TONUS

Eskişehir

Anadolu Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

Haziran, 2018

JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

Ali BENLİ'nin "Türkiye Ekonomisinde Cari İşlemler Açığının Temel Belirleyicileri: 2001 Krizi Sonrası Dönemin Analizi" başlıklı tezi 27 Haziran 2018 tarihinde, aşağıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca toplanan **İktisat** Anabilim Dalında, **yüksek lisans tezi** olarak değerlendirilerek kabul edilmiştir.

İmza

Üye (Tez Danışmanı) : Prof.Dr.Özgür TONUS

.....

Üye : Prof.Dr.Sezgin AÇIKALIN

.....

Üye : Doç.Dr.Oytun MECİK

.....

Prof.Dr.Ehrel ŞIKLAR
Anadolu Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

ÖZET

TÜRKİYE EKONOMİSİNDE CARİ İŞLEMLER AÇIĞININ TEMEL BELİRLEYİCİLERİ: 2001 KRİZİ SONRASI DÖNEMİN ANALİZİ

Ali BENLİ

İktisat Anabilim Dalı

Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Haziran, 2018

Danışman: Prof. Dr. Özgür TONUS

Cari işlemler açığı Türkiye ekonomisinde özellikle 2001 finansal krizi sonrası dönem için önemli bir sorundur. Bu dönemde ekonomik büyüme cari açık verilmesi yoluyla gerçekleşmiştir. Dönem içerisinde cari açık ağırlıklı kısa vadeli yabancı sermaye yatırımları ile finanse edilmiştir. Finansman yapısı itibariyle cari açık ekonominin istikrarı açısından önemli kırılmalara neden olmaktadır. Bu çalışmada Türkiye ekonomisinde 2001 krizi sonrası dönem için cari işlemler açığının temel belirleyicileri araştırılmıştır. ARDL sınır testi yaklaşımı kullanılarak tasarruf açığı, büyüme oranı, petrol fiyatları, reel efektif döviz kuru ve dış ticaret haddinin bağımlı değişken olan Türkiye'nin cari işlemler dengesi üzerindeki kısa ve uzun dönemli etkileri test edilmiştir. Tahminler 2002-2017 dönem için üç aylık frekanstaki veriler kullanılarak gerçekleştirilmiştir. Çalışmanın bulgularına göre, tasarruf açığı hem kısa hem de uzun dönemde cari açığın en önemli belirleyicisidir. Tasarruf açığının artması cari işlemler dengesini negatif etkilemektedir. Ekonomik büyüme ve reel efektif döviz kuru ile cari işlemler dengesi arasında uzun dönemli negatif yönlü bir ilişki tespit edilirken, kısa dönemde bu değişkenlerin etkili olmadığı gözlemlenmiştir. Petrol fiyatları cari işlemler dengesi üzerinde hem kısa hem de uzun dönemde negatif yönlü bir etkiye sahiptir. Dış ticaret haddinin ise cari işlemler dengesi üzerinde sadece kısa vadede pozitif yönlü bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir.

Anahtar Sözcükler: Cari İşlemler Açığı, Tasarruf Açığı, Büyüme Oranı, Reel Efektif Döviz Kuru, Dış Ticaret Haddi, Petrol Fiyatları, ARDL Sınır Testi

ABSTRACT

KEY DETERMINANTS OF CURRENT ACCOUNT DEFICIT IN TURKISH ECONOMY: AN ANALYSIS FOR THE POST 2001 FINANCIAL CRISES PERIOD

Ali BENLİ

Department of Economics

Anadolu University, Graduate School of Social Sciences, June, 2018

Supervisor: Prof. Dr. Özgür TONUS

Current account deficit is a major problem in Turkish economy for the post 2001 financial crises period. The economy has grown by giving current account deficit in this period. Current account deficit has been financed by mostly short term foreign capital. Such financing structure causes critical fragilities for the economy. This study aims to find key determinants of current account deficit in the Turkish economy for the post 2001 crises period. We tested both long and short term effects of saving deficit, economic growth rate, oil prices, real effective exchange rate and terms of trade on the current account of Turkey by using ARDL bound test approach. Estimations were conducted by using quarterly data for the 2002-2017 period. According to finding of study, saving deficit is the most important determinant of current account deficit for both long and short term. Increase in the saving deficit affects current account negatively. Economic growth and real effective exchange rate has negative effect on the current account only in the long term. Oil prices have also negative effect on the current account for the both long and short term. We lastly confirm that terms of trade have positive impact on the current account only for the short term.

Keywords: Current Account Deficit, Saving Deficit, Economic Growth, Real Effective Exchange Rate, Terms of Trade, Oil Prices, ARDL Bounds Test

TEŞEKKÜR

Çalışmamın baőından sonuna kadar her aőamasında bilgi ve deneyimleriyle bana yol gosteren, desteğini benden hiçbir zaman esirgemeyen, bana iktisadın erdemlerini öğreten tez danıőmanım Sayın Hocam Prof. Dr. Özgür TONUS'a özverisi, hoőgörüsü ve bana olan inancı için sonsuz teőekkürlerimi sunuyorum.

Bu çalışmanın farklı aşamalarında bana destek olan, karőılaőtığım sorunları aőmamda yardımcı olan hocalarım Sayın Prof. Dr. İlyas ŞIKLAR'a, Sayın Prof. Dr. Sezgin AÇIKALIN'a ve Sayın Doç. Dr. Levent ERDOğAN'a en içten teőekkürlerimi sunuyorum.

Ayrıca bu süreçte beni sürekli motive eden ve desteklerini her zaman arkamda hissettiğim, baőtta dedem İbrahim BENLİ olmak üzere tüm aileme ve arkadaşlarıma anlayıőları ve destekleri için minnet duygularımı sunarım.

ETİK İLKE VE KURALLARA UYGUNLUK BEYANNAMESİ

Bu tezin bana ait, özgün bir çalışma olduğunu; çalışmamın hazırlık, veri toplama, analiz ve bilgilerin sunumu olmak üzere tüm aşamalarında bilimsel etik ilke ve kurallara uygun davrandığımı; bu çalışma kapsamında elde edilen tüm veri ve bilgiler için kaynak gösterdiğimi ve bu kaynaklara kaynakçada yer verdiğimi; bu çalışmanın Anadolu Üniversitesi tarafından kullanılan “bilimsel intihal tespit programı”yla tarandığını ve hiçbir şekilde “intihal içermediğini” beyan ederim. Herhangi bir zamanda, çalışmamla ilgili yaptığım bu beyana aykırı bir durumun saptanması durumunda, ortaya çıkacak tüm ahlaki ve hukuki sonuçları kabul ettiğimi bildiririm.

Ali BENLİ

İÇİNDEKİLER

Sayfa

BAŞLIK SAYFASI.....	i
JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI.....	ii
ÖZET.....	iii
ABSTRACT.....	iv
TEŞEKKÜR.....	v
ETİK İLKE VE KURALLARA UYGUNLUK BEYANNAMESİ.....	vi
İÇİNDEKİLER.....	vii
TABLOLAR DİZİNİ.....	xi
ŞEKİLLER DİZİNİ.....	xii
SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ.....	xiii
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

1. ÖDEMELER DENGESİNE İLİŞKİN TEMEL KAVRAMLAR	3
1.1. Tanım	3
1.2. İlkeler	4
1.3. Ödemeler Bilançosu Ana Hesap Kalemleri	5
1.3.1. Cari işlemler hesabı	6
1.3.1.1. Dış ticaret dengesi ve hizmetler	7
1.3.1.1.1. Dış ticaret dengesi	7
1.3.1.1.2. Hizmetler dengesi	7
1.3.1.2. Birincil gelir dengesi.....	8
1.3.1.3. İkincil gelir dengesi.....	10
1.3.2. Sermaye hesabı.....	11

1.3.3.	Finans hesabı	11
1.3.4.	Net hata ve noksan hesabı	15
1.4.	Ödemeler Bilançosunda Denge	16
1.4.1.	Cari işlemler hesabı dengesi.....	16
1.4.2.	Finans hesabı dengesi	19
1.4.3.	Dış dengenin sağlanması	21
1.5.	Uluslararası Yatırım Pozisyonu	23

İKİNCİ BÖLÜM

2.	CARİ İŞLEMLER DENGESİNE YÖNELİK TEORİK YAKLAŞIMLAR....	25
2.1.	Esneklikler Yaklaşımı.....	25
2.2.	Toplam Harcama Yaklaşımı.....	29
2.3.	Mundell-Fleming Modeli.....	31
2.3.1.	Tam sermaye hareketliliği durumu.....	32
2.3.1.1.	Sabit döviz kuru sistemi.....	33
2.3.1.2.	Esnek döviz kuru sistemi	34
2.3.2.	Kısmi sermaye hareketliliği durumu	34
2.3.2.1.	Sabit döviz kuru sistemi.....	35
2.3.2.2.	Esnek döviz kuru sistemi	35
2.3.3.	Mundell-Fleming Modeline yönelik eleştiriler	36
2.4.	Parasalıcı Yaklaşım	37
2.5.	Portföy Dengesi Yaklaşımı	39
2.6.	Dönemler Arası Yaklaşım	40

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3.	2001 KRİZİ SONRASINDA TÜRKİYE EKONOMİSİNİN CARİ İŞLEMLER DENGESİNDEKİ GELİŞMELER	45
3.1.	Cari İşlemler Dengesi	46
3.1.1.	Dış ticaret dengesi	47

3.1.2.	Hizmetler, birincil ve ikincil gelir dengesi	54
3.2.	Reel Döviz Kuru ve Cari İşlemler Dengesi İlişkisi.....	56
3.3.	Ekonomik Büyüme ve Cari İşlemler Dengesi İlişkisi	58
3.4.	Cari Açığın Finansmanı ve Uluslararası Yatırım Pozisyonu.....	60
3.5.	Dış Borçlar.....	64
3.6.	Kamu ve Özel Sektör Tasarruf Açıkları.....	67

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4.	TÜRKİYE EKONOMİSİ İÇİN CARİ İŞLEMLER DENGESİNİN BELİRLEYİCİLERİNİN MODELLENMESİ	72
4.1.	Temel Literatür.....	72
4.2.	Türkiye Ekonomisine Yönelik Literatür	75
4.3.	Cari İşlemler Dengesinin Belirleyicileri.....	78
4.3.1.	Cari işlemler dengesinin bir dönem önceki değeri	78
4.3.2.	Ekonomik büyüme.....	79
4.3.3.	Nispi kişi başına düşen gelir.....	79
4.3.4.	Maliye politikası.....	80
4.3.5.	Reel döviz kuru	81
4.3.6.	Reel faiz oranı.....	81
4.3.7.	Demografik özellikler	82
4.3.8.	Dış ticaret haddi	83
4.3.9.	Net yabancı varlıklar	84
4.3.10.	Petrol fiyatları.....	84
4.3.11.	Verimlilik	85
4.3.12.	Finansal gelişmişlik	85
4.4.	Model, Veri, Yöntem ve Ampirik Bulgular	86
4.4.1.	Model.....	86
4.4.2.	Veri.....	88

4.4.3.	Yöntem.....	90
4.4.4.	Birim kök testi.....	90
4.4.5.	ARDL sınır testi yaklaşımı.....	93
4.4.6.	Ampirik Bulgular.....	95
	SONUÇ.....	101
	KAYNAKÇA.....	110
	ÖZGEÇMİŞ	

TABLULAR DİZİNİ

Sayfa

Tablo 1.1. Türkiye'nin 2017 yılı ödemeler dengesi.....	6
Tablo 1.2. Türkiye'nin 2017 yılı birincil gelir ve ikincil gelir dengesi.....	9
Tablo 1.3. Türkiye'nin 2017 yılı finans hesabı	12
Tablo 1.4. Finans hesabı dengesinin hesaplanması.....	20
Tablo 1.5. Türkiye'nin 2017 yılı dördüncü çeyreğe ait uluslararası yatırım pozisyonu	23
Tablo 2.1. Mundell-Fleming modelinin politika önerileri	37
Tablo 3.1. Türkiye'nin enerji ve altın ticareti (milyar \$)	49
Tablo 3.2. Net hizmet gelirleri (milyon \$)	54
Tablo 3.3. Brüt dış borç stoku ve dış borcun yatırımlara oranı.....	65
Tablo 3.4. Brüt dış borç stokunun borçluya göre dağılımı (%)	66
Tablo 3.5. Türkiye'nin 1998 ve 2009 bazlı GSYH serilerine göre yatırım ve tasarruf oranları	71
Tablo 4.1. Türkiye ekonomisine yönelik literatür özeti	76
Tablo 4.2. Modelde yer alan değişkenler ve beklenen etkileri	88
Tablo 4.3. Veri seti ile ilgili bilgiler.....	89
Tablo 4.4. ADF ve PP birim kök testi sonuçları	91
Tablo 4.5. Eşbütünleşme için sınır testi sonuçları.....	95
Tablo 4.6. ARDL (2,3,0,3,4,4) modeline ait tahmin ve tanısal test sonuçları	96
Tablo 4.7. ARDL (2,3,0,3,4,4) modeline ait uzun dönem katsayıları.....	97
Tablo 4.8. ARDL (2,3,0,3,4,4) modeline ait hata düzeltme gösterimi.....	98

ŞEKİLLER DİZİNİ

	<u>Sayfa</u>
Şekil 2.1. J eğrisi etkisi	27
Şekil 2.2. BP eğrisi	32
Şekil 2.3. Mundell-Fleming diyagramı.....	36
Şekil 3.1. 2001 krizi sonrası cari açığın gelişimi.....	45
Şekil 3.2. Cari işlemler dengesinin bileşenleri	47
Şekil 3.3. İhracat, ithalat ve dış ticaret dengesi	48
Şekil 3.4. İthalatın mal gruplarına dağılımı	50
Şekil 3.5. Ara malı ithalatının mal gruplarına göre dağılımı.....	51
Şekil 3.6. İhracatın mal gruplarına göre dağılımı	52
Şekil 3.7. Ara malı ihracatının mal gruplarına göre dağılımı	53
Şekil 3.8. Tüketim malı ihracatının mal gruplarına göre dağılımı	53
Şekil 3.9. Birincil ve ikincil gelir dengesi	55
Şekil 3.10. Birincil gelir dengesi hesapları.....	56
Şekil 3.11. Türkiye’de reel döviz kuru ve dış ticaret dengesinin gelişimi	57
Şekil 3.12. Büyüme ve cari açığın gelişimi	59
Şekil 3.13. Türkiye'nin finans hesabı ve büyüme oranı.....	60
Şekil 3.14. Cari açığın finansman yapısı	61
Şekil 3.15. Türkiye’nin uluslararası yatırım pozisyonu	64
Şekil 3.16. Türkiye'nin dış borçları	65
Şekil 3.17. Türkiye’nin kamu ve özel sektör tasarrufları	68
Şekil 3.18. Kamu ve özel sektörün tasarruf açığı	68
Şekil 3.19. Kamu ve özel sektör yatırım ve tasarrufları	70
Şekil 4.1. Akaike bilgi kriterine göre belirlenen en iyi 20 model	95
Şekil 4.2. CUSUM testi sonuçları	100
Şekil 4.3. CUSUMSQ testi sonuçları	100

SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ

α	: Alpha
β	: Beta
γ	: Gamma
δ	: Delta
Δ	: Delta
ε	: Epsilon
λ	: Lambda
φ	: Phi
\$: Amerikan Doları
AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ADF	: Augmented Dickey-Fuller
AET	: Avrupa Ekonomik Topluluğu
ARDL	: Gecikmesi Dağıtılmış Otoresif Model
BDDK	: Bankacılık Dzenleme ve Denetleme Kurumu
BEC	: Augmented Dickey-Fuller
ECM	: Hata Düzeltme Modeli
EME	: Yükselen Piyasa Ekonomileri
EVDS	: Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
FDI	: Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımı
FED	: Amerikan Merkez Bankası
GEGP	: Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı

GSYH	: Gayri Safi Yurt içi Hasıla
HLM	: Harberger-Laursen-Metzler
IMF	: Uluslararası Para Fonu
LIC	: Düşük Gelir Grubu Ülkeler
NFA	: Net Yabancı varlıklar
NHN	: Net Hata ve Noksan
OECD	: Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
OLS	: Basit En Küçük Kareler
PP	: Phillips-Perron
RG	: Resmi Gazete
SDR	: Özel Çekme Hakları
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	: Türk Lirası
UYP	: Uluslararası Yatırım Pozisyonu
VAR	: Vektör Otoregresif Model
VECM	: Vektör Hata Düzeltme Modeli

GİRİŞ

Gelişmekte olan ülkeler dışa açılmalarıyla birlikte kalkınma süreçlerinde cari açık problemiyle yüz yüze gelmektedirler. Bu ekonomiler yurt içi tasarruf yetersizliği nedeniyle sanayi ve altyapı yatırımlarını finanse etmek üzere yurtdışı tasarruflara ihtiyaç duymaktadırlar. Bu nedenle gelişmekte olan ülkelerin ekonomik büyümeleri uluslararası sermayeye bağımlı hale gelmektedir. Gelişmekte olan ülkeler yüksek katma değerli mallar ihraç edememekte, buna karşılık yoğun olarak yatırım ve ara malı ithal etmektedirler. Bu ekonomilerin ihracatını ise genellikle tarım ürünleri ve ara mallar oluşturmaktadır. Bu durum ithalatın ihracattan yüksek olmasına neden olmakta ve cari açığa yol açmaktadır. Cari açık veren bir ekonominin bu cari açığı finanse etmek üzere finans hesabı fazlası vermesi gerekmektedir. Finans hesabı fazlası ise ekonominin dış dünyaya olan yükümlerinin artması yoluyla verilmektedir.

İkinci Dünya Savaşı'nın ardından ithal ikameci sanayileşme stratejisini benimseyen Türkiye, 1980 yılında ticari ve finansal küreselleşme baskısına dayanamayarak dışa açık bir ekonomi haline gelmiştir. Bu yıllardan itibaren Türkiye aşama aşama dış ticaretin ve sermaye hareketlerinin önündeki engelleri kaldırmıştır. AET ile 1963 yılında başlayan Gümrük Birliği sürecini Türkiye 1995 yılında tamamlayarak AB sanayi mallarına yönelik gümrük vergilerini tamamen kaldırmıştır. Türkiye'nin de küresel ticarete önemli bir aktör haline gelmesiyle birlikte Türkiye'de dışa açık makroekonomi politikaları önem kazanmıştır. Türkiye 2000'li yıllardan itibaren kronik olarak cari açık sorunu yaşamaktadır. Türkiye'nin cari açığı temel olarak dış ticaret dengesizliğinden kaynaklanmaktadır. Bir başka deyişle Türkiye'nin mal ihracatı mal ithalatının altında gerçekleşmektedir. Hizmet gelirleri, hizmet giderlerinden yüksek olan Türkiye'de hizmetler sektörü ise dış ticaret açığından kaynaklanan cari açığı azaltıcı şekilde önemli bir rol oynamaktadır.

Türkiye'nin cari açık finansman yapısına bakıldığında, 2001 krizi sonrasında cari açığın ağırlıklı olarak kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri ile finanse edildiği görülmektedir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin kur ve faiz oranı üzerinde yarattığı baskılar göz önünde bulundurulduğunda, böylesi bir finansman yapısı ekonomiyi küresel şoklara karşı kırılgan hale getirmektedir. En çarpıcı etkisini 2009 küresel krizinde gözlemlediğimiz kısa vadeli sermaye hareketlerinin reel ekonomi üzerinde yarattığı olumsuz etkilerden kaçınmak amacıyla cari açığın azaltılması ve finansman yapısı

itibariyle sürdürülebilir bir hale getirilmesi Türkiye ekonomisinin istikrarı açısından çok önemli bir olgudur.

Türkiye ekonomisinde kronik bir sorun olan cari açığın nedenlerinin ve sonuçlarının ortaya konulması çabaları, ekonomi politikalarına yön verme açısından büyük önem arz etmektedir. Türkiye’de 2001 krizi sonrası cari açığın nedenlerini incelediğimiz bu çalışmada cari açığın kısa ve uzun vadeli belirleyicileri araştırılmıştır.

Çalışmanın birinci bölümünde ödemeler dengesine ilişkin temel ilkeler ve ödemeler dengesi ana hesapları tanıtılmış, ödemeler bilançosunda denkliğin nasıl sağlandığı açıklanmış ve cari açığın finansmanına ilişkin bilgi veren uluslararası yatırım pozisyonu ele alınmıştır. İkinci bölümde, cari işlemler dengesini ele alan temel teorik yaklaşımlar olan esneklikler yaklaşımı, toplam harcama yaklaşımı, Mundell-Fleming modeli, parasalcı yaklaşım, portföy dengesi yaklaşımı ve dönemler arası yaklaşım açıklanmıştır. Bunlar arasından dönemler arası yaklaşım bu çalışmanın odak noktasını oluşturmaktadır. Dönemler arası yaklaşıma göre cari işlemler dengesi tüketimin dönemler arasında ikame edilmesine olanak sağlar. Yaklaşım ekonomik birimlerin dinamik tasarruf ve yatırım kararlarının ekonomide cari dengeyi etkilediğini savunmaktadır. Bu açıdan çalışmada cari dengenin temel belirleyicisi olarak tasarruf açığına odaklanılmıştır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde Türkiye’de 2001 krizinden sonra cari işlemler dengesindeki gelişmeler değerlendirilmiştir. Bu bölümde ele alınan dönem içerisinde Türkiye’nin dış ticaret yapısı, reel döviz kuru ve büyümenin cari denge ile ilişkisi, cari açığın finansmanı ve kamu ve özel sektörün tasarruf ve yatırım durumu aktarılmıştır.

Dördüncü bölümde cari işlemler dengesinin belirleyicilerini araştıran teorik ve ampirik literatüre yer verilmiştir. Literatürde cari işlemler dengesinin belirleyicisi olarak ele alınan makroekonomik, kurumsal ve finansal göstergeler ve bunların beklenen etkileri açıklandıktan sonra kısaca Türkiye ekonomisine yönelik ampirik literatür taramasına yer verilmiştir. Ardından Türkiye ekonomisinde cari açığın temel belirleyicileri modellenmiştir. Modele uygun ekonometrik zaman serisi tekniği belirlendikten sonra tahmin edilmiş ve ampirik bulgular aktarılmıştır. Sonuç kısmında ise Türkiye’nin cari işlemler dengesinin belirleyicilerine yönelik araştırmanın sonuçlarına yer verilmiş, çalışmanın analiz bulguları ve çıkarımları değerlendirilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. ÖDEMELER DENGESİNE İLİŞKİN TEMEL KAVRAMLAR

Ödemeler bilançosu dışa açık bir ekonominin dış dünya ile ekonomik etkileşimlerini gösteren en önemli rapordur. Bu rapor aracılığıyla ilgili dönem içerisinde ekonomi dış dünyaya ne kadar mal ve hizmet arz ettiği, dış dünyadan ne kadar mal ve hizmet satın aldığı, ne kadar reel varlık ya da menkul kıymet transferi gerçekleştirdiği takip edilebilir. Ödemeler bilançosu ekonominin mevcut ve gelecekteki durumu ile ilgili de bilgi vermektedir. Uluslararası gelir, gider, varlık edinimi ve yükümlülük oluşumu kalemleri incelenerek, ekonominin bir ödeme güçlüğü içinde olup olmadığı ya da gelecekte ödeme güçlüğü çekip çekmeyeceği hakkında çıkarım yapılabilir. Ayrıca farklı ekonomilerin ödemeler bilançoları karşılaştırılarak ekonomik performansları değerlendirilebilir. Bu yolla yatırımcılar alternatif yatırım olanakları sunan ekonomiler arasından kendilerine en uygun olanı seçebilmektedirler. Böylece ödemeler bilançosu asimetrik bilgi sorununun azaltılmasına da katkıda bulunur.

1.1. Tanım

Tanım olarak, ödemeler bilançosu bir ekonomi yerleşiklerinin yurtdışındaki yerleşikler ile belirli bir dönem içerisinde gerçekleştirdiği uluslararası ekonomik işlemlerin sistematik olarak kaydedildiği istatistiksel bir rapordur (TCMB, 2018). Ödemeler dengesi kavramı ise ödemeler bilançosunun denkliliğini ifade etmektedir.

Türkiye'nin ödemeler bilançosu istatistikleri TCMB tarafından aylık olarak milyon ABD doları cinsinden yayınlanmaktadır. Ödemeler bilançosu istatistikleri referans dönemin tamamlanmasından yaklaşık 40 gün sonra TCMB internet sayfasında yayınlanmaktadır.

Ödemeler bilançosu tanımında yer alan ekonomi kavramı, merkezi bir hükümet tarafından yönetilen sınırları belirlenmiş bir coğrafyayı ifade etmektedir. Yerleşik kavramı, vatandaşlık kavramından farklıdır. Bir ülkede bir yıl veya daha uzun süreli ve devamlı olarak ikamet eden kişiler o ekonominin yerleşigi sayılırlar. Bunlar; özel kişiler, hükümet, parasal otorite kurumu ve tüzel kişilerdir. İşletmeler faaliyet gösterdiği ekonominin yerleşigi olarak kabul edilirler. Geçici olarak yurtdışına gitmiş askeri personel, diplomatlar, turistler ve işçiler vatandaşı olduğu ülkenin yerleşigi olarak kabul

edilirler. Uluslararası ekonomik işlemler mal ve hizmet ihracatı ve ithalatını, gelir sağlayan işlemleri, gelirlerin karşılıksız transferlerini ve fiziki veya finansal varlıkların alım satımını kapsamaktadır (Carbaugh, 2015 s. 329).

Dünya üzerindeki tüm ekonomilerde ödemeler bilançosu istatistiklerinde bir standart yaratabilmek amacıyla IMF tarafından yol gösterici nitelikte yöntemle ilişkin El Kitabı yayınlanmaktadır. Bu çalışmada ödemeler bilançosu sistematığı TCMB tarafından da benimsenmiş olan IMF'nin en son yayınlamış olduğu Ödemeler Dengesi ve Uluslararası Yatırım Pozisyonu 6. El Kitabı kapsamında açıklanmıştır (IMF, 2009).

1.2. İlkeler

Ödemeler bilançosu istatistikleri üç ana ilke kapsamında hazırlanmaktadır: Çift kayıt, mülkiyet değişimi, piyasa değeri.

Ödemeler bilançosu istatistiklerinde çift kayıt esasına dayalı muhasebe sistemi benimsenmiştir. Her işlem, o işlemin giriş ve çıkış kayıtlarını yansıtacak şekilde iki ayrı kaleme altında, eşit değerde ve karşılıklı olarak kaydedilir. Böylece her ekonomik işlem bir kaleme “alacak” olarak kaydedilirken, başka bir kaleme “borç” olarak kaydedilir. Cari işlemler hesabında alacak kayıtları mal veya hizmet ihracatını gösterirken, borç kayıtları mal ve hizmet ithalatını gösterir. Finans hesabında ise alacak kayıtları yükümlülük artışı veya varlık azalışını gösterirken, borç kayıtları yükümlülük azalışını veya varlık artışlarını gösterir.

Örneğin, Türkiye yerleştiği bir işletme tarafından Almanya’da yerleşik bir işletmeye ihraç edilen 100\$ tutarındaki mal Türkiye’nin ödemeler dengesinde, cari işlemler hesabına 100\$ alacak ve finans hesabına 100\$ borç olarak kaydedilir. Bu işlem, Almanya’nın ödemeler dengesinde ise cari işlemler hesabına 100\$ borç, finans hesabına 100\$ alacak olarak kaydedilir. Bir başka örnek olarak, Türkiye yerleştiği bir bankanın yurtdışında yerleşik bankalardan 100\$ tutarında sendikasyon kredisi sağlaması durumunda, bu işlem reel kaynak transferi içermediği için sadece finans hesabında değişikliğe neden olur; Türkiye’nin efektif ve mevduatlar hesabı 100\$ borçlandırılırken krediler hesabı 100\$ alacaklandırılır.

Benimsenen ikinci ilke mülkiyet değişimi ilkesidir. Bunun anlamı, ekonomik işlemlerin borç ve alacak kayıtlarının mülkiyet değişiminin gerçekleştiği anda yapılmasıdır. İhraç edilen bir malın ithalatçınının mülkiyetine geçmesiyle ya da alınan kredinin borçlununun hesabına geçmesiyle ödemeler bilançosuna ilgili kayıtlar yapılır.

Üçüncü ilke piyasa değeri ile kayıt ilkesidir. Yapılan ekonomik işlemler ödemeler bilançosuna kaydedilirken, işlemin değerlendirilmesinde piyasa fiyatı kullanılır. Piyasa fiyatı, alıcı ile satıcının aralarında anlaşarak işlemi gerçekleştirmeye razı oldukları fiyattır (Aslan, 2013, ss. 132–133; TCMB, 2018, ss. 10–12).

1.3. Ödemeler Bilançosu Ana Hesap Kalemleri

IMF'nin 6. El Kitabı'nda ödemeler dengesi “Cari İşlemler Hesabı”, “Sermaye Hesabı” ve “Finans Hesabı” olarak üç ana başlık altında sınıflandırılmıştır. Cari işlemler hesabı ve sermaye hesabı; mal, hizmet ve gelir akımlarına ek olarak transferleri de içeren reel işlemleri kapsar. Finans hesabı ise cari işlemler ve sermaye hesapları toplamının nasıl finanse edildiğini göstermektedir (TCMB, 2018, s. 12).

Ödemeler bilançosunda denkliğin sağlanması, ülkelerin uluslararası kamuoyunda mali ve ekonomik itibarının bir göstergesi olarak yorumlanırken, aynı zamanda buradaki dengesizlikler büyüme, faiz oranı ve döviz kuru gibi pek çok değişkeni de etkilemektedir (Yıldırım ve Karaman, 1999, s. 81). Ödemeler bilançosu hesaplarına ilişkin bir örnek olarak TCMB tarafından hazırlanan Türkiye'nin 2017 yılı ödemeler dengesi analitik sunumu Tablo 1.1'de gösterilmiştir.

Tablo 1.1. Türkiye'nin 2017 yılı ödemeler dengesi (TCMB, Ödemeler dengesi istatistikleri, 2017)

		Milyon \$
A-	CARİ İŞLEMLER HESABI	-47,100
1.	İhracat	165,775
2.	İthalat	224,411
	Mal Dengesi	-58,636
3.	Hizmet Gelirleri	43,925
4.	Hizmet Giderleri	23,792
	Mal ve Hizmet Dengesi	-38,503
5.	Birincil Yatırım Kaynaklı Gelirler	4,916
6.	Birincil Yatırım Kaynaklı Giderler	16,173
	Mal, Hizmet ve Birincil Gelir Dengesi	-49,760
7.	İkincil Yatırım Kaynaklı Gelirler	2,660
B.	SERMAYE HESABI	17
C.	FİNANS HESABI	-38,892
8.	Doğrudan Yatırımlar: Net Varlık Edinimi	2,702
9.	Doğrudan Yatırımlar: Net Yükümlülük Oluşumu	10,830
10.	Portföy Yatırımları: Net Varlık Edinimi	-228
11.	Portföy Yatırımları: Net Yükümlülük Oluşumu	24,064
11.1.	Hisse Senetleri	3,192
11.2.	Borç Senetleri	20,872
12.	Diğer Yatırımlar: Net Varlık Edinimi	8,045
12.1.	Merkez Bankası	0
12.2.	Genel Hükümet	-326
12.3.	Bankalar	6,632
12.4.	Diğer Sektörler	1,739
13.	Diğer Yatırımlar: Net Yükümlülük Oluşumu	14,517
13.1.	Merkez Bankası	-218
13.2.	Genel Hükümet	-1,369
13.3.	Bankalar	3,719
13.4.	Diğer Sektörler	12,385
	Cari, Sermaye ve Finans Hesapları	-8,191
D.	NET HATA VE NOKSAN	-16
	GENEL DENGE	8,207
E.	REZERV VARLIKLAR	-8,207
14.	Resmi Rezervler	-8,207
15.	Uluslararası Para Fonu Kredileri	0

1.3.1. Cari işlemler hesabı

Cari işlemler hesabı bir ekonomi yerleşiklerinin dış dünya yerleşikleriyle gerçekleştirdiği, niteliği itibarıyla finansal olmayan tüm ekonomik işlemleri kapsar. Cari işlemler hesabı üç ana kalemden oluşmaktadır. Bunlar: “Dış Ticaret Dengesi ve Hizmetler”, “Birincil Gelir” ve “İkincil Gelir”dir. Bunlar içerisinde dış ticaret dengesi, “Mallar Hesabı” olarak ve ikincil gelir hesabı ise “Karşılıksız Transferler” olarak da adlandırılmaktadır.

1.3.1.1. Dış ticaret dengesi ve hizmetler

1.3.1.1.1. Dış ticaret dengesi

Dış ticaret dengesi, başka bir ifadeyle mallar hesabı bir ülkenin dış dünya ile gerçekleştirdiği ekonomik işlemlerin takip edilebildiği en önemli kayıttır (Carbaugh, 2015, s. 330). Mallar hesabı yurt içi yerleşikler ile yabancılar arasındaki mal ihracat ve ithalatı arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır (TCMB, 2009, s. 3). Bu kalem reel ekonomideki gelişmelerin önemli bir göstergesi niteliğindedir.

Bu hesapta, genel mal ticareti, parasal olmayan altın, net transit ticaret gelirine ilişkin işlemler kaydedilmektedir. Genel mal ticareti kapsamına enerji, gıda, tekstil ve elektronik gibi mülkiyet değişimine konu olan fiziksel mallar girer. Ayrıca resmi niteliği olmayan fakat sınır ötesi ticarete konu olan bavul ticareti de genel mal ticareti kapsamında kayıt edilir. Ülkeye döviz girişine neden olan mal ihracatı alacak olarak kaydedilirken, yabancıların lehine alacak hakkı doğuran ve döviz çıkışına neden olan mal ithalatı borç olarak kaydedilir.

Parasal olmayan altın, para otoriteleri tarafından rezerv olarak tutulmayan altını ifade etmektedir. Bunlar mücevher veya endüstriyel amaçlarla kullanılan, hammadde ya da yarı mamul sınıfına giren altını kapsamaktadır.

Net transit ticaret geliri, ülke sınırlarına girmeden, yurtdışında alınarak, yurtdışında tekrar satışı gerçekleşen mallardan elde edilen geliri ifade etmektedir. Söz konusu gelir Altıncı El Kitabı uyarınca mallar hesabında kaydedilir.

1.3.1.1.2. Hizmetler dengesi

Bu hesapta hizmet ihracatı ve ithalatından kaynaklanan gelir ve giderler kaydedilir. Hizmetler, mal üretim sürecine ilişkin destek faaliyeti şeklinde olabileceği gibi, malların veya finansal varlıkların ekonomik birimler arasında değişimini mümkün kılacak faaliyetler şeklinde de olabilir (IMF, 2009, s. 149). Hizmetler hesabının kapsamını işlem gören mallar, tamir ve bakım hizmetleri, taşımacılık, seyahat, inşaat hizmetleri, finansal hizmetler, sigorta hizmetleri, fikri mülkiyet hakları kullanım ücretleri, diğer ticari hizmetler, resmi hizmetler ve diğer hizmetler oluşturmaktadır.

Bunlar arasında İşlem Gören Mallar, yurtdışına işlem görmek üzere gönderilen ve gerekli işlemleri görmesinin ardından mülkiyet değişimi olmaksızın, ülkeye geri gönderilen malları kapsamaktadır. Bu hizmete örnek olarak ham petrolün başka bir ülkede rafine edilerek ülkeye geri gönderilmesi gösterilebilir. Söz konusu malların işlem

görmeden önceki değeri ile işlem gördükten sonraki değeri arasındaki fark, başka bir ifadeyle “işleme ücreti” bu hesapta kaydedilmektedir (IMF, 2009, s. 161).

Tamir ve bakım hizmetleri bir ekonomi yerleşikleri tarafından farklı ekonomi yerleşiklerinin sahip olduğu mallara yönelik tamir ve bakım faaliyetlerini kapsamaktadır. Bu faaliyetler tamir ve bakım hizmetini sağlayan yerleşğin işyerinde yapılabileceği gibi malın bulunduğu yerde de yapılabilir (IMF, 2009, s. 163).

Taşımacılık hizmetleri farklı ekonomi yerleşikleri arasındaki insanları ve nesnelere bir yerden başka bir yere nakledilmesi işlerini kapsamaktadır. Taşımacılık hizmetiyle birlikte sunulan yardımcı ve destekleyici faaliyetler de taşımacılık hizmeti olarak değerlendirilir. Posta ve kurye hizmetleri de taşımacılık hizmetleri kapsamında yer alır (IMF, 2009, s. 164).

Seyahat hizmetleri bir kişinin yerleşği olduğu ekonomi dışındaki bir ekonomiyi ziyareti sırasında ziyaret ettiği ekonomi tarafından kullanımına mal ve hizmet tahsis edilmesinden doğan gelir ve giderleri ifade etmektedir. Yerel taşımacılık, konaklama, yeme-içme ve diğer hizmetler bu kapsamda yer alır (IMF, 2009, s. 166).

İnşaat hizmetleri yerleşği olunan ekonomi dışındaki bir ekonomide bina şeklindeki duran varlıkların inşası, yenilenmesi, bakımı veya genişletilmesi, arazi iyileştirmesi ya da yol, köprü ve baraj inşası gibi doğası gereği mühendislik bilgisi gerektiren faaliyetleri kapsamaktadır (IMF, 2009, s. 169).

Finansal hizmetler, sigortacılık ve emeklilik fonları dışında kalan uluslararası finansal aracılık ve yardımcı hizmetleri kapsamaktadır. Sigorta hizmetleri ise hayat sigortası, hayat-dışı sigortalar ve taşımacılık sigortası gibi faaliyetleri kapsamaktadır (IMF, 2009, ss. 170-172).

Fikri mülkiyet hakları kullanım ücretleri, patent, marka, telif hakkı gibi fikri mülkiyet unsurlarının başka ekonomi yerleşiklerine kullandırılmasına ilişkin hizmetlerden doğan gelir ve giderleri kapsamaktadır (IMF, 2009, s. 175).

1.3.1.2. Birincil gelir dengesi

En geniş ifadeyle, birincil gelir hesabında farklı ekonomi yerleşikleri arasında karşılıklı üretim faktörü sağlanmasından doğan gelir ödemeleri kaydedilir. Birincil gelir hesabına yapılan “borç” kayıtları, yabancılardan ücret, faiz ve kâr payı alacaklarını temsil ederken; “alacak” kayıtları ise yabancılara yapılacak ücret, faiz ve kâr payı ödemelerini temsil etmektedir.

TCMB 2017 yılı ödemeler dengesi ayrıntılı sunumundan elde edilen birincil ve ikincil gelir dengesi ve bunlara ait alt hesaplar Tablo 1.2’de gösterilmiştir.

Tablo 1.2. Türkiye’nin 2017 yılı birincil gelir ve ikincil gelir dengesi (TCMB, Ödemeler dengesi istatistikleri, 2017)

		Milyon \$
C.	BİRİNCİL GELİR DENGESİ	-11,257
1.	Ücret Ödemeleri	-945
2.	Yatırım Geliri	-10,312
2.1.	Doğrudan Yatırım	-2,964
2.2.	Portföy Yatırımları	-3,319
2.3.	Diğer Yatırımlar	-4,029
2.3.1.	Faiz Geliri	2,339
2.3.2.	Faiz Gideri	6,368
2.3.2.1.	Uzun Vade	5,055
2.3.2.1.1.	Merkez Bankası	6
2.3.2.1.2.	Genel Hükümet	449
2.3.2.1.3.	Bankalar	1,354
2.3.2.1.4.	Diğer Sektörler	3,246
2.3.2.2.	Kısa Vade	1,313
D.	İKİNCİL GELİR DENGESİ	2,660
1.	Genel Hükümet	2,063
2.	Diğer Sektörler	597
2.1.	Kişisel Transferler	741
2.1.1.	İşçi Gelirleri	414
2.1.2.	Diğer Kişisel Transferler	327
2.2.	Diğer Transferler	-144

Birincil gelir dengesinin iki ana başlığı ücret ödemeleri ve yatırım geliridir. Ücret ödemeleri, bir ekonomi yerleşigi kişilerin farklı bir ekonomi yerleşigi işletmenin mal veya hizmet üretim sürecine katkıları karşılığında elde ettikleri ücret gelirlerini ifade etmektedir. İşverenlerin işçileri için ödedikleri sosyal güvenlik primi ve istihdamla ilişkili diğer sosyal destek ödemeleri de bu hesap kapsamına girer. Örneğin, Türkiye’nin yurtdışındaki büyükelçilerinde istihdam edilen yurtdışı yerleşiklerine yapılan ücret ödemeleri Türkiye’nin ödemeler bilançosunda ücret gideri olarak kaydedilirken; yabancı ülkelerin Türkiye’deki temsilciliklerinde çalışan Türkiye yerleşiklerine yapılan ücret ödemeleri, ücret geliri olarak kaydedilir.

Yatırım geliri, finansal varlıkların veya doğal kaynakların farklı ekonomi yerleşiklerine kullandırılmasından doğan faiz, kâr payı ve kira ödemelerini

kapsamaktadır. Yatırım Geliri kalemi kendi içinde üç başlığa ayrılır; Doğrudan yatırım, portföy yatırımı ve diğer yatırımlar.

Doğrudan yatırım gelirleri kapsamına, sermaye ve yatırım fonu gelirlerinden doğan kâr payı ödemeleri ve yeniden yatırıma dönüştürülen kârlar girmektedir. Portföy yatırımı gelirleri ise pay senetlerinden elde edilen kâr payları ile borçlanma senetlerinden doğan faiz gelirlerinden oluşur. Diğer yatırımlarda ise yukarıdakilerin dışında kalan vadeli mevduat ve kredi gibi diğer finansal varlık ve yükümlülöklere ilişkin faiz ödemeleri kaydedilmektedir.

Yukarıda açıklanan üretim faktörlerini sağlayan ekonomi açısından bu ödemeler o ekonominin birincil gelir dengesine gelir olarak kaydedilirken, bu üretim faktörlerini kullanan ekonomi açısından ise bu ödemeler gider olarak kaydedilir.

1.3.1.3. İkincil gelir dengesi

İkincil gelir bir ekonomi yerleşığı ile yabancılar arasındaki mal, hizmet ve finansal varlıkların karşılıksız transferlerini içerir. Başka bir ifadeyle ekonomiye mal, hizmet ya da para girişı gerçekleştiğı halde, bu girişler karşılığında yurtdışına kaynak transferi yapılmayan işlemlerdir. Bu kalem sektörler bazında ikiye ayrılır; genel hükümet ve diğer sektörler.

Genel hükümet kalemi altında bizzat bir ülke hükümeti tarafından başka bir ülke hükümeti veya yerleşiklerine yapılan karşılıksız transferler kaydedilir. Bu transferler gelişmekte olan ülkelere yönelik para ve sermaye malı transferleri, askeri yardımlar veya memleketine dönen işçilerin emekli aylığı ödemeleri şeklinde olabilir. Yurtdışında yerleşik Türkiye Cumhuriyeti vatandaşlarının dövizli askerlik ödemeleri ve uluslararası yargı organlarının hükmü sonucunda hükümetlerin birbirine veya uluslararası kurumlara ödediğı cezalar da Genel Hükümet kalemi altında izlenir (IMF, 2009, s. 219).

Diğer Sektörler kalemi, bireyler veya sivil toplum kuruluşlarınca yabancılar gönderilen hibe ve hediyeleri kapsar. Bunlar yabancı bir ülkede çalışan bir işçinin memleketindeki akrabalarına para havalesi, yerleşiklerin birbirine gönderdiğı fiziksel hediyeler veya yabancı bir ülke yerleşiklerinin refahına katkıda bulunmak için yapılan bağışlar şeklinde olabilir (Carbaugh, 2015, s. 331).

IMF (2009) birincil gelir ile ikincil gelir arasındaki farkı şu şekilde açıklamaktadır: Birincil gelirler işçilere ödenen ücretleri, finansal varlıkların getirilerini ve doğal kaynakların kullanılmasından kaynaklanan kira gelirlerini kapsarken; İkincil gelir ise

daha önceden kazanılmış olan gelirin yeniden dağıtımına ilişkin transferleri kapsamaktadır.

1.3.2. Sermaye hesabı

Sermaye Hesabı, sermaye transferlerini ve üretilmeyen ve finansal olmayan varlıkların edinimi ve satımı işlemlerini kapsar. Sermaye transferi işlemlerine, borç alacaklısının alacak hakkından vazgeçmesi, başka bir ifadeyle borç affı ve diğer sermaye transferleri kaydedilir.

Üretilmeyen ve finansal olmayan varlıkların edinimi ve satımı işlemlerine bir doğal kaynağın, patentin, telifin, bayiliğın, logonun, internete ilişkin bir alan adının veya marka kullanım hakkının alım satımı kaydedilir (Carbaugh, 2015, s. 332). Bir kara parçasının, maden çıkarma veya balık avlama haklarının edinimi veya satışı doğal kaynak transferi olarak düşünülebilir (IMF, 2009, ss. 217–218). Futbolcu transferlerine ödenen veya tranferlerden elde edilen bonservis bedelleri de bu hesapta kaydedilir (Aslan, 2013, s. 135).

IMF (2009) göçmen transferlerinin mülkiyet değişimine konu olmaması nedeniyle ödemeler dengesi istatistiklerine kaydedilemeyeceği konusunda görüş belirtmiştir. Çünkü kişinin yerleşiklik durumunun değişmesinin iki taraf arasında mülkiyet değişimine konu olan bir işlem olmadığı açıktır.

1.3.3. Finans hesabı

Ekonomilerin yerleşikleri arasında sadece mal ve hizmet akımları gerçekleşmez. Bunun yanında günümüz dünya ekonomisinde sermayenin mobilitesinin önündeki engellerin kaldırılmasıyla önemli miktarda finansal hareketler de gerçekleşir. Doğrudan, portföy ve diğer yatırımlar ana başlıkları altında bu finansal hareketler finans hesabında kayıt altına alınır.

Finans hesabı bir ülke ekonomisinin yabancı varlık veya yabancı yükümlülüklerinde değişime neden olan tüm işlemleri içermektedir. Başka bir ifadeyle uluslararası varlık alım satımına konu olan tüm işlemler finans hesabına kaydedilir. Bu hesabın kapsamı, bir ülkedeki yerleşiklerin başka bir ülkede tesis, bina satın almak şeklinde yaptıkları fiziki yatırımlarla yabancı tahvil, pay senedi ve bono satın almaları ya da yabancı ülkelerde mevduat hesabı açtırarak para yatırımları sonucunda oluşan fon

akımlarından oluşmaktadır (TCMB, 2009, s. 3). Türkiye'nin 2017 yılı finans hesabı dengesi Tablo 1.3'te gösterilmiştir.

Tablo 1.3. Türkiye'nin 2017 yılı finans hesabı (TCMB, Ödemeler dengesi istatistikleri, 2017)

C.	FİNANS HESABI	Milyon \$
		-38,933
8.	Doğrudan Yatırımlar: Net Varlık Edinimi	2,700
9.	Doğrudan Yatırımlar: Net Yükümlülük Oluşumu	10,830
10.	Portföy Yatırımları: Net Varlık Edinimi	-256
11.	Portföy Yatırımları: Net Yükümlülük Oluşumu	24,051
11.1.	Hisse Senetleri	3,192
11.2.	Borç Senetleri	20,859
12.	Diğer Yatırımlar: Net Varlık Edinimi	8,028
12.1.	Merkez Bankası	0
12.2.	Genel Hükümet	-326
12.3.	Bankalar	6,632
12.4.	Diğer Sektörler	1,722
13.	Diğer Yatırımlar: Net Yükümlülük Oluşumu	14,524
13.1.	Merkez Bankası	-218
13.2.	Genel Hükümet	-1,371
13.3.	Bankalar	3,719
13.4.	Diğer Sektörler	12,394

Finans hesabı ile ilgili üzerinde durulması gereken iki önemli husus vardır. İlk olarak, bu hesap zamanla biriken varlık stokunu değil, sadece ilgili dönem (genellikle üç ay veya bir yıl) içerisinde gerçekleşen varlık hareketlerini temsil eder. İkinci olarak bütün hareketler brüt değil, net değişimleri yansıtmaktadır. Net değişim satın alınan ile satılan varlıklar arasındaki fark olup bir ülkenin yabancı ülkelerdeki varlık sahipliğinin net değişimini ölçmektedir (Gerber, 2014, s. 184).

Finans hesabının alt kalemleri sermayenin niteliğine göre, doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, finansal türevler, diğer yatırımlar ve rezerv varlıklarından oluşmaktadır. Sayılan kalemlere kayıt yapılırken “varlık/yükümlülük prensibi” esas alınarak “borç” ve “alacak” yerine sırasıyla “net varlık edinimi” ile “net yükümlülük oluşumu” terimleri kullanılmaktadır.

Finans hesabında + işaretler varlık veya yükümlülüklerde artışı, - işaretler ise bunların azalışını göstermektedir. Varlık ve yükümlülükler için net değerlerin hesaplandığı alt hesap bakiyeleri + veya – değerlerine göre yorumlanır (Tonus, 2015, s. 273). Örneğin, portföy yatırımları kalemine ait net varlık edinimi alt hesabı o dönem için

+ işarete sahip ise ilgili dönemde ekonominin yurtdışındaki portföy yatırımlarının artması olarak yorumlanırken, - işaret ise ekonominin yurtdışındaki portföy yatırımlarının ilgili dönemde azalması olarak yorumlanır. Bir başka örnek olarak, diğer yatırımlar hesabının altında yer alan efektif ve mevduatlar hesabına ait net yükümlülük oluşumu ilgili dönemde + işarete sahip ise o ekonominin ilgili dönemde yurtdışına efektif ve mevduatlara ilişkin yükümlülüklerinin arttığını gösterir. Aksine, bu hesap - işarete sahip ise o ekonominin ilgili dönemde yurtdışındaki efektif ve mevduatlara ilişkin yükümlülüklerinin azaldığını gösterir.

Doğrudan yatırımlar, yatırımcının yerleştiği olduğu ekonomi dışındaki bir ekonomide yaptığı uzun vadeli yatırımların gösterildiği kalemdir. Bir ekonomi yerleşiminin başka bir ülkedeki bir işletmenin sahipliğinin %10'unu veya daha fazlasını satın alması veya yeni bir işletme kurmasını doğrudan yatırım olarak tanımlanır. (Carbaugh 2015, s. 332). Eşik olarak %10'u aşan yatırımların doğrudan yatırım olarak kabul edilmesinin ardındaki mantık şudur: İşletmenin sermayesinin %10'undan fazlasına ortak olan yatırımcının bu işletmenin yönetiminde söz sahibi olduğu kabul edilir. Doğrudan yatırımların portföy yatırımlarından farkı da bu noktada ortaya çıkmaktadır. Doğrudan yatırımlarda yatırımcı işletmeye kaynak sağlamasının yanında işletmenin yönetimi ve kontrolünde etkili olurken; portföy yatırımlarında işletme sadece uluslararası piyasalardan kaynak sağlamış olmaktadır. Dolayısıyla doğrudan yatırım yapan yatırımcı sermayesinin yanında işletme bilgisi ve sahip olduğu teknolojiyi de başka bir ekonomiye götürmektedir.

Gelişmekte olan ülke ekonomileri açısından doğrudan yatırım hareketleri oldukça önemlidir. Doğrudan yatırımlar portföy yatırımlarına göre daha uzun vadeli kabul edilmektedir. Portföy yatırımlarının olası ekonomik dalgalanmalarda hızlı bir şekilde ekonomiyi terk etme özelliği olduğundan ekonomide kırılmalığa sebep olmaktadır. Aksine doğrudan yatırımlar uzun vadeli kabul edildiğinden ekonomide böyle bir kırılmalılık yaratmamaktadır. Bu nedenle yatırımı alan ekonomi açısından doğrudan yatırımlar daha tercih edilir yatırımlardır. Bunun yanında doğrudan yatırım şeklinde yatırımcı işletme bilgisi ve teknolojisi ile ülkeye geldiğinden ekonomide hem kendi sektörüne hem de diğer sektörlerle pozitif dışsallık sağlamaktadır.

Portföy yatırımları, menkul değer yatırımlarını, genelde tahvil, bono ve pay senedi işlemlerini ve diğer para piyasası araçlarıyla yapılan işlemleri kapsamaktadır. Finansal

türevler, değeri bir dayanak varlığa bağlı belirlenen fakat dayanak varlıktan bağımsız olarak alım satımı yapılan araçlardır.

Diğer yatırımlar doğrudan yatırım, portföy yatırımları, finansal türevler ve rezerv varlıklar dışında kalan diğer tüm sermaye akımlarına ilişkin işlemleri içermektedir. Diğer yatırımlar kapsamına efektif ve mevduatlar, banka kredileri, sigorta ve ticari krediler dahildir.

Rezerv varlıklar kalemi, ülkenin para otoriteleri tarafından, ödemeler bilançosu dengesizliklerinin doğrudan ya da dolaylı finansmanını sağlamak, para veya kur politikalarını desteklemek amacıyla ya da gelecekteki belirsizlikler veya olası kriz durumları karşısında önlem olarak kullanıma hazır bulundurulan, konvertibilitesi yüksek ve geniş kabul gören yabancı varlıkları içermektedir (TCMB, 2009).

Resmi rezervler bir ülke tarafından iki sebeple tutulur. Birincisi ülkenin kısa vadeli ticaret açıklarını ve dönemsel nakit krizlerini kontrol etmek üzere yeterli uluslararası likiditeye sahip olduğunu uluslararası camiaya göstermek üzeredir. Rezervlerin bu likidite işlevi sadece konvertibil para birimine sahip olmayan ya da uluslararası sermaye piyasalarına erişimi sınırlı, gelişme yolunda olan ülkeler için geçerlidir. İkinci olarak, merkez bankaları sık sık bu rezerv varlıkları özel piyasadan alıp satarak döviz kurunu istikrarlı hale getirmeye çalışırlar (Carbaugh, 2015, s. 334).

Bir ülkenin cari işlemler hesabında oluşabilecek bir açık finans hesabı aracılığıyla finanse edilir. Ancak sermaye ve finans hesabının bu açığı finanse etmekte yetersiz kaldığı durumlarda, ödemeler bilançosunda denkliği sağlamak üzere resmi rezervler kullanılır. Buna göre resmi rezervler hesabı, ödemeler bilançosu kalemlerinde ortaya çıkan dengesizliği ortadan kaldırmak için kullanılan merkez bankalarının uluslararası rezervlerindeki değişimi gösterir (Karluk, 2009, ss. 587–588). Rezerv varlıklar, döviz, parasal altın, Özel Çekme Hakları (SDR), IMF nezdindeki pozisyonlar ve diğer rezerv varlıklardan oluşur. Parasal altın, ülkelerin para otoriteleri tarafından tutulan altın rezervleridir.

Özel Çekme Hakları (SDR), IMF tarafından üye ülkelerin paralarının değerini belirlemek üzere referans teşkil etmesi amacıyla oluşturulan para birimidir. SDR'nin değeri euro, Japon yeni, İngiliz sterlini, ABD doları ve Çin renminbisinden oluşan bir para sepetine bağlanmıştır. IMF'ye üye her ülkeye Fon'un sermayesine katkısı oranında SDR dağıtılır. SDR kaydî bir paradan ziyade alacak hakkı niteliğindedir. Bu yüzden SDR'ler ülkenin uluslararası rezervlerinden sayılır (Tonus, 2017, ss. 136–137).

IMF nezdindeki pozisyonlar, IMF'ye üye ülkelerin kredi dilimlerinden satın alışlarının toplamıdır. Üye ülkeye talep edildiği her an ödenebilmektedir. Diğer rezerv varlıklar ise yukarıda yer alan sınıflamaların dışında kalan kalan rezerv varlıklardan oluşmaktadır. Örneğin bankacılık sisteminin elindeki rezerv varlıkların parasal otoritenin kontrolüne girmesi durumunda bu başlık altına kaydedilir (TCMB, 2018, ss. 16–17).

1.3.4. Net hata ve noksan hesabı

Gerçekleştirilen her uluslararası işlemin ödemeler dengesinde iki ayrı kalem altında ve eşit değerde borç ve alacak olarak kaydedilmesi nedeniyle “cari işlemler hesabı” ve “sermaye hesabı”nın toplamının “finans hesabı”na eşit olması gerekmektedir. Ancak, ödemeler dengesinde yer alan verilerin farklı kaynaklardan elde edilmesi, bazı veriler gerçek kayıtlardan sağlanırken, bazı verilerin anket çalışmalarından sağlanan tahminlerden oluşması, ölçme, değerlendirme kayıt zamanı farklılıklarına neden olmaktadır. Bunun sonucunda ortaya çıkan farklar Net Hata ve Noksan (NHN) kalemine “kalıntı” olarak yansımaktadır. NHN finans hesabından, cari işlemler hesabı ve sermaye hesabı toplamının çıkarılmasıyla elde edilmektedir.

Örneğin, seyahat gelir ve giderlerinin kayıt altına alınabilmesi için çeşitli kurumlarca yürütülen anketlerden hesaplanan gelir ve giderler bankaların döviz varlıklarına aynı miktarda yansımamışsa arada bir fark oluşur, bu fark NHN kalemine yansıtılmaktadır (TCMB, 2018, s. 27).

Hesaplar arasında en güvenilir olanı dış ticaret hesabı olarak düşünülebilir. Çünkü bavul ticareti dışında kalan mal ticareti verileri doğrudan gümrük kayıtlarından elde edilmektedir. Finans hesabı işlemlerinin bilgisi ise finansal aracı kuruluşların kayıtlarından elde edilmektedir. Bazı finansal işlemler bankacılık sistemi kayıtlarına girmediğinden buradaki hareketler tam ve doğru bir şekilde izlenememektedir. Bu yüzden ödemeler dengesinde borç ve alacak hesaplarının toplamalarının eşit olmaması doğaldır (Carbaugh, 2015, s. 336). Sonuç olarak, NHN ödemeler bilançosu istatistiklerini muhasebe anlamında denkleştirmek için kullanılan kayıttır (Seyidoğlu, 2017, s. 310).

1.4. Ödemeler Bilançosunda Denge

1.4.1. Cari işlemler hesabı dengesi

Cari işlemler hesabı mal ve hizmet ticaretine ilişkin ithalat ve ihracatı, karşılıklı faktör geliri ödemelerini ve niteliği sermaye transferi olmayan karşılıksız transfer ödemelerini kapsar. Cari işlemler hesabında yer alan unsurlar, ulusal geliri doğrudan etkilediği için oldukça önemlidir (Karluk, 2009, ss. 587–588).

Cari işlemler hesabını makroekonomik denklikler aracılığıyla incelemek üzere ulusal gelir denkliğini aşağıdaki gibi yazalım.

$$GDP = C + I + G + X - M \quad (1.1)$$

Buna göre gayri safi yurt içi hasıla (GDP), yurt içi hanehalkı mal ve hizmet tüketimi (C), yurt içi yatırımlar (I), kamu harcamaları (G) ve mal ve hizmet ihracatının (X) toplamından mal ve hizmet ithalatının (M) çıkarılmasıyla elde edilmektedir.

Gayri safi milli hasıla (GNP) ise gayri safi yurt içi hasılaya (GDP) net dış alem faktör gelirlerinin ya da başka bir ifadeyle birincil gelir dengesinin (BPI) eklenmesiyle elde edilir.

$$GNP = C + I + G + X - M + BPI \quad (1.2)$$

Ulusal harcanabilir gelir (GNDY) gayri safi milli hasılaya (GNP) net karşılıksız transferlerin ya da başka bir ifadeyle ikincil gelir dengesinin (BSI) ilave edilmesiyle elde edilir. Buna göre ulusal harcanabilir geliri (GNDY) elde etmek üzere 1.2 numaralı denklikte eşitliğin her iki tarafına birincil gelir dengesini (BSI) ekleyelim.

$$GNP + BSI = C + I + G + X - M + BPI + BSI$$

$$GNDY = C + I + G + X - M + BPI + BSI \quad (1.3)$$

1.3 numaralı eşitliğin sağ tarafındaki $X - M + BPI + BSI$ terimi cari işlemler dengesini (CA) ifade etmektedir. Buna göre denkliği yeniden düzenleyelim.

$$GNDY = C + I + G + CA \quad (1.4)$$

Ulusal harcanabilir gelirden (GNDY) yurt içi harcamalar (C) ve yatırımlar (I) çıkarıldığında ulusal tasarruflar (S) elde edilir.

$$GNDY - C - G = I + CA$$

$$S = I + CA \quad (1.5)$$

1.5 numaralı eşitliğe göre ulusal tasarruflar, yatırımlar ve cari işlemler dengesinin toplamından oluşmaktadır. Eşitliği yatırım ve tasarruf farkını gösterecek şekilde yeniden düzenleyerek ifade edelim.

$$S - I = CA \quad (1.6)$$

1.6 numaralı eşitlik cari işlemler dengesinin ulusal tasarruflar ile ulusal yatırımların farkından oluştuğunu ifade etmektedir. Buna göre tasarruf açığı söz konusu olan bir ekonomide cari işlemler hesabı açık vermekte; tasarruf fazlası söz konusu olan bir ekonomide ise cari işlemler hesabı fazlası ortaya çıkmaktadır. Başka bir ifadeyle, bir ekonomide yurt içi tasarruflar, yurt içi yatırımları finanse etmekte yetersiz kalıyorsa söz konusu tasarruf açığı yabancıların tasarruflarından sağlanıyor demektir. Bu durumda finans hesabı bakiyesi pozitif olacağından cari işlemler dengesi de negatif olur. Aksine ekonomide yurt içi tasarruflar yatırımlardan büyük ise, söz konusu tasarruf fazlası ile yabancıların yatırımları finanse ediliyor anlamına gelir. Bu durumda finans hesabı bakiyesi negatif olacağından cari işlemler dengesi de pozitif olur.

Appleyard ve Field (2015, s. 479) cari işlemler dengesini varlık edimi ve yükümlülük oluşumu bakış açısından şu şekilde değerlendirmişlerdir. Eğer bir ekonomi cari açık veriyorsa, aynı anda ekonomide tasarruf açığı da söz konusudur. Bu durumda ekonominin yabancı yükümlülükleri yurtdışındaki varlıklarından daha hızlı büyüyor demektir. Bu ülkenin net dış yatırımı negatif olup, dünyanın geri kalanından net borçlanıcı konumundadır. Aksine, bir ekonomi cari hesap fazlası veriyorsa aynı anda ekonomide tasarruf fazlası da söz konusudur. Bu durumda yurtdışındaki varlıkları yabancı yükümlülüklerinden daha hızlı büyüyor demektir. Bu ülkenin net dış yatırımı pozitifdir ve dünyanın geri kalanına net borç verici konumundadır.

Cari işlemler dengesini bütçe dengesi açısından analiz etmek üzere gelir-harcama akımındaki sızıntıların ilavelere eşitliğini ele alalım. Denge üretim düzeyini analiz etmenin bir yöntemi de gelir-harcama akımındaki sızıntılar ilavelerin incelenmesidir. Toplam harcamaların otonom kalemlerinin azalmasına neden olan sızıntılar, ulusal gelirin azalmasına neden olurlar. Modelde üç tür sızıntı söz konusudur: Tasarruflar, vergiler ve ithalat. İlaveler ise toplam harcamaların otonom kalemlerinin artmasına neden olan

unsurlardır ve ulusal gelirin artmasına neden olurlar. Üç tür ilave vardır: Yatırımlar, kamu harcamaları ve ihracat. Ekonomide dengenin sağlanabilmesi için ulusal gelirden sızıntıların ulusal gelire ilavelere eşit olması gerekmektedir. Buna göre denge şartı tasarruflar (S), vergiler (T), ithalat (M) toplamının yatırımlar (I), kamu harcamaları (G) ve ihracat (X) toplamına eşit olmasıdır (Alkin, 2005, s. 308).

$$S + T + M = I + G + X \quad (1.7)$$

1.7 numaralı eşitliği düzenleyerek aşağıdaki gibi ifade edebiliriz.

$$(X - M) = (S - I) + (T - G) \quad (1.8)$$

Yukarıdaki eşitlikte ($X - M$) cari işlemler dengesini, ($S - I$) özel kesim tasarruf yatırım dengesini ve ($T - G$) kamu gelir-gider dengesini (bütçe dengesini) temsil etmektedir. Eşitliğe göre, cari işlemler dengesi özel kesim tasarruf-yatırım farkı ile bütçe gelir-gider farkının toplamından meydana gelmektedir. Bir başka deyişle, özel kesim tasarruf açığı ve bütçe açıkları cari işlemler açığını beslemektedir. Buna göre cari işlemler açığını gidermek isteyen bir hükümetin bütçe açığını azaltmak ve/veya özel tasarrufları artırmak üzere politika üretmesi gereklidir.

Bir ekonomide aynı anda hem bütçe açığı hem de cari işlemler açığının söz konusu olması durumu ikiz açık olarak ifade edilmektedir. Keynesyen yaklaşım bütçe açıklarının cari işlemler açığının nedeni olduğunu savunmaktadır. Ricardocu denklik yaklaşımı ise bu iki unsur arasında bir ilişki olmadığını öne sürmektedir.

Denklikte yer alan üç denge unsurunun da negatif olması durumunda ise üçüz açıklar ortaya çıkmaktadır. Yani ekonominin genel dengesi içerisinde aynı anda hem cari açık hem bütçe açığı hem de tasarruf açığı söz konusu ise üçüz açık sorunu ortaya çıkmaktadır. Sayılan denge unsurlarından herhangi birinde meydana gelebilecek değişim diğer denge unsurlarını da etkilemektedir. Örneğin, bütçe açıkları ulusal tasarrufları azaltması yoluyla cari işlemler dengesi üzerinde olumsuz etkiye neden olur. Bir başka açıdan, cari açık söz konusuysen ulusal gelirden meydana gelen azalma yurt içi tasarrufları olumsuz etkileyeceğinden bütçe açığı büyür ve bu durum da cari işlemler açığının derinleşmesine neden olur (McTeer, 2008). Buna göre üçüz açık hipotezi tasarruf yatırım dengesi ve bütçe dengesinin, cari işlemler dengesi üzerindeki etkisine vurgu yapmaktadır.

Yukarıda yer alan açıklamalar cari işlemler hesabı açığı üzerinde yoğunlaşmıştır, cari işlemler fazlası ise benzer şekilde yorumlanabilir. Öncelikle, cari işlemler fazlası olan

bir ekonominin ülkenin net dış yatırımı pozitifdir, bir başka deyişle bu ülke dünyanın geri kalanına net borç verici konumundadır (Pugel, 2016, s. 376).

1.4.2. Finans hesabı dengesi

Finans hesabında yurt içi yerleşikler ile yurtdışı yerleşikler arasında gerçekleşen finansal varlık ve yükümlülüklerle ilişkin işlemler kaydedilir. Finans hesabı dengesi net borç verme ya da net borç alma durumunu gösterir. Finans hesabı dengesine göre bir ekonominin o dönem için net borç veren durumunda olması ilgili dönemde o ekonominin toplam yabancı varlıklarının arttığı veya toplam yabancı yükümlülüklerinin azaldığı anlamına gelir. Aksine, ekonomi o dönem için net borç alan durumunda ise ilgili dönemde o ekonominin toplam yabancı varlıklarının azaldığı veya toplam yabancı yükümlülüklerinin arttığı anlamına gelir (IMF, 2009, s. 133).

Finans hesabına yapılan kayıtlar mal ve hizmet alım satımına ilişkin işlemlerden ya da gelir sağlayıcı işlemlerden kaynaklanabileceği gibi finansal varlık ve yükümlülüklerle ilişkin işlemlerden de kaynaklanabilir. Yurtdışı yerleşigi bir yatırım şirketinin yurt içi bir firmaya ait pay senedini satın alması ya da yabancı bir ülke hükümetin yerli hükümete borç vermesi gibi durumlar cari işlemler hesabında bir kayıt gerektirmeyip sadece finans hesabında değişikliğe neden olur.

Finans hesabı dengesi, doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, finansal türevler ve diğer yatırımlar alt hesaplarının dengeleri ile resmi rezervlerdeki değişimin toplamından meydana gelmektedir. Alt hesaplardaki denge ilgili hesaptaki net varlık ediniminden net yükümlülük oluşumunun çıkarılmasıyla elde edilir (Bkz. Tablo 1.1).

İzlenecek makroekonomi politikaları belirlenirken üzerinde düşünülmesi gereken temel hususlardan biri de ülkeye giren ve ülkeden çıkan finansal sermaye hareketlerinin türüdür. “Uluslararası sermaye hareketleri ulusal sınırları aşarak ülkeye giren ve çıkan fonları kapsar” (Karluk, 2009, s. 249). Parasız ve Ekren (2013) ise uluslararası sermaye hareketlerini tasarruf fazlası olan ülkelere tasarruf açığı olan ülkelere fon transferi olarak tanımlamışlardır. Genellikle sanayileşmeye çalışan ülkeler sermaye stokuna, alt yapı yatırımlarına, teknoloji ve bilişim sistemlerine ihtiyaç duyduklarından olgun ekonomilerden zorunlu olarak kaynak ödünç alırlar (Parasız ve Ekren, 2013, s. 164).

Tablo 1.4. Finans hesabi dengesinin hesaplanması (Yazar tarafından hazırlanmıştır.)

FİNANS HESABI DENGESİ	I+II+III+IV+V
Doğrudan Yatırımlar	I=a-b
Net Varlık Edinimi	a
Net Yükümlülük Oluşumu	b
Portföy Yatırımları	II=c-d
Net Varlık Edinimi	c
Net Yükümlülük Oluşumu	d
Finansal Türevler	III=e-f
Net Varlık Edinimi	e
Net Yükümlülük Oluşumu	f
Diğer Yatırımlar	IV=g-h
Net Varlık Edinimi	g
Net Yükümlülük Oluşumu	h
Rezerv Varlıklar	V

Bazı sermaye türlerinin mobilitesi oldukça yüksektir ve kısa dönemlik eğilimleri temsil ederler. Bu kısa vadeli sermaye hareketleri sıklıkla finansal krizlerin bir ülkeden başka bir ülkeye geçişini sağlayan bir aktarıcı işlevi görürler. Aynı zamanda yatırımcıların bir ekonomi hakkındaki kısa dönemlik beklentilerinde oluşan değişmelere anlık olarak tepki verirler. Bu yüzden sermaye akımlarının derecesi ve potansiyeli ekonomik dalgalanmaların önemli bir bileşenini oluşturur (Gerber, 2014, s. 186).

Finansal sermaye hareketlerini kaynağına göre kamu ve özel kesim olarak iki alt kategoriye ayırabiliriz. Her ne kadar kriz dönemlerinde durum değişse de çoğu ülkede finansal hareketlerin büyük bir kısmı özel kesim kaynaklıdır. Özel kesim sermaye hareketlerinin iki temel bileşeni vardır: Doğrudan yabancı sermaye yatırımları (FDI) ve portföy yatırımları. Doğrudan yabancı sermaye yatırımı ile portföy yatırımı arasındaki benzerlik, ikisinin de yatırımcısına yatırım yapılan ekonomiden alacak hakkı sağlamasıdır. Aralarındaki farklılık ise yatırımı alan ülke açısından özellikle vade yapılarında ortaya çıkmaktadır. Doğrudan yatırımlar genellikle uzun vade yapısına sahiptir. Çünkü bu varlıkların likiditesi düşük olup nakde çevirmek daha güçtür. Portföy yatırımları ise pay senedi ve tahvilleri kapsadığından daha kısa vadeli olma eğilimindedir. Pay senetleri ve tahviller doğası gereği fabrika veya gayrimenkullere göre daha likit varlıklardır. Bu nedenle portföy yatırımcıları daha kısa vadeli yatırımcılardır, yatırım

yaptıkları ekonomide bir bozulma beklentisine girdiklerinde hızlı bir şekilde sistemden çıkmaktadırlar (Gerber, 2014, ss. 187–188).

Beklentilerdeki değişimler ani bir şekilde içeriye doğru sermaye akışını durdurabilir ve geniş çaplı sermaye çıkışlarına sebep olabilir. Calvo (1998) bu durumu ani duruş (sudden stop) olarak adlandırmıştır. Ani duruşlar son otuz yıldaki hemen bütün finansal krizlerde ortaya çıkmıştır. Ani duruşlar finans hesabı dengesini negatife dönüştürebilir. Finans hesabı dengesinin negatif olması cari açığı finanse edecek yeterli sermaye girişinin olmadığı ve ulusal paranın değer kaybetmesiyle birlikte genellikle ithalatın kısılarak ihracatın artacağı anlamına gelir. Birçok durumda ani duruşun finansal krize neden olduğu gözlenmiştir.

Ani duruşun neden olduğu problemler ülkenin iç borç dinamikleri ile birlikte düşünüldüğünde daha da derinleşebilir. Uluslararası piyasalarda bankalar ve diğer finansal kurumların kullandıkları krediler genellikle ABD doları ve euro gibi konvertibl para cinsindedir. Borç alınan para ülkeye girdikten sonra ulusal para birimine çevrilerek yurt içinde kullanılır. Ekonomide ani duruşun gerçekleşmesi durumunda bankalar ve diğer kurumların borçları yabancı para cinsinden, gelirleri ise ulusal para cinsinden olduğundan önemli bir risk altındadırlar. Borç servisi için ihtiyaç duyulan dolar ve euro ülkede sınırlı olabilir. Dahası, ani duruşa yerel paradaki değer kaybı da eşlik ederse dışardan gelen fonlara dayalı faaliyet gösteren kurumlar da ulusal para cinsinden borç miktarları büyüyeceğinden çok büyük zarar görebilirler (Gerber, 2014, s. 189).

1.4.3. Dış dengenin sağlanması

Ödemeler bilançosunda çift kayıt ilkesi gereği uluslararası ekonomik işlemler bir hesapta borç olarak kaydedilirken, bu işlem ilişkili diğer hesapta alacak olarak kaydedilir. Bu yüzden cari işlemler hesabı (CA), sermaye hesabı (KA) ve finans hesabı (FA) dengelerinin toplamının her zaman sifıra eşit olması gerekmektedir.

$$CA + KA + FA = 0 \quad (1.9)$$

Eşitlik düzenlenerek aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

$$CA = -KA - FA \quad (1.10)$$

Finans hesabı dengesi ekonominin borçluluk durumdaki net değişimi ifade etmektedir. Cari işlemler açığı olan bir ekonomi cari açığı finanse etmek üzere yabancı fonlara ihtiyaç duymaktadır. Bu durumda eşitlik 1.10'a göre finans hesabının fazla

vermesi gerekmektedir: $FA > 0$. Eğer ekonomi dış dünyaya borçlu konumdaysa, borç miktarı finans hesabı fazlası kadar artar; aksine ekonomi dış dünyadan alacaklı durumundaysa alacak miktarı finans hesabı fazlası kadar azalır.

Cari işlemler hesabı kapsamına giren mal, hizmet veya gelir akımları sadece ilgili dönemi etkilerken, sermaye ve finans hesabı kapsamına giren işlemler ise ülkenin toplam varlık ve yükümlülük stokunu değiştirmektedir. 1.10 numaralı eşitlik bu ayrımı ifade edecek şekilde yeniden ifade edilebilir. FKA , rezerv varlıklar hariç sermaye ve finans hesabı toplamını ve ΔR rezerv varlıklardaki değişimi ifade etmektedir.

$$CA + FKA = \Delta R \quad (1.11)$$

Eşitlik rezerv varlıklardaki değişim ile cari işlemler dengesi ve sermaye-finans hesabı dengesi toplamının ilişkili olduğunu göstermektedir. Buna göre cari işlemler hesabı açığı, finans hesabında oluşacak fazla ile finanse edilemezse, başka bir ifadeyle yetersiz dış finansman durumunda ekonominin rezerv varlıkları azalır. Cari işlemler fazlası durumunda ise finans hesabının açık vermesi ekonomi içindeki fon arzı fazlası ile yabancıların cari açıklarının finanse edildiği anlamına gelmektedir. Eğer bu fazla fonların tamamı yurtdışına kanalize edilemezse, cari işlemler fazlası finans hesabı açığıyla dengelenemezse, söz konusu fazla ekonominin rezerv varlıklarının artmasına yol açar.

Rezerv varlıklarda değişime neden olan işlemleri para otoriteleri döviz piyasalarında yapmaktadır. Döviz satım işlemi, ilgili ülkenin resmi uluslararası rezervlerinden sayılan döviz varlıklarını azaltırken; döviz alım işlemi de ülkenin resmi uluslararası rezervlerinin artmasına neden olur. Ayrıca söz konusu döviz işlemleri sadece resmi rezerv varlıklarında değişime neden olmakla kalmayıp, birçok iktisadi değişken üzerinde etkilidir. Müdahaleler döviz kurlarını, para arzını, faiz oranlarını, uluslararası sermaye akımlarını, yurt içi sermaye birikimini, yurt içi hasılayı ve uluslararası mal ve hizmet ticaretini etkiler (Pugel, 2016, s. 380).

Genel olarak, gelişmekte olan ülkeler açısından ekonomik büyümeyi cari açık yoluyla finanse etmek tercih edilen bir politikadır. Eğer ülkedeki yatırımların getiri oranı yeterince yüksek ise ülke cari açık aracılığıyla daha fazla yatırım yapabilmek için dış finansman sağlayabilmektedir. Böylelikle ülkenin üretken kapasitesi artırılabilir. Bu yolla ülkenin gelecekte tasarruflarını artırabileceği ve cari fazla vererek geçmişteki dış borçlarını ödeyebilir hale geleceği beklenir (Terra, 2015, s. 22).

1.5. Uluslararası Yatırım Pozisyonu

Uluslararası Yatırım Pozisyonu (UYP); bir ekonomideki yerleşiklerin yurtdışındaki yerleşikler ile finansal alacakları ve yükümlülüklerin yanında rezerv varlıkların belli bir andaki stok değerini göstermektedir. TCMB, UYP'nu aylık olarak yayınlamaktadır. Toplam finansal varlıklar ile toplam finansal yükümlülüklerin farkı, net UYP'nu vermektedir. Basit bir ifadeyle, net UYP; Türkiye'nin yurtdışından alacaklarıyla, Türkiye'nin yurtdışına borçları arasındaki farktır (TCMB, 2017, s. 2).

Uluslararası işlemler, uluslararası varlık ve yükümlülük stoklarını değiştirir ve böylece ödemeler dengesi ve uluslararası yatırım pozisyonu değişir. Örneğin bir ülke, o yıl için cari hesap fazlası veriyse o yılki net dış yatırımı pozitifdir. Yani ülkenin yabancı finansal varlıkları artmıştır. UYP tıpkı bir bilanço gibi varlıklar ve yükümlülükleri gösterecek şekilde iki taraflı bir tablo şeklinde hazırlanmaktadır. UYP'nun kalemleri; doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, diğer yatırımlar ve rezerv varlıklardır. Tablo 1.5'te TCMB tarafından 2017 yılı son çeyreği için hazırlanan UYP özet olarak gösterilmiştir.¹

Ödemeler dengesi ile uluslararası yatırım pozisyonu birbiriyle yakın ilişki içindedir. Bir ülkenin net UYP'nundaki değişim ile ödemeler dengesi istatistikleri karşılaştırılarak meydana gelen değişimin ne kadarlık kısmının dönem içinde gerçekleşen finansal akımlardan, ne kadarlık kısmının ise kurdaki ve varlık değerlerindeki değişimden kaynaklandığı tespit edilebilmektedir (TCMB, 2017, s. 3).

Tablo 1.5. Türkiye'nin 2017 yılı dördüncü çeyreğe ait uluslararası yatırım pozisyonu (TCMB, Uluslararası yatırım pozisyonu, 2017)

ULUSLARARASI YATIRIM POZİSYONU, NET		Milyon \$
		-453,305
A.	Varlıklar	227,976
1.	Doğrudan Yatırımlar	42,204
2.	Portföy yatırımları	1,153
3.	Diğer yatırımlar	76,966
4.	Rezerv varlıklar	107,653
B.	Yükümlülükler	681,281
1.	Doğrudan Yatırımlar	180,258
2.	Portföy yatırımları	177,281
3.	Diğer yatırımlar	323,742

¹ Daha detaylı sunumlar için bkz.

<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Odemeler+Dengesi+ve+Ilgili+Istatistikler/Uluslararası+Yatırım+Pozisyonu/>

Ödemeler dengesi ile uluslararası yatırım pozisyonu her ne kadar birbiriyle yakın ilişki içinde olsalar da aralarındaki anlamsal farklılığa vurgu yapmak önemlidir. Ödemeler dengesi belirli bir zaman aralığındaki uluslararası işlemlerin kaydı olması itibariyle muhasebede kullanılan gelir tablosuna benzerken; uluslararası yatırım pozisyonu ise belirli bir andaki net yabancı varlık ve yükümlülük stoklarını gösterdiği için muhasebe anlamındaki bilançoya benzemektedir (Pugel, 2016, s. 381).

İKİNCİ BÖLÜM

2. CARİ İŞLEMLER DENGESİNE YÖNELİK TEORİK YAKLAŞIMLAR

Ekonomilerin zaman içerisinde dışa açık hale gelmeleriyle birlikte ödemeler bilançosunda dengesizliklere nelerin yol açtığı ve dış dengenin nasıl sağlandığı ekonomi biliminde önemli bir çalışma konusu olmuştur. Başlangıçta devalüasyon ve revalüasyonun dış ticaret dengesi üzerindeki etkilerini açıklamaya yönelik teoriler ortaya atılmıştır. Bu teoriler, çeşitli varsayımların ortadan kaldırılması yoluyla cari işlemler hesabı ve finans hesabını da kapsayacak şekilde ödemeler dengesini bir bütün olarak ele alan ve açıklayan yeni teorilerle daha da gelişmiştir. Bu bölümde cari işlemler dengesini ve daha geniş kapsamda ödemeler dengesini açıklayan temel teorik yaklaşımlar incelenecektir.

2.1. Esneklikler Yaklaşımı

Esneklikler yaklaşımı uluslararası iktisat literatüründeki en eski teorilerden biridir. Erken dönemlerde dünya ekonomilerinde serbest kur rejimi yaygındı ve cari işlemler dengesizlikleri devletlerin sabit kur rejimi uygulamalarıyla ilişkilendirilmekteydi. Sabit kur rejiminde, eğer yabancı paranın fiyatı (ER) çok düşük olarak belirlenmişse ithalat nispi olarak ucuz ve ihracat ise pahalı olur ve böylece cari açık söz konusu olur.² Esneklikler yaklaşımının temel sorusu şudur: Eğer bir ülke cari açık veriyorsa hangi koşullar altında ulusal paranın devalüe edilmesi cari açığı azaltır? Daha sonrasında esnek kur rejimlerinin yaygınlaşmasıyla birlikte, model; devletlerin cari açığı azaltmak için izledikleri kur yükseltme politikalarının etkinliğini değerlendirmek için kullanılmıştır (Husted ve Melvin, 2013, s. 310). Devalüasyonun hangi koşullar altında cari açığı gidermede başarılı olacağı ilk olarak A. Marshall ve A. P. Lerner tarafından formülize edilmiştir.³

$$e_m + e_x \geq 1 \quad (12.1)$$

² Çalışmada döviz kurları dolaylı kotasyon yöntemiyle ifade edilmiştir. Buna göre kurun yükselmesi ulusal paranın değer kaybetmesi ve kurun düşmesi ulusal paranın değer kazanması anlamındadır.

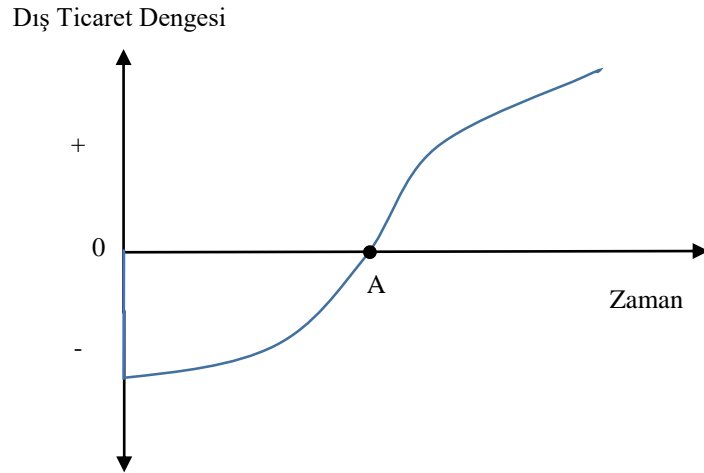
³ A. O. Hirschman şartı geliştirerek tekrar formülize etmiştir. İhracat ve ithalata olan talep esneklikleri yerine yabancı paraya ve ulusal paraya olan talep esnekliklerini kullanmıştır.

Denklemdaki e_m ithal malına olan yurt içi talep esnekliğini, e_x ihracat malına olan yurtdışı talep esnekliğini göstermektedir. Koşula göre, talep esneklikleri toplamının birden büyük olması halinde devalüasyon dış ticaret açığını giderici etki yaparken revalüasyon ise dış ticaret fazlasını giderici etki yapmaktadır. Geniş anlamda, talep esneklikleri toplamı 1'den ne derece büyükse kurda meydana gelen değişmelerin dış dengeyi sağlayıcı etkisi o derece güçlü olur (Seyidoğlu, 2017, s. 449).

Marshall-Lerner koşulu iki varsayıma dayanmaktadır. Birinci varsayıma göre dış ticaret başlangıçta dengededir. Yani ithalat düzeyi ile ihracat düzeyi başlangıçta birbirine yakın veya eşittir. İkinci varsayıma göre dış ticarete konu olan malların arz esneklikleri sonsuzdur (Karluk, 2009, s. 601).

Esneklikler yaklaşımının ardındaki temel fikir, devalüasyonun cari denge üzerinde yaratacağı etkinin ihracata ve ithalata olan talep esnekliğine bağlı olmasıdır. Devalüasyon dış ticareti fiyat ve hacim etkisi aracılığıyla etkilediğinden kısa vadede fiyat etkisinin ağır basması beklenir. Bu yüzden devalüasyonun hemen ardından cari işlemler dengesinde bir bozulma ortaya çıkabilir (Stokjov, 2016, s. 20).

Salvatore (2013, s. 519) kısa vadede talep esnekliklerinin uzun vadeye nazaran daha küçük olacağını belirtmektedir. Ayrıca devalüasyonun hemen ardından ithal malların ulusal para cinsinden fiyatının, ihracat malı fiyatına göre daha hızlı artma eğiliminde olduğunu öngörmektedir. Bu sebeplerden devalüasyon veya revalüasyonun hemen ardından cari dengenin kötüleşebileceğini bundan bir süre sonra da iyileşmeye başlayacağını belirtmiştir. Zamanla ihracat hacmi arttıkça ve ithalat hacmi azaldıkça ve bununla birlikte ihracat malı fiyatları, ithal malı fiyatlarına yakınlaştıkça cari dengede başlangıçta meydana gelen bozulma giderilir ve cari denge iyileşmeye başlar. İktisatçılar cari dengede meydana gelen bu süreci J-egrisi etkisi olarak tanımlamaktadır (Salvatore, 2013, s. 519).



Şekil 2.1. J eğrisi etkisi

J-eğrisi etkisi Şekil 2.1'de gösterilmiştir. Ekonominin dış ticaret dengesi dikey ekseninde zaman ise yatay ekseninde yer almaktadır. Dış ticaretin başlangıçta dengede olduğu varsayılmıştır. Şekile göre devalüasyon veya kurdaki yükselmeye birlikte dış ticaret dengesi başlangıçta bozulmuş, zaman geçtikçe söz konusu bozulma ortadan kalkmış ve A noktasında dış ticaret dengesi yeniden sağlanmıştır. Ardından durum tersine dönerek ekonomi nihayet dış ticaret fazlası vermeye başlamıştır.

II. Dünya Savaşı'ndan önce esneklik değerlerinin çok yüksek olduğu düşünülmüyordu ancak bu görüş henüz ampirik çalışmalarla desteklenmiş değildi. İlk ampirik çalışma olarak Orcutt (1950) dış ticaretteki esneklikleri istatistiksel araçlarla değerlendirmiş ve Marshall'ın öngörülerinin doğru olabileceğini öne sürmüştür. Goldstein ve Khan (1985) önceki çalışmaları derlemiş ve yeniden değerlendirmiştir. Tüm bu çalışmalar J-eğrisi etkisinin varlığını genel olarak doğrulamakla birlikte uzun vadede talep esnekliklerinin 1940'lı yıllardaki çalışmalara göre neredeyse iki katı olduğu sonucuna varmışlardır. Genel çıkarıma göre kısa vadede (devalüasyonun hemen ardından) esneklikler cari dengede bozulmaya neden olacak kadar küçük ve uzun vadede cari dengede iyileşme sağlayacak kadar büyüktür (Salvatore, 2013, s. 520).

Obstfeld ve Rogoff (2005) döviz kuru değişimleri ile ABD cari açığını ilişkilendirmek için basit bir model oluşturmuşlar ve dolardaki değer kayıplarının ABD'nin cari açığını iyileştirme eğiliminde olduğunu fakat bu etkinin güçlü olmadığını tespit etmişler ve bu durumu ABD'nin yabancı yükümlülüklerinin çoğunun dolar cinsinden olmasına bağlamışlardır. Aynı şekilde Rose (1991) da 5 gelişmiş OECD

ülkesinin veri setlerini kullanarak reel efektif döviz kurunun dış ticaret dengesi üzerindeki etkilerini farklı ekonometrik teknikler kullanarak araştırmış ve Marshall-Lerner koşulunun geçerliliğini reddetmemekle birlikte reel efektif döviz kurunun dış ticaret dengesi üzerinde güçlü bir etkisinin olmadığını tespit etmiştir.

Öte yandan devalüasyonların dış ticaret açığı üzerinde güçlü bir etkisi olduğunu tespit eden çalışmalar da vardır. Bahmani-Oskooee ve Niroomand (1998) 30 ülkenin verilerini kullanarak Johansen ve Juselius eşbütünleşme yöntemlerini kullanarak ihracat ve ithalat talep esnekliklerini tahmin etmişlerdir. Elde ettikleri uzun dönem bulgularına göre Marshall-Lerner koşulu geçerlidir ve devalüasyon dış ticaret açığını giderici etki yaratmaktadır. Boyd, Caporale, ve Smith (2001), 5 gelişmiş ülke verisi ile VAR, VECM ve ARDL yöntemleri kullanarak reel döviz kurunun dış ticaret dengesi üzerinde anlamlı bir etkisinin olduğunu ve devalüasyonların dış ticaret dengesini iyileştirdiği tespit etmişlerdir.

Yamak ve Korkmaz (2005), reel döviz kurunda meydana gelen değişmelerin Türkiye'nin dış ticaret dengesine etkilerini, çeşitli mal gruplarını ele alarak 1995:Q1-2004:Q4 dönemi için, Granger nedensellik ve VAR analizi yöntemleriyle incelemişlerdir. Bulgularına göre reel döviz kurundaki değişimler en çok sermaye malları yoluyla Türkiye'nin dış ticaret dengesi üzerinde etkili olmaktadır.

Yavuz vd., (2010) ise 1988-2007 dönemi için Türkiye ekonomisinde reel döviz kurunun dış ticaret dengesi üzerine etkisini ARDL modeline dayalı sınır testi ile araştırmışlar ve Marshall-Lerner koşulunun Türkiye ekonomisi için uzun dönemde geçerli olmadığını, fakat kısa dönemli dinamiklerden J-eğrisi etkisinin varlığını tespit etmişlerdir. Peker (2008) ve Hephaktan (2009) da aynı şekilde Türkiye ekonomisi için Marshall-Lerner koşulunun gerçekleşmediğini tespit etmişlerdir.

Türkiye ekonomisi için Marshall-Lerner koşulunun geçerli olduğunu saptayan önemli çalışmalar da şunlardır: Şimşek ve Kadılar (2005), 1970-2002 dönemini ARDL sınır testi yaklaşımıyla ele almışlardır. İthalat ve ihracat mallarının talep fiyat esneklikleri toplamını 1.01 bulmuşlar ve ilgili dönemde Türkiye ekonomisi için Marshall-Lerner koşulunun sağlandığı sonucuna varmışlardır. Okay vd., (2012) Türkiye ekonomisi için 2003-2010 döneminde reel döviz kurundaki değişimlerin cari işlemler dengesini nasıl etkilediğini zaman serisi teknikleriyle incelemişler ve reel efektif döviz kuru ile cari işlemler dengesi arasında uzun dönemde ters yönlü bir ilişki olduğu sonucuna

varmışlardır. Bulgularına göre Marshall-Lerner koşulu ve J-eğrisi etkisi Türkiye ekonomisi için geçerlidir.

2.2. Toplam Harcama Yaklaşımı

1952 yılında devalüasyonun etkilerini açıklamak için, S. S. Alexander tarafından geliştirilen toplam harcama (massetme) yaklaşımı, daha sonra genel olarak dış dengeyi sağlamak üzere yürütülebilecek politikaları öneren bir araç olarak kullanılmaya başlanmıştır (Seyidoğlu, 2017, s. 487). Genel olarak esneklikler yaklaşımını reddeden bir yaklaşım olmamakla birlikte, denkleme sürecine döviz kuru ile gelir düzeyi etkileşimini ilave etmesi itibarıyla esneklikler yaklaşımına bir tamamlayıcı olarak düşünülebilir. Yaklaşımına göre devalüasyonun cari denge üzerinde yaratacağı etki toplam harcamaların bu değişimden nasıl etkilendiğine bağlıdır (Stokjov, 2016, s. 21).

Devalüasyonun cari açığı giderici etki yapıp yapmadığını değerlendirebilmek için yurt içi mal ve hizmet alımına yönelik harcamalardaki değişim ile yurt içi üretimde meydana gelen değişim karşılaştırılır. Massetmeyi matematiksel olarak ifade edebilmek için aşağıdaki Keynesgil gelir-harcama denkliği kullanılmıştır:

$$Y = C + I + G + (X - M) \quad (2.2)$$

Massetmeyi ifade etmek üzere yurt içi mal ve hizmet alımına yönelik harcamaların toplamını $(C + I + G)$ temsil eden A (absorption) terimini kullanalım. $(X - M)$ terimi ise cari işlemler dengesini göstermektedir.

$$Y = A + X - M \quad (2.3)$$

Ya da,

$$Y - A = X - M \quad (2.4)$$

Denkleme göre eğer yurt içi üretim (Y) üretilen bu mallara yönelik toplam yurt içi harcamaları (A) aşarsa, ekonomi cari işlemler fazlası verir. Aksine, eğer toplam harcama toplam üretimi aşarsa ($Y - A < 0$), eşitliğin sağ tarafı cari denge ($X - M < 0$) negatif olur, başka bir ifadeyle cari açık söz konusu olur. Bu durumda yurt içi talebin yurt içi üretimi aşan kısmı ithalat aracılığıyla giderilir (Husted ve Melvin, 2013, ss. 317–318).

Massetme yaklaşımına göre devalüasyonun cari açığın azaltılmasında başarılı olabilmesi için ulusal gelirin (Y) toplam harcamadan (A) daha fazla artması gerekir. Başka bir ifadeyle, ülke ya toplam gelirini artırmalı ya da toplam harcamaları azaltmalıdır, ya da bunların ikisinin bileşimi bir politika uygulamalıdır.

Toplam harcama yaklaşımı ekonominin tam istihdam düzeyinde olup olmadığına bağlı olarak iki durumda incelenir. Ekonominin tam istihdam düzeyinin altında faaliyet göstermesi durumunda devalüasyon, atıl kaynakların ihraç malı üretimine yönlendirilmesini teşvik eder. Bununla birlikte ithal malı tüketiminin pahalılaşması da ithal malına olan talebi yurt içi ithal ikamesi olan mallara yöneltir. Marshall-Lerner koşulunun sağlandığı varsayımı altında, bu durumda kurdaki yükselme cari dengeyi iyileştirdiği gibi yurt içi üretiminde artmasına neden olmuştur.

Ekonominin tam istihdam düzeyinde faaliyet gösteriyor olması durumunda, üretimi artırmak üzere kullanılabilir ilave kaynak bulunmamaktadır. Bu yüzden ulusal gelir sabittir. Bu durumda devalüasyon ile cari açığı iyileştirmenin tek yolu yurt içi toplam harcamaların azaltılmasıdır. Ülkenin kaynaklarını ilave ihracat ve ithal ikame mallarının üretimine yönlendirmesi durumunda cari açıkta bir iyileşme gözlenebile yabancılara yerli mallara olan talebi arttırdığından ve ilave üretim yapılamadığından enflasyon yükselebilir. Sonuç olarak eğer ekonomi tam istihdam düzeyinde ise kurun yükseltilerek veya yükselmesine izin verilerek cari dengenin iyileştirilmesi önerilen bir politika değildir (Carbaugh, 2015, s. 441).

Denkleşme sürecinde farklı ve birbirine zıt etkiler işbaşında olduğundan devalüasyonun cari denge üzerinde yapacağı net etki belirsizdir. Harberger vd., (1950) yaptıkları çalışmada devalüasyonun dış ticaret haddi üzerine iki etkisi olduğunu belirtmişlerdir: Gelir etkisi ve ikame etkisi. Bu birbirine zıt iki etkiden hangisinin ağır bastığına bağlı olarak cari denge iyileşebilir veya bozulabilir.

Toplam harcama yaklaşımı iki özelliğiyle eleştirilmektedir. Birincisi yaklaşımın ödemeler bilançosunu bir bütün olarak ele almak yerine sadece cari işlemler hesabı ile ilgilenmesidir. İkincisi yaklaşımın cari işlemler dengesiyle ilgili olarak sadece gelir ve harcamalara odaklanması, döviz kuru ve fiyat değişimlerini göz ardı etmesidir.

Toplam harcama yaklaşımını merkez alan çalışmalarda devalüasyonun toplam geliri artırmada başarılı olup olmadığı konusunda iktisatçılar arasında bir görüş birliği yoktur. Sheeley (1986) ve Edwards (1986) farklı ülke grupları üzerine yaptıkları analizde devalüasyonun beklenen aksine çelişkili etkiler ortaya çıkardığını vurgulamışlardır. Faini (1990) devalüasyonun temel ihtiyaç mallarının ihracatı üzerinde bir etkisi olmadığını, imalat sanayi mallarının ihracatını ise artırdığını tespit etmiştir. Agenor (1991) ise beklenen devalüasyonların ekonomide daraltıcı, beklenmeyen devalüasyonun ise genişletici etki yaptığını öne sürmüştür.

Gómez ve Álvarez-Ude (2006) eşbütünleşme teknikleri kullanarak Arjantin'in dış ticaretinin belirleyicilerini araştırmışlardır. Dış ticaret dengesini döviz kurunun ve yurt içi gelirin bir fonksiyonu olarak modellemişler, farklı döviz kuru rejimleri altında durumu ayrı ayrı incelemişlerdir. Bulgularına göre dış ticaret dengesi ile yurt içi gelir arasında negatif bir ilişki söz konusudur. Sonuçların masnetme yaklaşımının öngörülerini ile uyumlu olduğunu vurgulamışlardır.

Hung ve Gamber (2010) devalüasyonun toplam geliri nasıl etkilediğini, 1974-2007 dönemi ABD üç aylık verileriyle hem esneklikler yaklaşımını hem de toplam harcama yaklaşımını baz alan iki modelle incelemişlerdir. İki modelin de anlamlılık düzeyinin düşük olduğunu, yine de toplam harcama yaklaşımını baz alan modelin daha iyi performans gösterdiğini değerlendirmişlerdir.

2.3. Mundell-Fleming Modeli

Mundell-Fleming modeli 1960'lı yıllar itibariyle iktisat literatüründe oldukça ilgi görmüştür. Metzler, Machlub ve Meade tarafından Keynes'in genel teorisine yapılan çeşitli uyarlamalar neticesinde Mundell-Fleming modeline gerekli zemin hazırlanmıştır. Mundell 1968 yılında yazdığı uluslararası iktisat kitabıyla ve Fleming "Sabit ve Dalgalı Kur Rejimi Altında Yurt İçi Finansal Politikalar" adlı makalesiyle modele katkı sağlamışlardır.⁴

Fiyatların yapışkan olmasını ve çıktı düzeyinin talep tarafından belirlendiğini temel alan Mundell-Fleming modeli, Keynesyen analizin dışa açık makroekonomiye uygulanması niteliği taşımaktadır. Kendisinden önceki modellerden farklı olarak ödemeler dengesinde cari işlemler hesabı ve finans hesabı işlemleri ayrımını yapmış ve IS-LM analizine uluslararası sermaye hareketlerini eklemiştir. Model her ne kadar döviz kuru, çıktı ve istihdam üzerine odaklansa da modelin cari açığa ilgili olarak önerdiği politika reçeteleri oldukça önemlidir (Razin, 1993).

Hem Mundell-Fleming modeli hem de IS-LM modeli mal piyasası ve para piyasası arasındaki etkileşime vurgu yapmaktadır. Her iki model de fiyatlar genel düzeyinin sabit olduğunu varsayarak gelir düzeyindeki kısa dönemli dalgalanmalara nelerin sebep olduğunu inceler. İki model arasındaki en önemli farklılık, IS-LM modeli ekonominin

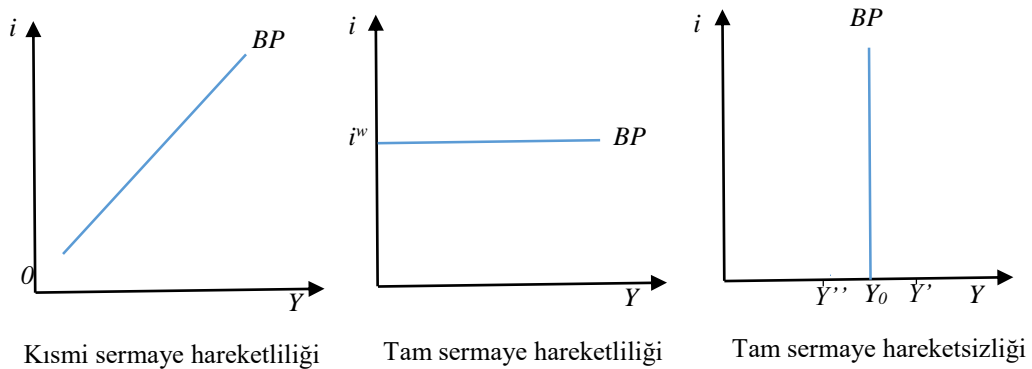
⁴ Bkz. Robert A. Mundell, *International Economics* (New York: Macmillan, 1968) ve J. Marcus Fleming, "Domestic Financial Policies Under Fixed and Under Floating Exchange Rates," *IMF Staff Papers* 9 (November 1962): 369-379.

dışa kapalı olduğunu varsayarken Mundell-Fleming modeli ise bu varsayımı ortadan kaldırarak ekonomiyi dışa açık olarak ele almaktadır. Mundell-Fleming modelinde ele alınan ülke küçüktür ve tam sermaye hareketliliği geçerlidir. Buna göre ülke dünya piyasalarında belirlenmiş faiz oranını etkileyemez, bu faiz oranı üzerinden istediği kadar borç alır ve borç verir (Mankiw, 2013, s. 356). Ayrıca analizde merkez bankasının döviz alım-satımı yanısıra para arzını sabit tutmak üzere piyasada sterilizasyon yapmadığı varsayılmıştır.

Mundell-Fleming modeline göre istihdamı artırmak veya enflasyonu düşürmek üzere uygulanacak ekonomi politikaları ve bu politikaların etkinliği ekonomide kullanılan kur sistemine ve ekonomideki sermaye hareketliğinin durumuna bağlıdır.

2.3.1. Tam sermaye hareketliliği durumu

Dışa açık ekonomi modellerinde dış dengeyi analiz etmek üzere araç olarak ödemeler dengesi (BP) eğrisi kullanılır. BP eğrisi, ödemeler bilançosunda denkliliği sağlayan tüm faiz oranı ve gelir düzeyi bileşimlerini gösterir. BP eğrisinin eğimi sermaye hareketlerinin faiz oranındaki değişimlere duyarlılığına bağlıdır. Sermaye hareketlerinin faiz oranındaki değişimlere duyarlılığı arttıkça BP eğrisi yatıklaşmakta; duyarlılığı azaldıkça BP eğrisi dikleşmektedir. Şekil 2.2’de çeşitli sermaye hareketliliği durumuna göre BP eğrisinin alacağı şekil gösterilmiştir. Buna göre, kısmi sermaye hareketliliği durumunda BP eğrisi pozitif eğimli, tam sermaye hareketliliğinde yatay eksene paralel ve tam sermaye hareketsizliği durumunda dikey olarak çizilmektedir.



Şekil 2.2. BP eğrisi

2.3.1.1. Sabit döviz kuru sistemi

Tam sermaye hareketliliği söz konusu olduğunda BP eğrisi yatay eksene paralel, dünya faiz oranında (i^w) sabitlenmiştir. Tam sermaye hareketliliği durumunda yerli ve yabancı finansal varlıklar birbirine tam ikame olduklarından, oluşabilecek herhangi bir faiz oranı farklılığı, uluslararası sermaye akımları tarafından derhal ortadan kaldırılır. Bu durumda yurt içi faiz oranının dünya faiz oranından en ufak bir sapmasında bile kısa vadeli sermaye derhal yurt içi faiz oranını dünya faiz oranına eşitleyene kadar ekonomiden çıkmaya eder (Dornbusch, Fischer ve Startz 2011, ss. 324–325).

Örneğin yurt içi para arzında bir artış meydana gelmesi, yurt içi faiz oranının düşmesine neden olur. Bu eylem finansal yatırımcıların getirilerini azaltacağından derhal kısa vadeli sermayelerini ekonomi dışına çıkarmalarına neden olur ve cari açığın tamamının finansmanı sağlanamaz. Mevcut ithalat talebini karşılayacak döviz artık ekonomide bulunmadığından döviz talebi döviz arzını aşar. Bu nedenle ulusal paranın değer kaybetmesi yönünde baskı oluşur. Ekonomide sabit kur rejimi uygulaması olduğundan döviz kuru yükselmez. Sabit kuru korumak ve kur üzerinde oluşan baskıyı kaldırmak üzere uluslararası döviz rezervleri piyasaya ulusal para karşılığında satılır. Bunun karşılığında piyasadan ulusal paranın çekilmesiyle para arzı daralır. Yurt içi faiz oranı yeniden dünya faiz oranı düzeyine gelene kadar para arzı azalmaya devam eder.

Sonuç olarak, tam sermaye hareketliliği ve sabit döviz kuru rejimi geçerli bir ekonomi bağımsız bir para politikası yürütemez. Çünkü yurt içi faiz oranları dünya finansal piyasalarında belirlenen faiz oranından sapamaz. Para arzında meydana gelen herhangi bir değişim sermayenin hareketlenmesine neden olur ve döviz kurunda değişim baskısı yaratır. Buna karşın merkez bankası, faiz oranı dünya faiz oranı seviyesine geri dönene kadar döviz alıp-satmak zorunda kalır.

Sabit kur sistemi ve tam sermaye hareketliliği geçerli uygulanabilecek genişletici bir maliye politikası toplam harcamaların artması yoluyla ulusal gelirin artmasına neden olur. Gelirdeki artış, yurt içi gelirin bir fonksiyonu olan ithalatı teşvik eder ve ekonomide ithalat talebinin artmasına neden olur. Aynı anda genişletici maliye politikası nedeniyle oluşacak bütçe açıkları da faiz oranının yükselmesine neden olur. Faiz oranının yükselmesi de sermaye hareketlerinin faiz oranına duyarlılığı çok yüksek olduğundan ekonomiye büyük sermaye girişlerine neden olur. Büyük sermaye girişleri, ithalat artışının ödemeler dengesi üzerindeki olumsuz etkisini bastırarak ödemeler dengesi fazlası oluşmasına neden olur. Bu durumda döviz kurunun düşmesi yönünde

baskı oluşacağından merkez bankası piyasadan ulusal para karşılığı döviz alır. Para arzındaki genişleme kamu harcamalarındaki artışın neden olduğu faiz artışı tam olarak giderilene kadar devam eder ve para arzındaki artış ulusal gelirin yeniden artmasına neden olur. Görüldüğü üzere tam sermaye hareketliliği ve sabit kur rejiminde uygulanan genişletici maliye politikası ulusal geliri artırmada başarılı olmaktadır. Ulusal gelir sermaye girişlerindeki artış kanalıyla artmaktadır.

2.3.1.2. Esnek döviz kuru sistemi

1944-1973 Bretton Woods döneminde dünya ekonomisinde sabit kur rejimi benimsenmiş ve bu dönemde Keynesyen maliye politikası uygulamaları önem kazanmıştır. Ancak 1973 yılı itibariyle ekonomilerin esnek kur rejimine geçmeleri ile monetarist görüşün politika önerileri önem kazanmış ve esnek kur rejimi ile para politikası birbirini tamamlayan iki makro politika aracı olmuştur (Aslan, 2013, s. 177).

Esnek kur rejiminde döviz kuru arz ve talep koşullarına göre belirlenmektedir. Bu durumda genişletici para politikaları, faiz oranını düşürmesi ve gelir düzeyini artırması kanalıyla dış açığa neden olur. Dış açık durumunda döviz talebi döviz arzını aşacağından kur otomatik olarak yükselir ve ihracatın artması ve ithalatın azalması yoluyla dış açık giderilerek ulusal gelir yükselir. Buna göre, esnek kur rejimi uygulanması ve tam sermaye hareketliliğinin varlığı durumunda para politikası ulusal geliri artırmada başarılı olur.

Genişletici maliye politikası ise bütçe açıkları yoluyla faiz oranında yükselmeye neden olarak yurt içine yönelik sermaye hareketlerini teşvik edeceğinden dış fazlaya neden olur. Dış fazla sonucunda döviz kuru otomatik olarak düşer ve buna bağlı olarak ihracat azalırken ithalat artar. Bu da ulusal gelirin ilk seviyesine düşmesine neden olur. Sonuç olarak esnek kur rejimi uygulanması ve tam sermaye hareketliliğinin varlığı durumunda maliye politikası ulusal geliri etkilemede başarılı olamaz.

2.3.2. Kısmi sermaye hareketliliği durumu

Mundell-Fleming modeli başlangıçta tam sermaye hareketliliği üzerine kurgulanmış ancak daha sonraki çalışmalarla model genişletilmiş ve tam sermaye hareketliliği varsayımı ortadan kaldırılmıştır. Günümüzde sermaye hareketliliğinin faiz oranındaki değişmelere tam duyarlı olduğu tam sermaye hareketliliğine sahip ya da tamamen duyarsız olduğu tam sermaye hareketsizliğinin geçerli olduğu bir ekonomiyi örnekleyebilmek oldukça güçtür. Bunun yerine günümüz ekonomilerinde sermaye

hareketliliğinin faiz oranındaki değişmelere kısmen duyarlı olduğu kısmi sermaye hareketliliği geçerlidir. Buna bağlı olarak kısmi sermaye hareketliliği durumunda BP eğrisi pozitif eğimli olarak çizilir.

2.3.2.1. Sabit döviz kuru sistemi

Sabit kur sisteminde tıpkı tam sermaye hareketliliğinde olduğu gibi para politikası tamamen etkisiz olup maliye politikası etkilidir. Uygulanabilecek genişletici bir para politikası yurt içi faiz oranını düşürmesi yoluyla yurt içine yönelik sermaye hareketlerinin azalmasına ve geliri artırması yoluyla ithalatın artmasına neden olur. Bu iki etkiden kaynaklı ortaya çıkan dış açık merkez bankasının sabit kuru korumak üzere piyasaya döviz satışı yapmasına neden olur ve para arzı faiz oranı ilk düzeyine geri dönene kadar azalmaya devam eder. Böylece para politikası etkisiz kalır.

Maliye politikası ise kısmi sermaye hareketliliğinde tam sermaye hareketliliği durumuna göre ulusal gelir üzerinde daha az etkilidir. Sabit kur sisteminde maliye politikasının özelliği faiz oranını yükselmesine neden olarak yabancı sermayeyi ülkeye çekmesidir. Bu yolla da finans hesabı dengesinin yükselmesine neden olur. Sermaye hareketlerinin faiz oranına duyarlılığı azaldıkça yabancı sermayenin faiz oranındaki yükselmelere vereceği tepki de azalır, böylece maliye politikasının etkinliği de azalır.

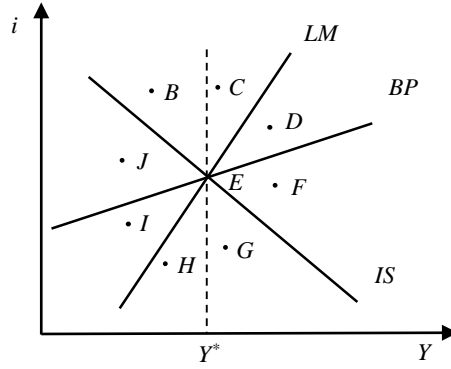
2.3.2.2. Esnek döviz kuru sistemi

Esnek kur rejimi ve tam sermaye hareketliliğinde tamamen etkisiz olan maliye politikası, kısmi sermaye hareketliliği geçerliyen ulusal gelirin artırılması ve dış dengesizliğin giderilmesi konusunda kısmen etkilidir. Sermaye hareketliliğinin faiz oranına duyarlılığına bağlı olarak maliye politikası kurun yükselmesine ya da düşmesine neden olabilir. BP eğrisi dikleştikçe yani sermaye hareketliliğinin faiz oranına duyarlılığı azaldıkça maliye politikasının etkinliği artmaktadır.

Esnek kur rejimi ve tam sermaye hareketliliğinde etkili olan para politikası kısmi sermaye hareketliliğinde de etkilidir, fakat sermayenin hareketliliği azaldıkça para politikasının etkinliği de azalmaktadır. Başka bir ifadeyle BP eğrisi dikleştikçe ya da sermaye hareketlerinin faiz oranına duyarlılığı azaldıkça para politikasının ulusal geliri artırmadaki başarısı da azalmaktadır.

2.3.3. Mundell-Fleming Modeline yönelik eleştiriler

Mundell-Fleming modelinin politika önerileri iktisat literatüründe önemli bir yere sahiptir. Modelin günümüz ekonomilerine uygulanması kısmında, gelir düzeyini artırmak ve cari işlemler hesabını iyileştirmek üzere döviz kuru rejimi ve sermaye hareketliliğinin düzeyine bağlı olarak, para ve maliye politikası araçlarının bileşiminden oluşan bir politika demeti önerilmektedir (Stokjov, 2016, s. 22). Şekil 2.3'te yer alan noktalar ekonomideki alternatif dengesizlik durumlarını temsil etmektedir. Örneğin, tam istihdam gelir düzeyinin (Y^*) solunda ve BP eğrisinin üzerinde olan B noktası, ekonomide işsizlik ve cari fazla olması durumunu temsil ederken, F noktası ise ekonomide yüksek enflasyon ve cari açık olması durumunu temsil etmektedir.



Şekil 2.3. Mundell-Fleming diyagramı (Pugel, 2016, s. 591)

Mundell-Fleming modelinde politika seçimi yapılırken “amaca uygunluk” ilkesi esastır. Bu ilkeye göre hangi politika aracı hangi amaçta daha etkiliyse, o politika o amaçla eşleştirilmeli ve sadece o amaca yönelik kullanılmalıdır. Politikaları yürütmekle görevli kurumların birbirlerinden bağımsız olmaları gerekmektedir. İlkeye göre maliye politikası iç dengenin yönetilmesinde ve para politikası dış dengenin yönetilmesinde daha etkilidir. Şekil 2.3'te gösterilen ekonomideki olası dengesizlik durumları ile mücadele etmek için Mundell-Fleming modeli tarafından önerilen politika demetleri özet olarak Tablo 2.1'de yer almaktadır.

Tablo 2.1. *Mundell-Fleming modelinin politika önerileri (Pugel, 2016, s. 591)*

	Yüksek İşsizlik	Yüksek Enflasyon
Cari Fazla	Genişleyici para politikası	Genişleyici para politikası
	Genişleyici maliye politikası	Daraltıcı maliye politikası
Cari Açık	Daraltıcı para politikası	Daraltıcı para politikası
	Genişleyici maliye politikası	Daraltıcı maliye politikası

Örneğin, ekonomide Şekil 2.3'te F noktası ile temsil edilen bir dengesizlik olduğunu varsayalım. F noktası, tam istihdam üretim düzeyinin (Y^*) sağında olması itibarıyla ekonomide hem enflasyon, BP eğrisinin altında olması itibarıyla de cari açık olduğunu ifade etmektedir. Tablo 2.1'e göre ekonomide hem enflasyon hem de cari açık söz konusu olduğunda önerilen politika reçetesi daraltıcı para politikası ile birlikte yürütülecek, genişleyici maliye politikasıdır.

Modelin özellikle stok ve akım değişken ayrımını gözetmemesi eleştirilmektedir. Model, üretken sermaye stokunu ve sermaye girişlerinin iştahını azaltabilecek borçluluk düzeyini göz ardı etmektedir. Ayrıca model kısa vadeye odaklandığından uzun vadede hem kamu kesimini hem de özel kesimin davranışlarını etkileyen bütçe kısıtlarını ihmal etmiştir. Örneğin, özel sektör kamunun bugünkü borçlanmasına tepki olarak tasarruflarını artırmaya yönelebilir (Frenkel ve Razin, 1987).

Obstfeld ve Rogoff (2002) ise yapışkan fiyatlar varsayımı ve politika gecikmeleri söz konusuysen, başlangıçtaki toplam arz ve talep arasındaki açığın nasıl giderildiğini modelin açıklamadığını belirtmişlerdir.

Eksikliklerine rağmen modele yıllar içerisinde birçok yönden katkılar yapılmış ve uzunca bir süre iktisat politikacılarına cari işlemler hesabındaki dalgalanmaları analiz etmek üzere yol gösterici olmuştur. Basitliği ile iktisat politikası analizinde önemli bir araç olarak yer almaktadır.

2.4. Parasalcı Yaklaşım

Parasalcı yaklaşım ödemeler dengesinin tamamen parasal bir olgu olduğunu savunur. Kökenleri Frenkel, Johnson, Mundell ve Polak'ın çalışmalarına dayanır.

Esneklikler ve toplam harcama yaklaşımları ödemeler bilançosunun sadece dış ticaret hesabıyla ilgilenirler ve sermaye hareketlerini ihmal ederler. Parasalcı yaklaşım bu eksikliğe odaklanarak sadece dış ticaret dengesizliği veya cari işlemler dengesizliği

yerine geniş kapsamda ödemeler bilançosu dengesizliğini ele almaktadır (Olivei, 2002, ss. 4–6). Yaklaşım, para arzı ile para talebindeki dengesizliklerin ödemeler bilançosunda dengesizliğe neden olacağını, fakat bu dengesizliğin geçici olduğunu savunmaktadır. Örneğin, para arzının para talebinden fazla olması durumunda ekonomi yerleşiklerinin yabancı mallara, hizmetlere ve reel varlıklara olan talebi artar. Bu durum hem cari işlemler dengesizliğine neden olurken hem de finans hesabı kanalıyla ödemeler bilançosunda dengenin bozulmasına yol açar.

Sabit döviz kuru rejimi altında ekonomide bir ödemeler dengesi fazlası olduğunu varsayalım. Bu durumda döviz arzı döviz talebini aştığı için ekonomide ulusal paranın değer kazanması yönünde baskı oluşacaktır. Merkez bankası sabit kur üzerindeki baskıyı ortadan kaldırmak için piyasadan döviz satın alır. Böylece ödemeler dengesinde oluşan fazla, para otoritesinin rezervlerinin artmasına neden olurken aynı anda ekonomideki para arzı genişler. Para talebi sabitken artan para arzı ekonomide yerli mal, hizmet ve reel varlık alımlarını teşvik ederken aynı zamanda yabancı mal, hizmet ve reel varlık alımlarını da teşvik eder. Böylece sadece para arzındaki değişim yoluyla ödemeler dengesinde oluşan fazla hızlı bir şekilde giderilir. Parasalcı yaklaşıma göre sabit kur sistemi geçerliken para otoritesinin para arzı ve faiz oranı üzerindeki kontrolü zayıftır. Çünkü para arzı ödemeler dengesi açığı veya fazlasına göre değişim göstermektedir (Seyidoğlu, 2017, s. 550).

Ekonomide esnek kur rejimi geçerliken parasal otorite döviz piyasalarına müdahale etmez. Bu sistemde döviz kuru piyasadaki arz ve talebe göre belirlendiğinden uluslararası döviz rezervlerinde ve buna bağlı para arzında değişimler söz konusu olmaz. Döviz kurlarının kendiliğinden değişmesine izin verildiğinden ödemeler bilançosunda oluşan açık veya fazla kur değişimleri yoluyla hızlı bir şekilde kendiliğinden giderilir. Esnek kur sisteminde parasal otorite kurumunun dış dengesizlikleri gidermek amacıyla piyasaya müdahale etmesi gerekmediğinden para arzı ve faiz oranı üzerinde tam bir kontrole sahiptir (Seyidoğlu, 2017, s. 551).

Modelle ilgili temel eleştiri ekonomide finansal varlık olarak sadece paranın olduğu varsayımının gerçeklikle örtüşmemesidir. Ekonominin tam istihdamda faaliyet göstermesi ve kısa vadede satın alma gücü paritesi yaklaşımının geçerli olması fazla gerçekçi varsayımlar değildir. Son olarak model, parasal değişikliklerin reel sektöre aktarım mekanizmasını da açıklamamaktadır (Pilbeam, 1998).

2.5. Portföy Dengesi Yaklaşımı

Varlık piyasası yaklaşımı olarak da ifade edilen portföy dengesi yaklaşımı parasalcı yaklaşımın kapsamının genişletilmesiyle ortaya çıkmıştır. Parasalcı yaklaşımın ekonomide varlık olarak sadece paranın olduğu varsayımını ortadan kaldırmıştır. Modelin kökenleri Markowitz (1952) ve Tobin (1969)'in ortalama varyans teorisine dayanır. Ortalama varyans teorisine göre yatırımcılar portföylerini düşük ve yüksek riskli varlıkların optimum bileşiminden oluştururlar. Portföyde yer alan çeşitli varlıkların payları, yatırımcıların riskten kaçınma dereceleri ve varlık getirileri tarafından belirlenir.

Portföy dengesi yaklaşımına göre, yatırımcı herhangi bir zamanda yatırıma dönüştürmek üzere sabit bir sermaye stokuna sahiptir. Yatırımcı alternatif varlıkların bugünkü getirilerini bilir ve gelecekteki getirilerini beklentilerine göre şekillendirir. Fakat gelecekteki getirilerini kesin olarak bilemez. Yatırımcı ayrıca her bir alternatif yatırımın risk düzeyi hakkında fikir sahibidir. Beklenen getiriler ve risk kısıtı altında yatırımcı ideal bir portföy oluşturur. Risk, portföy çeşitlendirmesi yoluyla azaltılabilir. Portföy çeşitlendirmesi, portföydeki tüm fonu tek bir varlığa ya da tek tip varlığa koymamaktır. Riski azaltmanın başka bir yolu ise portföyü uluslararası olarak çeşitlendirmektir. Yani portföye farklı para birimleri cinsinden alacak hakkı temin eden varlıklar alınırsa portföy uluslararası düzeyde çeşitlendirilmiş olur (Dunn ve Mutti, 2004, s. 338).

Yatırımcıların portföylerinin bir araya gelmesiyle ekonominin portföyü oluşur. Ventura (2001) bir ekonominin portföyünü ekonominin yerleşiklerinin sahip oldukları sermaye stoku ve net yabancı varlıkların toplamı olarak tanımlayarak portföyün büyüklüğünde ve kompozisyonunda meydana gelen değişmelerin etkisiyle cari dengenin değiştiğini belirtmiştir.

Bir ekonominin portföyünde para, yerli ve yabancı tahviller bulunur. Bu varlıkların beklenen getirilerinde veya risk düzeylerinde değişim meydana gelmesi durumunda yatırımcılar portföylerini optimum dengeyi sağlayacak şekilde yeniden oluştururlar ve böylece ekonominin portföyü değişir. Örneğin, yabancı tahvillere ödenen faiz oranında meydana gelebilecek bir artış bu varlıklara olan talebin artmasına neden olur, böylece yabancı para talebi de artar ve ulusal paranın değer kaybetmesine neden olur. Yabancı para ve tahviller ulusal para ve tahvillere ikamedirler. Bu yüzden yerli tahvillere olan talebin artması da ulusal paranın değer kazanmasına neden olur (Sharan, 2012, s. 98).

Yurt içinde arz edilen tahvillere olan talep ile ulusal paranın değeri pozitif ilişkiliyken; bu ilişki yabancı tahvillere olan ve yabancı paranın değeri için de geçerlidir.

Söz konusu varlıklara olan talep, döviz kurunu etkilediği için yaklaşım cari dengenin ülkelerin portföyünde yer alan varlıkların miktarı ve bileşimi ile ilişkili olduğunu öne sürmektedir.

Konuyla ilgili olarak yapılan çalışmalara göre genel çıkarım şu şekildedir: Kısa vadede ekonomik şoklar portföyün sadece kompozisyonunu etkilemektedir. Örneğin pozitif bir gelir şoku tasarrufları artırır fakat bu tasarruflar derhal yatırıma dönüştürülemediği için kısa vadede portföyün büyüklüğü değişmez. Uzun vadede ise şokun etkileri azaldıkça portföyün kompozisyonu başlangıçtaki haline geri dönme eğilimindedir. Bu yüzden uzun vadede cari işlemler hesabının sadece portföyün büyüklüğündeki değişimler yoluyla değişebileceği savunulmaktadır.

2.6. Dönemler Arası Yaklaşım

Dönemler arası yaklaşım özel tasarruflar ve yatırımların ileriye dönük dinamik kararlardan kaynaklandığını öne sürerek cari işlemler dengesini açıklamaya yönelik literatüre önemli bir katkı sağlamıştır. Bu kararlar beklenen verimlilik artışı, faiz oranı, kamu harcamaları gibi birçok faktörden etkilenmektedir. Bu değişkenler üzerine oluşan beklentiler yatırım ve tasarruf kararlarını etkilemektedir. Bu süreçte cari işlemler dengesi, söz konusu değişkenlerde meydana gelen şoklara tepki vermektedir (Obstfeld ve Rogoff, 1994).

Model öncelikle, arzulanan yatırım ve tasarruflar arasındaki farktan kaynaklanan ulusal dengesizlikleri finanse etmek üzere ihtiyaç duyulan uluslararası varlık akımlarına odaklanmaktadır. Kişiler gelecekte daha fazla tüketim yapabilmek için cari tüketimini ertelerek tasarruf yapar. Firmalar ise gelecekte daha fazla veya daha verimli üretim yapabilmek için yatırım kararı alırlar. Modelin makroekonomik olarak açıklaması aşağıdaki gibidir.

Denklemlerde yer alan terimler, $S_N, S_P, S_G, Y, C, G, T$ sırasıyla ulusal tasarruflar, özel tasarruflar, kamu tasarrufları, gelir düzeyi, tüketim ve kamu harcamaları ve vergileri temsil etmektedir (Husted ve Melvin, 2013, s. 318).

$$S_N = Y - C - G \quad (2.5)$$

Ekonomi kamu ve özel sektör olarak ikiye ayrılmaktadır. Özel tasarruflar (S_P) hanehalkı ve firmaların geliri ile tüketim ve vergi ödemeleri arasındaki farktır. Kamu tasarrufları (S_G) ise devletin topladığı vergiler ile harcamaları arasındaki farktır.

$$S_P = Y - T - C \quad (2.6)$$

$$S_G = T - G \quad (2.7)$$

Ulusal tasarruflar ise özel ve kamu tasarruflarının toplamıdır.

$$S_N = S_P + S_G \quad (2.8)$$

$$S_N = Y - T - C + T - G = Y - C - G \quad (2.9)$$

Gayri safi milli hasıla ise;

$$Y = C + I + G + X - M \quad (2.10)$$

$(X - M)$ 'nin cari işlemler dengesine (CA) eşit olduğunu varsayarak ulusal gelir denklemini yeniden düzenlersek;

$$Y - C - G = I + CA \text{ veya } S_N = I + CA \quad (2.11)$$

2.11 numaralı denklige göre ulusal tasarruflar, yatırımlar yoluyla yurt içi sermaye stokunu artırmakta kullanılabileceği gibi, cari açığı sürdürme pahasına yabancı finansal varlık alımında da kullanılabilir. Ekonomik birimler her dönem ne kadar tüketmek ve ne kadar harcamak istediklerine bağlı olarak plan yaparlar. Planlanan tüketim, C^d ve planlanan yatırım, I^d ile temsil edilmiştir. Açıklamaları basitleştirmek için kamu harcamaları dışsal olarak kabul edilmiştir. Ayrıca cari işlemler dengesinin (CA) değerinin ise planlanan mal ve hizmet harcamaları ve yatırımlarca belirlendiği kabul edilmiştir.

Mal piyasasında denge, planlanan tasarrufların, planlanan yatırımlar ve cari işlemler dengesinin toplamına eşitlenmesiyle sağlanır.

$$S_N^d = I^d + CA \quad (2.12)$$

Denklemleri dönemler arası modelin temel denkleğini gösterecek şekilde yeniden düzenlersek:

$$CA = S_N^d - I^d \quad (2.13)$$

2.13 numaralı denklige göre cari işlemler dengesi, ilgili dönemde planlanan tasarruf düzeyi ile planlanan yatırımlar arasındaki farka eşittir. Eğer planlanan tasarruflar, planlanan yatırımlardan büyük olursa cari fazla; küçük olursa cari açık ortaya çıkar.

Yaklaşım zamanla geliştirilmiş ve tüketimin dönemler arası optimizasyonuna dayalı birçok model ortaya atılmıştır. Obstfeld ve Rogoff (2002) ekonomik birimlerin dönemler arası optimizasyon yapımlarına dayalı cari işlemler modellerini detaylı bir

şekilde gözden geçirerek söz konusu modelleri özelliklerine göre aşağıdaki gibi sınıflamışlardır.

- a. Deterministik – stokastik modeller
- b. Sonlu-sonsuz dönem modeller
- c. Kısmi tamamlanmış piyasa-tamamlanmış piyasaya dayalı modeller⁵
- d. Homojen nüfus-heterojen nüfus

Belirli varsayımların ortadan kaldırılması yoluyla yukarıdaki çeşitli sınıfların bileşiminden oluşan birçok model ortaya atılmıştır. Daha basit versiyonlarında dönemler arası yaklaşım piyasanın kısmi tamamlanmış olduğunu, nüfusun homojen, tam rekabet koşullarının geçerli ve ekonominin küçük ve dışa açık olduğunu varsayar. Ayrıca bütçe kısıtında transversalite koşulu geçerlidir.⁶ Bu varsayımlara dayalı dönemler arası yaklaşım modellerinin basit bir deterministik örneği aşağıdaki gibidir (Obstfeld ve Rogoff, 2002).

$$CA_t = (r_t - r_t^p)A_t + (Y_t - Y_t^p) - (G_t - G_t^p) - (I_t - I_t^p) + \left[1 - \frac{1}{\left(\frac{\beta}{R}\right)^\sigma}\right](r_t^p A_t + Y_t^p - G_t^p - I_t^p) \quad (2.14)$$

Burada; CA cari işlemler dengesini, r dünya faiz oranı, A net yabancı varlık pozisyonunu, R gelecekteki tüketim için geçerli olan yurtdışı piyasa iskonto oranını, β tüketicilerin öznel iskonto oranını (bugünkü tüketim için ne kadar sabırsız olduklarını), σ dönemler arası ikame esnekliğini, p indisi ise zaman sonsuza giderken sabit faiz oranıyla iskonto edilerek şimdiki değeri bulunan kalıcı değişkenleri ifade etmektedir.

Yukarıdaki modelden yapılabilecek ilk çıkarım; eğer bugünkü çıktı düzeyi kalıcı düzeyini aşarsa, ekonomi tüketimini yumuşatmak (consumption smoothing) üzere cari fazla verecektir. Bir başka çıkarım ise güncel kamu harcamaları veya yatırımlar kalıcı düzeyini aşarsa, ekonomi cari açık vermeye doğru yönelecektir. Çünkü yerleşikler bugünkü tüketimlerini azaltmamak için yabancı tasarruflara başvuracaklardır (Stokjov, 2016, s. 27).

⁵ Arrow-Debreu paradigmasına dayalı tamamlanmış piyasa modeli, her türlü riskin güvence altına alındığı bir piyasayı ifade etmektedir. Kısmi tamamlanmış piyasalarda ise sadece tahviller risksiz varlıklardır.

⁶ Transversalite koşulu ponzi finansmanın olmaması demektir. Yani borç ödemeleri yeni borçlanmayla finanse edilemez.

Eğer ülke dış dünyaya karşı net borçlu durumdaysa ve dünya faiz oranı kalıcı değerinin üzerindeyse dış borç faiz ödemeleri artar ve bu da cari işlemler dengesini bozucu yönde etki yaratır. Dünya faiz oranının kalıcı değerinden farklılaşması ülkenin cari işlemler dengesini net dış borçluluk durumuna göre etkilemektedir. Buna göre faiz oranı kalıcı değerinin üzerinde ve ülke net borç verici durumdaysa cari işlemler dengesi fazla verme yönünde değişecektir. Denklem son kısmı ise yerleşiklerin tüketim için sabırsızlığını ölçen β parametresine bağlı tüketim eğilimini göstermektedir. Ülkenin bugünkü tüketim için yabancılara kıyasla aşırı sabırsız olması durumunda β parametresi oldukça küçük olur ve bu durum $\left(\frac{\beta}{R}\right)^\sigma$ parametresinin birden küçük olmasına yol açar. Bu durumda, bugünkü tüketimi artırabilmek için ülke ithalat ve dış borçlanmaya başvurur. Aksi durumda ise ekonomi cari işlemler fazlası verme eğilimindedir. Tüketimin dönemler arası ikame esnekliği ise ekonominin mevcut kaynak stoku ve uluslararası sermayenin hareketlilik derecesiyle de ilişkilidir (Tiryaki, 2002, s. 7).

Yaklaşımın farklı bir versiyonu da örtüşen nesiller modelidir (overlapping generations model). Bu model de nüfusun homojen olması varsayımını ortadan kaldırarak yaklaşımı heterojen bir nüfusa dayalı olarak ele almıştır (Obstfeld ve Rogoff, 2002). Modele cari açığın olası bir belirleyicisi olarak ülkenin demografik profilini entegre edilmiştir. Model basit versiyonlarında sınırlı yaşamda iki tip birey ele almıştır: Genç nüfus ve yaşlı nüfus. Genç nüfus tasarruf yapanlar, yaşlı nüfus ise tasarruf yapamayanlar olarak tanımlanmıştır. Genç nüfus hayata sıfır servetle başlar, yaşlandığı ikinci dönemde de ilk dönemki biriktirdiği servetini tüketir. Modelin nihai çıkarımına göre genç nüfusu daha yoğun olan ülkeler daha çok tasarruf ettikleri için daha fazla cari işlemler fazlası verme eğilimindedir (Obstfeld ve Rogoff, 2002).

Sonuç olarak tüketimin dönemler arası ikamesine dayanan cari denge modelleri, cari işlemler hesabının ülkenin bugünkü durumu ile uzun dönem koşulları arasında ortaya çıkabilecek farklılıktan etkilendiğini savunmaktadır. Yaklaşım, tüketimin dönemler arasında ikamesini hesaba kattığı gibi dış borç ödemelerini ve ülkeler arasındaki sermaye getirilerinin farklılığını da hesaba katmıştır. Modele göre sermaye, daha düşük sermaye getirisi vadeden ülkelere, daha yüksek sermaye getirisi sağlayan ülkelere doğru akmaktadır. Ülkelerin sağladığı sermaye getirileri de iki önemli etken tarafından belirlenmektedir: Ülkenin nispi sermaye kıtlığı ve ülkenin büyüme öngörüsü. Ülkenin büyümesi ile ilgili öngörüler temelde verimlilik büyümesinden (productivity growth)

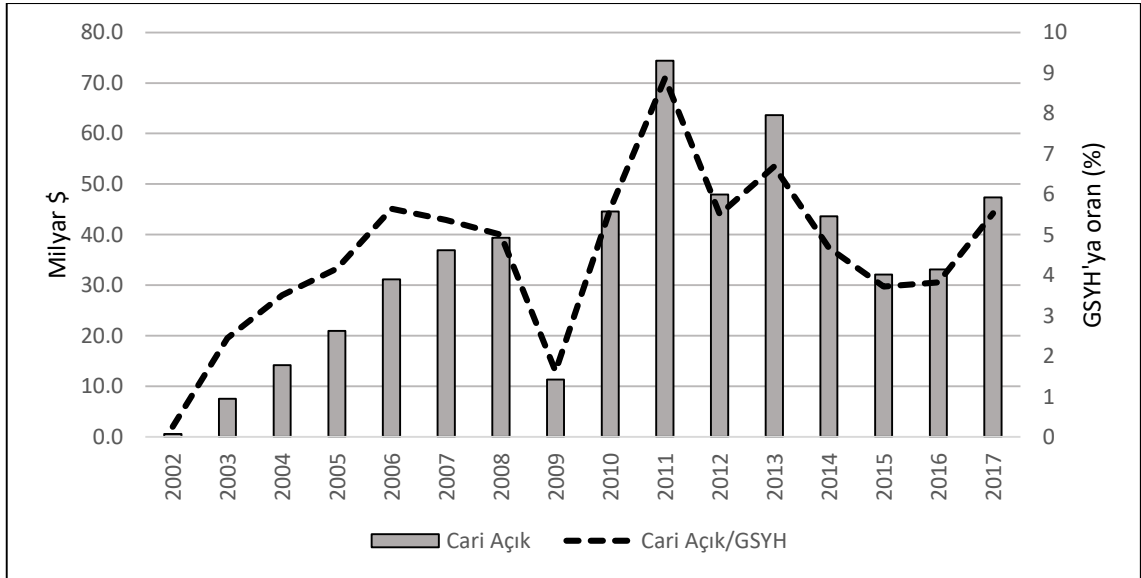
etkilenmektedir. Bu sayede sermayenin gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere akışı da açıklanmaktadır (Ciocyte ve Rojas-Romagosa, 2015).

Yaklaşım ile ilgili olarak öne çıkan eleştirilerden biri modelin ülkeler arası sermaye hareketliliğinde hiçbir engelin olmadığını kabul etmesidir. Modelin ayrıca kısa vadedeki fiyat katılıklarını dikkate almaması ve döviz kurundaki değişimlerin ithalat fiyatlarına geçişkenliğinin tam olduğunu varsayması da eleştirilmektedir (Obstfeld ve Rogoff, 2000).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. 2001 KRİZİ SONRASINDA TÜRKİYE EKONOMİSİNİN CARİ İŞLEMLER DENGESİNDEKİ GELİŞMELER

24 Ocak Kararları ile birlikte Türkiye ekonomisi önemli bir yapısal dönüşüm gerçekleştirmiştir. 24 Ocak Kararları'nın ana hatları şu şekilde özetlenebilir: %32.7 oranında bir devalüasyon gerçekleştirilmiş ve kurların günlük açıklandığı bir sisteme geçilmiş, ekonomide devletin etkinliğini azaltacak önlemler alınmış, bir çok alanda sübvansiyonlar kaldırılmış, dış ticaret serbest hale getirilmiş, uluslararası sermayenin ekonomiye girişi teşvik edilmiş, ithalatı serbest hale getirecek düzenlemeler yapılmış ve ihracat teşvik edilmiştir (Boratav, 2015, ss. 149–160). Bu kararlar Türkiye ekonomisinin dışa açılma sürecinde en önemli dönüm noktasıdır. Bu kararlarla birlikte dünya ticaretinde önemli bir aktör haline gelen Türkiye özellikle 90'lı yıllarda yabancı sermayeye bağımlı hale gelmiş ve 2002 yılından sonra da sürekli olarak cari işlemler açığı vermiştir.



Şekil 3.1. 2001 krizi sonrası cari açığın gelişimi (OECD, 2018)

Şekil 3.1'de Türkiye ekonomisinde 2002-2017 yılları arasında cari işlemler açığının gelişimi gösterilmiştir. Şekile göre cari açık kriz dönemlerinde daralmakta ve ekonomik genişleme dönemlerinde büyümektedir. Dönem içerisinde cari açık 2011 yılına kadar bir

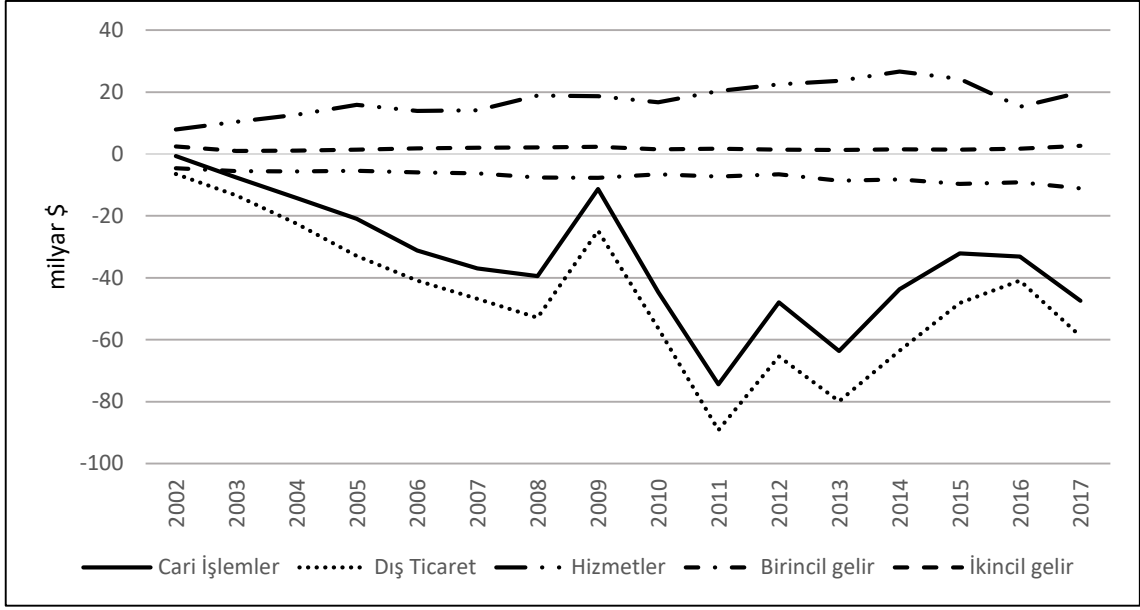
artış trendi izlemektedir. 2011 yılında 74.4 milyar dolar olarak gerçekleşerek Türkiye ekonomisi tarihindeki en yüksek değerine ulaşan cari açık, 2011 yılından sonra ise nispeten istikrarsızdır ve azalma trendi izlemektedir. 2017 yılında ise 47.4 milyar dolar olarak gerçekleşen cari açığın GSYH'ya oranı %5.53'tür.

2002-2017 döneminde ortalama olarak Türkiye'nin cari açığının GSYH'ya oranı %4.5'tir. Aynı dönemde bu oranın Türkiye'den daha yüksek olduğu sadece dört OECD ülkesi bulunmaktadır. Bunlar: Yunanistan (%7.3), Portekiz (%5.7), Letonya (%5.7) ve İzlanda (%5.6)'dır. Bu dönemde ABD, İspanya, Meksika ve Brezilya gibi önemli ekonomilerin cari açık-GSYH oranı sırasıyla %3.6, %3.3, %1.5 ve %1.3'tür.

Çalışmanın bu bölümünde 2002-2017 döneminde Türkiye ekonomisinde cari işlemler açığının kaynakları, dinamikleri ve diğer ekonomik göstergelerle ilişkisi açıklanacaktır.

3.1. Cari İşlemler Dengesi

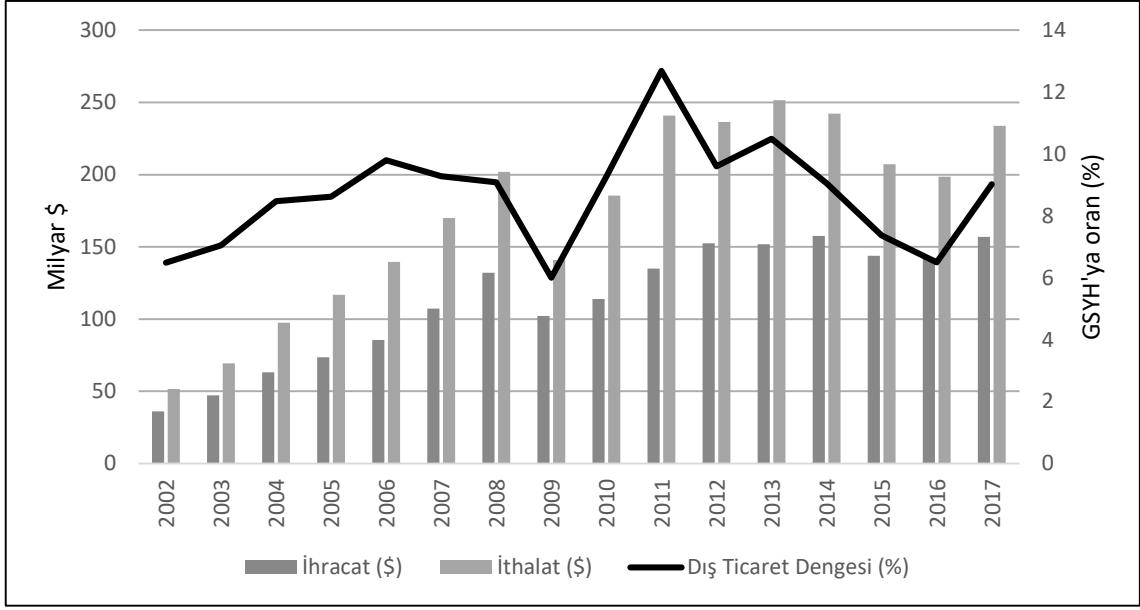
Önceki bölümlerde bahsedildiği gibi cari işlemler dengesi; dış ticaret dengesi, hizmetler dengesi, birincil gelir dengesi ve ikincil gelir dengesinin toplamından oluşmaktadır. Şekil 3.2, Türkiye ekonomisinin 2002-2017 döneminde yıllık verilerle cari işlemler, dış ticaret, hizmetler, birincil gelir ve ikincil gelir dengesini göstermektedir. Hizmetler dengesi dönem boyunca yavaş bir artış eğilimindedir ve cari açığı azaltıcı şekilde cari dengeye olumlu katkı sağlamaktadır. Aynı şekilde birincil gelir dengesi de yavaş bir hızla azalmakta, cari dengeyi olumsuz yönde etkilemektedir. İkincil gelir dengesi ise dönem boyunca istikrarlıdır. Tüm bu dinamikler bir araya getirildiğinde cari açığın temel olarak dış ticaret açığı tarafından yönlendirildiği Şekil 3.2'de net bir şekilde gözlenmektedir.



Şekil 3.2. Cari işlemler dengesinin bileşenleri (TCMB, EVDS, 2018)

3.1.1. Dış ticaret dengesi

Mallar hesabı olarak da ifade edilen dış ticaret dengesi, ekonominin mal ihracatı ile ithalatı arasındaki farktır. Şekil 3.3, Türkiye'nin 2002-2017 dönemi için yıllık verilerle dış ticaret dengesi, mal ihracatı ve ithalatını göstermektedir. Şekilde ihracat ve ithalat milyar \$ olarak, dış ticaret dengesi ise GSYH'ya oran olarak verilmiştir. Şekil 3.3'e göre dönem içerisinde sürekli olarak ithalat, ihracatın üzerinde gerçekleşmekte ve aralarındaki fark dış ticaret açığını dolayısıyla cari açığı genişletici şekilde sürekli artmaktadır. 2002-2008 döneminde ithalatın ve ihracatın yıllık artış hızı ortalama olarak sırasıyla %24.3 ve %25.8'dir. Dolayısıyla dış ticaret açığı her yıl ortalama olarak %1.5 artmıştır. 2010-2017 döneminde ithalatın ve ihracatın yıllık artış hızı ortalama olarak sırasıyla %5.9 ve %7.7'dir. Bu dönemde dış ticaret açığı her yıl ortalama olarak %1.8 artmıştır. Küresel krizin ardından ithalat ve ihracattaki artış hızının yavaşlamasına rağmen dış ticaret açığının artış hızı yükselmiştir.



Şekil 3.3. İhracat, ithalat ve dış ticaret dengesi (TCMB, EVDS, 2018)

Türkiye ekonomisinin hızla büyümekte olan dış ticaret açığının temel nedeni sanayinin ithalata olan bağımlılığıdır. Sanayi üretiminin ithal girdilere olan bağımlılığı dış ticaret açığını önemli oranda beslemektedir. Bu nedenle hızlı ve istikrarlı bir biçimde büyümeyi amaçlayan Türkiye'nin sanayi üretimi artırabilmesi için ithalatını artırması kaçınılmaz olmaktadır.

Ara malı ithalatının dönem içerisinde hızlı artmasına neden olan gelişmelerden biri ele alınan dönemde TL'deki aşırı değerlenmedir. Ayrıca Çin ve Hindistan gibi küresel piyasalarda hızla büyüyen ekonomilerin yarattığı rekabet baskıları da son yıllarda dış ticaret açığının artmasına neden olmaktadır (Tonus, 2013, s. 12). Üretim maliyetleri oldukça düşük olan bu ekonomiler karşısında yerli üreticilerin rekabet gücü oldukça düşük kalmaktadır.

Dış ticaret açığının diğer önemli nedenleri Türkiye ekonomisinin enerjide dışa olan bağımlılığı ve altın ticaretidir. Fosil yakıt rezervlerine sahip olmayan Türkiye hem sanayi üretimi için hem de hanehalkı tüketimi için yüksek miktarda petrol ve doğalgaz ithal etmektedir. Son yıllarda Türkiye'nin artan altın ticareti de dış ticaret açığını genişletmektedir. Tablo 3.1'de Türkiye'nin enerji ve altın ticaretine ilişkin veriler sunulmuştur.

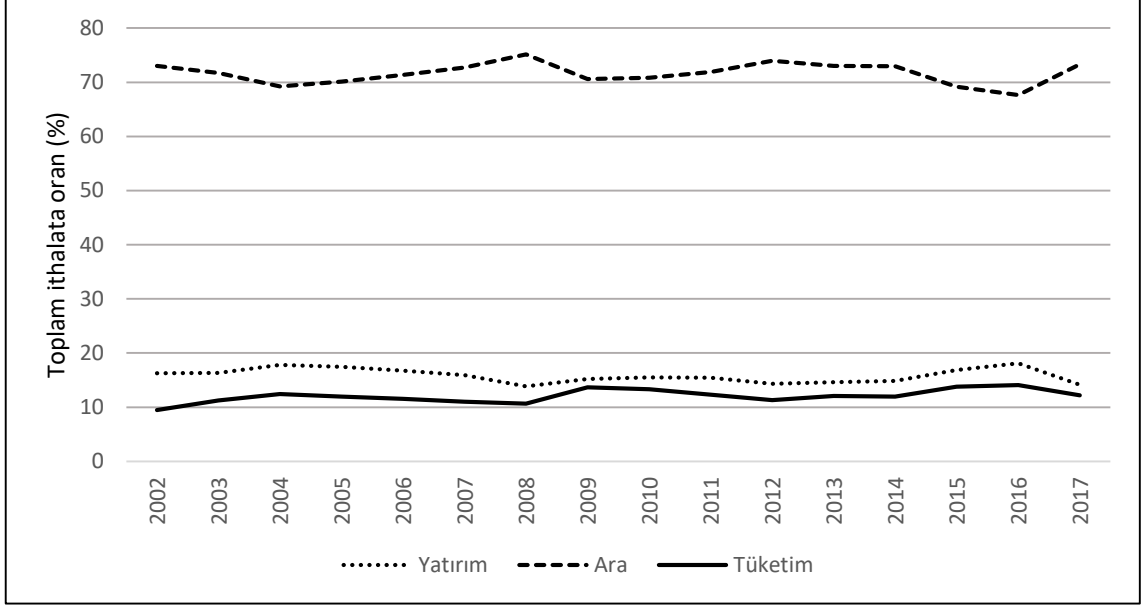
Tablo 3.1. Türkiye'nin enerji ve altın ticareti (milyar \$) (Ekonomi Bakanlığı, 2018)

	2002	2012	2013	2014	2015	2016	2017
GENEL İHRACAT	36.1	152.5	151.8	157.6	143.8	142.5	157.0
GENEL İTHALAT	51.6	236.5	251.7	242.2	207.2	198.6	233.8
DT Dengesi	-15.5	-84.1	-99.9	-84.6	-63.4	-56.1	-76.8
ENERJİ İHRACATI	0.7	7.7	6.7	6.1	4.5	3.2	4.3
ENERJİ İTHALATI	9.2	60.1	55.9	54.9	37.8	27.2	37.2
Enerji DT Dengesi	-8.5	-52.4	-49.2	-48.8	-33.3	-24.0	-32.9
Enerji İhracat Payı %	1.9	5.1	4.4	3.9	3.1	2.3	2.8
Enerji İthalat Payı %	17.9	25.4	22.2	22.7	18.3	13.7	15.9
ENERJİ HARIÇ İHRACAT	35.4	144.8	145.1	151.5	139.3	139.3	152.7
ENERJİ HARIÇ İTHALAT	42.4	176.4	195.7	187.3	169.4	171.4	196.6
Enerji Hariç DT Dengesi	-7.0	-31.7	-50.7	-35.8	-30.1	-32.1	-43.9
Enerji Hariç İhracat Payı %	98.1	94.9	95.6	96.1	96.9	97.7	97.2
Enerji Hariç İthalat Payı %	82.1	74.6	77.8	77.3	81.7	86.3	84.1
ALTIN İHRACATI	0.0	13.3	3.3	3.2	7.4	8.2	6.6
ALTIN İTHALATI	0.8	7.6	15.1	7.1	3.4	6.5	16.6
Altın DT Dengesi	-0.8	5.7	-11.8	-3.9	4.0	1.8	-10.0
Altın İhracat Payı %	0.0	8.8	2.2	2.0	5.1	5.8	4.2
Altın İthalat Payı %	1.5	3.2	6.0	2.9	1.7	3.3	7.1
ALTIN HARIÇ İHRACAT	36.1	139.1	148.5	154.4	136.5	134.3	150.4
ALTIN HARIÇ İTHALAT	50.8	228.9	236.5	235.1	203.8	192.2	217.2
Altın Hariç DT Dengesi	-14.7	-89.8	-88.1	-80.7	-67.4	-57.9	-66.8
Altın Hariç İhracat Payı %	100.0	91.2	97.8	98.0	94.9	94.2	95.8
Altın Hariç İthalat Payı %	98.5	96.8	94.0	97.1	98.3	96.7	92.9

Tablo 3.1'de yer alan verilere göre son yıllarda Türkiye'nin toplam ithalatındaki enerjinin payı azalmaktadır. 2012 yılında %25.4 olarak gerçekleşen enerji ithalatının payı 2017 yılında %15.9'a düşmüştür. Yine de Türkiye'nin dış ticaret açığında çok önemli bir paya sahiptir. Türkiye enerji ticaretinde 2017 yılında 32.9 milyar dolarlık açık vermiştir. Altın ticareti ise Türkiye'nin ihracatında ve ithalatında önemli bir paya sahiptir. Son yıllarda altın ithalatı 2013 yılı hariç ihracatının üzerinde gerçekleşmektedir. 2017 yılında altının toplam ihracat ve ithalattaki payı sırasıyla %4.2 ve %7.1 olarak gerçekleşmiştir ve altın ticareti dış ticaret açığını 10 milyar dolar artırmıştır.

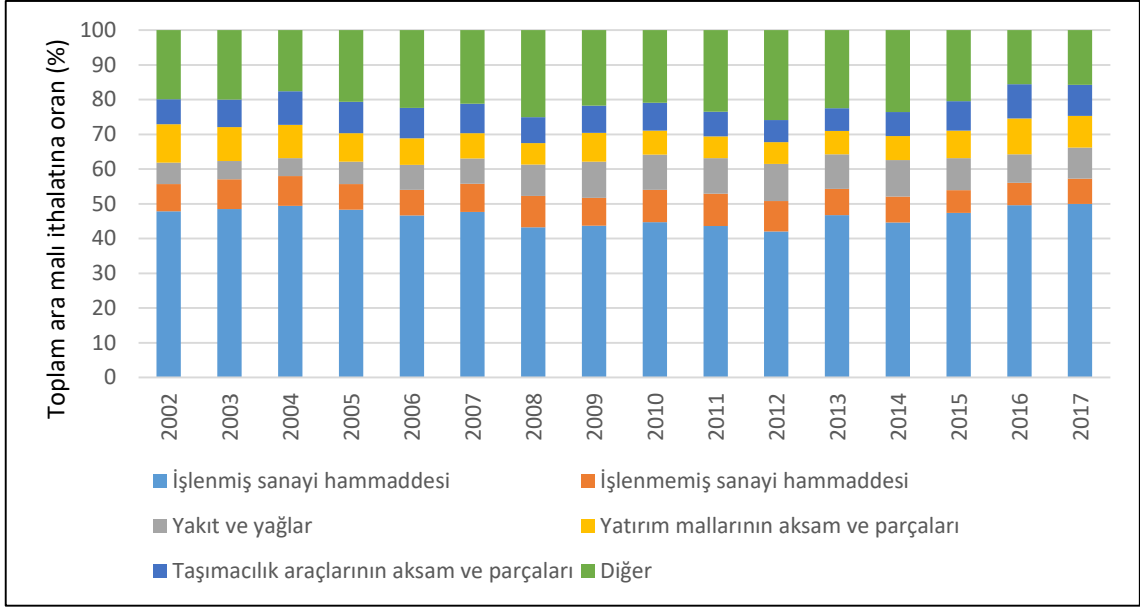
Şekil 3.4 ithalatın yatırım malları, ara mal (ham madde) ve tüketim mallarına dağılımını göstermektedir. Şekil incelendiğinde dönem boyunca toplam ithalatın yaklaşık olarak %70'inin ara mallarından oluştuğu gözlemlenmektedir. Yatırım malları ithalatı 2001 krizinden sonra ortalama olarak toplam ithalatın %15'i seviyesinde gerçekleşmektedir. Tüketim mallarının ithalatı ise %12 düzeyinde istikrarlıdır. İthalatın önemli bir bölümünün (%85), yatırım malları (%15) ve aramalı (%70) ithalatından oluşması yurt içi üretimin ve ihracatın ithalata bağımlı olduğunu göstermektedir. Bununla birlikte tüketim mallarının ithalat içindeki payının oldukça düşük olması da ithalatın reel

kur esnekliğinin düşük olmasına yol açmaktadır. Nitekim Özmen (2014, s. 78) çalışmasında Türkiye’de 2002-2012 döneminde ithalatın reel kur esnekliğinin genellikle birden küçük olduğunu bulgusuna ulaşmıştır.



Şekil 3.4. İthalatın mal gruplarına dağılımı (TÜİK, 2018)

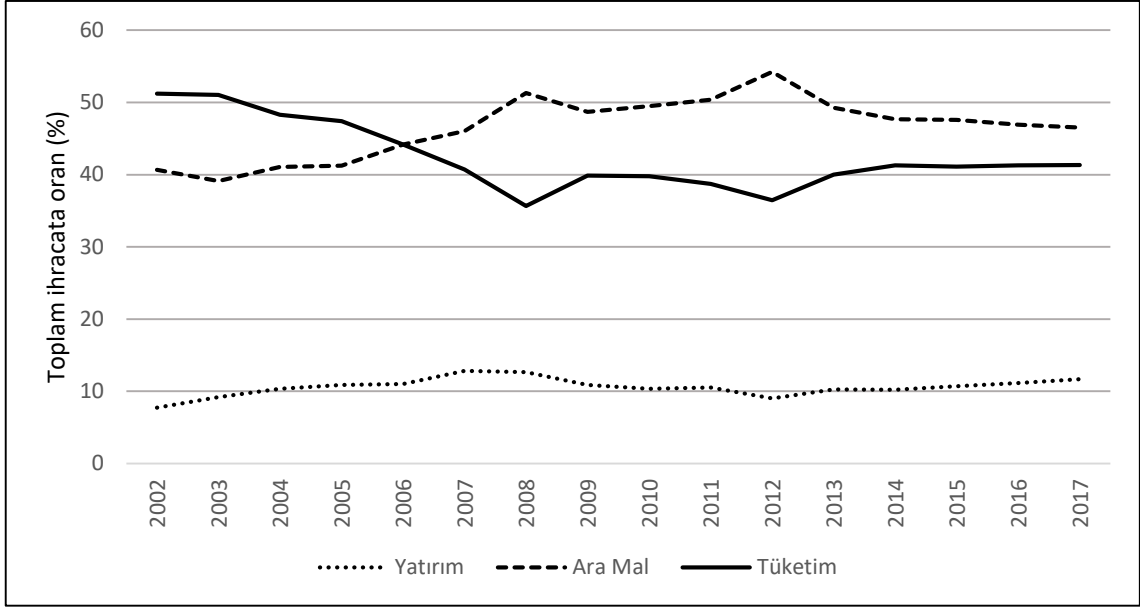
Ara malı ithalatının yaklaşık olarak %50'sini işlenmiş ve %7'sini işlenmemiş sanayi ham maddesi oluşturmaktadır (Şekil 3.5). Geri kalan kısımda ise ara malı ithalatının yaklaşık %9'unu yakıt ve yağlar, %20'sini ise yatırım ve taşımacılık mallarının aksam ve parçaları oluşturmaktadır. Üretimde işlenmiş sanayi mallarına olan bu bağımlılık hem yerli üreticilerin üretimdeki katma değerini azaltmakta hem de ihracatın ithalata bağımlı olmasına neden olmaktadır. Türkiye'nin ara malı ithalatının sektörel dağılımına bakıldığında ara malı ithalatı üç ana sektörde yoğunlaşmaktadır: Enerji ve enerji ham maddeleri, hurda çelik ve metaller, kimyasal ürünler.



Şekil 3.5. Ara malı ithalatının mal gruplarına göre dağılımı (TÜİK, 2018)

Sonuç olarak, sanayinin üretim yapısında var olan ara malı ve hammadde ithalatına bağımlılık dış ticaret açıklarına ve bunun sonucu olarak cari açığa neden olmaktadır. İthal ara malı girdisinin yüksek olduğu sektörlerde yerli ara mal kullanımının teşvik edilmesi, kalitenin ve fiyat rekabetinin sağlandığı bir üretim modelinin benimsenmesi ve bunların sürdürülebilirliğinin sağlanması Türkiye'nin imalat sanayii açısından büyük önem arz etmektedir (Genç, 2016, s. 31).

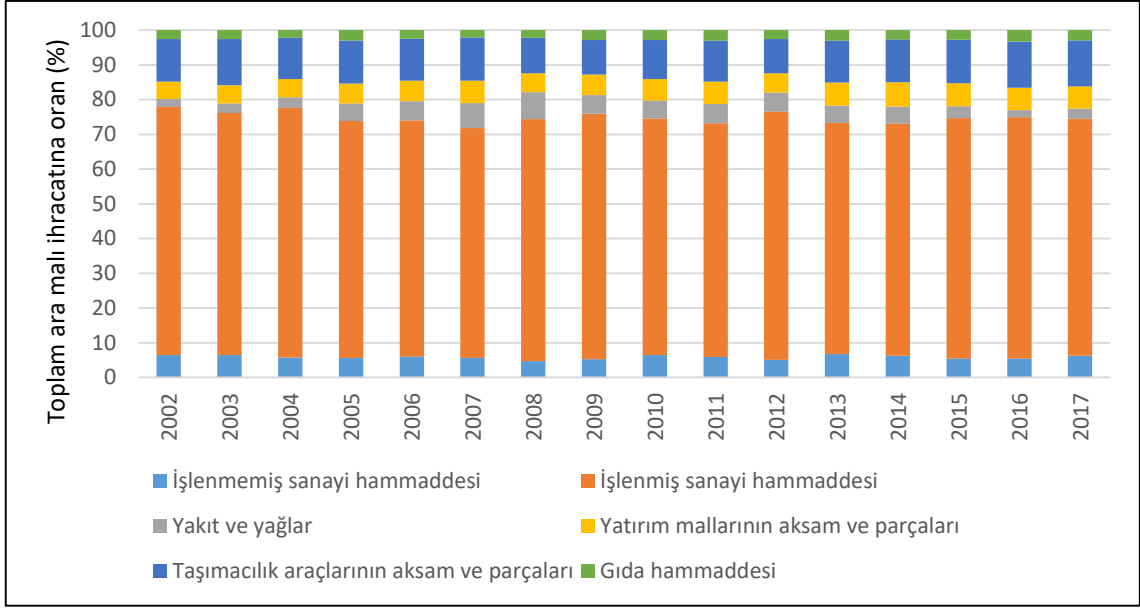
Şekil 3.6 ihracatın yatırım malları, ara mal (hammadde) ve tüketim mallarına dağılımını göstermektedir. Şekil incelendiğinde 2001 ekonomik krizi sonrası dönemde toplam ihracatın yaklaşık olarak %11'inin yatırım mallarından oluştuğu gözlemlenmektedir. 2006 yılına kadar tüketim malı ihracatı, ara malı ihracatının üzerinde gerçekleşmiş, 2006 yılından sonra ise ara malı ihracatı tüketim malı ihracatını aşmıştır. 2008 yılına kadar düşme eğiliminde olan tüketim malı ihracatı bu yıldan sonra %40 düzeyinde istikrarlıdır. Ara malı ihracatı ise 2005-2017 yılları arasında toplam ihracatın %45-50 seviyesinde gerçekleşmiştir ve son yıllardaki ara malı ihracatının payındaki azalma dikkat çekmektedir.



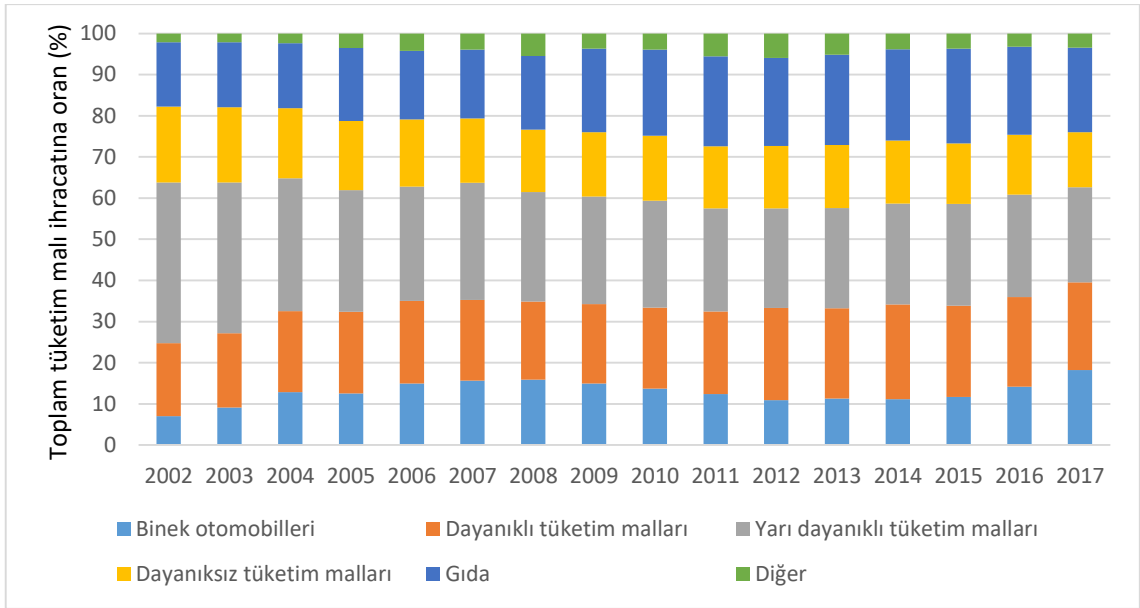
Şekil 3.6. İhracatın mal gruplarına göre dağılımı (TÜİK, 2018)

Şekil 3.7 ara malı ihracatının BEC sınıflamasına göre dağılımını göstermektedir. Buna göre, Türkiye'nin ara malı ihracatının yaklaşık olarak %70'i işlenmiş sanayi ham maddesi ihracatından oluşmaktadır. Bu durum Banga (2013)'nin küreselleşmeyle birlikte üretimin uluslararası ihracat-ithalat bağlarına dayalı olduğu önermesi ile tutarlıdır. En önemli ikinci ara malı ihracat kalemi (yaklaşık olarak %10) taşımacılık araçlarının aksam ve parçalarıdır.

Banga (2013) yoğun ara malı ithalatını şu şekilde açıklamaktadır. Küreselleşme sürecinde, birçok sektörde firmalar üretim süreçlerini birden fazla ülkede gerçekleştirmekte, ürün nihai formuna ulaşana kadar çeşitli parçaları farklı ülkelerde üretilmektedir. Farklı ülkeler üretimin farklı süreçlerinde uzmanlaşmakta ve üretim aşamalı olarak gerçekleştirilmektedir. Bu süreç içerisinde bir ülke ihraç edeceği malı üretebilmek için öncelikle ithalat yapmakta ve nihai ürün ortaya çıkana kadar birden fazla ithalat ve ihracat süreci ortaya çıkmaktadır. Uluslararası üretimin ülkeler arası ithalat-ihracat bağlarına dayalı gerçekleşmesi ile dış ticarete ara malları ticaretinin payı nihai mallar ticaretinin payından daha hızlı artmaktadır. Bu süreç uluslararası ticarete dikey bütünleşme olarak tanımlanmaktadır. Uluslararası ticarete dikey bütünleşme üretimin ve ihracatın ithalata bağımlılığını artırdığı gibi ithalat ve ihracatın döviz kuru esnekliklerini de düşürmektedir.



Şekil 3.7. Ara malı ihracatının mal gruplarına göre dağılımı (TÜİK, 2018)



Şekil 3.8. Tüketim malı ihracatının mal gruplarına göre dağılımı (TÜİK, 2018)

Şekil 3.8 tüketim malı ihracatının BEC sınıflamasına göre mal gruplarına dağılımını göstermektedir. Dönem içerisinde binek otomobillerinin tüketim malları ihracatındaki payı %7'den %18'e yükselmiştir. Dayanıklı tüketim malları ve gıda ihracatı dönem boyunca %20 seviyesinde istikrarlıdır. Yarı dayanıklı tüketim mallarının ihracatının payı neredeyse yarı yarıya düşse de (%39'dan %23'e) yine de Türkiye'nin en çok ihracatını

yaptığı tüketim malı grubudur. Dayanaksız tüketim malları ihracatı ise dönem boyunca azalarak %13 seviyesine gerilemiştir. Bu durum Türkiye'nin ihracatında reel döviz kuru kadar yurtdışındaki talep koşullarının da etkili olduğuna işaret etmektedir (Özmen, 2014, s. 15). Aynı zamanda yukarıda özetlenen ihracat yapısı, Türkiye'nin ihracat performansı üzerinde küresel büyüme dinamiklerinin etkili olduğunu göstermektedir (Kalkınma Bakanlığı, 2014, s. 48).

3.1.2. Hizmetler, birincil ve ikincil gelir dengesi

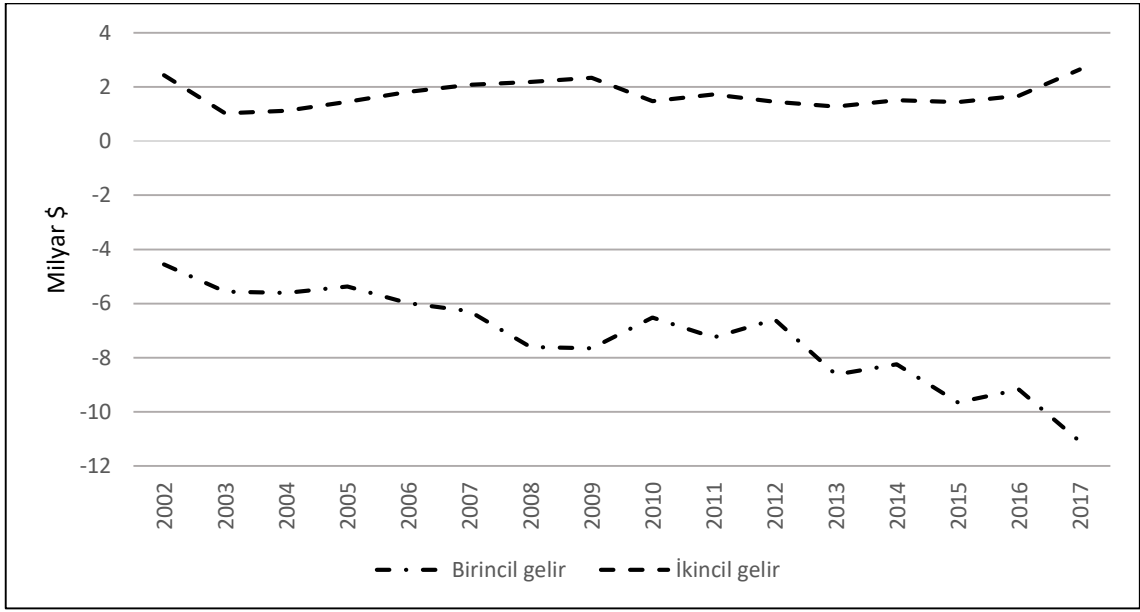
Tablo 3.2'de, 2002-2017 döneminde Türkiye'nin sektörlere göre net hizmet gelirleri gösterilmiştir. Tabloya göre, Türkiye'nin hizmetler dengesinde en önemli iki kalem seyahat ve taşımacılık hizmetleridir.

Tablo 3.2. Net hizmet gelirleri (milyon \$) (TCMB, EVDS, 2018)

Yıl	İşlem Gören Mallar	Tamir ve Bakım Hiz.	Taşımacılık	Seyahat	İnşaat Hiz.	Sigorta Hiz.	Finansal Hiz.	Diğer Ticari Hiz.	Resmi Hiz.	Diğer Hiz.
2002	0	0	861	6,599	832	0	-400	-54	-566	627
2003	0	0	-523	11,051	682	0	-83	-104	-708	79
2004	0	0	-1,143	13,597	724	0	-89	-169	-721	533
2005	0	0	-70	16,087	874	0	-41	-344	-874	240
2006	0	0	294	14,468	879	-604	-247	-598	-842	547
2007	0	0	-431	15,781	759	-885	-228	-839	-579	511
2008	0	0	246	19,541	974	-703	-133	-1,146	-649	778
2009	0	0	1,838	18,405	1,090	-554	-355	-1,369	-656	329
2010	0	0	1,340	17,391	859	-541	-234	-1,428	-714	76
2011	63	-86	2,401	20,171	838	-472	-690	-1,529	-891	483
2012	60	-136	3,699	21,251	1,029	-476	-642	-1,724	-805	285
2013	97	-197	3,959	23,180	675	-787	-555	-2,158	-702	106
2014	72	-254	5,460	24,480	1,084	-629	-1,079	-2,017	-1,208	766
2015	67	-315	6,182	21,248	375	-437	-1,121	-1,513	-1,076	818
2016	-3	-316	5,033	13,960	512	-517	-934	-1,718	-1,172	418
2017	41	-298	5,396	17,655	439	-759	-561	-1,623	-784	440

Dönem boyunca hem seyahat gelirleri hem de taşımacılık gelirleri artma eğilimindedir. Bu iki kalem dış ticaret açığının cari işlemler dengesi üzerinde yarattığı olumsuz etkiyi önemli miktarda azaltmaktadır. Bu nedenle gelen turist sayısının artırılması ve taşımacılık hizmetlerinin teşvik edilmesi ekonomiye giren döviz miktarının artırılması açısından önem kazanmaktadır. 2016 yılındaki turizm gelirlerindeki ciddi azalma dikkat çekicidir. İlgili dönemde Türkiye'de yaşanan yoğun terör saldırıları ülkeye gelen turist sayılarının azalmasına neden olmuş ve turizm gelirleri azalmıştır. Bu nedenle turizm gelirlerinin artırılması noktasında terörle etkin mücadele önem kazanmaktadır.

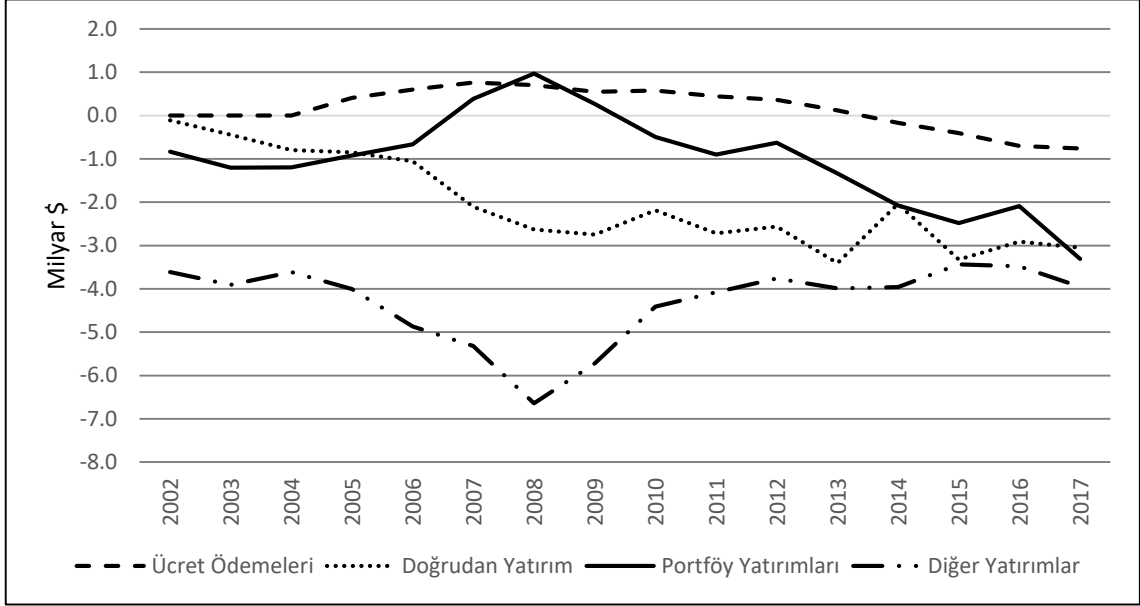
Şekil 3.9 Türkiye'nin 2002-2017 döneminde birincil ve ikincil gelir dengesini göstermektedir. İkincil gelir dengesi dönem boyunca pozitifdir ve ortalama 2 milyar dolar seviyesinde istikrarlıdır. Cari işlemler dengesine olumlu katkı sağlamaktadır. Fakat birincil gelir dengesi dönem boyunca negatiftir ve hızla azalmaktadır. Birincil gelir dengesi 2017 yılında -11.1 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir ve cari açığın yaklaşık %24'üne denk gelmektedir.



Şekil 3.9. Birincil ve ikincil gelir dengesi (TCMB, EVDS, 2018)

Şekil 3.10'da Türkiye'nin 2002-2017 döneminde birincil gelir dengesi hesaplarının net bakiyesi yer almaktadır. 2013 yılına kadar pozitif gerçekleşen ücret ödemeleri bu yıldan sonra negatif olarak gerçekleşmiş ve cari dengeyi olumsuz etkilemiştir. Yabancılara yapılan yatırım geliri ödemeleri cari açığı önemli miktarda beslemektedir. Şekile göre diğer yatırımlara yönelik net gelir ödemeleri 2004-2010 döneminde önemli miktarda artmış ve sonrasında 4 milyar dolar seviyesinde istikrarlıdır. Yurtdışı yerleşiklerin doğrudan ve portföy yatırımlarına yapılan net ödemeler de dönem boyunca artmıştır ve bu giderler cari açığı büyütmektedir. 2017 yılında yabancılara ödenen net doğrudan yatırım geliri 3.3 milyar ve portföy yatırımı geliri 3.1 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu yatırım geliri ödemeleri uluslararası sermaye hareketlerinden kaynaklanan kâr payı ve faiz ödemelerini kapsamaktadır. Cari açığın finansmanını sağlayan yabancı sermayeye ödenen böylesi yüksek yatırım gelirleri cari açığın

finansman maliyetinin yüksek olduğunu göstermektedir ve cari açığın sürdürülebilirliği açısından olumsuzluk yaratmaktadır.



Şekil 3.10. Birincil gelir dengesi hesapları (TCMB, EVDS, 2018)

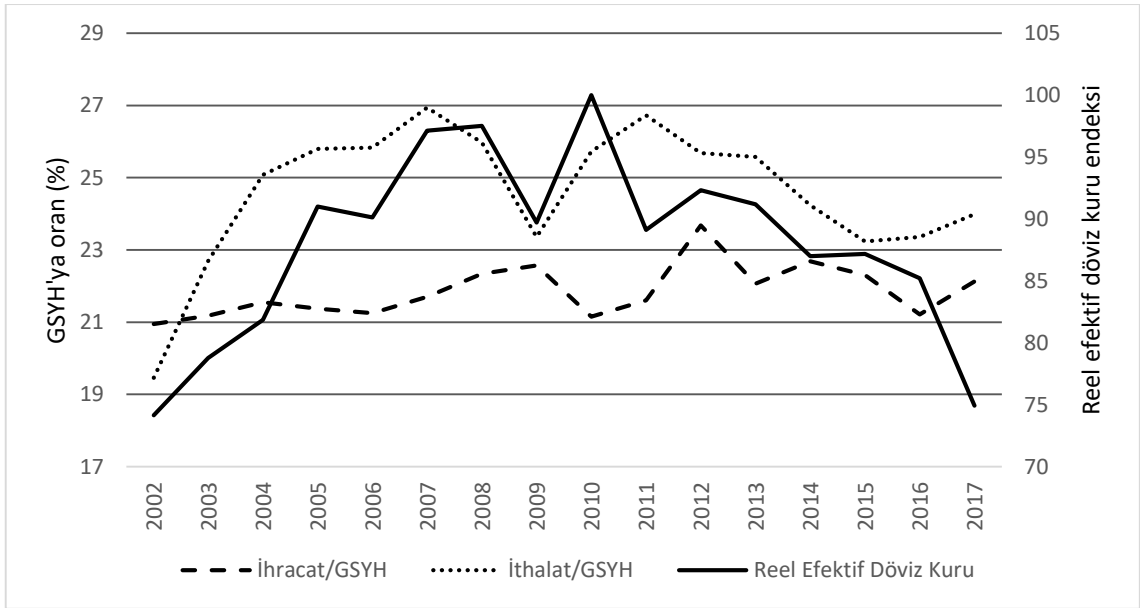
3.2. Reel Döviz Kuru ve Cari İşlemler Dengesi İlişkisi

Bir ekonominin ihracat ve ithalatının reel efektif döviz kuru esneklikleri o ekonominin dış ticaret dengesi ve dolayısıyla cari işlemler dengesi üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Üretimin ve ihracatın ithal mallara olan bağımlılığı bu esneklikler üzerinde önemli bir etkiye sahiptir.

En önemli ithalat kalemlerinden biri petrol olan Türkiye'nin cari işlemler hesabı, petrole olan talep esnekliğinin katı olması nedeniyle döviz kurundaki değişimlerden ciddi bir biçimde etkilenmektedir (Eğilmez, 2013).

Reel efektif döviz kuru endeksinin artması TL'nin reel olarak değer kazanması anlamına gelir ve teorik olarak ithalatın ucuzlamasına neden olarak ithalat talebini artırır. Reel kurdaki değişimler ithalatı ve ihracatı etkilediği gibi tasarruf ve yatırım kararlarını etkilemesi nedeniyle de cari denge üzerinde etkili olmaktadır. Reel döviz kurunun artması tüketimi teşvik etmesi yoluyla tasarrufların azalmasına neden olur. Öte yandan açık döviz pozisyonu bulunan firmalar reel döviz kurunun artması durumunda mali yapıları bundan olumlu etkilenir ve yatırımlarını artırır. Reel döviz kurunun artması yatırım ve tasarruflar üzerindeki bu etkileriyle cari açığın büyümesine neden olabilir.

Şekil 3.11’te 2002-2017 döneminde Türkiye’de ithalatın ve ihracatın GSYH’ya oranı ve reel efektif döviz kuru endeksi sunulmuştur. Küresel finansal kriz öncesinde 2002-2008 döneminde TL’nin reel olarak istikrarlı bir biçimde değerlendirildiği gözlenmektedir. Bu dönemde TL yaklaşık %30 değer kazanmıştır. TL’nin değerli hale gelmesi özellikle ara malı ithalatını nispi olarak ucuz hale getirmiştir. Aynı dönemde ithalatın GSYH içindeki payı %19’dan %26’ya yükselirken, ihracatın payı sadece %21’den %22’ye yükselmiştir. 2011-2017 döneminde TL reel olarak %19 değer kaybetmiş bununla birlikte ithalatın GSYH içindeki payı da %27’den %24’e düşmüştür. Gözlemlenen bu değişimler, teorik olarak reel döviz kuru ve ithalat ilişkisi ile uyumludur. 2002-2017 dönemi boyunca reel döviz kuru ile ithalat birlikte hareket etmekte fakat ihracat ile reel döviz kuru arasında güçlü negatif bir ilişki görülmemektedir. Buna göre sunulan veriler reel kur artışlarının ithalatı artırması yoluyla dış ticaret açığını dolayısıyla cari işlemler açığını artırdığını göstermektedir.



Şekil 3.11. Türkiye’de reel döviz kuru ve dış ticaret dengesinin gelişimi (TCMB, EVDS, 2018)

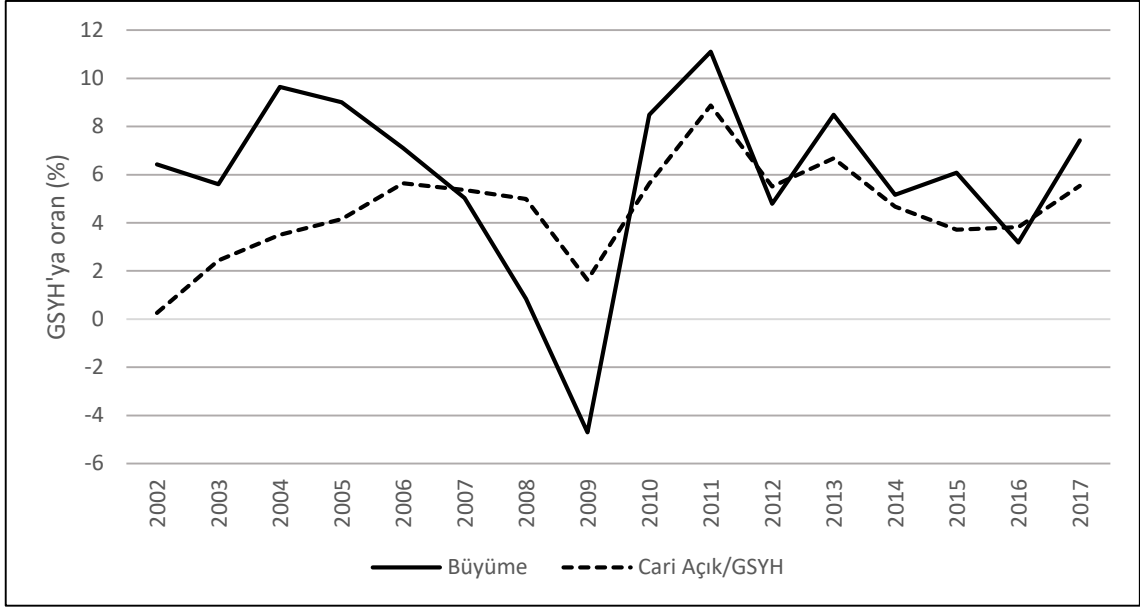
Türkiye’den mal ithal edenler TL’nin değer kaybettiği dönemlerde genellikle fiyat indirimleri talep ettiklerinden toplam ihracattaki artış sınırlı olmaktadır. Bu nedenle Türkiye ekonomisinde reel efektif döviz kurundaki azalışın ithalatı azaltma etkisi ihracatı artırma etkisinden daha güçlü olmaktadır (Gürlesel, 2017).

Küresel likidite koşullarındaki olumlu gelişmelerin de reel kur üzerinde önemli etkileri olmaktadır. Bu dönemlerde eğer Türkiye ekonomisinde de olumsuz bir gelişme yoksa ekonomiye sermaye girişleri artmakta ve bu durum da reel efektif kur artışına neden olmaktadır. Bu durum hem ekonomik büyüme hızının artmasına hem de tüketim ve yatırımlardaki artış yoluyla cari açığın da artmasına neden olmaktadır (Kalkınma Bakanlığı, 2014, s. 60).

3.3. Ekonomik Büyüme ve Cari İşlemler Dengesi İlişkisi

Şekil 3.12’de 2002-2017 döneminde, Türkiye’de cari işlemler açığının GSYH’ya oranı ve ekonomik büyüme oranı verilmiştir. Türkiye 2001 ekonomik krizinden sonra yapısal olarak cari açık vermekte, özellikle 2009 küresel krizinden sonra cari açığın önemli miktarda yükseldiği gözlenmektedir. Dönem içerisinde cari işlemler açığı ile büyüme oranı arasındaki aynı yönlü ilişki net olarak görülmektedir. Cari işlemler açığı arttıkça ekonomik büyüme de artmakta, daha düşük cari açığın söz konusu olduğu yıllarda ise ekonomik büyüme yavaşlamaktadır. Küresel krizin etkilerinin en yoğun olduğu 2009 yılında ekonomi %4.7 daralmış, buna karşılık cari işlemler açığının GSYH’ya oranı %1.62 olarak gerçekleşmiştir. 2017 yılında ise %7.4 büyümeye karşılık %5.3 cari açık gerçekleşmiştir. Cari açık ile büyüme arasında çift taraflı bir nedensellikten söz edilebilir, cari açığın büyümenin nedeni olduğu gibi büyümenin de cari açığı etkilediği öne sürülebilir. Ekonomik büyüme dönemlerinde artan ithalat talebi de cari açığı artırmaktadır.

Özellikle 2004-2006 ve 2010-2011 dönemlerinde cari açıkla birlikte hızla artan ekonomik büyüme dikkat çekicidir. 2004-2006 döneminde hem özelleştirme kapsamında kamu kurumlarının satışı ile hem de AB’ye tam üyelik müzakereleri yürütülmesinin küresel piyasalarca olumlu algılanması nedeniyle ekonomiye yüksek miktarda doğrudan yabancı sermaye yatırımı gerçekleşmiştir. Bu döviz bolluğu TL’de aşırı değerlenme ile ithalat artışına ve cari açığın büyümesine neden olmuştur.



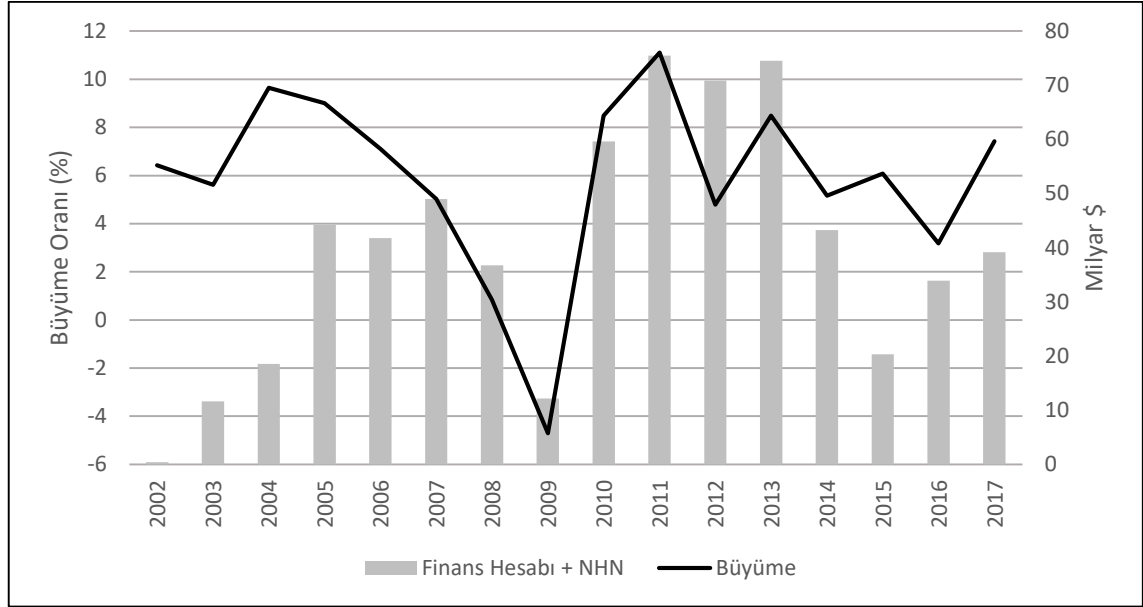
Şekil 3.12. Büyüme ve cari açığın gelişimi (TÜİK ve OECD, 2018)

2010-2011 döneminde cari açığın hızla büyümesi ve yoğun olarak kısa vadeli sermaye hareketleri ile finanse edilmesi 2013 yılında Türkiye'nin kırılgan beşli grubuna dahil edilmesine neden olmuştur. Türkiye bu yıldan sonra cari açığı azaltmaya yönelik önlemler almış fakat bu da ekonomik büyümenin hızının düşmesine neden olmuştur (Eğilmez, 2018b).

Şekil 3.13'te Türkiye'nin 2002-2017 döneminde finans hesabı ve NHN toplamı ve büyüme oranı birlikte gösterilmiştir. NHN finans hesabına yansımayan sermaye hareketlerini temsil ettiği için, toplam sermaye giriş veya çıkışlarını göstermek üzere finans hesabına eklenmiştir. Şekile göre ekonomiye dış kaynak girişlerinin arttığı dönemlerde büyüme hızı da artmakta, sermaye çıkışları veya sermaye girişlerinde azalmanın olduğu dönemlerde ise büyüme oranı yavaşlamaktadır.

Büyüme cari açık ilişkisinin nedeni temelde Türkiye ekonomisinde yurt içi tasarrufların ekonomik büyümeyi finanse edecek seviyede olmaması nedeniyle ekonomik büyümenin dış kaynaklar yoluyla finanse edilmesidir (Kalkınma Bakanlığı, 2014, s. 11). Bu nedenle Türkiye'de ekonomik büyüme sermaye hareketlerine bağımlı bir haldedir (Boratav, 2015, s. 214). Ekonomik büyüme ile cari açık arasındaki güçlü ilişki nedeniyle, Türkiye'de dış kaynak hareketlerinin neden olabileceği ani duruş veya sermaye çıkışları ekonomiyi kırılgan hale getirmektedir (Özmen, 2004). Çünkü sermaye çıkışları beklentilerin bozulmasına neden olarak iç talepte daralmaya neden olabilir. Türkiye

ekonomisinde sürdürülebilir bir büyüme için dış kaynaklara bağımlılığın azaltılarak, büyümenin yurt içi tasarruflardaki artış yoluyla finanse edilmesi gerekmektedir (YASED, 2011, s. 5).



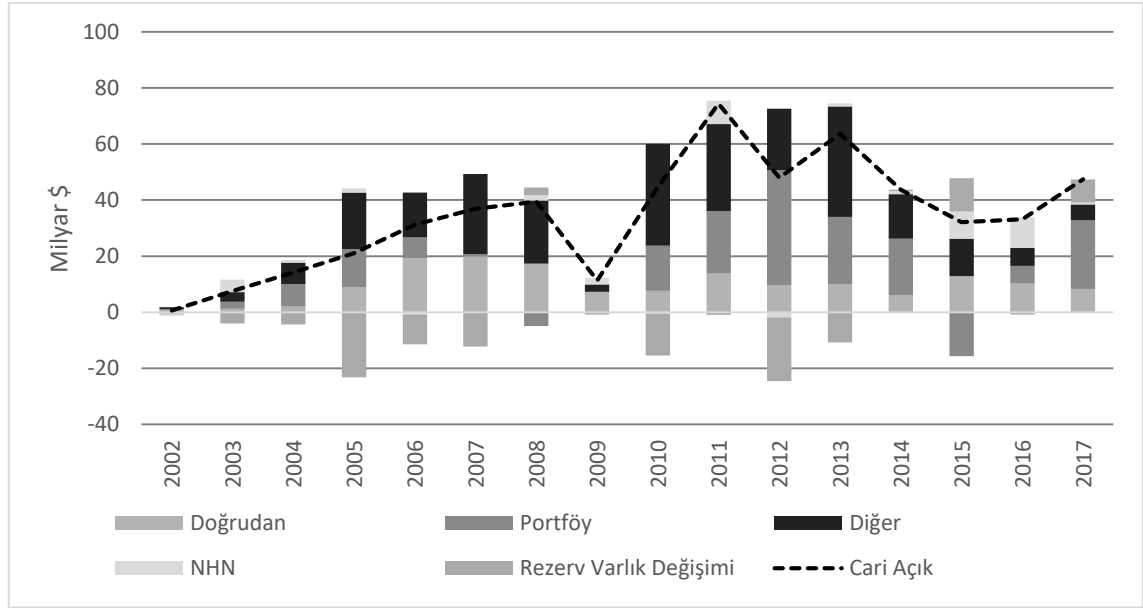
Şekil 3.13. Türkiye'nin finans hesabı ve büyüme oranı (TCMB ve TÜİK, 2018)

3.4. Cari Açığın Finansmanı ve Uluslararası Yatırım Pozisyonu

Cari açığın sürdürülebilirliği ilk olarak bu açığın nasıl finanse edildiği ikinci olarak uluslararası yatırım pozisyonundaki gelişmelerle ilişkilidir. Cari açığın kısa vadeli sermaye ve portföy yatırımları ile finanse edilmesi, uzun vadeli sermaye girişleri ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile finanse edilmesi durumuna göre ekonomide önemli kırılmalıklar yaratmaktadır. Kısa vadeli sermaye girişleri ile finansmanı sağlanan cari açığa sahip bir ekonomi, küresel likidite koşullarında olumsuz gelişmelerin yaşandığı dönemlerde sermaye girişlerinde ani duruşlara veya sermaye çıkışlarına maruz kalabilir. Bu nedenle cari açığın finansmanı ile uluslararası yatırım pozisyonunu birlikte ele almak cari açığın sürdürülebilirliğini değerlendirmek açısından önemlidir (Kalkınma Bakanlığı, 2014, s. 32).

Şekil 3.14, 2002-2017 dönemi yıllık verileriyle Türkiye'de cari açığın finansman biçimini göstermektedir. Şekilde pozitif olan sütunlar net sermaye girişini, negatif olan sütunlar ise net sermaye çıkışını temsil etmektedir. 2002 yılından itibaren ekonomik istikrarın kısmen sağlanması ile birlikte küresel krize kadar hızla artan cari işlemler açığı

ağırlıklı olarak uzun vadeli doğrudan yabancı sermaye yatırımı ile finanse edilmiştir. Aynı dönemde ortalama yıllık %6 büyüme gerçekleşmiştir. 2003-2007 döneminde cari açıktan daha yüksek miktarda gerçekleşen sermaye girişleri, resmi rezervlerin bu dönemde her yıl artmasına neden olmuştur. 2005-2008 dönemindeki doğrudan yatırım girişlerindeki artışın nedeni özelleştirilen kamu kurumlarının tamamını ya da bir kısmını yabancıların satın almasıdır. Bunlar arasında özellikle Türk Telekom, TEKEL, Tüpraş ve Petkim gibi yüksek fiyatlara satılan önemli kuruluşlar vardır.



Şekil 3.14. Cari açığın finansman yapısı (TCMB, EVDS, 2018)

2008 yılına kadar süren genişleme ve likidite bolluğu ortamı, küresel krizin ortaya çıkışı ile değişmiştir. 2008 yılındaki 5 milyarlık dolar net portföy yatırımı çıkışı küresel krizin habercisi gibi yorumlanabilir. Krizden sonra ise küresel çapta kısa vadeli likidite bolluğu ortaya çıkmış ekonomiye yoğun olarak portföy yatırımları ve diğer yatırımlar girişi gerçekleşmiştir. Krizden sonra cari açık ve büyüme temel olarak kısa vadeli sermaye girişleri tarafından yönlendirilmiştir. 2010-2013 döneminde oluşan finans hesabı fazlası nedeniyle resmi rezervler bu dönemde her yıl artmıştır. Krizden sonra portföy yatırımları önemli dalgalanmalar gösterirken doğrudan sermaye yatırımları 10-13 milyar dolar seviyesinde istikrarlıdır.

2015 yılında yaşanan siyasi gelişmeler ve küresel piyasalardaki olumsuzluklar nedeniyle portföy yatırımlarında ekonomiden 15.4 milyar dolarlık çıkış gerçekleşmiştir.

Bunların yaklaşık yarısı yabancıların ellerindeki devlet iç borçlanma senetlerini satmasından kaynaklıdır. Aynı şekilde 2015'te hisse senedi piyasasında da önemli sermaye çıkışları gerçekleşmiştir (Türkiye İş Bankası, 2016). Şekilde incelenen dönem içerisinde ilk defa 2015 yılında böylesi bir sermaye çıkışının gerçekleşmesi dikkat çekicidir. Bu durum ayrıca portföy yatırımlarının siyasi olumsuzluklara da ne derece hassas olduğunu göstermektedir. Sonuç olarak böylesi bir finansman yapısı cari açığın sürdürülebilirliğini olumsuz etkilemektedir. Buna göre yüksek cari açıklar önemli bir makroekonomik ve finansal risk unsuru olarak değerlendirilebilir.

2010 yılından sonra cari açığın kısa vadeli finansman biçiminin yarattığı makroekonomik ve finansal riskler karşısında, TCMB enflasyon hedeflemesi politikasının yanı sıra finansal istikrarı da destekleyen daha esnek bir rejim uygulamasına geçmiştir. Cari açık nispeten azalırken ekonomik büyüme de bununla birlikte yavaşlamıştır. Ayrıca BDDK ve Hükümet çeşitli düzenlemelerle bu kırılganlıkları azaltmaya çalışmaktadır (Kalkınma Bakanlığı, 2014, s. 35).

Eğilmez (2018a) ideal cari açık finansman yönteminin doğrudan yatırımları ekonomiye çekmek olduğunu vurgulamaktadır. Sıcak para olarak da nitelendirilen portföy yatırımları ile yapılan finansmanı da en kötü finansman biçimi olarak değerlendirmiştir. Türkiye'nin doğrudan yabancı yatırımları ekonomiye çekerek cari açığının finansman kalitesini artırmasının önemine dikkat çekerek aksi halde faiz düşürmenin güçleşeceğini belirtmiştir.

Uluslararası yatırım pozisyonu stok olarak ekonomideki toplam varlıklar ile toplam yükümlülükler arasındaki farktır. Aşağıdaki özdeşlik bu olguyu ifade etmektedir:

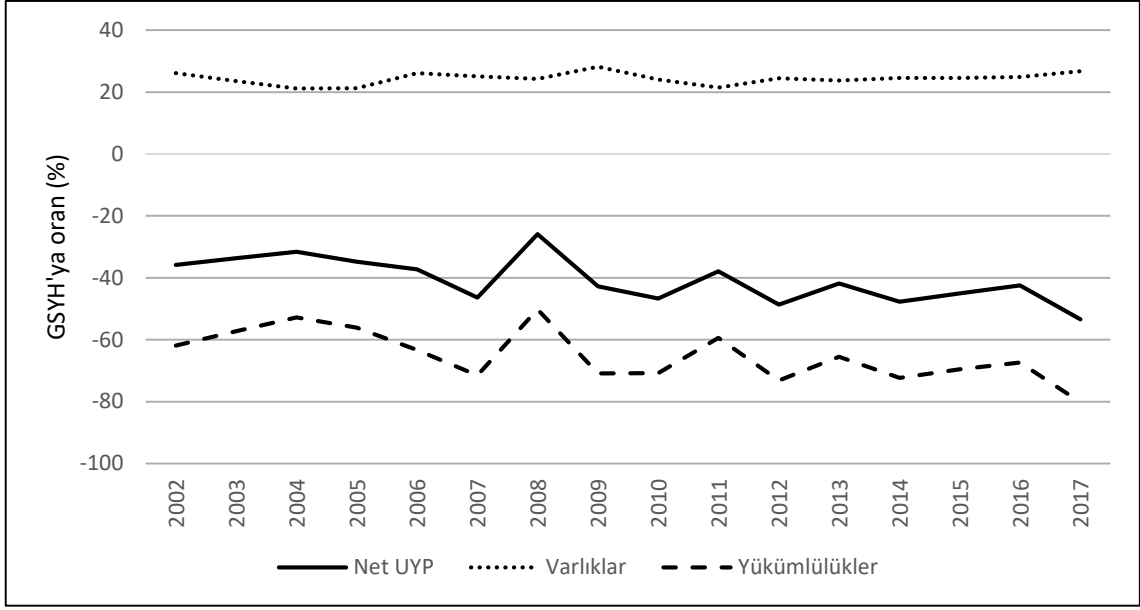
$$\Delta NFA = NIL + V \quad (3.1)$$

Eşitlik 3.1'de yer alan ΔNFA net yabancı varlıklardaki (net foreign assets) değişimi, NIL ilgili dönem içerisindeki net yükümlülük oluşumunu (net incurrence of liabilities) ve V ise yabancı varlık ve yükümlülüklerdeki kur ve varlıkların fiyatlarındaki meydana gelen değişim sonucundaki yeniden değerlemeyi temsil etmektedir. Toplam olarak oldukça küçük miktarlar olan sermaye ve net hata ve noksan kalemleri ihmal edilirse, NIL cari işlemler dengesine denk olur ve aşağıdaki gibi ifade edilebilir.

$$NIL = CAB = \Delta NFA - V \quad (3.2)$$

Eşitlik 3.2'ye göre, ekonominin dönem içerisinde dış ticaret açığı olmasa bile, eğer yabancı yükümlülükleri varlıklarından fazla ise, ulusal paranın reel olarak değer kaybetmesi durumunda ekonominin yabancı varlıkları azalır ve ekonomi cari açık verir. Bu kapsamda, iki ülkenin dış ticaret açıkları birbirine denk olsa bile yükümlülüklerinin faizi, varlıklarının getirisinden daha yüksek olan ülke birincil gelir hesabında oluşacak açık nedeniyle daha fazla cari açık verebilir. Yukarıda söz edilen nedenler açısından cari açıkların değerlendirilmesinde uluslararası yatırım pozisyonu oldukça önem arz etmektedir.

Şekil 3.15'te 2002-2017 döneminde Türkiye ekonomisinin yabancı varlıkları ile yabancı yükümlülükleri ve net uluslararası yatırım pozisyonu verilmiştir. Türkiye'nin yabancı varlık stoku 2002 yılında 62 milyar dolarken dönem içerisinde sürekli artarak, 2007 yılında 170 milyar dolara 2017 yılında 228 milyar dolara yükselmiştir. Fakat GSYH'ya oranı incelendiğinde yabancı varlıklar oranı dönem boyunca %20 civarındadır. Başka bir ifadeyle yabancı varlıklar ekonomik büyüme oranı ile yaklaşık olarak aynı oranda büyümüştür. Yabancı yükümlülükler ise 2002 yılında 147 milyar dolar iken 2008 yılında 483 milyar dolara 2017 yılında 682 milyar dolara yükselmiştir. Dönem boyunca sürekli artış trendi izleyen yabancı yükümlülük-GSYH oranı 2017 yılında %80 olarak gerçekleşmiştir. Verilere göre net uluslararası yatırım pozisyonu temelde yabancı yükümlülükler tarafından belirlenmektedir. Nispeten yüksek olan Türkiye'nin net uluslararası yatırım pozisyonu açığının döviz kuru şoklarına karşı ekonomiyi kırılganlaştırdığı öne sürülebilir. TL'nin değer kaybetmesi durumunda açık döviz pozisyonu bulunan firmaların reel borç yükü artacağından ekonomideki üretim bundan olumsuz etkilenebilir.

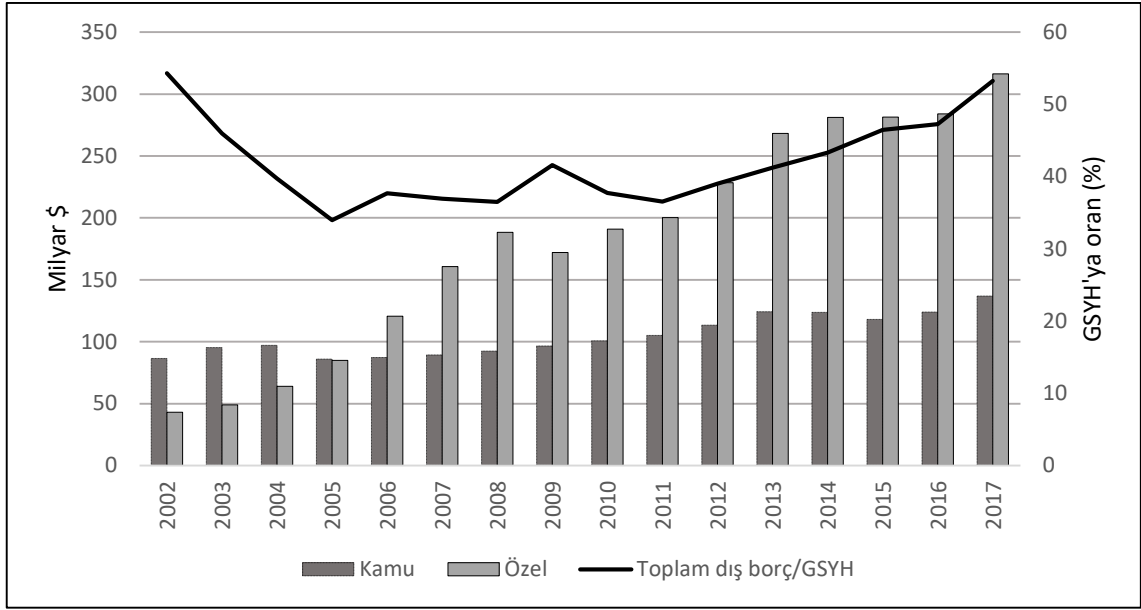


Şekil 3.15. Türkiye'nin uluslararası yatırım pozisyonu (TCMB, EVDS, 2018)

3.5. Dış Borçlar

Cari açık ekonominin dış borç stokunun artmasına neden olmaktadır. Gerek tasarruf yetersizliği, gerekse finansal derinleşmenin yeterince sağlanamamış olması Türkiye'de yurtdışı finansmana erişimi olmayan küçük ve orta ölçekli reel sektör firmalarını önemli bir finansman kısıtı altında bırakmaktadır (Aydın vd., 2006). Halihazırda mali kısıt altındaki bu firmaların yatırım ve üretim performansları ekonomik dalgalanmalardan diğer sektörlerle göre daha fazla olumsuz etkilenmektedir.

Şekil 3.16'da 2002-2017 dönemi için kamu (TCMB dahil), özel sektör ve toplam dış borç stoku verileri gösterilmektedir. Şekile göre toplam borçların GSYH'ya oranı 2001 krizinin ardından hızlı bir azalma eğilimine girmiş, 2005 yılından itibaren ise yeniden artma eğilimi göstermiştir. Dış borçların GSYH'ya oranı 2012 yılında %39 (342 milyar \$) ve 2017 yılında ise %53 (453 milyar \$) olarak gerçekleşmiştir. 2012 yılından sonra dış borç stokundaki belirgin artış dikkat çekicidir. Bunun nedeni cari açığın özel sektör kısa vadeli borçlanma kanalları ile finansmanının artmasıdır (Kalkınma Bakanlığı, 2014, s. 16). Kamu kesiminin dış borç stokunun GSYH'ya oranı sadece kriz yıllarında artış göstermiş fakat kriz yılları haricinde %10-%15 seviyesinde dalgalanmaktadır (Tablo 3.3). Kamu dış borçları 2005 yılına kadar toplam özel sektör borçlarının üzerinde iken 2006 yılından itibaren durum tersine dönmüştür.



Şekil 3.16. Türkiye'nin dış borçları (TCMB, EVDS, 2018)

Tablo 3.3, brüt borç stoku ve dış borç stokunun toplam yatırımlara oranını göstermektedir. Dış borçların yatırımlara oranı 2001 ve 2009 kriz yıllarında yatırım harcamalarındaki keskin düşüşle birlikte büyük oranda artmıştır (%313 ve %186). 2009 krizinin yarattığı olumsuzluklardaki azalmayla birlikte 2010 yılında %130 gerçekleşen dış borç yatırım oranı, bu yıldan sonra hızlı bir artışa geçerek 2017 yılında %179'a ulaşmıştır. Kriz dönemleri haricinde, dış borçların yatırımlara oranı kamu kesimi açısından azalma, özel kesim açısından ise artma eğilimi göstermektedir.

Tablo 3.3. Brüt dış borç stoku ve dış borcun yatırımlara oranı (TCMB, EVDS, 2018)

Milyar \$	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Dış Borç Stoku	130	144	161	171	208	250	281	269	292	305	342	392	405	400	408	453
Kamu	87	95	97	86	87	89	92	97	101	105	113	124	124	118	124	137
Özel	43	49	64	85	121	161	188	172	191	200	229	268	281	282	284	316
Finansal olm.	31	33	40	46	62	92	113	105	102	106	112	119	118	125	136	156
GSYH'ya oran (%)																
Dış Borç Stoku	54	46	40	34	38	37	37	42	38	37	39	41	43	47	47	53
Kamu	36	30	24	17	16	13	12	15	13	13	13	13	13	14	14	16
Özel	18	16	16	17	22	24	25	27	25	24	26	28	30	33	33	37
Toplam yatırımlara oran (%)																
Dış Borç Stoku	277	221	156	128	132	132	136	186	152	130	143	145	150	156	161	179
Kamu	185	146	94	64	55	47	45	67	52	45	47	46	46	46	49	54
Özel	92	75	62	63	76	85	91	119	99	85	96	99	104	110	112	125

Dış borç yatırım oranının artması ekonomi için tek başına bir risk unsuru teşkil etmeyebilir. Özellikle uzun vadeli ve üretken yatırımlara kanalize edilen dış borçlar gelecekte ülkenin ödeme gücünü artırarak dış borçların sürdürülebilirliğine katkı sağlayabilir (Alfaro ve Kanczuk, 2009). Bir ekonominin ödeme gücünün en önemli belirleyicilerinden biri de yurt içi tasarruflardır. Tasarrufların artması cari açığı azaltıcı etki yaparken aynı anda da ülkenin borçlanma maliyetini düşürmesi yoluyla da dış borçların sürdürülebilirliğini destekler.

Tablo 3.4 dış borçların borçluya ve vadeye göre dağılımını göstermektedir. Kısa vadeli borçların toplam içerisindeki payı küresel kriz yıllarında %18 seviyesine kadar gerilerken son yıllarda %26-%30 aralığında gerçekleşmektedir. Bunun içerisinde kamu borçlarının payı %5 düzeyindedir. Uzun vadeli borçlarda ise özel sektörün payı kamunun neredeyse iki katıdır. Bunların yaklaşık olarak yarısı finansal kuruluşların borçları iken kalan yarısı da reel sektör firmalarının borçlarıdır. Buna göre kredi genişlemesini yavaşlatmak üzere uygulanacak politikaların yurt içi faiz oranlarını uluslararası piyasalardaki faiz oranlarının üzerine çıkarması durumunda büyük ölçekli firmalar yurtdışından borçlanmayı tercih edeceklerinden söz konusu politikaların etkinliği zayıflayabilir. Dolayısıyla yurt içi kredi olanaklarında daralma öncelikle küçük ve orta ölçekli firmaları etkilemektedir (Alp ve Yalçın, 2015, s. 2).

Tablo 3.4. Brüt dış borç stokunun borçluya göre dağılımı (%) (TCMB, EVDS, 2018)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Toplam Kamu ve TCMB	67	66	60	50	42	36	33	36	35	34	33	32	31	30	30	30
Toplam Özel Sektör	33	34	40	50	58	64	67	64	65	66	67	68	69	70	70	70
KISA VADELİ	13	16	20	23	21	17	19	18	26	27	30	34	33	26	25	26
Kamu ve TCMB	2	3	3	3	2	2	2	2	2	3	4	5	5	5	5	5
Özel Sektör	11	13	17	20	19	15	17	16	24	24	26	29	28	22	20	21
Finansal kuruluşlar	4	6	8	10	10	7	9	8	16	15	17	20	19	13	11	10
Finansal olm. kur.	7	7	9	9	8	9	8	8	8	9	8	9	9	9	9	11
UZUN VADELİ	87	84	80	77	79	83	81	82	74	73	70	66	67	74	75	74
Kamu ve TCMB	65	63	57	47	40	34	31	34	33	31	29	26	25	25	26	25
Özel Sektör	23	21	23	30	40	49	50	48	41	42	41	40	41	49	50	49
Finansal kuruluşlar	5	5	7	13	18	21	18	17	14	16	17	19	21	26	26	25
Finansal olm. kur.	17	16	16	17	21	28	32	31	27	26	24	21	21	22	24	24

Reel sektörün dış borçlarını genellikle yerli bankaların garantisi altında sağladığı göz önünde bulundurulursa böylesi bir borçlanma yapısının bankacılık sistemi açısından da bir risk unsuru taşıdığı öne sürülebilir (Blaszkiewicz-Schwartzman ve Öz, 2012).

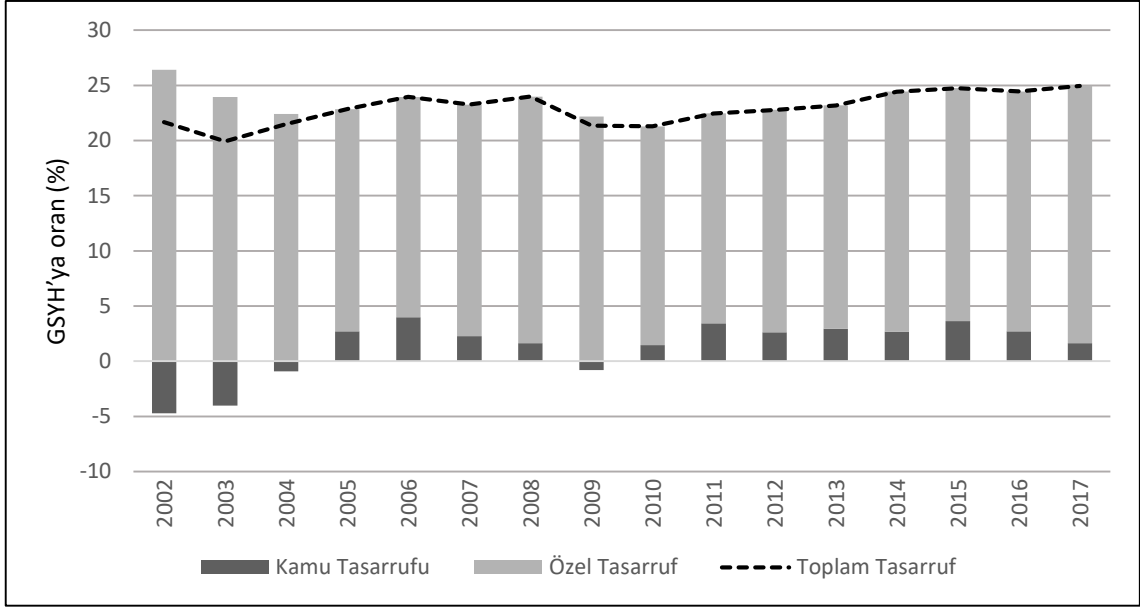
Nitekim, 25 Ocak 2018 tarihli Hazine Müsteşarlığının tebliği ile reel sektörün döviz cinsinden borçlanması kısıtlayıcı tedbirler alınmıştır. Buna göre döviz geliri olmayan firmaların döviz kredisi kullanması engellenmiş, döviz geliri olan firmaların ise kullanacakları döviz kredilerinin son üç mali yılın döviz gelirleri toplamından fazla olamayacağı yasal düzenleme ile belirlenmiştir (RG, 25.01.2018-30312).

Yasal düzenlemenin ardından reel sektörün döviz borçlanmasının azalması bununla birlikte hem firmaların mali yapısı hem finansal sistem üzerindeki kur riskinin nispeten azalması beklenmektedir. Fakat düzenleme aynı zaman firmaların düşük maliyetli ve uzun vadeli finansmana erişimi kısıtladığı için yatırımlarda daralmaya neden olabilir.

3.6. Kamu ve Özel Sektör Tasarruf Açıkları

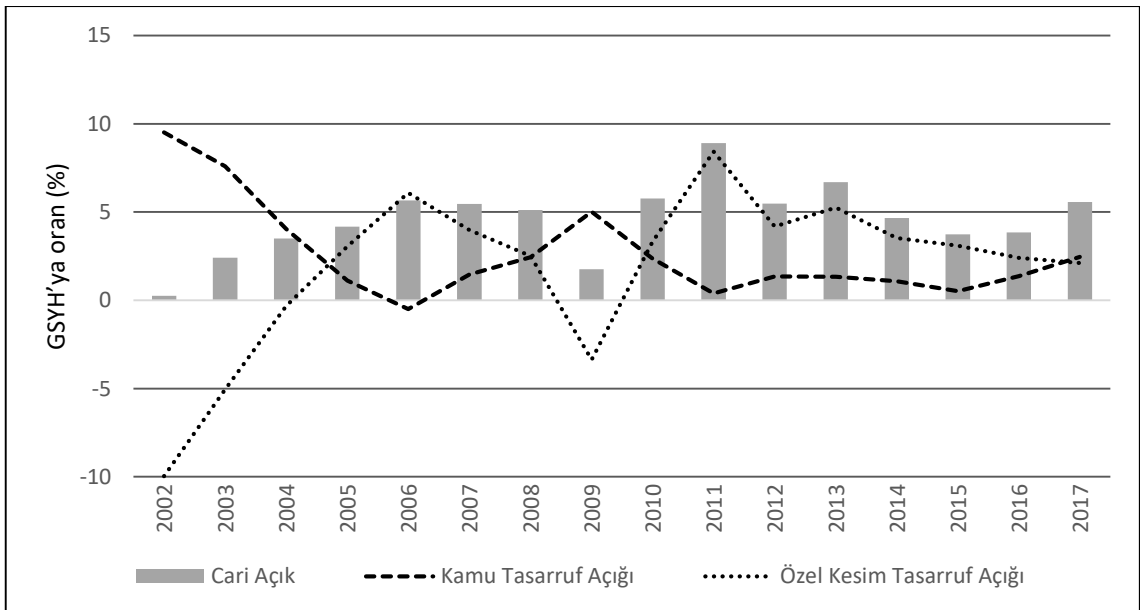
Türkiye’de 2001 yılında yaşanan ekonomik krizden sonra uygulamaya konulan “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı (GEGP)” ile birlikte enflasyonu daha düşük seviyelere indirebilmek, ekonomik istikrarı sağlayabilmek ve sürdürülebilir bir büyüme hızını yakalayabilmek hedeflenmiştir. Programın uygulanması birlikte mali disiplin nispeten sağlanmış ve çeşitli yapısal reformların yürürlüğe girmesiyle hem enflasyon daha makul düzeylere gerilemiş hem de daha sürdürülebilir bir ekonomik büyüme seyri gözlenmiştir.

Şekil 3.17, Türkiye’nin 2002-2017 döneminde kamu ve özel sektör tasarruflarının GSYH’ya oranını göstermektedir. Türkiye’de 2002-2004 döneminde negatif olan kamu tasarrufları GEGP’nin mali disiplin uygulamaları ile birlikte 2005 yılından itibaren pozitive dönmüştür. Sonrasında küresel ekonomik kriz yıllarına denk gelen 2009 yılı haricinde kamu tasarrufları oranı %3 seviyesinde dalgalanmaktadır. Özel tasarruflar ise aynı dönemde ortalama olarak %21 civarında seyretmektedir.



Şekil 3.17. Türkiye'nin kamu ve özel sektör tasarrufları (Kalkınma Bakanlığı, 2018)

Şekil 3.18'de 2002-2017 döneminde Türkiye'de cari işlemler dengesi ve kamu ve özel sektör tasarruf açığı verilmiştir. Şekile göre Türkiye'de kamu ve özel sektör tasarruf açıkları birbirinin aksi yönde hareket etmektedir. Buna göre özel sektör açıkları kamu açıklarına önemli ölçüde duyarlıdır (Kalkınma Bakanlığı, 2014).



Şekil 3.18. Kamu ve özel sektörün tasarruf açığı (Kalkınma Bakanlığı, 2018)

Yapısal reformlarla sağlanan makroekonomik iyileşmelerle birlikte bankacılık sistemi 2005 yılından itibaren esas fonksiyonu olan reel sektör yatırımlarını ve özel sektör tüketim harcamalarını finanse etme işlevini yerine getirmeye başlamıştır. Finansman kısıtlarının azalmasıyla ve yüksek büyüme beklentileriyle birlikte özel sektör yatırımları artmaya başlamıştır. Finansal sistemden borç alabilme ve ılımlı büyüme beklentileri hanehalklarının tüketimini dönemler arasında ikame edebilmesine olanak tanımış ve tüketimin artmasına yol açmıştır. Dolayısıyla bütçe açıkları ile özel sektör açıkları arasındaki negatif yönlü ilişki bütçe açıklarının azalması ve özel kesim tüketim ve yatırım harcamalarının artmasıyla gerçekleşmiştir (Kalkınma Bakanlığı, 2014, s. 13).

Şekil 3.18'e göre kamu açıkları ile cari açık birbirinin aksi yönünde gelişmektedir. Bunun sebeplerinden biri Türkiye'de kamu gelirlerinin büyük bir kısmının dolaylı vergilere dayalı olup bunlar içerisinde ithal mallardan alınan vergilerin önemli bir paya sahip olmasıdır (Eğilmez, 2010). Dolayısıyla ithalattaki hızlı artışların beslediği cari açık diğer taraftan vergi gelirleri artışı yoluyla bütçe gelirlerinin artmasına yol açmaktadır.

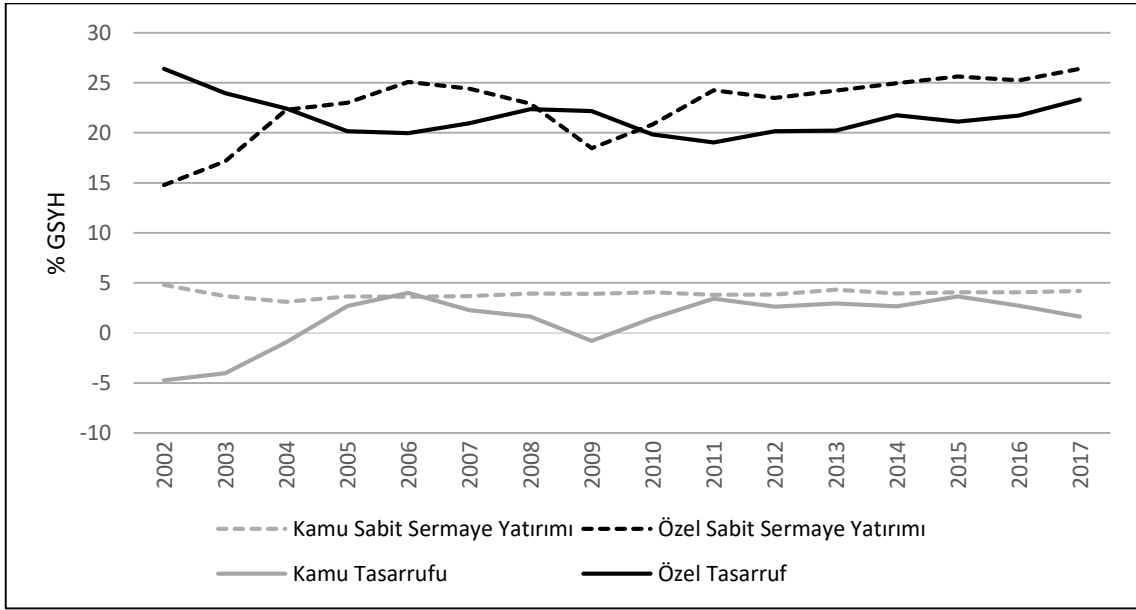
2002 yılı sonrasında bütçe açığının kontrol altına alınması, bütçe açığını iç tasarrufları tüketen ve cari açığa yön veren bir olgu olmaktan çıkarmıştır. İlgili dönemde Avrupa Birliği'ne yakınsama, tüketim ve yatırım harcamalarında artış beklentisine neden olmuş ve bundan sonra cari açığı bütçe açığı değil, özel tasarruf açığı yönlendirmeye başlamıştır (Akkaya ve Gürkaynak, 2012).

Şekil 3.19'da 2002-2017 döneminde kamu ve özel sektör yatırım ve tasarrufları sunulmuştur. Kamu yatırımlarının GSYH'ya oranı dönem içerisinde %5 civarında istikrarlıdır. Buna göre kamu açığı temelde kamu tasarruflarınca belirlenmektedir. 2004 yılından sonra mali disiplinin sağlanmasına yönelik politikaların meyvesini vermesiyle birlikte kamu tasarruf açığı önemli ölçüde kapanmıştır. Küresel krize denk gelen 2007-2009 dönemi bu durumun istisnası olarak gözlenmektedir.

2007-2009 döneminde küresel ekonomideki olumsuzluklar ve Türkiye'de yürütülen maliye politikaları kamu tasarruflarında azalmaya neden olmuş ve toplam tasarruf oranı 2009 yılında en düşük %13.3 seviyesine kadar gerilemiştir. Buna karşılık yatırımların daha hızlı artmasıyla birlikte cari açık hızla büyümüştür (TCMB, 2015, s. 19).

2001 sonrasında faiz dışı fazla hedeflerine ulaşılması, kamunun finansal dışlama etkisinde azalmaya neden olmuş ve dolayısıyla özel sektörün finansal kısıtları azaldığından özel yatırımlar artış eğilimine girmiştir. Küresel likidite koşullarındaki olumlu gelişmeler

ayrıca özel sektörün yatırımlarını uluslararası sermaye yoluyla finanse edebilmesine olanak tanımış böylece cari açık verme pahasına tüketim ve yatırım harcamaları dolayısıyla ulusal gelir artmıştır. Hanehalkı tasarruflarının arzu edilen düzeyde artmamasının nedeni hanehalkı tüketim harcamalarında meydana gelen önemli artıştır. Bu nedenle cari açığın hanehalkı tasarrufları önemli bir belirleyicisi olmuştur (Kalkınma Bakanlığı, 2014, s. 14).



Şekil 3.19. Kamu ve özel sektör yatırım ve tasarrufları

Kaynak: Kalkınma Bakanlığı (Kalkınma Bakanlığı, 2018)

Eğilmez (2012) Türkiye'nin 2000'li yıllarda yetersiz yurt içi tasarrufları nedeniyle yatırımlarını dış kaynak yoluyla finanse eden bir ekonomi olduğunu belirtmektedir. Cari açığını azaltmak hem de istikrarlı bir şekilde büyümek isteyen Türkiye'nin aynı anda iki amaca birden ulaşabilmesinin güçlüğüne vurgulamıştır. Çin ile Türkiye'nin büyümesini karşılaştırdığı çalışmasında istikrarlı bir büyümenin ancak yurt içi tasarruflardaki artışla sağlanabileceğini vurgulamıştır.

Özmen (2013) kamu açıkları ile cari açık ilişkisinin mali baskınlık altındaki ekonomilerde Mundell-Fleming ve Ricardocu denklik modellerinden farklı olabileceğini belirtmiştir. Buna göre mali baskınlık altında sıkı maliye politikaları faiz oranlarında düşmeye neden olduğundan, faiz oranlarındaki azalma ile birlikte özel tüketim ve yatırımlardaki ortaya çıkacak artış ekonomik büyümeye yol açabilir. Bu süreçte sıkı maliye politikaları özel tasarruf açığının ve dolayısıyla cari açığın artmasına neden

olabilir. Böylesi bir durumda kamu açıklarında artış olması borçlanmanın maliyetini artıracığından ülkenin risk priminde artışa neden olarak sermaye girişlerinde ani duruşa veya sermaye çıkışlarına neden olabilir. Bu nedenle, mali disiplin uygulamaları cari açığın sürdürülebilirliği için oldukça önemli etkindir.

TÜİK 2015 yılında GSYH'yı hesaplama yöntemini değiştirmiştir. Değişiklikten önce baz yılı 1998 olan GSYH serisi kullanılmaktaydı. 2015'te yöntemin değişmesi ile birlikte baz yılı 2009 olan yeni seri hesaplanmaya başlamıştır. Bu çalışmadaki tüm analizlerde baz yılı 1998 olan seriye ait güncel veriler sağlanamadığından baz yılı 2009 olan GSYH serisine ait veriler kullanılmıştır. TÜİK yeni seriyi eski serinin de başlangıç yılı olan 1998'den başlatmıştır. Fakat eski seri 2015 yılından sonra güncellenmemektedir. Yöntemsel değişikliğe bağlı olarak GSYH verilerinde önemli değişiklikler ortaya çıkmıştır. Eski ve yeni GSYH serilerine ait tasarruf ve yatırım verileri Tablo 3.5'te sunulmuştur.

Tablo 3.5. Türkiye'nin 1998 ve 2009 bazlı GSYH serilerine göre yatırım ve tasarruf oranları (Kalkınma Bakanlığı, 2018)

	1998 bazlı seri			2009 bazlı seri		
	Tasarruf	Yatırım	Tasarruf açığı	Tasarruf	Yatırım	Tasarruf açığı
2002	18.6	18.0	0.6	21.7	19.6	2.1
2003	15.5	18.0	-2.5	19.9	20.8	-0.9
2004	16.0	19.8	-3.8	21.5	25.4	-3.9
2005	16.0	20.4	-4.3	22.9	26.7	-3.8
2006	16.7	22.4	-5.7	24.0	28.7	-4.7
2007	15.6	21.4	-5.8	23.3	28.1	-4.8
2008	16.9	22.1	-5.2	24.0	26.8	-2.9
2009	13.3	15.3	-2.0	21.4	22.4	-1.0
2010	13.6	19.8	-6.2	21.3	24.9	-3.6
2011	14.4	23.8	-9.4	22.5	28.1	-5.6
2012	14.6	20.4	-5.8	22.8	27.3	-4.5
2013	13.5	20.9	-7.5	23.2	28.5	-5.3
2014	15.2	20.3	-5.1	24.4	28.9	-4.5
2015	14.3	18.4	-4.0	24.8	29.7	-5.0

Tablo 3.5'te sunulan verilere göre baz yılı 2009 olan seriye ait tasarruf ve yatırım oranları baz yılı 1998 olan seriden önemli miktarda büyüktür. Ayrıca yeni seriye göre ekonominin tasarruf açığı daha küçüktür. Buna göre ekonomide hiçbir reel şok yaşanmadan sadece yöntemsel bir değişiklik ile ekonominin tasarrufları ve yatırımları neredeyse iki katına çıkmıştır ve tasarruf açığı azalmıştır. Çalışmada sunulan veriler değerlendirilirken bu durum da göz önünde bulundurulmalıdır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. TÜRKİYE EKONOMİSİ İÇİN CARİ İŞLEMLER DENGESİNİN BELİRLEYİCİLERİNİN MODELLENMESİ

Cari işlemler dengesinin belirleyicilerini ve bir ülke için normal sayılabilecek cari işlemler dengesini tespit etmek için ekonomilerin çeşitli makroekonomik, finansal ve yapısal özelliklerini temel alan çalışmalardan oluşan geniş bir literatür bulunmaktadır. Ekonomilerin hangi özelliklerinin cari hesaplara ilişkilendirilebileceği literatürde önemli bir çalışma konusudur. Bu özellikler genellikle ekonominin üretim yapısını, gelişmişlik düzeyini, finansal durumunu, demografik profilini ve kurumsal yapısını yansıtan göstergelerle ifade edilmektedir.

4.1. Temel Literatür

Cari işlemler dengesinin belirleyicileri üzerine birinci grup araştırmalar, tüketimin dönemler arası ikamesine dayalı cari denge yaklaşımlarından oluşmaktadır. Yaklaşım, ödemeler bilançosunun dönemler arası değişimi ile dinamik yatırım ve tasarruf beklentilerini bir araya getirmiştir (Glick ve Rogoff, 1995). Cari işlemler dengesinin kısa vadedeki dalgalanmalarını açıklayan yaklaşımın arkasındaki temel mantığa göre cari işlemler dengesi, gelirden meydana gelen geçici şoklara karşı bir tampon vazifesi yaparak tüketimin dönemler arasında ikame edilmesine (smoothing consumption) ve servetin maksimizasyonuna olanak sağlar. Buna göre geçici ticaret şoklarıyla karşılaşan ülke, cari açık vererek ve dış borçlanmaya giderek tüketimini yumuşatır.

Tüketimin dönemler arası ikamesine dayalı cari açık üzerine yapılan en önemli çalışmalar şunlardır: Ghosh (1995) 6 gelişmiş ülke üzerindeki çalışmada gelir şoklarının cari işlemler dengesi üzerindeki etkilerini incelemiş ve söz konusu şoklar karşısında modelin anlamlı bir şekilde cari işlemler dengesinin yönü ve dönüm noktalarını açıkladığını savunmuştur. Yine Ghosh ve Ostry (1995), 45 gelişmekte olan ülke üzerindeki incelemelerinde cari dengenin ulusal gelirdeki dalgalanmalara karşı tüketimin dönemler arası ikamesini sağlamak üzere tampon vazifesi yaptığını doğrulamışlardır. Glick ve Rogoff (1995) ise G-7 ülkelerinde yatırımlar ile cari işlemler dengesi arasındaki ilişkiyi incelemişler ve yatırımların cari dengedeki dalgalanmaları, diğer tüm değişkenlerden daha anlamlı bir biçimde açıkladığı sonucuna varmışlardır.

Nason ve Rogers (2002) Kanada'nın yatırım düzeyi ve cari açığı arasındaki ilişki üzerine yaptıkları incelemede yatırımlardaki yükselme dönemlerinde önemli miktarda cari açık ortaya çıktığını ortaya koymuşlardır. Kraay ve Ventura (2000) cari işlemler dengesinin gelir şokları karşısında ne kadar değişeceğini araştırmış, değişimin tasarruflardaki değişim ile ülkenin yabancı varlıklarının toplam varlıkları içerisindeki payının çarpımı kadar olacağını savunmuşlardır.

İkinci grup çalışmalar ise referans dönemler arası yaklaşım modeline çeşitli eklemeler yaparak, özellikle cari açığın orta ve uzun vadedeki belirleyicilerine odaklanmaktadır. Debelle ve Faruquee (1996), IMF'nin Döviz Kuru İstisare Grubu (International Monetary Fund, 2006) ve Lee vd., (2008) gelişmiş ülkelerin cari işlemler dengesinin yapısal belirleyicilerini yatırım-tasarruf açısından incelemiştir. Calderon, Chong ve Loayza (1999), Chinn ve Prasad (2003), Chinn ve Ito (2005) ise analizi geliştirmekte olan ülkeler yönünde derinleştirmişlerdir.

Debelle ve Faruquee (1996) 34 ülkenin 1971-1993 dönemi verisiyle panel analiz yöntemi kullanarak uzun vadede cari açığın belirleyicilerini araştırmışlardır. Uzun vadede özellikle nispi gelir, bütçe dengesi ve ülkenin demografik özelliklerinin cari işlemler dengesi üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu tespit etmişlerdir. Reel döviz kuru, maliye politikası değişkenleri, konjonktür dalgalanmaları ve ticaret haddinde meydana gelen değişmelerin ise kısa dönemde etkili olduğunu savunmuşlardır.

Calderon, Chong ve Loayza (1999) 44 gelişmekte olan ülkenin 1966-1995 dönemi verisiyle cari açığın kısa ve uzun vadedeki belirleyicilerini araştırmışlardır. Ayrıca söz konusu değişkenlerin birlikte endojen olup olmadıklarını test etmişlerdir. Cari açığın gecikmeli değişkeninin anlamlı olduğunu tespit ederek, cari açığın orta vadede kalıcı (persistent) olduğunu savunmuşlardır. Bulgularına göre, gelişmekte olan ülkelerde ekonomik büyüme cari açığı derinleştirmekte ve tasarruf oranlarındaki yükselme ise cari açığı giderici etki yapmakta fakat kuvvetli bir etkiye sahip olmamaktadır. Ulusal paranın değer kazanması, ticaret haddinin bozulması ve uluslararası faiz oranlarındaki düşüş, cari dengeyi bozma yönünde etki yapmaktadır.

Chinn ve Prasad (2003) cari işlemler dengesinin orta vadeli belirleyicilerine yoğunlaşmışlar, 18 gelişmiş ve 71 gelişmekte olan ülkenin cari işlemler dengelerindeki orta vadeli dalgalanmaların nedenlerini araştırmışlardır. Bulgularına göre bütçe dengesi, başlangıçtaki net yatırım pozisyonu ve finansal derinleşme göstergeleri cari işlemler dengesi ile pozitif ilişkilidir. Bağımlı nüfusu gösteren demografik değişkenler ise cari

denge üzerinde güçlü negatif etkiye sahiptir. Gruber ve Kamin (2007) modeli finansal krizlerin etkilerini de yansıtacak şekilde genişletmişlerdir. Chinn ve Ito (2005) ise Bernanke (2005) tarafından ortaya atılan yasal ve kurumsal etkenleri de modele ekleyerek bu faktörlerin yatırım ve tasarruf kararlarını etkilemeleri itibariyle cari açığın üzerinde önemli etkilere sahip olabileceği görüşüne varmışlardır. Bernanke (2005) tarafından belirlenen yasal ve kurumsal faktörlerden bazıları; bürokrasinin kalitesi, hukukun üstünlüğü ve sermaye hesabının dışa açıklığı gibi nicel olarak ölçümlenmesi güç olan ülke özellikleridir.

Son dönemde yürütülen çalışmalar ise cari işlemler dengesinin bölge veya ekonomi düzeyindeki belirleyicilerine odaklanmaktadır. Calderon vd., (2007) yükselen piyasa ekonomileri (EMEs) ve düşük gelir grubuna dahil ülkeleri (LICs) ele alarak reel döviz kuru ve cari denge arasında klasik dışa açık ekonomi modellerine uygun şekilde, pozitif ve anlamlı ilişki tespit etmişlerdir. Mundell-Fleming modelinin öngördüğü gibi ulusal paranın değerlenmesi ve Harberger-Laursen-Metzler (HLM) etkisine uygun şekilde ticaret haddinin ülke aleyhine dönmesi, cari işlemler dengesini bozucu yönde etki yaratmaktadır.

Hasanov ve Senhadji (2008) de modellerinde yer alan reel efektif döviz kuru ve ticaret haddi bağımsız değişkenlerinin, petrol ihracatına bağlı olmayan ekonomilerde, anlamlı bir şekilde cari işlemler dengesi üzerinde etkili olduğunu savunmaktadırlar. Yani reel döviz kurundaki düşme (ulusal paranın değerlenmesi) yönündeki şokları, yüksek cari açıklarla ilişkilendirmişlerdir.

Medina, Prat ve Thomas (2010) gelişmekte olan ülkelerin cari açıkları üzerindeki özellikle bütçe dengesi ve net yatırım pozisyonunun etkilerini araştırmışlar, söz konusu değişkenlerin cari açığı anlamlı bir şekilde etkilediğini ortaya koymuşlardır. Benzer şekilde Zanghieri (2004) bütçe dengesinin ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının cari denge üzerindeki etkisinin önemli olduğunu vurgulamıştır.

Herrmann ve Jochem (2005) ve Bussière, Fratzscher ve Müller (2004) ilgili yıllarda Avrupa Birliği'ne yeni katılan ülkelerin aşırı yüksek cari açıkları üzerinde çalışmışlar ve panel veri tahminleriyle cari açığın temelde kişi başı gelir düzeyi ve yüksek yatırım harcamalarıyla önemli bir ilişki içerisinde olduğunu tespit etmişlerdir. Rahman (2008) yine Avrupa'da yer alan gelişmekte olan ülkeler üzerine yaptığı analizde modeline orta ve uzun vadeli dinamikleri tespit etmek üzere, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını

ve geçiş ekonomileri endeksini eklemiş ve her iki değişkenin de cari denge üzerinde anlamlı bir negatif etkiye sahip olduğunu tespit etmiştir.

Christiensen vd., (2009) dūřuk gelir grubu űlkelerini incelerken cari açığın olası belirleyicisi olarak kurumsal kalite, yurt içi finansal serbestleşme, dış borçlar ve dış şokları temsil eden değişkenleri de modellerine dahil etmişlerdir. Bulgularına gōre yurt içi finansal serbestleşme, cari denge ve net yatırım pozisyonu üzerinde pozitif yōnlü etki yaratırken, sermaye hesabının serbestleşmesi ise cari denge ve net yatırım pozisyonu üzerinde negatif yōnlü bir etki yaratmaktadır.

Özmen (2005) kurumsal ve makroekonomik deęiřkenlerin cari denge üzerindeki etkisini 1993-2001 dōnemi 79 űlkelik panel veri setiyle arařtırmıřtır. alıřmasında özellikle “kurumsal kalite” ve “orijinal gūnah” kavramlarına yoęunlařmıřtır. Orijinal gūnah bir ekonominin yurtdıřı piyasalardan kendi para birimi cinsinden borlanamamasını ifade etmektedir. Orijinal gūnah özellikle geliřme yolunda olan űlke ekonomileri açısından kur riskine neden olmaktadır. Bulgularına gōre kurumsal kalite arttıkça ve orijinal gūnah azaldıkça cari açık daha sűrdűrűlebilir hale gelmektedir. Ayrıca çalıřmada ekonominin bűyűklűęi ile cari iřlemler dengesi arasında pozitif bir iliřki tespit edilmiř olup; finansal derinleřme ve parasal gűvenilirlik (monetary credibility) ile cari iřlemler dengesi arasında anlamlı bir iliřki tespit edilememiřtir.

4.2. Tűrkiye Ekonomisine Yōnelik Literatűr

Tűrkiye ekonomisi için ampirik literatűr iki kısımda incelenebilir. Birinci grup arařtırmalar cari iřlemler dengesi ile makroekonomik, finansal ve kurumsal gōstergeler arasındaki nedensellik iliřkisini incelerken; ikinci grup arařtırmalar ise cari iřlemler dengesinin makroekonomik, finansal ve kurumsal belirleyicilerini incelemektedir.

Tablo 4.1’de Tűrkiye ekonomisinde cari açıęın belirleyicilerine yōnelik űzet literatűre yer verilmiřtir. Ardından tabloda yer alan sıraya gōre bu çalıřmalar detaylı bir biçimde aktarılmıřtır.

Tablo 4.1. Türkiye ekonomisine yönelik literatür özeti

Çalışma	Dönem	Yöntem	Cari açığın belirleyicileri
Çiftçi (2014)	2001Q1-2012:Q3	VAR	Büyüme, reel döviz kuru
Erbaykal (2007)	1987:Q1-2006:Q3	Toda-Yomato	Büyüme, reel döviz kuru
Mangır (2012)	1980-2011	Johansen	Bütçe açığı
Yılmaz ve Akıncı (2010)	1980-2010	Johansen	GSYH, faiz oranı, döviz kuru doğrudan, yabancı yatırımlar
Alioğulları vd., (2015)	2003:Q2-2015:Q2	GMM	Tüketici kredileri
Bayar, Kılıç ve Arıca (2014)	2000:Q4-2013Q4	VAR	Petrol fiyatları, doğrudan sermaye yatırımları, portföy yatırımları, kamu borç stoku
Kesikoğlu vd., (2013)	1999-2009	Panel VAR	Büyüme, faiz oranı, bütçe açığı
Göçer (2013)	1996:M1-2012:M1	VAR	Enerji ithalatı, enerji hariç dış ticaret açığı, dış borç faiz ödemeleri
Bayraktutan ve Demiştaş (2011)	1980-2006	Panel GLS	Büyüme oranı, yatırımlar, kamu harcamaları, dış ticaret haddi, dışa açıklık, dünya faiz oranları
Erkılıç (2006)	1987:Q1-2005Q4	Etki-tepki analizi	Bir dönem önceki cari açık, büyüme, reel döviz kuru
Yüksel (2016)	1994:Q1-2014:Q4	MARS	Bir dönem önceki cari açık, büyüme, faiz oranı

Çiftçi (2014) üç aylık verilerle Türkiye’de 2001:1-2012:3 dönemi için yaptığı analizde büyüme, reel döviz kurları ve cari açık arasındaki nedensellik ilişkilerini incelemiştir. Çalışmasında cari açığın, GSYH ve döviz kurundaki değişmelerin nedeni olduğu bulgusuna ulaşmıştır. Erbaykal (2007)’ın çalışması da aynı bulguyu desteklemektedir.

Mangır (2012) yıllık verilerle 1980-2011 dönemi için Türkiye’de ikiz açıklar hipotezinin geçerli olup olmadığını, başka bir ifadeyle bütçe açığı ile cari açık arasındaki ilişkiyi Johansen eşbütünleşme yöntemiyle sınamıştır. Analizde bütçe açığı ile cari açık

arasında uzun vadeli bir ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca çalışmanın sonuçları ikiz açıklar hipotezini destekler nitelikte Türkiye için bütçe açığından cari açığa doğru bir nedensellik olduğuna işaret etmektedir.

Yılmaz ve Akıncı (2010) Türkiye’de 1980–2010 dönemi verileriyle cari işlemler dengesinin belirleyicilerini tespit etmeye çalışmışlardır. Yaptıkları Johansen eş bütünleşme analizine göre, cari açık ile GSYH, faiz oranı, döviz kuru ve doğrudan yabancı yatırımlar uzun vadeli bir ilişki söz konusudur. Ayrıca çalışmada diğer çalışmalardan farklı olarak bütçe dengesi ile cari açık arasında bir nedensellik tespit edilememiştir.

Alioğulları vd., (2015) tüketici ve ticari kredi hacmindeki değişmelerin cari açıkları ile ilişkisini incelemiştir. 2003:2-2015:2 dönemi verileriyle yaptıkları tahminin sonuçlarına göre, Türkiye’de tüketici kredilerinin büyümesinin cari dengeyi istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönlü etkilediği; ticari kredilerin hacmindeki değişim ile cari denge arasında anlamlı bir ilişkinin bulunmadığı tespit edilmiştir.

Bayar, Kılıç ve Arıca (2014) Türkiye’de 2000:Q4–2013:Q3 dönemi için cari işlemler dengesi ile çeşitli makro değişkenlerin ilişkisini araştırmışlardır. Reel efektif döviz kuru, kamu brüt toplam borç stoku, ihracatın ithalatı karşılama oranı, portföy yatırımları ve BIST100 endeksinin cari işlemler dengesinin Granger nedeni olduğu tespit etmişlerdir. Ayrıca çalışmaya göre, cari işlemler dengesinin en önemli belirleyicileri, petrol fiyatları, doğrudan yabancı sermaye yatırımları, portföy yatırımları ve kamu borç stokudur.

Kesikoğlu vd., (2013) 1999-2009 dönemi için 28 OECD ülkesi verilerini kullanarak cari açığın belirleyicilerini VAR modeli ile analiz etmişlerdir. Modelde ekonomik büyüme, faiz oranı, bütçe açığı ve nominal döviz kuru açıklayıcı değişkenler olarak kullanılmıştır. Panel tekniklerle yaptıkları VAR analizine göre büyüme, faiz oranı ve bütçe açığı, cari açık üzerinde orta vadeli zayıf bir etkiye sahiptir. Fakat nominal döviz kurunun cari açık üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını tespit etmişlerdir. Aynı şekilde Yılmaz ve Kaya (2007) da analizlerinde nominal döviz kuru ile cari açık arasında anlamlı bir ilişki tespit edememişlerdir.

Göçer (2013) Türkiye’de 1996:01-2012:01 dönemi için aylık verilerle cari açığın kaynaklarını VAR yaklaşımı ile araştırmıştır. Analizin bulgularına göre cari açığın en önemli kaynağı enerji ithalatıdır; ayrıca enerji hariç dış ticaret açığı ve dış borç faiz ödemeleri de cari açığın diğer kaynaklarıdır.

Bayraktutan ve Demirtaş (2011) çalışmalarında 1980-2006 dönemi için Türkiye'nin de aralarında yer aldığı 19 gelişmekte olan ülkeyi ele alarak panel tekniklerle cari işlemler hesabının belirleyicilerini araştırmışlardır. Bulgularına göre büyüme oranı, yatırımlar ve kamu harcamaları ile cari işlemler hesabı arasında negatif bir ilişki söz konusuyken; dış ticaret haddindeki iyileşme, dışa açıklık ve dünya faiz oranları ile cari işlemler hesabı arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.

Erkılıç (2006) Türkiye ekonomisinde 1987:1-2005:4 dönemi için üç aylık verilerle yaptığı analizde cari hesabın en önemli açıklayıcılarını bir dönem önceki cari açık, büyüme oranı ve reel döviz kuru olarak tespit etmiştir. Gelişmiş ülkelerin büyüme oranı, dünya faiz oranı ve net uluslararası rezervlerin de cari işlemler dengesi üzerindeki etkisinin anlamlı olmasına rağmen oldukça zayıf olduğu tespit edilmiştir.

Yüksel (2016) 1994–2014 dönemi için üç aylık verilerle MARS yöntemi kullanarak Türkiye'nin cari açığının belirleyicilerini tespit etmeye çalışmıştır.⁷ Bulgularına göre, bir önceki döneme ait cari işlemler açığı, ekonomik büyüme oranı ve faiz oranlarındaki değişim cari işlemler açığının en önemli belirleyicileridir.

Türkiye ekonomisi için cari işlemler dengesinin belirleyicilerini inceleyen modellemelerde açıklayıcı değişken olarak birçok makroekonomik, finansal ve yapısal gösterge kullanılmıştır. Bu çalışmalarda cari işlemler dengesinin belirleyici olarak özellikle tasarruf ve yatırımlar, ekonomik büyüme oranı, petrol fiyatları, faiz oranı, döviz kuru ve dış ticaret haddi ön plana çıkmaktadır.

4.3. Cari İşlemler Dengesinin Belirleyicileri

Çalışmanın bu kısmında, cari işlemler dengesinin belirleyicilerine yönelik teorik ve ampirik literatürden derlenen temel makroekonomik, finansal ve yapısal göstergeler ve bunların cari işlemler dengesi üzerindeki etkileri açıklanacaktır.

4.3.1. Cari işlemler dengesinin bir dönem önceki değeri

Cari işlemler dengesindeki değişimleri açıklamaya yönelik ampirik literatürde yer alan bazı çalışmalar takip edilerek, bağımlı değişkenin gecikmeli değeri bu çalışmadaki

⁷ MARS yöntemi Türkçe'ye "Çok Değişkenli Uyumlu Regresyon Uzanımları" olarak çevrilmektedir. Yöntem bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkene olan etkisini analiz etmekte kullanılmaktadır (Friedman, 1991, s.5).

analize de dahil edilmiştir (Arezki ve Hasanov, 2013; Gossé ve Serranito, 2014; Hasanov ve Senhadji, 2008; Morsy, 2009).

Arezki ve Hasanov (2013) ekonomik birimlerin tasarruf ve yatırım alışkanlıklarının kalıcı olduğunu, böylece tasarruf ve yatırım kararlarının geçmiş alışkanlıklardan etkilendiğini savunmuşlardır. Ayrıca ekonometrik teknikler açısından otokorelasyon probleminden kaçınmak amacıyla da gecikmeli bağımlı değişken kullanımının cari denge modellerinde uygun olduğunu belirtmektedirler.

4.3.2. Ekonomik büyüme

Ekonomik büyüme, cari işlemler dengesini hem yatırım hem de tasarruflar kanalıyla etkileyebilir. Chinn ve Prasad (2003) ekonomik büyümenin harcanabilir gelirin bir göstergesi olarak yorumlanabileceğini, böylece hanehalkı tasarrufunu etkileyeceğini savunmaktadır. Fakat büyümenin tasarruflar üzerindeki etkisi iki yönde de olabilir. Eğer hanehalkı yüksek büyüme oranlarını, sürekli gelirlerindeki bir artış olarak yorumlarsa bu durum tüketim harcamalarının ve ithalatın artmasına neden olarak hanehalkı tasarruflarının azalmasına neden olur. Aksine eğer hanehalkı ekonomik büyümeyi geçici olarak yorumlarsa tasarruflarını artırır (Ciocyte ve Rojas-Romagosa, 2015).

Yatırımlar açısından bakıldığında ise yüksek büyüme oranı, verimlilik artışı ile ilişkilendirilebilir. Bu nedenle, ekonomik büyüme ile yatırımlar arasında pozitif bir ilişki beklenmektedir. Sonuç olarak, büyümenin tasarruflar ve yatırımlar üzerinde yarattığı birbirine zıt etkiler nedeniyle cari denge üzerindeki net etkisi teorik olarak belirsizdir. Fakat ampirik çalışmalar genel olarak ekonomik büyüme ile cari işlemler dengesi arasında negatif bir ilişki tespit etmektedir.

4.3.3. Nispi kişi başına düşen gelir

Ekonomik kalkınmanın erken aşamalarındaki ülkeler, daha ileri kalkınma aşamalarındaki ülkelere göre daha fazla yatırıma ihtiyaç duyarlar ve bu yatırımları çoğunlukla dış borçlanma ile finanse ederler (Obstfeld ve Rogoff, 2002). Erken aşamadaki ülkeler, gelişim aşamaları hipotezine göre (stage of development hypothesis) yoğun bir biçimde sermaye ithal ettiklerinden cari açık verirler. Bu ülkeler gelişmiş ülkelerin gelir düzeyine yaklaştıkça cari dengelerinde iyileşme gerçekleşmesi beklenir. Kalkınmanın ileri düzeylerine ulaştıklarında ise cari fazla verirler. Hipoteze göre söz konusu ülkenin geliri ile gelişmiş ülkelerin geliri arasındaki fark büyüdükçe, ülkenin cari

açığının da büyümesi beklenir (Chinn ve Prasad, 2003). Lee vd., (2008) ise aynı gelişmişlik düzeyindeki ülkeler arasında ekonomik büyümesi daha hızlı olan ülkelerin cari işlemler dengesinin daha düşük olacağını savunmuşlardır. Ampirik çalışmalarda bu etkiyi temsil etmek üzere modellemelerde nispi olarak gelişmiş bir ülke ile ele alınan ülkenin kişi başı geliri arasındaki fark kullanılmaktadır.

4.3.4. Maliye politikası

Maliye politikası ile özel tasarruf-yatırım açığı ve cari işlemler dengesi arasındaki ilişki, tüketicilerin Ricadocu ya da Keynesci davranış biçimine sahip olmalarına bağlıdır. Keynesci model yüksek bütçe açıklarının, genişletici maliye politikalarının sonucunda harcanabilir gelirin arttığını böylece tüketimin yükselerek tasarrufların düştüğünü varsayar. Bunun sonucu da cari açık ortaya çıkar. Keynesci modelin bu görüşü “ikiz açıklar” hipotezi ile uyumludur. İkiz açıklar hipotezine göre geniş bütçe açıklarına genellikle geniş cari açık eşlik eder.

İkiz açıklar kavramı ilk defa Feldstein (1985, 1987) tarafından 1980’lerdeki ABD’nin bütçe açığı ve cari açığı arasındaki bağlantıyı açıklamak üzere ortaya atılmıştır. Salvatore maliye politikaları ile cari denge arasındaki ilişkiyi açıklayabilmek için ödünç verilebilir fonların arzı ve talebini kullanarak, ikiz açıklar hipotezine teorik çerçeve kazandırmıştır (Salvatore, 2006). Salvatore’a göre bütçe açığının beklenen etkileri reel faiz oranında artış, ulusal paranın değerlenmesi ve cari dengenin bozulmasıdır. Böylece bütçe dengesi ile cari denge arasında pozitif bir ilişki beklenmektedir. Ayrıca konuyla ilgili yapılan önemli çalışmalar da söz konusu pozitif ilişkinin anlamlı olduğunu doğrulamışlardır (International Monetary Fund, 2013).

Eğer tüketiciler Ricadocu davranış biçimine sahipse ikiz açık hipotezi geçerli olmayabilir. Eğer ekonomik birimler kamunun mali durumunun sürdürülebilir olmadığını düşünürlerse, gelecekte vergilerin artacağı veya kamu harcamalarının azalacağı beklentisine girerler. Bu, gelecekte ekonomik birimlerin harcanabilir gelirlerinin azalacağı anlamına gelir. Sonuç olarak bütçe açıkları, bugünkü tüketimin azalmasına ve ihtiyati tasarrufların (precautionary saving) artmasına neden olur. Çünkü birimler uzun vadede tüketim düzeylerini korumak isterler. Böylece bu yaklaşıma göre artan bütçe açıkları cari açığın küçülmesine neden olur (Brissimis vd., 2012, s. 79).

Ricardo denklik hipotezi temelli dönemler arası yaklaşım modelleri bütçe açığının artmasının özel tasarruflarda meydana gelecek artışla dengeleneceğini ve böylece cari dengenin değişmeyeceğini savunur (Glick ve Rogoff, 1995; Obstfeld ve Rogoff, 1994).

Bazı dönemler arası yaklaşım modelleri de iki tip ekonomik birim olduğunu varsaymaktadır: harcayan (spender) hanehalkı ve tasarruf eden (saver) hanehalkı. Bu birimlerin sürekli gelirlerine göre harcama yaptıkları ve tüketimlerini dönemler arasında ikame edebildikleri varsayılmaktadır (Bussière, Fratzscher, ve Müller, 2010). Bu bakış açısından, bütçe dengesinin cari işlemler dengesi üzerindeki etkisi negatif yönlüdür ve etkinin şiddeti ekonomideki “Ricardo hanehalkı”nın payına bağlıdır.

4.3.5. Reel döviz kuru

Hem teorik hem de ampirik çalışmalar Marshall-Lerner koşulunun geçerli olması varsayımı altında reel döviz kurundaki yükselişin, ihracat mallarını yabancılar açısından daha ucuz hale getireceğinden, ihracatı artıracaklarını; aynı zamanda ithalat mallarını ülke yerleşikleri açısından pahalılaştıracaklarından, ithalatı azaltacaklarını; böylece cari açığı giderici etki yaratacaklarını savunmaktadır. Kurdaki yükselmenin cari işlemler dengesi üzerinde yaratacağı etkinin derecesi ise esneklikler yaklaşımında bahsedilen ithalat ve ihracat mallarının talep esnekliğine bağlıdır (Calderón et al., 2007; Hasanov ve Senhadji, 2008). Öte yandan, döviz kurunun düşmesi de ülkenin uluslararası rekabet gücünü olumsuz etkilediğinden hem cari dengede bozulmaya neden olmakta hem de cari açığın sürdürülebilirliğini olumsuz etkilemektedir. (Calderón et al., 1999).

4.3.6. Reel faiz oranı

Mundell-Fleming modeline göre reel faiz oranındaki artış, ülke içine yönelik yabancı sermaye hareketlerini teşvik ederek ulusal para biriminin değer kazanmasına neden olur ve böylece cari açık genişler.

Dönemler arası yaklaşım da reel faiz oranındaki değişmelerin cari denge üzerindeki etkilerini incelerken tüketim üzerine odaklanmaktadır. Buna göre reel faiz oranındaki değişmeler tüketimin dönemler arasında ikame edilmesine neden olmaktadır. Faiz oranındaki artış tüketimin ertelenmesine neden olmakta ve tasarrufu teşvik etmekte ve böylece cari işlemler dengesi de iyileşmektedir. Aksine faiz oranının düşmesi, bugünkü tüketimin artmasına ve tasarrufların azalmasına neden olmakta, böylece cari açık da genişlemektedir. Nitekim literatürdeki ampirik çalışmalarda reel faiz oranındaki

değişimin cari işlemler dengesini nasıl etkilediği konusunda görüş birliği yoktur (Narayan, 2009).

4.3.7. Demografik özellikler

Yaşam dönemleri hipotezi (Ando ve Modigliani, 1963) bir ülkenin toplam tasarruf düzeyinin, nüfusun demografik yapısına bağlı olduğunu savunur.⁸ Toplam nüfus içerisindeki “bağımlı” nüfusun payı arttıkça ulusal tasarruf düşer ve böylece cari işlemler dengesi negatif yönlü etkilenir. Bağımlı nüfusu, çok genç ya da çok yaşlı insanlar oluşturur. Bu bakış açısına göre nispi olarak genç ya da yaşlı nüfusun payının yüksek olduğu ülkelerin cari açık verme olasılığı daha yüksektir (Gossé ve Serrano, 2014). Ampirik çalışmalarda bağımlı genç nüfusu temsil etmek üzere 15 yaşından küçük nüfusun payı, bağımlı yaşlı nüfusu temsil etmek üzere ise 65 yaş ve üzeri nüfusun toplam içerisindeki payı kullanılır. Bazı çalışmalarda ise bağımlı nüfusu göstermek üzere bunların toplamı kullanılmıştır.

Toplam nüfus içerisinde genç nüfusun payının yüksek olması, ülkenin gelecekte geniş bir işgücüne sahip olacağı anlamına gelir ve bugünkü yatırımları teşvik eder. Higgins (1998) teorik olarak çocuk bağımlılık oranının (child dependency ratio) yüksek olmasının daha fazla yatırıma ve daha az tasarrufa neden olacağını, bunun da cari açığa neden olacağını öngörmüştür. Chinn ve Prasad (2003) da aynı şekilde çocuk bağımlılık oranının cari işlemler dengesi üzerinde önemli bir negatif etkiye sahip olduğu sonucuna varmışlardır.

Toplam nüfus içerisinde bağımlı yaşlı nüfusun payının yüksek olması da (yaşlı nüfusun geçmişteki tasarruflarını tükettiği varsayımı altında) daha düşük yatırım anlamına gelmektedir. Böylece bu tipte bir nüfus yapısının cari denge üzerine negatif etkiye sahip olması beklenmektedir. Jaumotte ve Sodsriwiboon (2010) ve Gruber ve Kamin (2007) de nispi olarak bağımlı yaşlı nüfus oranının yüksek olmasının cari işlemler dengesini negatif etkilediğini tespit etmişlerdir.

Başka bir demografik gösterge olarak, Higgins (1998) orta yaş çağındaki nüfusun (30-64 yaş) toplam içerisindeki payının yüksek olduğu durumlarda, cari işlemler dengesinin bundan olumlu etkileneceğini öngörmektedir. Çünkü bu çağındaki nüfus emeklilik dönemi için daha fazla tasarruf yapmaktadır.

⁸ Bkz. Ando, A. Modigliani, F. (1963). The “life cycle” hypothesis of saving: Aggregate implications and tests. Am. Econ. Rev. 53, ss. 55–84.

IMF (2013) Dış Denge Değerlendirme (EBA) teknik açıklama notunda bağımlı yaşlı nüfusun etkilerini yaşlanma hızı (ageing speed) göstergesiyle tespit etmektedir. Çünkü yaşlanan toplumların daha fazla tasarruf etme eğilimi gösterdiği düşünülmektedir.

Bir diğer demografik gösterge ise nüfus artış hızıdır. Jaumotte ve Sodsriwiboon (2010) nüfus artış hızının yükselmesinin cari işlemler dengesi üzerinde negatif etki yarattığını tespit etmişlerdir. Benzer şekilde Medina vd., (2010) de yüksek nüfus artış hızının, gelecekte daha fazla işgücü ve dolayısıyla daha fazla gelir anlamına geldiğinden, bugünkü tasarrufların azalmasına neden olduğunu, bu yüzden de bugünkü cari denge üzerinde negatif etki yaratacağını savunmuşlardır.

4.3.8. Dış ticaret haddi

Dış ticaret haddi ülkenin rekabet gücünü ölçen bir göstergedir. Harberger-Laursen-Metzler etkisine göre dış ticaret haddinin ülke lehine değişmesi cari işlemler dengesinde iyileşmeye neden olur. Bu etkiyi ortaya çıkaran mekanizma şu şekilde açıklanmaktadır: Dışa açık küçük bir ülkenin dış ticaret haddinde meydana gelen iyileşme, yerleşiklerinin reel gelirini artırmaktadır. Marjinal tüketim eğiliminin birden küçük olduğu varsayımı altında tüketim gelirden daha az artacaktır. Bu da özel tasarruflarda yükselmeye neden olacağından cari dengede iyileşme beklenir.

Dönemler arası yaklaşıma göre HLM etkisinin gücü dış ticaret haddindeki şokun süresi uzadıkça zayıflar (Razin ve Svensson, 1983). Dış ticaret haddindeki iyileşme kısa dönemde reel gelirin, kalıcı (permanent) düzeyinin üzerine çıkmasına neden olur ve ekonomik birimler tüketimlerini dönemler arasında ikame etmek üzere tasarruflarını artırırlar ve bu da cari işlemler dengesinde kısa dönemlik bir iyileşmeye yol açar. Ancak uzun dönemde reel gelir uzun dönemlik denge düzeyine geri döneceğinden şokun etkisi zamanla ortadan kalkar.

Gossé ve Serranito (2014) reel efektif döviz kurundaki yükselmenin cari işlemler dengesi üzerindeki etkisini, dış ticaret haddindeki iyileşme ile açıklamaktadır. Çalışmada bu etkinin sadece geçici ticaret şokları için geçerli olduğunu belirtilmiştir. Ayrıca ampirik bulguları da ulusal paradaki değer kayıplarının cari dengeyi iyileştirdiği hipotezini desteklemektedir.

Chinn ve Prasad (2003) dış ticaret haddindeki dalgalanmaların cari işlemler dengesi üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Yüksek dalgalanmaların yatırım riskini artırdığını ve böylece yatırımları negatif etkilediğini savunmaktadırlar. Ayrıca yüksek dalgalanma

ihtiyati tasarrufları da artırmaktadır. Bulguları da ticaret haddindeki oynaklığın risk artırıcı etkisinden dolayı cari dengede iyileşmeye neden olduğunu destekler niteliktedir.

IMF (2013) de mal dış ticaret haddini, dışa açıklık göstergesiyle etkileşimli terim olarak modeline dahil etmiş ve katsayısını pozitif ve anlamlı olarak tespit etmiştir. Buna göre net mal ihracatçısı olan ülkelerde tasarruf daha yüksektir ve bu ülkelerin cari fazla vermesi beklenmektedir. Bu ülkeler aynı zamanda söz konusu ihracat gelirlerinin bir kısmını yurtdışında yatırıma dönüştürmektedir.

4.3.9. Net yabancı varlıklar

Net yabancı varlıklar (NFA) bir ekonomi yerleşiklerinin yurtdışında sahip olduğu toplam varlıklar ile yabancı ekonomi yerleşiklerinin yurt içinde sahip olduğu varlıklar arasındaki fark olarak tanımlanabilir. Net yabancı varlıkların düzeyinin cari denge üzerinde birbirine zıt yönlü iki etkisi vardır. Bir yandan dönemler arası yaklaşıma göre yüksek NFA'ya sahip ekonomiler ekonomik gücünü kaybetmeden daha yüksek cari açığı kaldırabilirler. Buna göre NFA ile cari işlemler dengesi arasında negatif bir ilişki beklenir. Öte yandan NFA'sı yüksek ekonomilerde dış yatırımlarından sağlanan yatırım gelirleri cari işlemler dengesi üzerinde pozitif etki yaratır. Bu bağlamda, cari denge üzerinde oluşacak net etki, bu iki etkiden hangisinin ağır bastığına bağlıdır. Ampirik çalışmaların bulguları bu etkilerden ikincisinin ağır bastığı yönündedir. IMF (2013)'ün cari hesap modelinde NFA'nın katsayısının pozitif ve anlamlı olduğu, fakat kısmen düşük olduğu tahmin edilmiştir. NFA'nın cari işlemler dengesi üzerindeki etkisinin pozitif olduğu bulgusu Chinn ve Prasad (2003), Isard vd., (2001) ve Ca' Zorzi vd., (2009) tarafından da desteklenmiştir. Bu değişken ekonometrik modellere içsellik (endogeneity) probleminden kaçınmak için cari değeriyle değil de gecikmeli değeriyle dahil edilmektedir.

4.3.10. Petrol fiyatları

Yüksek petrol fiyatları, petrol ihraç eden ülkelerde cari dengenin iyileşmesine neden olurken petrol ithal eden ülkelerde cari dengenin bozulmasına neden olur. Petrol ihraç eden ülkeler petrol gelirlerinin bir kısmını tüketimlerini dönemler arasında ikame etmek üzere tasarrufa ayırırlar ve yurtdışına yatırım yaparlar. Bu ülkelerin petrol ihracatı arttıkça cari dengenin iyileşmesi ya da cari fazla vermesi beklenir (Hasanov ve Senhadji, 2008).

Morsy (2009) petrol ihraç eden ülkelerin cari işlemler dengesinin belirleyicilerini araştırdığı çalışmada, petrol ticaretindeki yüzde birlik artışın cari işlemler hesabında %0.2-0.3 iyileşmeye neden olduğunu tespit etmiştir. Literatürde petrol ticaretinin cari işlemler dengesi üzerindeki etkisini gözlemlemek için gösterge olarak, petrol ihracatı/ithalatının GSYH içindeki payı veya doğrudan petrol fiyatları kullanılmaktadır.

4.3.11. Verimlilik

Glick ve Rogoff (1995) ve Bussière vd., (2010)'a göre verimlilik şokları cari işlemler dengesini önemli bir şekilde etkilemektedir. Verimlilik şokunun geçici veya kalıcı olmasına göre cari denge üzerindeki etkisi değişmektedir. Geçici verimlilik artışları, ülkenin çıktı düzeyini artırır ve cari dengeye pozitif etki eder. Fakat kalıcılık arz eden verimlilik şokları cari işlemler dengesi üzerinde negatif etki yaratmaktadır. Çünkü kalıcı verimlilik artışları sermayenin getirisini artırdığından yatırımları teşvik eder, böylece cari işlemler dengesi negatif etkilenir.

Ciocyte ve Rojas-Romagosa (2015) verimlilik artışlarının yabancı sermaye yatırımlarını teşvik edeceğini ve cari dengeyi bozacağını savunarak, sermaye hesabının dışa açıklığının bu konuda önemine dikkat çekmişlerdir. Eğer ülkenin sermaye hesabı tamamen dışa açıksa bu etki oldukça güçlü olacaktır. Nitekim IMF (2013) de modeline verimlilik ve sermaye hesabının dışa açıklığını etkileşimli terimler olarak dahil etmiş ve katsayının negatif ve anlamlı olduğunu tespit etmiştir. Bagnai ve Manzocchi (1999) de destekler şekilde verimlilik şoklarının net etkisinin cari işlemler dengesini bozucu yönde olduğunu savunmuşlardır.

4.3.12. Finansal gelişmişlik

Chinn ve Prasad (2000) finansal derinleşmenin cari işlemler dengesi üzerindeki potansiyel etkilerini inceledikleri çalışmalarında, teorik olarak bu etkiyi öngörmenin güçlüğünden bahsetmişlerdir. Onlara göre gelişmiş finansal sisteme sahip ülkelerde tasarruf etme ve yurtdışına yatırım yapma olanakları daha fazla olabilir. Diğer taraftan bu ekonomilerde borçlanma kısıtlamaları daha az olduğu için tasarruf eğilimi de düşük olacaktır. Tahmin ettikleri modelde M2 para arzının GSYH'ya oranını finansal gelişmişlik göstergesi olarak kullanmışlardır. Bulgularına göre finansal derinleşme arttıkça cari işlemler dengesi bundan pozitif etkilenmektedir.

Öte yandan, Gossé ve Serranito (2014) özel kesim kredilerinin GSYH'ya oranını gösterge olarak kullanmış ve gelişmiş finansal sisteme sahip ekonomilerin yabancı yatırımları çektiği ve daha düşük yurt içi tasarruflara neden olduğu bulgusuna ulaşmışlardır. Yani finansal gelişmişlik ile cari işlemler dengesi arasında negatif bir ilişki söz konusudur. IMF (2013) ve Herrmann ve Winkler (2009) de destekler nitelikte finansal gelişmişlik düzeyinin yatırım talebini teşvik ederek cari işlemler dengesi üzerinde negatif etki yarattığını savunmaktadır.

Rahman (2008) ve Medina (2010) ise bütçe dengesi ile cari işlemler dengesi arasındaki pozitif ilişkinin derecesi, finansal sistemin gelişmişliğine bağlamaktadırlar. Daha az gelişmiş finansal sisteme sahip ülkelerde bütçe dengesinin cari denge üzerindeki etkisinin daha güçlü olacağını savunmaktadırlar.

4.4. Model, Veri, Yöntem ve Ampirik Bulgular

4.4.1. Model

Cari işlemler dengesinin davranışlarını inceleyen temel yaklaşımlar: Esneklikler, masnetme ve dönemler arası yaklaşımdır. Bu çalışmada esneklikler ve masnetme yaklaşımının bir sentezi niteliğinde olan dönemler arası yaklaşım benimsenmiştir. Tüketimin dönemler arasında ikame edilmesine dayalı cari dengeyi açıklamaya çalışan yaklaşım, cari dengedeki sapmaları değerlendirmek üzere kapsamlı bir teorik çerçeve sunmaktadır. Dönemler arası yaklaşım bir bakıma, birim bazında inceleme yapan, rasyonel beklentilere dayalı sürekli gelir hipotezinin dışa açık ekonomiye genişletilmiş halidir (Brissimis vd., 2012). Yaklaşım cari işlemler dengesini yurt içi tasarruf ile yatırım kararlarını etkileyen makroekonomik, finansal ve yapısal faktörlerin bir sonucu olarak ele almaktadır.

Referans dönemler arası yaklaşım modelinde dışa açık küçük bir ekonomiyi temsil eden, sonsuz ömürlü bir bireyin fayda fonksiyonunu maksimum kılabilmek için borç alarak veya borç vererek tüketimini dönemler arasında ikame etmesi ele alınmaktadır. Model, özellikle tasarruflardan kaynaklanan geçici şoklara karşı cari işlemler dengesinin tampon vazifesi yapacağını varsayar. Cari işlemler dengesi bu vazifeyi tüketimin zamanlar arasında ikame edilmesine olanak tanıyarak yapar. Buna göre eğer ekonomide geçici bir negatif şok bekleniyorsa ulusal tasarruflar azalır ve cari açık verilir.

Modelin ampirik uygulamaları iki sınıfta incelenebilir. İlk grup çalışmalar referans model üzerinde çeşitli sınıma yöntemleriyle cari hesaptaki, özellikle kısa vadeli

dalgalanmaları incelemektedir. İkinci grup çalışmalarda ise çeşitli ekonometrik teknikler aracılığıyla cari işlemler dengesi ile temel makroekonomik faktörler arasındaki orta ve uzun vadeli ilişki incelenmektedir (Bussière, Fratzscher ve Müller, 2004). Bu çalışmada, ikinci grup çalışmalar takip edilerek dönemler arası yaklaşımın cari açık üzerine bazı öngörülerini Türkiye ekonomisi için ampirik olarak test edilecektir. Literatürde dönemler arası yaklaşım temelli birçok modelleme yöntemi bulunmaktadır. Bu çalışmada Brissimis vd., (2012) tarafından geliştirilen yaklaşım takip edilerek, cari açığın temel belirleyicisi olan tasarruf açığına ek olarak, Türkiye ekonomisi için önemli olduğu öngörülen bazı değişkenlerin de yer aldığı bir modelleme tercih edilmiştir.

Model oluşturulurken temel cari işlemler hesabı denkleğinden yola çıkılmıştır. Denkleğe göre cari işlemler dengesi (CA) yurt içi tasarruflar (S) ile yurt içi yatırımlar (I) arasındaki farka eşittir.

$$CA = S - I \quad (4.1)$$

Yurt içi tasarrufların artması cari işlemler dengesi üzerinde pozitif etki yaratırken; yatırımların artması ise negatif etki yaratacaktır. Başka bir ifadeyle yatırımlar sabitken tasarrufların artması, cari açığı azaltıcı etki yaparken; tasarruflar sabitken yatırımların artması cari açığın büyümesine neden olur.

Tasarruflar (S), özel tasarruflar (S_p) ve kamu tasarruflarının (S_G) toplamından oluşmaktadır. Yatırımlar ise aynı şekilde özel yatırımlar (I_p) ile kamu yatırımlarının (I_G) toplamıdır.

$$CA = (S_p + S_G) - (I_p + I_G) \quad (4.2)$$

$$CA = (S_p - I_p) + (S_G - I_G) \quad (4.3)$$

Kamu ve özel sektörün ayrı ayrı tasarruf ve yatırım verileri Türkiye’de üç aylık frekansta mevcut olmadığından, tasarruflar ve yatırımlar bu çalışmada 4.3 numaralı denklikteki gibi kamu ve özel kesim toplamı olarak ele alınmıştır. Çalışmada ekonomik büyüklükler gayri safi yurt içi hasılaya oranlanarak ifade edileceğinden 4.3 numaralı denklik şu şekilde olacaktır:

$$\frac{CA}{Y} = \frac{S}{Y} - \frac{I}{Y} \quad (4.4)$$

4.4 numaralı eşitlikten yola çıkılarak cari işlemler dengesi kapalı fonksiyon biçiminde aşağıdaki gibi ifade edilmiştir. Cari işlemler dengesinin temel belirleyicisi olan yurt içi toplam tasarruf ve yatırım farkı $\left(\frac{S-I}{Y}\right)$ modelde temel açıklayıcı değişken olarak yer almaktadır. Ayrıca modele yatırım ve tasarruf kararlarını etkilediği öngörülen çeşitli

açıklayıcı değişkenler de dahil edilmiştir. Bunlar; ekonomik büyüme oranı (GRO), petrol fiyatları (OIL), reel döviz kuru ($REER$) ve dış ticaret haddi (TOT)'dir. Model seçimi yapılırken literatürde kullanılan fakat panel tekniklerde daha anlamlı sonuç veren değişkenler ve ele alınan dönemde verisi mevcut olmayan bazı değişkenler model dışında bırakılmıştır.

$$\left(\frac{CA}{Y}\right) = f\left(\frac{S-I}{Y}, GRO, OIL, REER, TOT\right) \quad (4.5)$$

Tahmin edilecek modelin doğrusal fonksiyon biçiminde gösterimi aşağıdaki gibidir. Petrol fiyatları, reel efektif döviz kuru ve dış ticaret haddi serilerini normalleştirmek amacıyla serilerin doğal logaritması kullanılmıştır.

$$\begin{aligned} \left(\frac{CA}{Y}\right)_t = & \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{CA}{Y}\right)_{t-1} + \beta_2 \left(\frac{S-I}{Y}\right)_t + \beta_3 GRO_t + \beta_4 LOIL \\ & + \beta_5 LREER_t + \beta_6 LTOT_t + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (4.6)$$

Modelde yer alan değişkenler, bunların tahminlerde kullanılan kısaltmaları ve bu değişkenlerin cari işlemler dengesi üzerindeki beklenen etkisi teorik ve ampirik literatür çerçevesinde Tablo 4.2'de özetlenmiştir.

Tablo 4.2. Modelde yer alan değişkenler ve beklenen etkileri

Değişken	Kısaltma	Beklenen Etki
Cari işlemler dengesinin GSYH'ya oranı	CA	
Yurt içi tasarrufların GSYH'ya oranı	(S-I)	+
Ekonomik büyüme	GRO	-
Petrol fiyatlarının doğal logaritması	LOIL	-
Reel efektif döviz kurunun doğal logaritması	LRER	-
Dış ticaret haddinin doğal logaritması	LTOT	+

4.4.2. Veri

Çalışmada 2002:Q1-2017:Q4 dönemine ait veriler kullanılarak Türkiye'nin cari işlemler dengesinin belirleyicileri ekonometrik yöntemlerle tahmin edilecektir. Tahmin edilecek dönemin başlangıcı olarak 2002:Q1 dönemi seçilerek Türkiye'de 2001 yılında yaşanan finansal krizin olağan üstü etkilerinin modelin dışında bırakılması amaçlanmıştır. Çünkü bu tipte güçlü etkiler model tahminlerinde sapmalar yaratabilir. Modelin bağımlı

değişkeni olan cari işlemler dengesinin GSYH'ya oranı (CA) veri seti Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (OECD)'nün veri tabanından sağlanmıştır. Yatırım ve tasarruf veri setleri TCMB'nin Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS)'nden sağlanmıştır. Türkiye'nin üç aylık frekansta yurt içi tasarruf verileri bulunmadığından tasarruflar EVDS'den elde edilen ulusal gelir hesaplarından türetilmiştir. Yurt içi tasarruflar, gayri safi yurt içi hasıladan hanehalkı tüketimi ve kamu harcamalarının çıkarılmasıyla elde edilmiştir. Modele yurt içi tasarruflar ile yatırımların farkı GSYH'ya oranlanarak (S-I) dahil edilmiştir. Çalışmada kullanılan GSYH serisi, Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından yayınlanan baz yılı 2009 olan harcama yöntemi ile hesaplanan seridir. Ekonomik büyüme oranı (GRO) TÜİK veri tabanından elde edilmiştir. Petrol fiyatları (OIL) olarak Amerikan Merkez Bankası (FED) veri tabanından sağlanan varil başına dolar cinsinden Brent petrol kullanılmıştır. Reel efektif döviz kuru (RER) olarak OECD veri tabanından sağlanan birim işgücü maliyeti bazlı veri seti kullanılmıştır. Dış ticaret haddi veri seti olarak ise TÜİK'ten sağlanan ara malı dış ticaret haddi endeksi kullanılmıştır. Ele alınan dönemde bütçe verileri ve demografik veriler Türkiye için üç aylık frekansta mevcut olmadığından bu değişkenler modele dahil edilememiştir. Çalışmada kullanılan tüm veriler ve verilerin kaynağı Tablo 4.3'te özetlenmiştir.

Tablo 4.3. Veri seti ile ilgili bilgiler

Değişken	Kısaltma	Kaynak	Açıklama
Cari işlemler dengesinin GSYH'ya oranı	CA	OECD	
Tasarruf açığının GSYH'ya oranı	(S-I)	EVDS	2009 bazlı, harcama yöntemi
Ekonomik büyüme	GRO	TÜİK	2009 bazlı, harcama yöntemi
Petrol fiyatlarının doğal logaritması	LOIL	FED	Brent petrol, dolar varil fiyatı
Reel efektif döviz kurunun doğal logaritması	LRER	OECD	Birim iş gücü maliyeti bazlı
Dış ticaret haddinin doğal logaritması	LTOT	TÜİK	Ara malı dış ticaret haddi

4.4.3. Yöntem

Çalışmada cari işlemler dengesi ile tasarruf açığı, ekonomik büyüme oranı, petrol fiyatları, reel efektif döviz kuru ve dış ticaret haddi değişkenleri arasındaki kısa ve uzun dönemlik ilişkileri ortaya koymak amacıyla ekonometrik zaman serisi tekniklerinden yararlanılmıştır. Uygun zaman serisi tekniğini belirlemek üzere ilgili değişkenlerin zaman serisi özellikleri incelenmiştir. Öncelikle serilere durağanlık testleri yapılarak bütünleşme dereceleri belirlenmiş, ardından uygun yöntem seçilerek kısa ve uzun dönem ilişkileri tespit edilmiştir. Çalışmada yer alan analizler için EViews 10 paket programı kullanılmıştır.

4.4.4. Birim kök testi

Newbold ve Granger (1974) durağan olmayan zaman serileriyle yapılan analizlerde sahte regresyon probleminin ortaya çıkabileceğini belirtmişlerdir. Gujarati, (2004, s. 798) durağanlığı şu şekilde açıklamaktadır: Dönem boyunca ortalaması ve varyansı sabit olan zaman serileri durağandır. Durağan seriler ortalamadan saptıkları takdirde ortalamasına geri dönme eğilimindedir ve dönem boyunca ortalamasının etrafında dalgalanırlar. Bir zaman serisinin durağan olup olmadığını tespit etmek için seriye birim kök testleri uygulanır. Çalışmada serilerin hangi düzeyde durağan olduklarını belirlenmesi amacıyla serilere sırasıyla Augmented Dickey-Fuller (ADF) ve Phillips-Perron (PP) birim kök testleri uygulanmıştır.

ADF birim kök testi Dickey ve Fuller (1979)'in çalışmalarına dayanmaktadır. ADF testine göre bir serinin durağan olup olmadığını belirlemek için aşağıdaki model tahmin edilir.

$$\Delta y_t = \alpha + \delta y_{t-1} + \sum_{i=1}^k \gamma_i \Delta y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (4.7)$$

Yukarıdaki modelde δ katsayısının sıfıra eşit olması durumunda seride birim kök olduğu, sıfırdan küçük olması durumunda birim köke sahip olmadığı bir başka deyişle durağan olduğu sonucuna varılır. Bununla ilgili oluşturulan sıfır hipotezi ve alternatif hipotez aşağıdaki gibidir.

$$H_0: \delta = 0$$

$$H_1: \delta < 0$$

ADF testi hata terimlerinin birbirinden bağımsız ve sabit varyanslı olduğunu varsaymaktadır. Bir başka deyişle ADF testinin varsayımına göre hata terimleri arasında otokorelasyon yoktur. Phillips ve Perron (1988) bu varsayımı eleştirerek hata terimleri arasında otokorelasyon olabileceğini göz önünde bulundurmışlardır. PP birim kök testi için sınanan regresyon modeli aşağıdaki gibidir.

$$\Delta y_t = \beta_0 + \delta y_{t-1} + \beta_1 \left(t - \frac{T}{2}\right) + \mu_t \quad (4.8)$$

Eşitlikte yer alan T gözlem sayısını ve μ_t hata terimini ifade etmektedir. Hata terimleri arasında korelasyon olmaması ve homojenlik varsayımı PP testinde gerekli değildir. PP testi için oluşturulan sıfır hipotezi ve alternatif hipotez aşağıdaki gibidir. δ katsayısının sıfıra eşit olması durumunda seride birim kök olduğu ve durağan olmadığı, δ katsayısının sıfırdan küçük olması durumunda serinin birim köke sahip olmadığı ve durağan olduğu sonucuna varılır.

$$H_0: \delta = 0$$

$$H_1: \delta < 0$$

Türkiye'nin cari işlemler dengesinin belirleyicilerine yönelik oluşturulan regresyonda kullanılacak serilere ait birim ADF ve PP birim kök testi sonuçları Tablo 4.4'te yer almaktadır.

Tablo 4.4. ADF ve PP birim kök testi sonuçları

	Augmented Dickey-Fuller				Phillips-Perron			
	Düzye		Birinci Fark		Düzye		Birinci Fark	
	t istatistiği	prob.	t istatistiği	prob.	t istatistiği	prob.	t istatistiği	prob.
CA	-2.989	0.143	-7.044	0.000	-2.989	0.143	-7.004	0.000
S-I	-2.627	0.092	-10.651	0.000	-2.779	0.066	-10.651	0.000
GRO	-4.503*	0.000	-8.076	0.000	-4.440*	0.000	-7.103	0.000
LOIL	-2.414	0.141	-6.687	0.000	-2.423	0.139	-6.612	0.000
LRER	-3.266**	0.021	-8.251	0.000	-3.288**	0.020	-8.316	0.000
LTOT	-2.622	0.094	-7.809	0.000	-2.688	0.081	-7.816	0.000

* %1 ve ** %5 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

ADF ve PP birim kök testi sonuçlarına göre %5 anlamlılık düzeyinde cari işlemler dengesi (CA), tasarruf açığı (S-I), petrol fiyatları (LOIL) ve dış ticaret haddi (LTOT) serilerinin birinci seviyeden bütünleşik I(1) olduğu; ekonomik büyüme oranı (GRO) ve reel efektif döviz kuru (LRER) serilerinin ise bütünleşik olmadığı I(0) olduğu tespit edilmiştir.

Elde edilen birim kök testi sonuçlarına göre Türkiye'nin cari işlemler dengesi ile seçilmiş makroekonomik değişkenler arasındaki kısa ve uzun dönemli ilişkilerin araştırıldığı bu çalışmada Pesaran ve Shin (1999) tarafından geliştirilen, daha sonra Pesaran vd. (2001) tarafından gözden geçirilen farklı dereceden bütünleşik serilerle analiz yapmaya olanak tanıyan Gecikmesi Dağıtılmış Otoresif Model (ARDL) yönteminin kullanılmasının uygun olduğuna karar verilmiştir.

ARDL yaklaşımı değişkenler arasındaki kısa ve uzun dönem ilişkilerini ve eşbütünleşmeyi değerlendirme konusunda geleneksel yaklaşımlara göre birçok avantaj sağlamaktadır. Öncelikle Johansen testi (Johansen, 1991), Engle ve Granger nedensellik testi (Engle ve Granger, 1987) ve Vektör Otoresif Model (VAR) gibi geleneksel eşbütünleşme yöntemlerinin aksine ARDL yaklaşımı ile farklı dereceden bütünleşik, başka bir ifadeyle I(0) ve I(1) değişkenler birlikte analiz edilebilmektedir (Duasa, 2007). Fakat ARDL yaklaşımı ikinci dereceden bütünleşik I(2) olan serilere uygulanamamaktadır. Yaklaşımın aynı anda düzeyde durağan I(0) ve birinci farkında durağan I(1) serilere uygulanabilmesi özellikle ekonomik zaman serilerinin kullanıldığı analizlerde önemli bir avantaj sağlamaktadır. ARDL ve VAR modelleri birbirleri ile kıyaslanırsa, VAR yaklaşımının uygulanabilmesi için tüm serilerin durağan olması gerekmektedir. Testin gerçekleştirilebilmesi için durağan olmayan serilerin birinci farkı alınmaktadır. Fakat serilere uygulanan fark alma işlemi, değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkilerin kaybedilmesine neden olmaktadır (Brooks, 2014, s. 340). Aksine, ARDL yaklaşımında verilere bu tipte bir düzeltme yapılması gerekmediğinden değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkileri kaybolmamaktadır. Buna göre ARDL yaklaşımı ile durağan olmayan serilerle çalışmaktan kaynaklanan sorunlar nispeten giderilmektedir. Ayrıca VAR modelinden farklı olarak ARDL yönteminde ele alınan tüm değişkenlerin gecikme uzunluklarının aynı olması gerekmemektedir. ARDL yönteminin bir başka avantajı da ele alınan değişkenlerin kısa ve uzun dönem dinamiklerinin birlikte tahmin edilmesine olanak tanmasıdır. ARDL, ele alınan modele doğrusal dönüşüm uygulayarak Hata Düzeltme Modeli (ECM) elde edilmesini mümkün kılar böylece uzun

dönem bilgisini kaybetmeden kısa ve uzun dönem ilişkilerini birleştirir. Buna göre değişkenler arasındaki kısa ve uzun dönem ilişkileri aynı anda değerlendirmeye olanak tanır. Son olarak birçok eşbütünleşme tekniği gözlem sayısına oldukça duyarlıdır, buna karşın ARDL yöntemi diğer tekniklerin aksine sınırlı gözlem sayılarında bile tutarlı ve güvenilir sonuçlar üretmektedir.

4.4.5. ARDL sınır testi yaklaşımı

ARDL yöntemi ile değişkenler arasındaki eşbütünleşme ilişkisinin sınaması yapılmadan önce araştırılacak model ARDL biçiminde ifade edilir. Bu kapsamda 4.6 numaralı eşitlikte yer alan modelin ARDL biçimi aşağıdaki gibi sunulmuştur.

$$\begin{aligned}
CA_t = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \alpha_{1i} \Delta CA_{t-i} + \sum_{i=0}^n \alpha_{2i} \Delta (S - I)_{t-i} \\
& + \sum_{i=0}^p \alpha_{3i} \Delta GRO_{t-i} + \sum_{i=0}^q \alpha_{4i} \Delta LOIL_{t-i} + \sum_{i=0}^r \alpha_{5i} \Delta LREER_{t-i} \\
& + \sum_{i=0}^s \alpha_{6i} \Delta LTOT_{t-i} + \lambda_1 CA_{t-1} + \lambda_2 (S - I) + \lambda_3 GRO_{t-1} \\
& + \lambda_4 LOIL_{t-1} + \lambda_5 LREER_{t-1} + \lambda_6 LTOT + \varepsilon_t
\end{aligned} \quad (4.9)$$

Denklemden Δ ile birinci fark işlemcisi; λ ile uzun dönem katsayıları; ε_t ile hata terimi temsil edilmektedir. ΔCA 'nın gecikmeli değerleri, $\Delta(S - I)$, ΔGRO , $\Delta LOIL$, $\Delta LREER$ ve $\Delta LTOT$ 'un ise gecikmesiz ve gecikmeli değerleri değişkenler arasındaki kısa dönem ilişkilerini analiz etmek üzere modelde yer almaktadır. Modelde yer alan m , n , p , q , r ve s katsayıları ele alınan değişkenlerin gecikme uzunluğunu göstermektedir.

ARDL sınır testi yaklaşımı ile değişkenlerin kısa ve uzun dönem dinamiklerinin araştırılması süreci birkaç aşamadan oluşmaktadır. İlk olarak ARDL modeli (36 numaralı eşitlik) Basit En Küçük Kareler Yöntemi (OLS) ile tahmin edilerek uzun dönem ilişkilerinin araştırılabilmesi için gecikmeli değişkenlerin birlikte anlamlı olup olmadığı F testi ile sınanır. F testi için oluşturulan sıfır hipotezi (H_0) ve alternatif hipotez (H_1) aşağıda sunulmuştur. Sıfır hipotezi, değişkenler arasında eşbütünleşmenin bir başka ifadeyle uzun dönemli ilişkinin bulunmadığını, alternatif hipotez ise değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin veya eşbütünleşmenin bulunduğunu ifade etmektedir.

$$H_0: \lambda_1 = \lambda_2 = \lambda_3 = \lambda_4 = \lambda_5 = \lambda_6$$

$$H_0: \lambda_1 \neq \lambda_2 \neq \lambda_3 \neq \lambda_4 \neq \lambda_5 \neq \lambda_6$$

Modelin hesaplanmış olan F istatistik değeri Pesaran vd. (2001) tarafından belirtilen alt ve üst sınırlar ile karşılaştırılır. F istatistik değeri tabloda belirtilen alt sınırdan küçükse eşbütünleşmenin olmadığını ifade eden H_0 hipotezi reddedilmez, aksine F istatistik değeri üst sınırdan büyükse H_0 reddedilir ve modelde ele alınan değişkenlerin arasında uzun dönemli ilişkinin var olduğu sonucuna varılır. Hesaplanmış F istatistiği belirtilen alt ve üst sınırın arasında kalıyor ise karar verilemez, başka teknikler vasıtasıyla eşbütünleşme araştırılır.

Değişkenler arasında eşbütünleşme olup olmadığı tespit edildikten sonra bir sonraki aşamada değişkenlerin uygun gecikme uzunlukları Akaike, Schwarz ve Hannan-Quinn gibi bilgi kriterlerine başvurulur ve belirlenir. Kriterler arasından en küçük değeri sağlayan gecikme uzunluğu seçilir.

Bir sonraki aşamada, ele alınan değişkenlerle bir hata düzeltme modeli belirlenir ve tahmin edilir. Bu çalışmada tahmin edilecek hata düzeltme modeli aşağıdaki eşitlikte sunulmuştur.

$$\begin{aligned}
CA_t = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \alpha_{1i} \Delta CA_{t-i} + \sum_{i=0}^n \alpha_{2i} \Delta (S - I)_{t-i} + \sum_{i=0}^p \alpha_{3i} \Delta GRO_{t-i} \\
& + \sum_{i=0}^q \alpha_{4i} \Delta LOIL_{t-i} + \sum_{i=0}^r \alpha_{5i} \Delta LREER_{t-i} + \sum_{i=0}^s \alpha_{6i} \Delta LTOT_{t-i} \\
& + \varphi ECM_{t-1} + \varepsilon_t
\end{aligned} \tag{4.10}$$

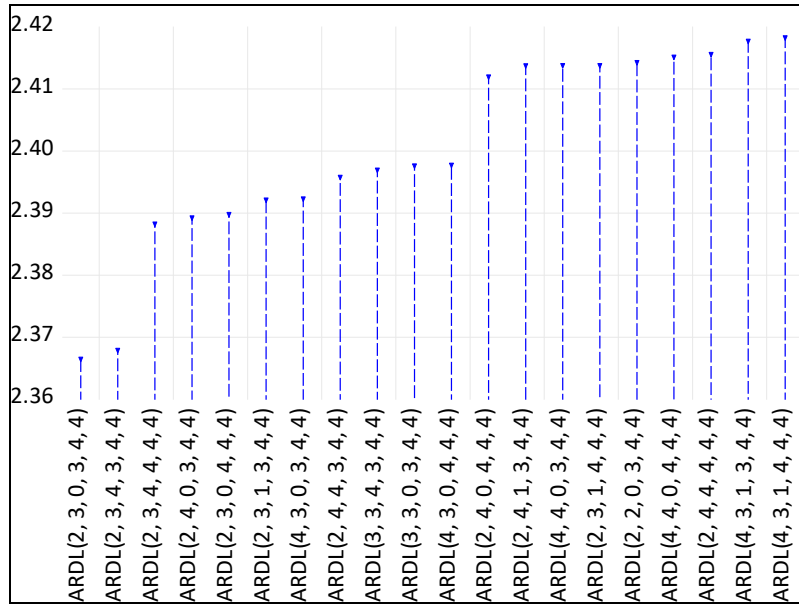
Eşitlikte yer alan $\alpha_1, \alpha_2, \dots$ ve α_6 katsayıları kısa dönem dinamik katsayılarıdır. Hata düzeltme teriminin katsayısı, φ , ekonomide kısa dönemde meydana gelebilecek bir şok karşısında modelin uzun dönem dengesine yeniden dönme hızını göstermektedir. Söz konusu katsayının istatistiksel olarak anlamlı ve negatif olması gerekmektedir.

Modelin istikrarlı olup olmadığının Brown vd. (1975)'nin geliştirdiği Birikimli Toplam (CUSUM) ve Birikimli Kareler Toplamı (CUSUMSQ) testleri ile sınanması önerilmektedir. Hesaplanmış olan CUSUM ve CUSUMSQ istatistiklerinin grafikleri %5 anlamlılık düzeyini gösteren kritik sınırlar içerisinde kalıyorsa modelin istikrarlı olduğu sonucuna varılır.

4.4.6. Ampirik Bulgular

ARDL sınır testi kapsamında ele alınan değişkenlere öncelikle ADF ve PP birim kök testleri uygulanarak modelde yer alan serilerin hiç birinin ikinci dereceden bütünleşik, I(2) olmadığından emin olunmuştur (Tablo 4.4). Çünkü Pesaran vd. (2001) tarafından belirtilen kritik değerler serilerin sadece I(0) ve I(1) oldukları durumlarda geçerlidir.

Akaike Bilgi Kriteri (AIC)'ne başvurulmuş en yüksek F istatistiğini sağlayan, uygun gecikme uzunluğuna sahip modelin ARDL(2,3,0,3,4,4) olduğu tespit edilmiştir (Tablo 4.5). Buna göre CA'nın 2 gecikmesi, (S-I)'nin 3 gecikmesi, GRO'nun cari değeri, LOIL'in 3 gecikmesi, LRER'in 4 ve LTOT'un 4 gecikmesi modele dahil edilmiştir. AIC'ne göre uygun modellerin sıralaması Şekil 4.1'de yer almaktadır.



Şekil 4.1. Akaike bilgi kriterine göre belirlenen en iyi 20 model

Tablo 4.5. Eşbütünleşme için sınır testi sonuçları

Hesaplanan F istatistiği: 7.253	Kritik Değerler	
	Alt Sınır I(0)	Üst Sınır (1)
%1 anlam düzeyi	3.06	4.15
%5 anlam düzeyi	2.39	3.38
%10 anlam düzeyi	2.08	3.00

Değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığının tespit edilmesinden sonra, seriler arasındaki kısa ve uzun dönemli ilişkilerin analiz edilebilmesi için ARDL modeli tahmin edilmiştir. Daha önce belirlenmiş olan ARDL(2,3,0,3,4,4) modelinin tahmin sonuçları ve çeşitli tanısal test sonuçları Tablo 4.6’da sunulmuştur.

Tablo 4.6. ARDL (2,3,0,3,4,4) modeline ait tahmin ve tanısal test sonuçları

Değişken	Bağımlı Değişken: CA		
	Katsayı	t-istatistiği	prob.
CA _{t-1}	0.5590	4.3033*	0.0001
CA _{t-2}	-0.2670	-2.1769**	0.0352
S-I	20.7250	2.1569**	0.0368
S-I _{t-1}	16.0987	1.4999	0.1411
S-I _{t-2}	-41.4133	-3.9034*	0.0003
S-I _{t-3}	18.8230	1.8585***	0.0701
GRO	-0.1675	-4.6166*	0.0000
LOIL	-2.3634	-3.3193*	0.0019
LOIL _{t-1}	0.3673	0.3704	0.7129
LOIL _{t-2}	1.9334	2.0459**	0.0471
LOIL _{t-3}	-1.4447	-2.1179**	0.0401
LRER	1.0659	0.5821	0.5636
LRER _{t-1}	-1.2787	-0.5673	0.5736
LRER _{t-2}	0.8066	0.3657	0.7164
LRER _{t-3}	0.5978	0.2705	0.7881
LRER _{t-4}	-5.6940	-3.0403*	0.0041
LTOT	-0.8987	-0.4444	0.6590
LTOT _{t-1}	2.5676	1.0509	0.2993
LTOT _{t-2}	-2.2101	-0.8867	0.3803
LTOT _{t-3}	5.2089	2.0657**	0.0451
LTOT _{t-4}	-6.3885	-3.3212***	0.0019
C	32.6207	2.7653*	0.0084
R ² =0.931	F=27.060	Durbin Watson d=1.916	
Tanısal Testler			
Otokorelasyon LM Testi	0.143 (0.866)		
Değişen Varyans B-P-G Testi	0.867 (0.628)		
JB Normallik Testi	2.844 (0.241)		
Ramsey RESET Testi	2.245 (0.141)		

*%1 düzeyinde, **5 düzeyinde, ***%10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir. Tanısal test istatistiklerinin yanında parantez içinde yer alan değerler olasılık değerleridir.

Tahmin sonuçlarına göre cari açığın bir ve iki dönem gecikmeli, tasarruf açığının cari ve iki dönem gecikmeli, büyümenin cari, petrol fiyatlarının cari, iki ve üç dönem

gecikmeli, reel efektif döviz kurunun dört dönem gecikmeli, dış ticaret haddinin üç ve dört dönem gecikmeli katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir.

Modele uygulanan tanısal testlerde modelde herhangi bir ekonometrik problemin bulunmadığı tespit edilmiştir. Tablo 4.6’te sunulan değerlere göre Breusch-Godfrey LM testine göre modelde otokorelasyon olmadığını ifade eden sıfır hipotezi kabul edilir. Modelde White testi yapılabilmesi için yeterli gözlem sayısı olmadığından değişen varyans sorunu olup olmadığını sınamak için Breusch-Pagan-Godfrey testi kullanılmıştır (Breusch ve Pagan, 1979; Godfrey, 1978). Breusch-Pagan-Godfrey testine göre modelde sabit varyans olduğunu ifade eden sıfır hipotezi kabul edilir. Jarque Bera normallik testi sonucuna göre hata terimlerinin normal dağıldığı sıfır hipotezi kabul edilir. Ramsey’in Model Belirleme Hatası Testi (RESET)’ne göre ise model belirleme hatası yapılmadığı yönündeki sıfır hipotezi kabul edilir. Tüm bu sonuçlara göre modelin doğru bir biçimde belirlendiği sonucuna varılmıştır.

ARDL (2,3,0,3,4,4) modeline ait belirlenen uzun dönem katsayıları ve istatistiksel sonuçlar Tablo 4.7’de yer almaktadır. Buna göre uzun dönemde tasarruf açığının cari denge üzerinde pozitif ve %10 seviyesinde anlamlı bir etkisi vardır. Ekonomik büyümenin ve petrol fiyatlarının tahmin edilen uzun dönem katsayıları ise negatif ve %1 düzeyinde anlamlıdır. Ayrıca reel efektif döviz kuru %5 anlamlılıkla uzun dönemde cari denge üzerinde negatif etki yaratmaktadır. Ticaret haddinin uzun dönemde cari denge üzerinde anlamlı bir etkisi tespit edilememiştir. Bu ampirik bulgular Türkiye’de uzun dönemde tasarruf ve yatırım farkının cari dengeyi olumlu; büyüme oranı, petrol fiyatları ve reel efektif döviz kurundaki artışların ise olumsuz etkilediğini göstermektedir. Ayrıca ticaret haddinin uzun dönemde cari denge üzerinde etkisinin bulunmadığı gözlenmiştir.

Tablo 4.7. ARDL (2,3,0,3,4,4) modeline ait uzun dönem katsayıları

Değişken	Bağımlı Değişken: CA		
	Katsayı	t-istatistiği	Prob.
S-I	20.1058	1.9142***	0.0624
GRO	-0.2367	-4.4181*	0.0001
LOIL	-2.1293	-2.7968*	0.0078
LRER	-6.3600	-2.0336**	0.0483
LTOT	-2.4306	-1.1256	0.2667
C	46.0791	2.4538**	0.0184

* %1 düzeyinde ** %5 ve *** %10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Çalışmada ARDL (2,3,0,3,4,4) modeline ait uzun dönem katsayıları belirlendikten sonra uzun dönem modelinden elde edilmiş olan hata terimlerinin bir dönem gecikmeli serisinin modele eklenmesiyle bir hata düzeltme modeli oluşturularak, kısa dönem modeli elde edilmiştir. Daha önce oluşturulmuş olan hata düzeltme modelinde (38 numaralı eşitlik) yer alan ECM_{t-1} değişkeni uzun dönem tahminlerinden elde edilmiş olan artıkların bir dönem gecikmeli değeridir. Bu değişkenin katsayısı, ϕ , hata düzeltme terimi olarak adlandırılmaktadır. ARDL modelinden elde edilmiş olan kısa dönem dinamiklerini gösteren katsayılar ve hata düzeltme katsayısı Tablo 4.8’de yer almaktadır. Hata düzeltme katsayısı ekonomide kısa dönemde meydana gelebilecek bir şok karşısında modelin uzun dönem dengesine yeniden dönme hızını göstermektedir. Katsayının istatistiksel olarak 0 ile -1 arasında olması gerekmektedir. Modelimizde tahmin edilen -0.70 hata düzeltme katsayısı şu şekilde yorumlanabilir: Açıklayıcı değişkenlerde bir önceki dönemde meydana gelen bir şokun sonrasında, cari işlemler hesabında oluşan dengesizliğin %70’i cari dönemde kapatılarak, cari işlemler yeniden uzun dönem dengesine hareket eder. Bir başka ifadeyle modeldeki açıklayıcı değişkenlerde meydana gelen bir şok sonrasında cari denge yaklaşık bir buçuk dönem sonra uzun dönem dengesine geri döner. Bu değer Türkiye ekonomisinde oldukça hızlı bir ayarlanma süreci olduğunu göstermektedir.

Tablo 4.8. ARDL (2,3,0,3,4,4) modeline ait hata düzeltme gösterimi

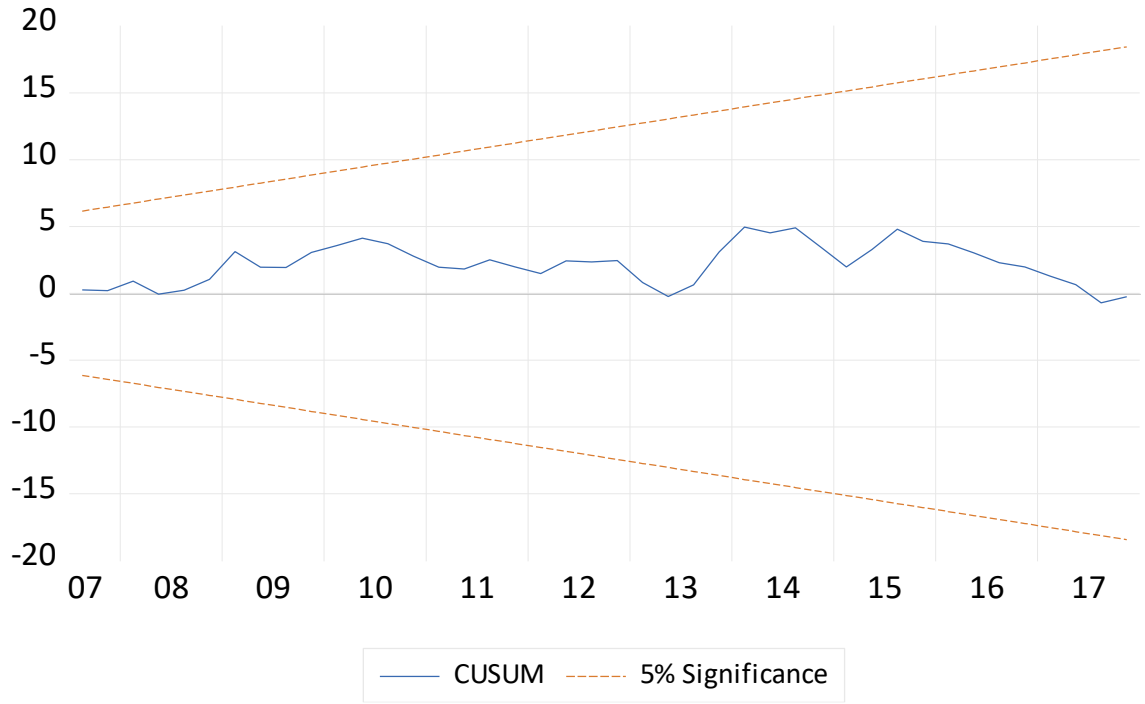
Değişken	Bağımlı Değişken: ΔCA		
	Katsayı	t-istatistiği	Olasılık
ΔCA_{t-1}	0.2670	2.5469**	0.0146
$\Delta S-I$	20.7250	2.6026**	0.0127
$\Delta S-I_{t-1}$	22.5903	2.7589*	0.0086
$\Delta S-I_{t-2}$	-18.8230	-2.2234**	0.0316
$\Delta LOIL$	-2.3634	-4.0361*	0.0002
$\Delta LOIL_{t-2}$	1.4447	2.4378**	0.0191
$\Delta LRER_{t-1}$	4.2897	2.4779**	0.0173
$\Delta LRER_{t-2}$	5.0963	3.2932**	0.0020
$\Delta LRER_{t-3}$	5.6940	3.6202**	0.0008
$\Delta LTOT_{t-1}$	3.3896	2.0980**	0.0420
$\Delta LTOT_{t-3}$	6.3885	3.7046*	0.0006
ECM_{t-1}	-0.7079	-7.6174*	0.0000

* %1 düzeyinde, ** %5 düzeyinde, *** %10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir. Katsayıları anlamsız olan değişkenler tabloda gösterilmemiştir.

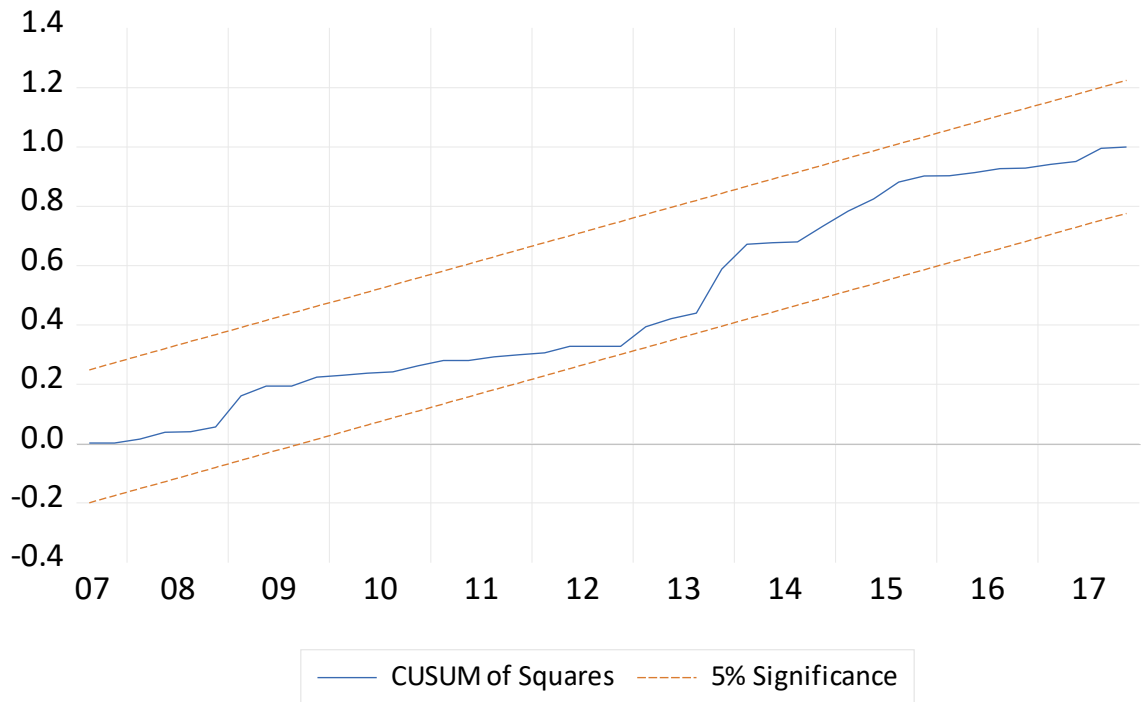
Hata düzeltme modeline göre kısa dönemde cari dengenin bir dönem önceki değerinin bu dönemki cari denge üzerinde pozitif bir etkisi vardır. Kısa dönemde tasarruf açığı hem düzeyde hem de bir ve iki dönem gecikmeli olarak cari işlemler dengesi üzerinde %5 anlamlılık seviyesinde pozitif etkiye sahiptir. Yine kısa dönemde petrol fiyatları düzeyde cari işlemler dengesi üzerinde %1 anlamlı ve negatif etkiye sahiptir. Petrol fiyatlarının iki dönem gecikmeli pozitif etkisi teori ile örtüşmemektedir. Petrol ithal eden ülkeler açısından katsayının negatif olması beklenmektedir. Kısa dönemde reel efektif döviz kurunun gecikmeli değerleri ile cari işlemler hesabı arasındaki ilişki pozitif ve %5 anlamlıdır. Ayrıca hata düzeltme modeline göre dış ticaret haddinin bir ve üç dönem gecikmeli değerinin kısa dönemde cari işlemler dengesi üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkisi söz konusudur.

Analizde kullanılan ARDL modelinin istikrarlı olup olmadığı CUSUM ve CUSUMSQ testleri ile sınımlanmaktadır. Şekil 4.2 ve Şekil 4.3'te CUSUM ve CUSUMSQ test sonuçları gösterilmiştir. Şekillere göre test istatistikleri anlamlılık düzeyi olarak %5'i temsil eden sınırların dışına çıkmadığından elde edilen katsayıların istikrarlı olduğu çıkarımı yapılabilir.

Şekil 4.2 ve Şekil 4.3'te yer alan CUSUM ve CUSUMSQ test sonuçlarına göre tahmin edilen cari işlemler dengesi modeli iktisat politikası belirlenmesi amacı ile kullanılabilir. Çünkü modelde yer alan parametreler ele alındığında dönemde istikrarlıdır, modelin bağımsız değişkenlerinde oluşabilecek politika değişiklikleri cari işlemler dengesi üzerinde öngörülemez sıçramalar yaratmayacaktır.



Şekil 4.2. CUSUM testi sonuçları



Şekil 4.3. CUSUMSQ testi sonuçları

SONUÇ

Ekonomik istikrarın sağlanabilmesi ve sürdürülebilmesi için iç dengenin olduğu kadar dış dengenin sağlanması da önem arz etmektedir. Günümüzde neredeyse tüm ekonomiler dışa açıktır ve dış dünya ile etkileşim halindedir. Bir ekonominin dış dünya ile ekonomik etkileşimleri ödemeler bilançosu aracılığı ile takip edilir. Ödemeler bilançosu içerisinde bir ekonomi yerleşiklerinin yabancı yerleşikler ile gerçekleştirdiği reel ekonomik işlemler cari işlemler hesabında gösterilir. Cari işlemler hesabının istikrarlı ve sürdürülebilir bir yapıda olması sağlıklı bir ekonomik büyüme ve kalkınma süreci için oldukça önemlidir. Cari işlemler hesabında ortaya çıkan dengesizlikler, ekonomiyi dış şoklara karşı kırılgan hale getirmekte, dolayısıyla bir bütün olarak ekonomiyi olumsuz etkilemektedir. Bu açıdan cari işlemler dengesizliklerine hangi olguların neden olduğunu saptamak yürütülecek ekonomi politikalarının belirlenmesi açısından önemlidir.

Gelişmekte olan bir ekonomi olan Türkiye, dışa açık bir ekonomi haline geldikten sonra kriz yılları hariç neredeyse her yıl cari açık vermiş ve cari açığın GSYH'ya oranı giderek artmıştır. Bu durum Türkiye'yi cari açığını finanse etmek üzere yabancı sermaye hareketlerine bağımlı bir hale getirmiştir. Ekonomik ve siyasi gelişmelere oldukça hassas olan yabancı sermaye, olumsuz gelişmelerin yaşandığı dönemlerde hızla ekonomiyi terk ederek Türkiye ekonomisini krize sürüklemiştir. Bunun en çarpıcı örneği 2001 yılında yaşanan finansal krizdir. Kriz, yarattığı ekonomik daralmayla birlikte dramatik bir toplumsal bunalıma neden olmuş ve uzun süre etkisini sürdürmüştür. Böylesi bir dönemin yeniden yaşanmaması ve ekonomik refahın yükseltilebilmesi için Türkiye'nin dış alemlerle ilişkisini yansıtan en önemli gösterge olan cari işlemler dengesinin yapısını, dinamiklerini ve belirleyicilerini saptamak bu çalışmanın temel amacıdır.

Küresel krizin ardından krizin daraltıcı etkileriyle mücadele etmek üzere FED miktarsal genişleme programına başlamıştır bu yolla piyasadaki kamu ve özel sektöre ait borçlanma senetlerini satın alarak piyasalara likidite sunmuştur. Ardından İngiltere, Avrupa Birliği ve Japonya merkez bankaları da benzer programlarla piyasaya önemli miktarda likidite sunmuşlardır. Bu dönemde özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından bir likidite bolluğu yaşanmıştır ve bu ekonomiler yatırımlarını finanse etmek üzere önemli miktarda yabancı sermaye sağlamıştır. FED 2013 yılında miktarsal genişleme programını durduracağını sinyali vermiş ve 2014 yılında durdurmuştur. 2018 yılında Avrupa Birliği Merkez Bankası da miktarsal genişleme programını aşamalı olarak durduracağını açıklamıştır. İngiltere ve Japonya merkez bankalarından da gelecek

yıllarda benzer açıklamalar beklenmektedir. Bu durum, küresel kriz sonrasında yaşanan likidite bolluğu döneminin sonuna gelindiğine işaret etmektedir. Önemli merkez bankalarının faiz artırma kararları da bu duruma eklenince yakın gelecekte gelişmekte olan ülkeler için yabancı kaynak bulmak daha zor hale gelecek ve bulunan finansmanın maliyeti ise yükselecektir. Ekonomik büyümesini önemli ölçüde yabancı kaynaklar ile finanse eden Türkiye ekonomisi açısından da dünyada daralan likidite önemli finansman sorunlarına neden olabilir. Bu yüzden günümüzde Türkiye’de cari açık konusunun önemi çok artmıştır. Bu çalışmanın günümüzde yaşanan likidite daralması sürecinde cari açık sorununu ele alması nedeniyle önemli bir sorunu ele aldığı düşünülmektedir.

Çalışmanın birinci bölümünde ödemeler dengesine ilişkin kavramlar IMF’nin ödemeler dengesi altıncı el kitabı kapsamında tanıtılmış, ödemeler bilançosunda denkliğin nasıl sağlandığı açıklanmıştır. Buna göre yurt içi tasarrufları yurt içi yatırımlarını finanse etmekte yetersiz olan bir ekonomi cari açık vermektedir. Yatırımların yurt içi tasarruflarla karşılanamayan kısmı da finans hesabı yoluyla yabancıların tasarrufları tarafından karşılanmaktadır. Yabancı tasarrufların da cari açığı finanse etmekte yetersiz kalması durumunda kalan kısım ekonominin para otoritesi tarafından tutulan resmi rezervlerle karşılanmaktadır.

İkinci bölümde cari işlemler dengesini açıklamaya yönelik başlıca teoriler ele alınmıştır. Bunlar arasında esneklikler yaklaşımı, Marshall-Lerner koşulunun sağlanması durumunda, devalüasyon yoluyla ekonomideki dış ticaret açıklarının giderileceğini savunmaktadır. Yaklaşım sadece dış ticaret dengesini ele alması, cari işlemler hesabının diğer hesaplarını ve finans hesabı hareketlerini ihmal etmesi nedeniyle eleştirilmektedir. Toplam harcama yaklaşımı ise döviz kurundaki değişimler ile gelir arasındaki ilişkiye vurgu yapmaktadır. Yaklaşım göre ekonomi tam istihdam düzeyinin altında faaliyet gösteriyorsa devalüasyon ulusal geliri artırmada başarılı olurken, tam istihdam düzeyinin üzerinde faaliyet göstermesi durumunda ise devalüasyon başarılı olmamakla birlikte enflasyona neden olabilir.

Mundell-Fleming modeli dış dengesizlikleri gidermek üzere uygulanacak para ve maliye politikalarının etkinliğinin ekonomide uygulanan kur rejimine ve sermaye hareketlerinin faiz oranına duyarlılığına bağlı olduğunu savunur. Yaklaşım göre sabit kur rejiminde maliye politikaları daha etkiliyken bu etkinlik sermayenin hareketliliği arttıkça zayıflar. Esnek kur rejimlerinde ise para politikaları daha etkiliyken bu etki

sermaye hareketliliği azaldıkça zayıflar. Mundell-Fleming modeli tek bir politika değil, para ve maliye politikalarının bileşiminden oluşan bir politika demeti önermektedir.

Parasalıcı yaklaşım ödemeler dengesinin tamamen parasal bir olgu olduğunu öne sürmektedir. Yaklaşımına göre kur değişimlerinin ödemeler dengesi üzerindeki etkisi geçici olup fiyat düzeylerinin değişmesine neden olur. Fiyat düzeyindeki değişimlerin para talebini etkilemesi yoluyla toplam harcamalar değişir ve ortaya çıkan cari açık veya cari fazla hızlı bir şekilde kendiliğinden giderilir.

Portföy dengesi yaklaşımına göre yatırımcılar yerli ve yabancı para ve tahvillerden oluşan portföyler oluştururlar, bu portföylerin bileşimi de ekonominin portföyü oluşturur. Yurt içi ve yurtdışındaki varlıkların faiz oranlarında meydana gelen değişimler, bu varlıklara olan talebi etkileyerek döviz kurunun ve dolayısıyla cari dengenin değişmesine neden olur.

Dönemler arası yaklaşım, cari işlemler dengesinin dinamik yatırım ve tasarruf kararlarından etkilendiğini savunmaktadır. Yaklaşımına göre ekonomide meydana gelen şoklar yatırım ve tasarruf kararlarını etkiler. Bugünkü tüketimin artmasına neden olan şoklar, bugünkü tasarrufların azalmasına neden olarak ekonominin cari açık vermesine neden olur. Benzer şekilde gelecekteki yatırımların beklenen karlılığında meydana gelen artışlar, bugünkü yatırımların azalmasına neden olacağından ekonominin cari fazla vermesine neden olur. Sonuç olarak cari denge tüketimin dönemler arasında ikame edilmesine olanak tanınması yoluyla tasarruf ve yatırım kararlarından etkilenir.

Üçüncü bölümde Türkiye'nin cari açığının yapısı ele alınmıştır. 24 Ocak kararları ile Türkiye ekonomisi dışa açılma sürecinde önemli adımlar atmıştır. Bu tarihten sonra dışa açılma yolunda hızla ilerleyen Türkiye'nin ihracatı ve ithalatı hızla artmıştır. Türkiye ekonomisi 2001 krizi sonrasında sürekli olarak cari açık vermektedir. Türkiye'nin cari açığını temel olarak dış ticaret açığı yönlendirmektedir. Dış ticaret açığının en önemli nedeni sanayi üretiminde ithal girdilere olan bağımlılıktır. Bu bağımlılık Türkiye'nin yurt içi üretimini ve ihracatını dolayısıyla ekonomik büyümesini ithalata bağımlı hale getirmektedir. Hızlı ve istikrarlı bir şekilde ekonomik büyümeyi amaçlayan Türkiye'nin üretiminin artması için ithalatının da artması kaçınılmaz olmaktadır. Bu da dış ticaret açığının hızla büyümesine neden olmaktadır.

Dış ticaret açığının bir diğer nedeni Türkiye'nin enerjide dışa olan bağımlılığıdır. Fosil yakıt kaynaklarına sahip olmayan Türkiye yurtdışından yoğun bir şekilde enerji ithal etmektedir. Enerjinin ithal ikamesi olmaması nedeniyle Türkiye'nin enerji ithalat

faturasını azaltması yakın gelecekte kolay olmayacaktır. Son yıllarda artan altın ticareti de ithalatı artırmakta ve cari dengeyi olumsuz etkilemektedir.

Ayrıca Çin ve Hindistan gibi küresel piyasalardaki hızla büyüyen ekonomilerin yarattığı rekabet baskıları da son yıllarda dış ticaret açığının artmasına neden olmaktadır. Üretim maliyetleri oldukça düşük olan bu ekonomiler karşısında yerli üreticilerin rekabet gücü oldukça düşük kalmaktadır.

2002-2017 dönemi boyunca toplam ithalatın yaklaşık olarak %70'i ara mallarından oluşmaktadır. Yatırım malları ithalatı toplam ithalatın %15'i seviyesinde gerçekleşmektedir. Tüketim mallarının ithalatı ise %12 düzeyinde istikrarlıdır. Yatırım ve ara mallarındaki yüksek ithalat oranları Türkiye'de sanayi üretiminin ithalata bağımlı olmasına neden olmaktadır.

Türkiye'nin ihracatının çok önemli bir kısmını ara mal ve tüketim malları oluşturmaktadır. Yatırım malı ihracatının payı nispeten düşüktür. 2017 yılında ara malı ihracatı toplam ihracatın %47'sini oluştururken, tüketim malı ihracatı %40'ını oluşturmaktadır. Türkiye'nin ara malı ihracatının yaklaşık %70'ini işlenmiş sanayi hammaddeleri oluşturmaktadır. İthalatta ve ihracatta ara mallarının payının yüksek olması ithalatın döviz kuru esnekliklerinin katı olmasına neden olmaktadır.

Hizmet gelirleri Türkiye'nin cari işlemler dengesine olumlu katkı sağlamaktadır. Dış ticaret açığının cari işlemler dengesinde yarattığı olumsuzlukları nispeten gidermektedir. Bunlar arasından seyahat ve taşımacılık hizmetlerinden sağlanan gelirler Türkiye'ye önemli miktarda döviz girmesine neden olmaktadır. Cari açıkla mücadele noktasında turizm gelirlerinin artırılması önem arz etmektedir.

Türkiye'nin birincil gelir dengesi ele alınan dönem boyunca negatiftir ve cari açığı önemli miktarda beslemektedir. Birincil gelir dengesinde 2017 yılında gerçekleşen 11.1 milyar dolarlık açık, cari açığın yaklaşık olarak %24'ünü oluşturmaktadır. Birincil gelir dengesindeki açığın nedeni cari açığın finansmanı için yurtdışından sağlanan sermayeye ödenen yüksek kâr payı ve faiz ödemeleridir. Böylesi yüksek yatırım geliri ödemeleri hem Türkiye'nin cari açıkla mücadelesini güçleştirmekte hem de cari açığın sürdürülebilirliğini olumsuz etkilemektedir.

2002-2017 döneminde reel efektif döviz kuru ile ithalat arasında güçlü bir pozitif ilişki gözlenmiştir. Reel efektif döviz kurunun yükseldiği dönemlerde ithalatın GSYH içindeki payı da yükselmiş, reel döviz kurunun düştüğü dönemlerde ithalatın payı da

azalmıştır. Fakat reel döviz kuru ile ihracat arasında güçlü bir negatif ilişki gözlenememiştir.

Türkiye’de büyüme ile cari açık birbiriyle aynı yönde ve birlikte hareket etmektedir. Yüksek büyüme oranlarının gerçekleştiği dönemlerde cari açık önemli ölçüde artmıştır. Daralma dönemlerinde ise büyüme oranı ile birlikte cari açık da azalmıştır. Küresel likidite koşullarındaki olumlu gelişmelerin yaşandığı dönemlerde Türkiye’ye sermaye girişi hızlanmakta, sermaye girişleri büyümeyi desteklerken aynı anda TL’nin değerlenmesine neden olmaktadır. TL’deki değerlenme ise tüketim ve yatırımları etkileyerek cari açığın büyümesine neden olmaktadır. Bu durum Türkiye’de büyümenin dış tasarruflara olan bağımlılığını göstermektedir. Bu nedenle yabancı yatırımcıların neden olabileceği sermaye çıkışları ve ani duruşlar ekonomiyi kırılgan bir hale getirmektedir. Büyümenin iç tasarruflardaki artış yoluyla finanse edilmesi ekonominin istikrarı açısından önemlidir.

Cari açık 2002-2008 döneminde ağırlıklı olarak uzun vadeli yabancı sermaye yatırımları ile finanse edilmiş bu dönemde resmi rezervler finans hesabı fazlası nedeniyle önemli miktarda yükselmiştir. Bu duruma TL’deki değerlenme ile birlikte hızlı ekonomik büyüme eşlik etmiştir. Küresel krizin ardından 2010-2017 döneminde cari açığın finansman yapısı değişerek ağırlıklı olarak kısa vadeli sermaye ile finanse edilmeye başlamıştır. TCMB bu durumu finansal ve makroekonomik bir risk unsuru olarak algılayarak makro ihtiyati politikalar yürütmeye başlamıştır. Bu politikalarla birlikte cari açık nispeten azalmış fakat bununla birlikte ekonomik büyümenin hızı da yavaşlamıştır.

Türkiye’de kamu ve özel sektör tasarruf açıkları birbirinin aksi yönde gelişmektedir. Buna göre özel sektör açıkları kamu açıklarına önemli ölçüde duyarlıdır. Dönem içerisinde kamunun dışlama etkisinin azalması, özel sektörün finansman kısıtlarının azalması ve yüksek büyüme beklentileriyle birlikte özel sektör yatırımları artmaya başlamıştır. Küresel likidite koşullarındaki olumlu gelişmeler ayrıca özel sektörün yatırımlarını uluslararası sermaye yoluyla finanse edebilmesine olanak tanımış böylece cari açık verme pahasına tüketim ve yatırım harcamaları dolayısıyla ulusal gelir artmıştır. Bütçe açıkları ile özel sektör açıkları arasındaki negatif yönlü ilişki bütçe açıklarının azalması ve özel kesim tüketim ve yatırım harcamalarının artmasıyla gerçekleşmiştir.

Çalışmada 2002:Q1-2017:Q4 dönemi için Türkiye’de cari işlemler dengesinin belirleyicileri ARDL sınır testi yöntemi ile test edilmiştir. Model belirlenirken teorik ve

ampirik literatür detaylı bir biçimde incelenmiş ve cari dengenin en önemli belirleyicileri saptanarak en iyi performansı sağlayan model belirlenmiştir. Bütçe dengesi, verimlilik göstergesi ve demografik göstergeler gibi bazı değişkenlerin ele alınan dönem içerisinde üç aylık frekansta verisinin mevcut olmaması nedeniyle, modele dahil edilememiştir. Çalışmada kullanılan veri setlerinin durağanlık durumları incelenerek ARDL yönteminin kullanılmasının uygun olduğuna karar verilmiştir. ARDL yönteminin seçilmesinin bir başka nedeni de kısıtlı gözlem sayılarında diğer yöntemlere göre daha iyi performans göstermesidir. Modelde ele alınan değişkenler arasında uzun dönemli eşbütünlüşme ilişkisinin varlığının tespit edilmesinden sonra model uzun dönem ve kısa dönem için tahmin edilmiştir. Modelde otokorelasyon, değişen varyans ve model belirleme hatası gibi çeşitli istatistiksel sorunların olmadığından emin olmak için model bir dizi tanısal teste tabi tutulup, modelde herhangi bir sorun tespit edilememiştir.

Elde edilen uzun dönem katsayılarına göre, uzun dönemde tasarruf açığı, büyüme oranı, petrol fiyatları ve reel efektif döviz kuru cari denge üzerinde anlamlı bir etkiye sahiptir. Dış ticaret haddi ile cari denge arasında uzun dönemde anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Tasarruf açığı uzun dönemde cari açığın en önemli belirleyicisi olarak tespit edilmiştir. Tasarruf açığı ile cari denge aynı yönlü ilişki içerisinde. Dönemler arası yaklaşımın öngörüsü ile uyumlu bir şekilde Türkiye ekonomisi bugünkü tüketimini ve yatırımlarını artırmak üzere cari açık vermektedir. Elde edilen bu bulguya göre cari açığını azaltmak isteyen Türkiye için iç tasarrufların artırılması büyük önem arz etmektedir. Fakat tasarrufların artması tüketimi dolayısıyla toplam talebi azaltacağından, tasarruflardaki artış, etkin bir şekilde yatırımlara kanalize edilemezse ulusal geliri azaltması yoluyla ekonomik büyümeyi yavaşlatabilir. Nitekim ekonomik büyüme oranının uzun dönemli katsayısı ampirik literatürle uyumlu bir şekilde negatif olarak tahmin edilmiştir. Bu durum Türkiye’de ekonomik büyümenin cari açık yoluyla sağlandığı görüşünü desteklemektedir. Elde edilen katsayıya göre ekonomik büyüme uzun dönemde cari açığın artmasına neden olmaktadır. Bu durum Türkiye’de büyümenin sürdürülebilirliğinin, cari açığın sürdürülebilirliğine bağlı olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla cari açığın finansman yapısının kuvvetlendirilmesi, ülkeye giren yabancı sermayenin vade yapısının genişletilmesi Türkiye’de sürdürülebilir büyüme açısından önem arz etmektedir.

Petrol fiyatlarının uzun dönemde cari dengeyi negatif yönlü etkilediği tespit edilmiştir. Türkiye gibi petrol ithal eden ülkeler açısından bu durum teorik ve ampirik literatürle uyumludur. Türkiye'nin toplam ithalatının 2017 yılı için yaklaşık %16'sının petrol ithalatından oluşması nedeniyle tespit edilen ilişki Türkiye ekonomisinin yapısı itibarıyla de anlamlıdır.

Reel efektif döviz kuru ile cari denge arasında katsayısı itibarıyla uzun dönemde güçlü bir negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Reel efektif döviz kurunun yükselmesi ulusal paranın değer kazanması anlamına gelmektedir. Teorik açıdan ulusal paranın değer kazanmasının ithalatı artırarak ihracatı azaltması beklenir. Bu etkinin gücü ithalat ve ihracatın talep esnekliklerine bağlıdır ve uzun dönemde talep esneklikleri kısa döneme göre daha büyüktür. Reel kurun dış ticaret dengesi üzerindeki etkisi Türkiye'de ithalat üzerinden gerçekleşmektedir. İhracat ile reel döviz kuru arasında güçlü bir ilişki tespit edilememiştir.

Elde edilen hata düzeltme modeli katsayılarına göre cari açığın gecikmeli değeri, tasarruf yatırım açığı, petrol fiyatları ve dış ticaret haddi değişkenleri cari denge üzerinde kısa dönemde iktisadi ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahiptir.

Cari denge ile cari dengenin gecikmeli değeri arasındaki pozitif yönlü ilişki Arezki ve Hasanov (2013)'un ekonomik birimlerin tasarruf ve yatırım kararlarının geçmiş alışkanlıklardan etkilendiği görüşünü desteklemektedir.

Tasarruf açığının cari denge üzerinde olan pozitif etkisi uzun dönemde olduğu gibi kısa dönemde de geçerlidir. Dış ticaret haddi ile cari denge arasında uzun dönemde anlamlı bir istatistiksel ilişki tespit edilememiştir. Fakat kısa dönem katsayıları pozitif ve anlamlıdır. Dış ticaret haddinin cari denge üzerindeki etkisi Harberger-Laursen-Metzler (HLM) etkisi ile açıklanmaktadır. HLM etkisine göre dış ticaret haddinin ülke lehine değişmesinin cari işlemler dengesinde iyileşmeye neden olması, dolayısıyla aralarında pozitif bir ilişki beklenir. Razin ve Svensson (1983) HLM etkisinin kısa dönemde geçerli olacağını, etkinin gücünün dış ticaret haddindeki şokun süresi uzadıkça zayıflayacağını belirtmişlerdir. Çünkü dış ticaret haddindeki iyileşme kısa dönemde reel gelirin, kalıcı düzeyinin üzerine çıkmasına neden olur ve ekonomik birimler tüketimlerini dönemler arasında ikame etmek üzere tasarruflarını artırırlar ve bu da cari işlemler dengesinde kısa dönemlik bir iyileşmeye yol açar. Fakat uzun dönemde reel gelir uzun dönemlik denge düzeyine geri döneceğinden şokun etkisi zamanla ortadan kalkar. Analizin bulguları dönemler arası yaklaşımın bu öngörüsü ile uyumludur.

Elde edilen hata düzeltme katsayısı, açıklayıcı değişkenlerde meydana gelen bir şokun sonrasında, cari işlemler hesabında oluşan dengesizliğin %70'inin bir sonraki dönemde giderilerek cari işlemler dengesinin uzun dönemlik dengesine hareket ettiğini göstermektedir. Bu katsayı Türkiye ekonomisinde oldukça hızlı bir ayarlanma süreci olduğunu göstermektedir.

Çalışmada cari açığın en önemli belirleyicisinin tasarruf açığı olduğu tespit edilmiştir. TÜİK'in 2015 yılında GSYH hesaplama yöntemini değiştirdiğinden ve yeni seride tasarruf ve yatırım verilerinin önemli miktarda büyük olduğundan çalışmanın üçüncü bölümünde bahsedilmiştir. Ayrıca yeni seriye göre Türkiye'nin tasarruf açığı daha küçüktür. Bu çalışmada daha yüksek yatırım ve tasarruf oranlarına ve daha düşük tasarruf açığına işaret eden baz yılı 2009 olan GSYH serisi kullanılmıştır. Bu durum, analizin baz yılı 1998 olan seri ile yürütülmesi durumunda tasarruf açığı ve cari açık ilişkisinin daha güçlü olacağına işaret eder. Bu farklılık cari açık belirleyicilerini inceleyen yeni bir çalışmanın konusu olabilir.

Sonuç olarak, Türkiye özellikle 2010 yılından günümüze ekonomik büyümesini önemli ölçüde kısa vadeli dış finansman yoluyla finanse etmektedir. Küresel likiditede önemli oranda daralma beklendiği için Türkiye'nin gelecekte dış kaynak erişimi güçleşecektir. Bu nedenle Türkiye bir miktar ekonomik büyümeden feragat ederek cari açığını düşürebilir. Bu süreçte ortaya çıkabilecek işsizlik problemine çözüm olarak, yatırımların geniş istihdam yaratacak alanlara yönlendirilmesi önemlidir. Ayrıca cari açığın azaltılması ve sürdürülebilir hale getirilmesi açısından iç tasarrufların artırılması ve büyümenin daha yoğun bir biçimde iç tasarruflarla finanse edilmesi önemlidir. İthal ara malı girdisinin yüksek olduğu sektörlerde yerli ara malı kullanımının teşvik edilmesi, kalitenin ve fiyat rekabetinin sağlandığı bir üretim modelinin benimsenmesi ve bunların sürdürülebilirliğinin sağlanması gerekmektedir. Ayrıca sanayi üretiminde dışa olan bağımlılığı azaltmak üzere yüksek teknoloji ara mallarının Türkiye'de üretilmesi için Ar-Ge yatırımlarının teşvik edilmesi önemlidir. Teknoloji transfer ofislerinin ve sanayi geliştirme bölgelerinin yaygınlaştırılması ve etkinliğinin artırılması bu amacı destekleyebilir. Ekonomiye giren yabancı sermayenin niteliğinin kısa vadeli sermaye hareketlerinden uzun dönemli sermaye hareketlerine dönüşmesi için yatırımcılara siyasi, ekonomik ve hukuksal güven ortamının sağlanması gerekmektedir, böylece cari açık daha sürdürülebilir bir yapıya kavuşabilir. Ayrıca hizmet gelirlerinin cari denge üzerindeki önemli etkisi göz önünde bulundurulduğunda turizm ve taşımacılık gelirlerini artırmak

üzere bu sektörlerde yapılacak yatırımların teşviki oldukça önemlidir. Son olarak yenilenebilir ve alternatif enerji kaynaklarına yapılacak yatırımlar yoluyla enerjide dışa bağımlılığın azaltılması hem cari açığın azalmasını sağlarken hem de sürdürülebilirliğine katkıda bulunabilir.

KAYNAKÇA

- Agénor, P.-R. (1991). Output, devaluation and the real exchange rate in developing countries. *Weltwirtschaftliches Archiv*, 127(1), 18–41.
- Akkaya, Y., ve Gürkaynak, R. (2012). Cari açık, bütçe dengesi, finansal istikrar ve para politikası: Heyecanlı bir dönemin izi. *İktisat İşletme ve Finans*, 27(315), 93–119.
- Alfaro, L., ve Kanczuk, F. (2009). Debt maturity: Is long-term debt optimal? *Review of International Economics*, 17(5), 890–905.
- Alioğulları, Z. H., Başkaya, Y. S., Bulut, Y. E., ve Kılınc, M. (2015). Türkiye’de tüketici ve ticari kredilerin cari açıkla ilişkisi. *TCMB Ekonomi Notları*, 19, 1–13.
- Alkin, E. (2005). *İktisada Giriş* (3rd ed.). Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Alp, B., ve Yalçın, C. (2015). Türkiye’de şirketlerin borç dolarizasyonu ve büyüme performansı. *TCMB Çalışma Tebliği*, 15/01.
- Appleyard, D. R., ve Field, A. J. (2015). *International Economics* (18th ed.). New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Arezki, R., ve Hasanov, F. (2013). Global imbalances and petrodollars. *The World Economy*, 36(2), 213–232.
- Aslan, N. (2013). *Uluslararası İktisat Politikası*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Aydın, H. I., Kaplan, C., Kesriyeli, M., Özmen, E., Yalcin, C., ve Yigit, S. (2006). Corporate sector financial structure in Turkey: A descriptive analysis. *TCMB Working Paper*, 06/07.
- Bagnai, A., ve Manzocchi, S. (1999). Current-account reversals in developing countries: The role of fundamentals. *Open Economies Review*, 10(2), 143–163.
- Bahmani-Oskooee, M., ve Niroomand, F. (1998). Long-run price elasticities and the Marshall–Lerner condition revisited. *Economics Letters*, 61(1), 101–109.
- Banga, R. (2013). Measuring value in global value chains. *UNCTAD Regional Value Chains Background Paper No: RVC-8*.
- Bayar, Y., Kılıç, C., ve Arıca, F. (2014). Türkiye’de cari açığın belirleyicileri. *C. Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 15(1), 451–472.
- Bayraktutan, Y., ve Demirtaş, I. (2011). Gelişmekte olan ülkelerde cari açığın belirleyicileri: panel veri analizi. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 2(22), 1–28.
- Bernanke, B. S. (2005). The global saving glut and the U.S. current account deficit.

- Speech 77, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.).*
- Blaskiewicz-Schwartzman, M., ve Öz, S. (2012). External vulnerability and crises: The role of capital flows and sudden reversals – the case of Turkey. *Koç University, ERF Research Report, 12-01.*
- Boratav, K. (2015). *Türkiye İktisat Tarihi, 1908-2007* (12th ed.). Ankara: İmge Kitabevi.
- Boyd, D., Caporale, G. M., ve Smith, R. (2001). Real exchange rate effects on the balance of trade: cointegration and the Marshall-Lerner condition. *International Journal of Finance ve Economics*, 6(3), 187–200.
- Breusch, T. S., ve Pagan, A. R. (1979). A Simple Test for Heteroscedasticity and Random Coefficient Variation. *Econometrica*, 47(5), 1287.
- Brissimis, S. N., Hondroyannis, G., Papazoglou, C., Tsaveas, N. T., ve Vasardani, M. A. (2012). Current account determinants and external sustainability in periods of structural change. *Economic Change and Restructuring*, 45(1–2), 71–95.
- Brooks, C. (2014). *Introductory Econometrics for Finance* (2nd ed.). Cambridge: Cambridge University Press.
- Brown, R. L., Durbin, J., ve Evans, J. M. (1975). Techniques for testing the constancy of regression relations over time. *Journal of the Royal Statistical Society*, 37, 149–163.
- Bussière, M., Fratzscher, M., ve Müller, G. J. (2004). Current account dynamics in OECD and EU acceding countries - an intertemporal approach. *European Central Bank, W/P No: 31.*
- Bussière, M., Fratzscher, M., ve Müller, G. J. (2010). Productivity shocks, budget deficits and the current account. *Journal of International Money and Finance*, 29(8), 1562–1579.
- Ca' Zorzi, M., Chudik, A., ve Dieppe, A. (2009). Current account benchmarks for Central and Eastern Europe: A desperate search? *European Central Bank, W/P No: 99*, 1–47.
- Calderón, C., Chong, A., ve Loayza, N. (1999). Determinants of current account deficits in developing countries. *Working Papers Central Bank of Chile*, 51.
- Calderón, C., Chong, A., ve Zanforlin, L. (2007). Current account deficits in Africa: Stylized facts and basic determinants. *Economic Development and Cultural Change*, 56(1), 191–221.
- Calvo, G. A. (1998). The simple economics of sudden stops. *Published in Journal of*

- Applied Economics*, 1(1), 35–54.
- Carbaugh, R. J. (2015). *International Economics* (15th ed.). Boston: Cengage Learning.
- Chinn, M., ve Ito, H. (2005). Current account balances, financial development and institutions: Assaying the world “saving glut.” *Journal of International Money and Finance*, 26(4), 546–569.
- Chinn, M., ve Prasad, E. (2003). Medium-term determinants of current accounts in industrial and developing countries: An empirical exploration. *Journal of International Economics*, 59(1), 47–76.
- Christiansen, L., Prati, A., Ricci, L. A., ve Tressel, T. (2009). External balance in low-income countries. *NBER International Seminar on Macroeconomics*, 6(1), 265–322.
- Çiftçi, N. (2014). Türkiye’de cari açık, reel döviz kuru ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiler: Eş bütünleşme analizi. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 14(1), 129–142.
- Çil Yavuz, N., Güriş, B., ve Kıran, B. (2010). Reel döviz kurunun dış ticaret dengesine etkisi: Türkiye için Marshall-Lerner koşulunun testi. *İktisat İşletme ve Finans*, 25(287), 69–90.
- Ciocyte, O., ve Rojas-Romagosa, H. (2015). Literature survey on the theoretical explanations and empirical determinants of current account balances. *CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Background Document, April*.
- Debelle, G., ve Faruqee, H. (1996). What determines the current account? A cross-sectional and panel approach. *IMF Working Paper, WP/96/58*.
- Dickey, D. A., ve Fuller, W. A. (1979). Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root. *Journal of the American Statistical Association*, 74(366), 427–431.
- Dornbusch, R., Fischer, S., ve Startz, R. (2011). *Macroeconomics*. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Duasa, J. (2007). Determinants of Malaysian trade balance: An ARDL bound testing approach. *Global Economic Review*, 36(1), 89–102.
- Dunn, R. M., ve Mutti, J. H. (2004). *International Economics* (6th ed.). London: Routledge.
- Edwards, S. (1986). Are devaluations contractionary? *Review of Economics and Statistics*, 68(3), 501–508.
- Eğilmez, M. (2010). Bütçe açığı ve cari açık. *Radikal Ekonomi Yazıları*. (Erişim Tarihi:

- 30.04.2018). <http://www.radikal.com.tr/yazarlar/mahfi-egilmez/butce-acigi-ve-cari-acik-991576/>
- Eğilmez, M. (2012). Tasarruf, yatırım ve büyüme. *Kendime Yazılar*. (Erişim Tarihi: 02.05.2018). <http://www.mahfiegilmez.com/2012/05/tasarruf-yatrm-ve-buyume.html>
- Eğilmez, M. (2013). Dış ticaretin kur ile ilişkisi. *Kendime Yazılar*. (Erişim Tarihi: 30.04.2018). <http://www.mahfiegilmez.com/2013/03/dsticaretin-kur-ile-iliskisi.html>
- Eğilmez, M. (2018a). Bütçe açığı ve cari açık nasıl finanse edildi? *Kendime Yazılar*. (Erişim Tarihi: 05.05.2018). <http://www.mahfiegilmez.com/2018/03/butce-acg-ve-cari-ack-nasl-finanse.html>
- Eğilmez, M. (2018b). Cari açık kapıdan baktırır büyümeyi yaktırır. *Kendime Yazılar*. (Erişim Tarihi: 08.06.2018). http://www.mahfiegilmez.com/2018/02/cari-ack-kapdan-baktrr-buyumeyi-yaktrr_14.html
- Engle, R. F., ve Granger, C. W. J. (1987). Co-integration and error correction: Representation, estimation, and testing. *Econometrica*, 55(2), 251–276.
- Erbaykal, E. (2007). Türkiye’de ekonomik büyüme ve döviz kuru cari açık üzerinde etkili midir? Bir nedensellik analizi. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 3(6), 81–88.
- Erkılıç, S. (2006). Türkiye’de cari açığın belirleyicileri. *TCMB Uzman Yeterlilik Tezi*.
- Faini, R., Melo, J. de, Baldwin, R., ve Bean, C. (1990). Adjustment, investment, and the real exchange rate in developing countries. *Economic Policy*, 5(11), 491–519.
- Feldstein, M. (1985). American economic policy and the world economy. *Foreign Affairs*, 63(5), 995–1008.
- Feldstein, M. (1987). Correcting the trade deficit. *Foreign Affairs*, 65(4), 795–806.
- Frenkel, J., ve Razin, A. (1987). The Mundell-Flemming model a quarter century later: A unified exposition. *International Monetary Fund Staff Papers*, 34(4), 567–620.
- Genç, Ö. (2016). *Türkiye ara malı dış ticareti (Sektörel analiz)*. Türkiye Kalkınma Bankası A. Ş., Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Müdürlüğü. Ankara.
- Gerber, J. (2014). *International Economics* (6th ed.). New Jersey: Pearson Education Inc.
- Ghosh, A. R. (1995). International capital mobility amongst the major industrialised countries: Too little or too much? *The Economic Journal*, 105(428), 107–128.
- Ghosh, A. R., ve Ostry, J. D. (1995). The current account in developing countries: A perspective from the consumption- smoothing approach the current account in

- developing countries. *Oxford University Press*, 9(2), 305–333.
- Glick, R., ve Rogoff, K. (1995). Global versus country-specific productivity shocks and the current account. *Journal of Monetary Economics*, 35(1), 159–192.
- Göçer, İ. (2013). Türkiye’de cari açığın nedenleri, finansman kalitesi ve sürdürülebilirliği: Ekonometrik bir analiz. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 8(1), 213–242.
- Godfrey, L. (1978). Testing against General Autoregressive and Moving Average Error Models When the Regressors Include Lagged Dependent Variables. *Econometrica*, 46(6), 1293–1301.
- Gómez, D. M., ve Fugarolas Álvarez-Ude, G. (2011). Exchange rate policy and trade balance: A cointegration analysis of the Argentine experience since 1962. *Applied Economics*, 41(20), 2571–2582.
- Gossé, J. B., ve Serranito, F. (2014). Long-run determinants of current accounts in OECD countries: Lessons for intra-European imbalances. *Economic Modelling*, 38, 451–462.
- Gruber, J. W., ve Kamin, S. B. (2007). Explaining the global pattern of current account imbalances. *Journal of International Money and Finance*, 26(4), 500–522.
- Gujarati. (2004). *Basic Econometrics*. The McGraw-Hill (4th ed.). New York.
- Gürlel, C. F. (2017). Döviz kuru artışları dış ticareti nasıl etkiliyor? *Türkiye İhracatçılar Meclisi Köşe Yazıları*. (Erişim Tarihi 15.03.2018). <http://www.tim.org.tr/tr/kose-yazarlari-can-fuat-gurlel-doviz-kuru-artislari-dis-ticareti-nasil-etkiliyor-.html>
- Harberger, A. C. (1950). Currency depreciation, income, and the balance of trade. *Journal of Political Economy*, 58(1), 47–60.
- Hasanov, F., ve Senhadji, A. (2008). Macroeconomic balance approach and assessment of exchange rate misalignments. In “Assessment of Exchange Rates” Report, East and Central Asia Department, IMF.
- Hephaktan, E. (2009). Türkiye’nin Marshall-Lerner kosuluna ilişkin parçalı eş-bütünleşme analizi. *Yönetim ve Ekonomi*, 16(1), 39–55.
- Herrmann, S., ve Jochem, A. (2005). Determinants of current account developments in the central and east European EU member states - consequences for the enlargement of the euro area. *Discussion Paper Series 1: Economic Studies*. Deutsche Bundesbank., 32.
- Herrmann, S., ve Winkler, A. (2009). Real convergence, financial markets, and the

- current account – Emerging Europe versus emerging Asia. *European Economy, Economic Papers. Economic and Financial Affairs, European Commission*, 362.
- Higgins, ve Matthew. (1998). Demography, national savings, and international capital flows. *International Economic Review*, 39(2), 343–369.
- Hung, J. H., ve Gamber, E. N. (2010). An absorption approach to modeling the us current account. *Review of International Economics*, 18(2), 334–350.
- Husted, S., ve Melvin, M. (2013). *International Economics* (9th ed.). New Jersey: Pearson Education Inc.
- International Monetary Fund. (2006). Methodology for CGER exchange rate assessments. *Report Prepared by the IMF Research Department*, 1–40.
- International Monetary Fund. (2009). *Balance of payments and international investment position manual* (6th ed.). Washington.
- International Monetary Fund. (2013). *External balance assessment (EBA) methodology: Technical background. Research Department, IMF*. Washington.
- Isard, P., Faruquee, H., Kincaid, G. R., ve Fetherston, M. (2001). Methodology for current account and exchange rate assessments. *Occasional Papers, IMF*, 209.
- Jaumotte, F., ve Sodsriwiboon, P. (2010). Current account imbalances in the Southern Euro area. *IMF Working Paper*, 10/139, 1–50.
- Johansen, S. (1991). Estimation and hypothesis testing of cointegration vectors in gaussian vector autoregressive models. *Econometrica*, 59(6), 15–51.
- Karluk, S. R. (2009). *Uluslararası Ekonomi* (9th ed.). İstanbul: Beta Yayıncılık.
- Kesikoğlu, F., Yıldırım, E., ve Çeştepe, H. (2013). Cari açığın belirleyicileri: 28 OECD ülkesi için panel var analizi. *AİBÜ - İİBF Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 9(2), 15–34.
- Kraay, A., ve Ventura, J. (2000). Current accounts in debtor and creditor countries. *The Quarterly Journal of Economics*, 115(4), 1137–1166.
- Lee, J., Milesi-ferretti, G. M., Ostry, J., Prati, A., ve Ricci, L. A. (2008). Exchange rate assessments: CGER methodologies. *Occasional Papers, IMF*, 261.
- Mangır, F. (2012). Türkiye için ikiz açıklar hipotezi testi (1980-2011). *Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 5(2), 136–149.
- Mankiw, N. G. (2013). *Macroeconomics* (8th ed.). New York: Worth Publishers.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91.
- McTeer, B. (2008). Our triple deficits. *National Center for Policy Analysis, Brief*

- Analysis*, 613.
- Medina, L., Prat, J., ve Thomas, A. (2010). Current account balance estimates for emerging market economies. *IMF Working Papers*, WP/10/43.
- Morsy, H. (2009). Current account determinants for oil-exporting countries. *IMF Working Papers*, WP/09/28.
- Narayan, S. (2009). A survey on dynamics of current account imbalances. *The Indian Economic Journal*, 57(3), 3–26.
- Nason, J. M., ve Rogers, J. H. (2002). Investment and the current account in the short run and the long run. *Source Journal of Money, Credit and Banking*, 34(4), 967–986.
- Newbold, P., ve Granger, C. W. J. (1974). Experience with forecasting univariate time series and the combination of forecasts. *Journal of the Royal Statistical Society*, 137(2), 131.
- Obstfeld, M., ve Rogoff, K. (1994). The intertemporal approach to the current account. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, 4893.
- Obstfeld, M., ve Rogoff, K. (2000). *The Six Major Puzzles in International Macroeconomics* (Vol. 15). Massachusetts: MIT PRes.
- Obstfeld, M., ve Rogoff, K. S. (2002). *Foundations of International Macroeconomics*. Massachusetts: MIT PRes.
- Obstfeld, M., ve Rogoff, K. S. (2005). Global current account imbalances and exchange rate adjustments. *Brookings Papers on Economic Activity*, (1), 67–146.
- Okay, E., Atabay Baytar, R., ve Sarıdoğan, E. (2012). The effects of the exchange rate changes on the current account balance in the Turkish economy. *İktisat İşletme ve Finans*, 27(310), 79–101.
- Olivei, G. P. (2002). Exchange rates and the prices of manufacturing products imported into the United States. *New England Economic Review*, Federal Reserve Bank of Boston, (1), 3–18.
- Orcutt, G. (1950). Measurements of price elasticities in international trade. *Review of Economics and Statistics*, 32(2), 567–574.
- Özel İhtisas Komisyonu Raporu. (2014). *Türkiye’de Cari İşlemler Açığı*. Ankara.
- Özmen, E. (2004). Cari açık ve ekonomi politikaları üzerine. *İktisat İşletme ve Finans*, 223(19), 5–19.
- Özmen, E. (2005). Macroeconomic and institutional determinants of current account deficits. *Applied Economics Letters*, 12(9), 557–560.

- Özmen, E. (2013). Türkiye’de cari işlemler açıkları, para ve döviz kuru politikaları. *ODTÜ ERC, Ekonomi Politikaları Tartışma Metni, 13/01*.
- Özmen, E. (2014). Reel döviz kuru ve türkiye dış ticaret dinamikleri. *Ekonomik Araştırma Forumu, WP/14/12*.
- Parasız, İ., ve Ekren, N. (2013). *Uluslararası İktisat*. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Peker, O. (2008). Reel döviz kurunun ticaret dengesi üzerindeki etkileri: Türkiye örneği. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 22(2)*, 33–43.
- Pesaran, M. H., Shin, Y. (1999). An autoregressive distributed lag modelling approach to cointegration analysis. *Econometrics and Economic Theory in the 20th Century: The Ragnar Frisch Centennial Symposium*, 371–413.
- Pesaran, M. H., Shin, Y., ve Smith, R. J. (2001). Bounds testing approaches to the analysis of level relationships. *Journal of Applied Econometrics, 16(3)*, 289–326.
- Phillips, P. C. B., ve Perron, P. (1988). Testing for a unit root in time series regression. *Biometrika, 75(2)*, 335–346.
- Pilbeam, K. (1998). *International Finance* (4th ed.). London: Macmillan Education.
- Pugel, T. A. (2016). *International Economics* (16th ed.). New York: Mc Graw Hill Education.
- Rahman, J. (2008). Current account developments in new member states of the European Union: Equilibrium, excess, and EU-phoria. *IMF Working Papers, No. 08/92*.
- Razin, A. (1993). The dynamic-optimizing approach to the current account: Theory and evidence. *National Bureau of Economic Research Working Paper, 4334*.
- Razin, A., ve Svensson, L. (1983). The terms of trade and the current account: The Harberger-Laursen-Metzler effect. *Journal of Political Economy, 91(1)*, 97–125.
- Resmi Gazete. (2018). Türk parasının kıymetini koruma hakkında 32 sayılı karara ilişkin tebliğ. (Erişim Tarihi: 25.01.2018). <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2018/01/20180125-7.htm>
- Rose, A. K. (1991). The role of exchange rates in a popular model of international trade: Does the ‘Marshall–Lerner’ condition hold? *Journal of International Economics, 30(3–4)*, 301–316.
- Salvatore, D. (2006). Twin deficits in the G-7 countries and global structural imbalances. *Journal of Policy Modeling, 28(6)*, 701–712.
- Salvatore, D. (2013). *International Economics* (11th ed.). New Jersey: John Wiley ve Sons, Inc.

- Serdar Erkıılıç. (2006). Türkiye’de cari aışın belirleyicileri. *TCMB, Uzman Yeterlilik Tezi*.
- Seyidoğlu, H. (2017). *Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama* (21st ed.). İstanbul: Güzem Can Yayınları No:32.
- Sharan, V. (2012). *International Financial Management* (6th ed.). New Delhi: PHI Learning.
- Sheehey, E. J. (1986). Unanticipated inflation, devaluation and output in Latin America. *World Development*, 14(5), 65–71.
- Şimşek, M., ve Kadılar, C. (2005). Türkiye’nin ihracat talebi fonksiyonunun sınır testi yöntemi ile eşbütünleşme analizi. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 6(1), 144–152.
- Stokjov, A. (2006). A survey of competing theoretical approaches to current account determination. *CEA Journal of Economics*, 1(1), 19–33.
- Terra, C. (2015). *Principles of International Finance and Open Economy Macroeconomics* (1st ed.). New York: Elsevier Inc.
- Tiryaki, T. (2002). Cari işlemler hesabına çeşitli yaklaşımlar. *TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliğ*, 8.
- Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15–29.
- Tonus, Ö. (2013). *Gümrük Birliği sonrasında ticaretin bileşimi, yönü ve döviz kuru ilişkisi*. Ankara: Ankara Üniversitesi Yayınları No: 369.
- Tonus, Ö. (2015). *Temel Göstergelerle Türkiye Ekonomisi* (2nd ed.). Eskişehir: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Tonus, Ö. (2017). *Uluslararası Örgütler* (1st ed.). Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2009). 2009 yılında para ve kur politikası. *TCMB Bülten*, 13.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2015). Tasarruf - yatırım dinamikleri ve cari işlemler dengesi gelişmeleri. *TCMB*.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2017). Uluslararası Yatırım Pozisyonu. *TCMB Bülten*, 47.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2018). Ödemeler Dengesi İstatistiklerine İlişkin Yöntemsel Açıklama. *TCMB Ödemeler Dengesi Müdürlüğü*.
- Türkiye İş Bankası. (2016). Ödemeler Dengesi - Aralık 2015. *İktisadi Araştırmalar*

Bölümü.

- Ventura, J. (2001). A portfolio view of the U.S. current account deficit. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1(1), 241–253.
- Yamak, R., ve Korkmaz, A. (2005). Reel döviz kuru ve dış ticaret dengesi ilişkisi. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, 2, 16–38.
- YASED. (2011). Türkiye'nin cari açığı: Makro ve mikro açıdan nedenleri ve çözüm önerileri. (Erişim Tarihi: 25.01.2018).
http://www.yased.org.tr/webportal/English/insight_yased/Documents/YASED_Cari_Acik_Raporu_2012.pdf
- Yıldırım, K., ve Karaman, D. (1999). *Makroekonomi*. Eskişehir: Seçkin Yayıncılık.
- Yılmaz, Ö., ve Kaya, V. (2007). İhracat, ithalat ve reel döviz kuru ilişkisi: Türkiye için bir VAR modeli. *İktisat İşletme ve Finans*, 22(250), 69–84.
- Yüksel, S. (2016). Türkiye'de cari işlemler açığının belirleyicileri: Mars yöntemi ile bir inceleme. *Bankacılar Dergisi*, 96, 102–121.
- Zanghieri, P. (2004). Current account dynamics in New EU members: Sustainability and policy issues. *Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales*, WP/07.