



Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
İktisat Anabilim Dalı

TÜRKİYE'DE CARİ İŞLEMLER HESABI İLE SERMAYE HESABI ARASINDAKİ NEDENSELLİK İLİŞKİSİ

Oktay ÇAĞATAY

Yüksek Lisans Tezi

Ankara, 2010

TÜRKİYE'DE CARİ İŞLEMLER HESABI İLE SERMAYE HESABI
ARASINDAKİ NEDENSELLİK İLİŞKİSİ

Oktay ÇAĞATAY

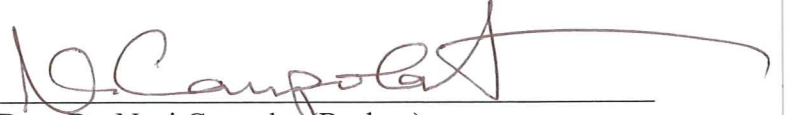
Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
İktisat Anabilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

Ankara, 2010

KABUL VE ONAY

Oktay ağatay tarafından hazırlanan ‘‘Türkiye’de Cari İşlemler Hesabı İle Sermaye Hesabı Arasındaki Nedensellik İlişkisi’’ başlıklı bu alışma, 08 Haziran 2010 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda başarılı bulunarak jürimiz tarafından Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.



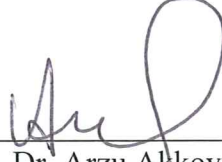
Doç. Dr. Naci Canpolat (Başkan)



Doç. Dr. Lütfi Erden (Danışman)



Doç. Dr. Timur Han Gür



Doç. Dr. Arzu Akkoyunlu Wigley



Doç. Dr. A. Tarkan avuşoğlu

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

Prof. Dr. İrfan akın

Enstitü Müdürü

BİLDİRİM

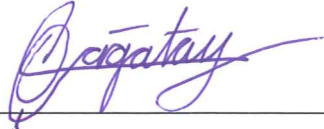
Hazırladığım tezin tamamen kendi çalışmam olduğunu ve her alıntıya kaynak gösterdiğimi taahhüt eder, tezimin kağıt ve elektronik kopyalarının Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde aşağıda belirttiğim koşullarda saklanmasına izin verdiğimi onaylarım:

Tezimin tamamı her yerden erişime açılabilir.

Tezim sadece Hacettepe Üniversitesi yerleşkelerinden erişime açılabilir.

Tezimin 1 yıl süreyle erişime açılmasını istemiyorum. Bu sürenin sonunda uzatma için başvuruda bulunmadığım takdirde, tezimin tamamı her yerden erişime açılabilir.

08.06.2010



Oktay Çağatay

TEŞEKKÜR

Bu tezin ortaya çıkarılmasında görüş ve önerileriyle beni yönlendiren ve tezin her aşamasında yardımlarını esirgemeyen danışman hocam Doç. Dr. Lütfi Erden'e teşekkür ederim.

Ayrıca, bu çalışma boyunca gösterdikleri anlayıŐtan ve verdikleri destekten ötürü yöneticilerime ve iş arkadaŐlarıma teŐekkürlerimi sunarım..

Ve bu zorlu süreçte desteklerini ve sevgilerini esirgemeyen sevgili aileme ve eŐim Sibel'e sonsuz teŐekkrlr.

ÖZET

ÇAĞATAY, Oktay. Türkiye’de Cari İşlemler Hesabı İle Sermaye Hesabı Arasındaki Nedensellik İlişkisi, Ankara, 2010.

Küreselleşme olgusunun ortaya çıktığı ve sermaye hareketlerinin dünya ölçeğinde serbest dolaşımına izin verildiği 1990 sonrası dönemde, iç piyasalarında gerekli koşulları sağlamadan piyasalarını dışarıya açan birçok gelişmekte olan ülke ödemeler dengesi kalemlerinde sorunlar yaşamış ve krizlere karşılaşmışlardır. Krizlerin başlıca nedeni yoğun sermaye hareketleri ve oluşan cari işlemler açıklarıdır. Burada iki türlü senaryo oluşturulabilmektedir. Yoğun sermaye girişleri sonucu cari işlemler hesabı açık verebileceği gibi, mevcut cari açıkların finansmanı için de sermaye talebi olabilmektedir. Nedenselliğin yönü ülkelerin gelişmişlik düzeylerine göre farklılık gösterebilmektedir. Burada sermaye hesabı ile cari işlemler hesabı arasındaki ilişki önem arz etmektedir. Bu amaçla, bu çalışma gelişmekte olan bir ülke olan Türkiye’nin cari işlemler hesabı ile sermaye hesabı arasındaki nedensellik ilişkisini incelenmektedir. Bunun için 1992-2009 yıllarına ait aylık veriler kullanılarak VAR analizi yapılmıştır. Söz konusu iki değişkenin arasındaki ilişki haricinde cari işlemler ile sermaye alt hesapları arasındaki ve yine cari işlemler hesabı ile sıcak para ve kısa vadeli yabancı sermaye hesabı arasındaki ilişkiler de incelenmektedir. Bulgular Türkiye’de nedensellik ilişkisinin sermaye hesabından cari işlemler hesabına doğru olduğunu ortaya koymaktadır. Portföy yatırımları cari işlemler hesabını etkilerken, diğer sermaye alt hesabı olan diğer yatırımlar ile cari işlemler arasında ilişki görülememektedir. Son olarak, sıcak paradan cari işlemlere doğru bir ilişki görülürken kısa vadeli sermaye ile cari işlemler hesabı arasında bir ilişki bulunamamıştır.

Anahtar Sözcükler

Cari işlemler hesabı, Sermaye hesabı, Nedensellik ilişkisi

ABSTRACT

Çağatay, Oktay. The Causality Relationship Between Current Account and Capital Account in Turkey, Master's Thesis, Ankara, 2010.

During the last two decades many developing countries have opened up their financial markets to foreign countries, allowing for substantial capital in and out-flows. This has led them to face with the difficulties in their balance of payments and so they have undergone some crises. Along with the others, there are two main reasons for these crises identified in the literature: Heavy capital flows and generated current account deficit. At this point, there seems to exist a casual link between international capital mobility and current account. That is, it might be the current account deficit/surplus that derives capital movements or vice versa. Thus it is important to investigate the direction of the casual relationship between capital account and current account. For this purpose, this study attempts to examine the nature of the relationship between current account and capital accounts in Turkey with an application of a VAR analysis using the monthly data from 1992 to 2009. The findings reveal that, there exists a causal relationship between capital account and current accounts.that runs from former to latter in Turkey.

Key Words

Current Account, Capital Account, Causality Relationship.

İÇİNDEKİLER

KABUL VE ONAY	i
BİLDİRİM	ii
TEŞEKKÜR.....	iii
ÖZET.....	iv
ABSTRACT.....	v
İÇİNDEKİLER	vi
TABLO LİSTESİ.....	ix
ŞEKİL LİSTESİ.....	x
KISALTMALAR DİZİNİ.....	xi
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM	4
ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARI VE SON 20 YILDAKİ GELİŞİMİ.....	4
1.1 ULUSLARARASI SERMAYE AKIMININ TANIMI.....	4
1.2 ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARININ NEDENLERİ.....	6
1.2.1 Çekici Faktörler.....	6
1.2.2 İtici Faktörler.....	8
1.3 ULUSLARARASI SERMAYE AKIMININ GELİŞİMİ.....	9
1.3.1 1990 Öncesi Genel Görünüm.....	9
1.3.2 1990 Sonrası Dönem	11
1.3.3 Finansal Krizler.....	13
1.3.4 2000’li Yıllar	14
İKİNCİ BÖLÜM.....	18

1980 SONRASI TÜRKİYE'DE CARİ İŞLEMLER VE SERMAYE HESAPLARI VE GELİŞİMİ	18
2.1 1980 SONRASI DIŞA AÇILMA DÖNEMİ VE HESAPLARIN GELİŞİMİ.....	18
2.1.1 1980-1989 Dönemi	18
2.1.2 1989 Sonrası Dönem	19
2.1.3 1994 Yılı Krizi ve 5 Nisan Kararları.....	20
2.1.4 Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri.....	21
2.1.5 2001 Sonrası Dönem	22
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM	29
CARİ İŞLEMLER HESABI VE SERMAYE HESABI ARASINDAKİ İLİŞKİ....	29
3.1 YABANCI SERMAYE AKIŞI VE CARİ İŞLEMLER DENGESİ	30
3.2 CARİ İŞLEMLER VE SERMAYE HESABI İLİŞKİSİNE YÖNELİK TEORİK YAKLAŞIMLAR.....	32
3.2.1 Esneklikler Yaklaşımı	32
3.2.2 Toplam Harcama Yaklaşımı	34
3.2.3 Mundell-Fleming Modeli	35
3.2.4 Dönemlerarası Yaklaşım.....	36
3.3 CARİ İŞLEMLER VE SERMAYE HESABI İLİŞKİSİNE YÖNELİK AMPİRİK LİTERATÜR.....	38
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM.....	46
TÜRKİYE UYGULAMASI	46
4.1 MODEL ve YÖNTEM.....	46
4.1.1 Vektör Otoregresif Model (VAR).....	46
4.2 UYGULAMA AŞAMASI	49
4.2.1 Veri Seti	49

4.2.2 Araştırma Bulguları.....	50
4.2.2.1 CA-KA İlişkisi	50
4.2.2.2 KA'nın Alt Hesapları İle CA Arasındaki Nedensellik İlişkisi.....	58
4.2.2.3 Kısa Vadeli Yabancı Sermaye ve Sıcak Para İle CA İlişkileri	62
SONUÇ	70
KAYNAKÇA.....	72

TABLO LİSTESİ

Tablo 1: 1990-1997 Döneminde GOÜ'lere Gelen Toplam Sermayenin Dağılımı (Milyar Dolar)	12
Tablo 2: 2001-2007 Döneminde GOÜ'lere Gelen Toplam Özel Sermaye Akımlarının Dağılımı (Milyar Dolar).....	15
Tablo 3: 2005-2009 Döneminde GOÜ'lere Gelen Özel Sermayenin Yıllar İtibarıyla Bölgelere Göre Dağılımı (Milyar Dolar)	15
Tablo 4: 2005-2009 Döneminde GOÜ'lere Gelen Özel Sermayenin Yıllar İtibarıyla Bölgelere Göre Yüzde Dağılımı.....	16
Tablo 5: Ödemeler Bilançosu Ana Kalemlerindeki Gelişmeler (2001-2009; Milyon Dolar)	24
Tablo 6: 2000-2009 Döneminde Bankalar ve Diğer Sektörlerin Kullandıkları Yabancı Krediler (Milyon Dolar).....	26
Tablo 7: Durağanlık Test Sonuçları (CA, KA)	54
Tablo 8: VAR Nedensellik/Blok Dışsallık Wald Testi Sonuçları (CA-KA)	56
Tablo 9: Varyans Ayırıştırması Sonuçları (CA-KA)	57
Tablo 10: Durağanlık Test Sonuçları (PI, OI).....	58
Tablo 11: VAR Nedensellik/Blok Dışsallık Wald Testi Sonuçları (CA-PI).....	59
Tablo 12: VAR Nedensellik/Blok Dışsallık Wald Testi Sonuçları (CA-OI).....	59
Tablo 13: Varyans Ayırıştırması Sonuçları (CA-PI).....	60
Tablo 14: Varyans Ayırıştırması Sonuçları (CA-OI).....	61
Tablo 15: Durağanlık Test Sonuçları (SP, KVYS)	64
Tablo 16: VAR Nedensellik/Blok Dışsallık Wald Testi Sonuçları (CA-SP).....	65
Tablo 17: VAR Nedensellik/Blok Dışsallık Wald Testi Sonuçları (CA-KVYS)	65
Tablo 18: Varyans Ayırıştırması Sonuçları (CA-SP).....	65
Tablo 19: Varyans Ayırıştırması Sonuçları (CA-KVYS)	66

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1: Cari Açık-Dış Borç İlişkisinin 1990-2009 Dönemine Ait Görünümü.....	27
Şekil 2: CA serisine ilişkin zaman grafiği (Mevsimsellikten arındırılmış).	50
Şekil 3: KA serisine ilişkin zaman grafiği (Mevsimsellikten arındırılmış).	51
Şekil 4: CA-KA İlişkisine Yönelik Etki-Tepki Grafikleri	58
Şekil 5: CA-PI İlişkisine Yönelik Etki-Tepki Grafikleri	62
Şekil 6: CA-OI İlişkisine Yönelik Etki-Tepki Grafikleri.....	62
Şekil 7: CA-SP İlişkisine Yönelik Etki-Tepki Grafikleri	67
Şekil 8: CA-KVYS İlişkisine Yönelik Etki-Tepki Grafikleri	67

KISALTMALAR DİZİNİ

CA	Cari İşlemler Hesabı
EVDS	Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
GOÜ	Gelişmekte Olan Ülkeler
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
GÜ	Gelişmiş Ülke
IMF	Uluslararası Para Fonu
KA	Sermaye Hesabı
KVYS	Kısa Vadeli Yabancı Sermaye
Oİ	Diğer Yatırımlar
PI	Portföy Yatırımları
SP	Sıcak Para
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
VAR	Vektör Otoregresif Model

GİRİŞ

Cari işlemler dengesi makroekonomik performansın en önemli göstergelerinden biridir. Bazı gelişmiş ülkeler ile birlikte gelişmekte olan ülkeler de uzun yıllardan beri cari açık problemi ile karşı karşıyadırlar. Ancak gelişmekte olan ekonomilerin gelişmelerini sürdürebilmek için ihtiyaç duydukları teknoloji, ara malı ve yatırım mallarını ithal etmeleri gerekmesine karşın bu ülkelerin ihracat gelirleri ile ithalatlarını gerçekleştirmeleri mümkün değildir. Bu nedenle de gelişmekte olan ülkelerin kalkınma ve büyümelerini dış açıklarla finanse etmeleri gerekmektedir. Ödemeler bilançosuna göre, cari işlemler hesabı açık verirken, sermaye hesabında fazla verilerek söz konusu açık finanse edilmektedir.

Uluslararası piyasalarda meydana gelen küreselleşme hareketlerine paralel olarak gelişmekte olan ülkeler, piyasalarını serbestleştirmek suretiyle uluslararası piyasalarla bütünleşme çabalarına girmektedirler. Böylece, uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki kontroller kaldırılmakta ve yabancı sermayenin gelişmekte olan ülkelerin piyasalarına kolaylıkla girip çıkabilmesine olanak sağlanmaktadır. Söz konusu ülkeler genellikle mevcut kamu ve cari açıklarını finanse etmek amacıyla yabancı sermayeye ihtiyaç duymakta ve sermayeyi ülkelere çekmek için "yüksek faiz / düşük kur" politikaları uygulamaktadırlar. Faiz-kur politikalarından faydalanmak isteyen ve aynı zamanda geriye dönüş kabiliyeti yüksek olan kısa vadeli sermaye hareketleri, kendi içindeki dolaşım mantığı gereği yöneldiği ülkelere kendi karakterini taşımakta ve makroekonomik değişkenler üzerinde bozucu etkileri olmaktadır. Bu durum ise gelişmekte olan ülkelerin uyguladığı siyasi ve iktisadi politikaların etkilerini azaltmaktadır. Küreselleşme hareketleriyle birlikte ulusal ekonomilerin birbirleri ile bütünleşmeleri ve ekonomik ilişkilerini, hem hacim hem de derinlik bakımından geliştirmeleri, uluslararası piyasalarda meydana gelen bir dalgalanmanın kolay yayılarak bu ülkeleri etkilemesine ve belli dönemlerde finansal krizlerin yaşanmasına sebep olmaktadır.

Dışa açıklık ve tam sermaye hareketliliği serbestisi sonucunda, ödemeler dengesinin iki önemli kalemi olan cari işlemler hesabı ile sermaye hesabı arasında kaçınılmaz ve karşılıklı bir etkileşim söz konusu olmaktadır. Bu iki hesap arasındaki nedensellik ilişkisinin yönü bu tezin ana konusunu oluşturmaktadır. Konuyla ilgili az sayıda çalışma yapılmış olmakla birlikte yapılan ampirik çalışmaların bulguları paralellik taşımaktadır. Sermaye hareketliliğinin kısıtlı olduğu dönemde nedenselliğin yönünün cari işlemler hesabından sermaye hesabına doğru olması beklenebilir. Sermaye hareketlerinin serbestleşmesinin ardından ise nedenselliğin yönü ülkelerin gelişmişliğine ve uygulanan politikalara göre değişkenlik göstermektedir. 1990'lı yıllarda yükselen ekonomilerde gerçekleşen krizlerin bize gösterdiği, serbest sermaye hareketlerinin cari işlemler açığını tetiklediği şeklindedir. Sermaye hareketleri serbestken yüksek kar arayan yabancı yatırımcılar, fonları gelişmekte olan ülkelere yönlendirir. Gelen bu sermayeyi, yeterli bir finansal sisteme sahip olamayan bu ülkeler, verimli yatırımlara dönüştüremez ve gerçekleşen tüketim artışları ile cari açık yükselir (Yan, 2007). Konuyla ilgili yapılan çalışmalar iki hesap arasındaki nedenselliğin yönünün, gelişmiş ülkelerde genellikle cari işlemler hesabından sermaye hesabına doğru ve gelişmekte olan ülkelerde ise sermaye hesabından cari işlemler hesabına doğru olduğunu göstermektedir.

Bu tezde cari işlemler hesabı ile sermaye hesabı arasındaki nedensellik ilişkisi gelişmekte olan bir ülke, Türkiye, örneğinde ampirik olarak ele alınmaktadır. Çalışmada 1992:01-2009:09 dönemine ilişkin aylık veriler kullanılmakta ve iki hesap arasındaki nedensellik ilişkisinin yönü VAR analizi ile incelenmektedir.

Türkiye'de 1980 öncesi finansal serbestleşmeye ve dışa açılmaya yönelik adımlar atılmış olsa da uygun ekonomik ve siyasi ortamın sağlanamamasından dolayı ülkeye yönelen sermaye miktarı kısıtlı oranda kalmıştır. Bu nedenle, 1980 yılından itibaren, yeni ekonomik kurallara uyum sağlanarak, dünya ülkeleri ile bütünleşme yoluna giren Türkiye ekonomisi, yabancı sermayeyi ülke ekonomisine çekmeyi başarmıştır. Türkiye'de 1989 yılında sermaye hareketlerinin tamamen serbestleşmesiyle birlikte artan sermaye girişleri, Türkiye'nin iç dinamiklerinden kaynaklanan sorunları geçici olarak bertaraf etmeyi başarmış, ancak uzun vadeli sürdürülebilir bir büyüme sürecini beraberinde getirememiştir. Bu liberalleşme döneminde meydana gelen spekülasyon

nitelikte bir büyüme dalgası kalıcı olamamış ve hemen hemen her genişleme dönemi bir kriz ile sonuçlanmıştır.

Türkiye’de sermaye hareketlerinin tamamen serbestleştirildiği 1989 yılına kadar ülkeye gelen sermaye çoğunlukla resmi niteliktedir. 1989 sonrası dönemde ise gelen sermaye nitelik değiştirmiş ve yerini özel sermaye akımlarına bırakmıştır. İlgili dönemde yurtdışı yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen toplam sermaye girişlerinin yaklaşık %70’lik kısmını portföy yatırımları ve içeriğini çoğunlukla kısa vadeli kredilerin oluşturduğu diğer yatırımlar oluşturmaktadır. Bu oran toplam sermaye girişleri içerisinde önemli bir yer tutmuş olduğundan, giren sermayenin geri dönmesi ve sermaye girişinin sürdürülemezliği sık sık tartışılır olmuştur. 1989 sonrası dönem incelendiğinde büyük cari açıkların verildiği, buna karşın yüksek miktarlarda sermaye giriş ve çıkışlarının olduğu gözlenmektedir. Bu çalışmanın amacı da ilgili hesaplar arasındaki etkileşimin yönünü belirlemeye yöneliktir.

Çalışmanın bundan sonraki bölümleri şu şekilde düzenlenmiştir: Birinci bölümde, uluslararası sermaye akımına ilişkin genel bilgiler ve son 20 yıldaki gelişimi; ikinci bölümde, 1980 sonrası dönemde cari işlemler hesabı ve sermaye hesabının Türkiye’deki gelişimi ve yaşanan krizler incelenmektedir. Üçüncü bölümde, cari işlemler hesabı ile sermaye hesabı arasındaki nedensellik ilişkisine yönelik teorik yaklaşımlar ve ampirik literatüre ilişkin bilgiler; dördüncü bölümde ise, Türkiye’ye yönelik yapılan ampirik uygulama yer almaktadır. Çalışmadan elde edilen bulgular ise sonuç kısmında değerlendirilmektedir

BİRİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARI VE SON 20 YILDAKİ GELİŞİMİ

1.1 ULUSLARARASI SERMAYE AKIMININ TANIMI

Uluslararası sermaye akımı bir ülkede yerleşik bir kişinin bir başka ülkedeki yerleşik kişiye fon aktarması veya ondan bir aktif satın almak üzere fon göndermesi ile ortaya çıkmaktadır (İMKB Araştırma Yayınları, 1995).

Uluslararası sermaye akımları ticari amaçlı özel mali akımlar ile, kalkınma amaçlı resmi sermaye akımları ve dolaysız yabancı sermaye yatırımları diye üç ana gruba ayrılabilir. Uluslararası özel sermaye akımlarının en belirgin özelliklerinden birisi bunların uluslararası para ve sermaye piyasalarından ticari koşullarla sağlanmalarıdır. Bir dış yardım niteliğinde olmamaları onları resmi sermaye transferlerinden, yabancı sermayedarlar tarafından yapılan doğrudan üretime dönük yatırım biçiminde olmamaları da, onları dolaysız yabancı sermaye yatırımlarından ayırır (Seyidoğlu, 2001:479).

Kalkınma amaçlı resmi sermaye akımları devletlerin resmi kuruluşlar aracılığı ile birbirine sağladıkları yardımları kapsamaktadır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ise bir ülkeye, teknolojik altyapı oluşturmak, lisans, patent hakkı gibi gayri maddi haklar ve hizmetler sağlamak üzere gelmekte olup ülke ekonomisine finansal veya teknolojik kaynak ekleyici bir fonksiyona sahiptir. Finansal ve teknolojik kaynaklar bir ülkeden diğerine ya borç verme, ya da yatırım veya yatırım ve üretime katılma biçiminde oluşmaktadır. Bu yatırım karşılığında yatırım yapan ülkenin, yatırım yaptığı ülke üzerinde mülkiyet hakkı doğmakta ve karşılığında rant veya kar elde etmektedir (İMKB Araştırma Yayınları, 1994).

Finansal pazarlar uluslararası sermaye akımının en önemli araçlarıdır. Tasarruf sahipleri fonlarını tasarruf açıkları olanlara finansal pazarlar aracılığı ile

yönlendirmektedir. Bu işlemi örneğin, yabancı menkul değer borsalarından bir tahvil, hisse senedi satın almak, yabancı bir bankada vadeli mevduat hesabı açtırmak, hazine bonosu veya mevduat sertifikası satın almak gibi yollarla gerçekleştirmektedir (Seyidoğlu, 2001:482). Tasarruf sahiplerinin elindeki fonların yatırımlara etkin şekilde yönlenebilmesi yatırımların verimliliğini artırmaktadır. Tasarruf sahibi de yüksek bir getiri elde etmektedir. Finansal pazarların bu fonksiyonu ekonomik üniteler arasındaki net fon akımının yükselmesini sağlamaktadır (İMKB Araştırma Yayınları, 1995).

Uluslararası finansal piyasalar arasındaki etkileşim ve bağların bilgi ve iletişim teknolojisindeki gelişmeler sonucunda güçlenmesi ve piyasaların yeni finansal araçlarla derinleşmesi finansal serbestleştirmeyi hızlandırmakta ve gelişmiş ülkelerdeki fonların dünya ölçeğinde hareketine imkan sağlamaktadır (Yeldan, 2002). Dünyada küreselleşmeye bağlı olarak, finansal piyasaların serbestleşmesi, sermaye hareketlerinin boyutlarını ve hızını artırarak sermayeyi, bol ve getirisi az olan bölgelerden, nispeten daha az bulunan ve getirisinin daha fazla olduğu bölgelere doğru yönlendirmektedir. Böylece sermayenin bol olduğu ülkeler, yüksek kardan faydalanırken, sermayenin kıt olduğu ülkeler de gelen ek finansman kaynağından yararlanmaktadır. İnel ve Sungur (2000)'a göre bu süreç, faiz oranının ülkeler arasında eşitlenmesine neden olurken, rekabetin artması finansal piyasaların daha verimli çalışmasına ve böylece tasarruf sahipleri ve yatırımcıların daha iyi olanaklara sahip olmasına neden olmaktadır.

Berksoy ve Saltoğlu (1998) da sermaye hareketleri ile ilgili çalışmalarında, finansal piyasalardaki küreselleşme olgusunun uluslararası sermaye hareketlerinin mal akımlarından kopmasına, ödeme bilançosu finansmanı dışında getiri farklılıklarından yararlanmayı amaçlayan, bir başka deyişle, arbitraj kazancı kovalayan sermaye büyüklüklerinin oluşmasına ve bu büyüklüğün artan ölçüde gelişmekte olan ülkelerde oluşan yükselen finans piyasalarına yönelmesine neden olduğunu belirtmişlerdir. Nitekim, Türkiye'de de finansal serbestleşme sonrasında artan sermaye akımlarında kısa vadeli sermaye hareketlerinin ve sıcak para akımlarının ağırlığı dikkat çekmektedir.

1.2 ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARININ NEDENLERİ

Sermaye akımı, merkez sermayesinin çevre ülkelere yönelmesi şeklinde gelişmektedir. Gelişmiş sanayi ülkelerinin yer aldığı Merkez'de düşen kar hadleri, sermayeyi ister portföy akımı, ister doğrudan yatırım biçiminde olsun dünyada getirinin daha yüksek olduğu alanları aramaya itmektedir. Merkez'de durgunluk, ekonomi kuramında azalan kar haddi kanunu olarak bilinen iktisadi gelişmeden kaynaklanmakta, yatırımların miktarı arttıkça kar haddi azalmakta, bu da büyümeyi ve sermaye birikimini sınırlamaktadır (Kazgan, 1994).

Nitekim 1970'li yılların başında petrol krizi ve 1980'li yılların başında gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan borç krizi ile sarsılan gelişmiş ülkelerin sermayesi, 1980'li yılların başından itibaren kendi finansal piyasalarını ve sermaye hareketlerini serbestleştirmiş ve gelişmekte olan ülkelerin de aynı süreç içine girmesinde etkili olmuştur. 1980'li yılların ortasından itibaren bir çok gelişmekte olan ülke, mali piyasalarını serbestleştirmek için önemli adımlar atmış, sermaye akımına serbesti getirmiştir (Kazgan, 1994). Böylece uluslararası sermaye, gelişmiş ülkelerdeki kar hadlerini aşabilme, daha yüksek getiriler bulma ve riskleri dağıtabilmek için gerekli alt yapıyı küreselleşme ve uluslararası bütünleşme çerçevesi içinde gerçekleştirmiştir. (İMKB Araştırma Yayınları, 1995).

Uluslararası sermaye akımlarını belirleyen faktörler çekici ve itici faktörler olmak üzere iki başlık altında incelenmektedir.

1.2.1 Çekici Faktörler

Çekici faktörler sermaye girişlerinin olduğu ülke koşullarınca belirlenen faktörlerdir. Gelişmekte olan ülkelerin makroekonomik göstergelerindeki iyileşmeler (yüksek bir büyüme hızı, yatırımların yüksek getirileri, düşük enflasyon oranları vb.) uluslararası sermayeyi çeken önemli faktörlerdir. Ancak tüm bu faktörlerin yanı sıra, söz konusu ülkeye yatırımın gerçekleşebilmesi için gerekli bir koşul bu ülkelerin sermaye hareketleri üzerindeki kontrolleri kaldırmalarıdır. Eğer bu gerekli koşul sağlanamazsa o

ülkeye yapılabilecek yatırımın getirisi ne kadar yüksek olursa olsun, sermaye hareketleri gerçekleşmeyecektir (Inandım, 2005).

Sermayeyi çeken en önemli faktörlerden birisi yurt içi reel faiz ile yabancı paranın yıllık aşınması arasındaki arbitraj getirisidir. Yüksek reel faiz ve düşük döviz kuruna dayalı spekülative arbitraj olanakları yaratan ülkeler finansal sermaye için çekici bir hedefdir. Buradaki arbitraj değişkeni, gelişmekte olan ülkelerin finans piyasalarına giriş yapan bir birim yabancı paranın, dönem başındaki kurdan ulusal paraya çevrilmesi ve ulusal para bazında faiz geliri elde ettikten sonra da tekrar döviz cinsinden yurt dışına çıkması sonucunda elde edilen net geliri göstermektedir. Bu işlem boyunca arbitraj geliri faiz haddi yükseldikçe artmakta, ulusal paranın yabancı para karşısında değer kaybetmesi durumunda da gerilemektedir (Yeldan, 2002). Yabancı yatırımcılar açısından faiz-kur makasındaki aleyhte bir bozulma (yüksek reel faiz ve düşük kur dengesindeki bozulma) arbitraj gelirinde bir gerileme ortaya çıkarmaktadır. Bu durum ise oynak yapıdaki spekülative sermayenin ülkeyi terk etmesine sebebiyet vermektedir.

Uluslararası sermaye hareketlerini ve yatırımları etkileyen önemli faktörlerden biri de ülke paralarının değerlerinin yeniden düzenlenmesidir. Söz konusu düzenleme, özellikle doğrudan yabancı yatırımları etkilemektedir. Örneğin; 1980'lerin sonlarında Japon Yeni'nin ABD doları karşısında yüzde 50'den fazla değer kazanması, Kore, Tayvan ve Singapur gibi yeni endüstrileşmiş ülkelerin uluslararası rekabet gücünü artırmış ve Japon yatırımlarının Malezya ve Tayland gibi Güneydoğu Asya'daki düşük maliyetli üretim bölgelerine kaymasına neden olmuştur (Glick, 1998).

Sermaye hareketlerini çeken faktörler genelde yurt içi fırsat ve risklerin yansıması biçiminde ortaya çıkmaktadır. Lopez-Mejia (1999)'a göre, içsel faktörler olarak da tanımlanan sermaye akımlarını çeken faktörler ulusal politikalar ile yakından ilişkilidir. İçsel faktörlerin yurt dışı yatırımcılar için birtakım riskleri ve yüksek getiri düzeylerini de ifade ettiği söylenebilir.

Özetlemek gerekirse, sermaye akımlarına etki eden bir çok unsur bulunmasına rağmen analizlerde çoğunlukla yurt içi faiz oranları, kredi değerliliği, güvenilirlik, menkul kıymet borsası fiyatları, kamu kesimi borç düzeyi, makro ekonomik istikrar, döviz kuru

rejimi ve enflasyon oranı gibi değişkenler üzerinde durulmaktadır (Demir ve Sever, 2009).

1.2.2 İtici Faktörler

İtici faktörler, sermayenin getirisinin düşmesine dolayısıyla da daha yüksek getiri olanaklarından yararlanmak için ülkeyi terk etmesine neden olan faktörlerdir. Gelişmiş ülkelerde yaşanan ekonomik durgunluk, düşük faiz oranları, iş dünyasında ortaya çıkan olumsuz koşullar, ülke borçluları tarafından ihraç edilen varlıkların risk-getiri özelliklerindeki bozulma ve politik gerginlikler sermayenin gelişmekte olan ülkelere yönelmesine neden olan itici faktörlerden bazılarıdır (İnandım, 2005).

Örneğin, Taylor ve Sarno (1997) çalışmalarında, ABD faiz oranlarının 1980’li yılların sonunda uzun, orta ve kısa dönemde önemli derecede düşmesinin gelişmekte olan ülkelere olan sermaye akımlarında artış meydana getirdiği sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca 1980’lerin sonunda ABD ekonomisinin yavaşlaması da ABD merkezli sermaye akımları için daha cazip ortam sunmuştur. Özellikle bu süreçte gelişmekte olan ülkelerdeki çoğunlukla sabit döviz kuru politikaları ve makro ekonomik politikalar istikrarlı bir görünüm sunduğu için gelişmekte olan piyasalara doğru sermaye akımları daha istekli davranmışlardır. Bir anlamda sabit kur rejiminin uygulanması kur oynaklığını ve olası kur risklerini kısa dönemde ortadan kaldırdığından kısa vadeli sermayeyi çeken bir unsur olmuştur.

Gelişmiş ülkelerden sermaye çıkışlarına neden olan bir diğer faktör söz konusu ülke yatırımcılarının portföy çeşitlendirme isteğidir. Gelişmiş ülkelerdeki emeklilik fonları gibi oluşumların aracı finansal kurumlar haline gelerek gelişmekte olan ülkelere yatırım yapması portföy çeşitlendirme amaçlı sermaye hareketlerine örnek olarak gösterilebilir. Portföy çeşitlendirme amaçlı sermaye hareketleri, dönemsel sermaye hareketlerinden farklı olarak daha uzun bir zamana yayılmaktadır ve gelişmekte olan ülkeler açısından daha sürdürülebilir özelliktedir (İnandım, 2005).

Calvo, Leiderman ve Reinhart (1993)’ın Latin Amerika özelinde yaptıkları çalışmada buraya gelen yabancı sermaye akışlarının itici faktörler tarafından etkilendiği sonucuna

ulaşmıştır. Chuhan, Claessens ve Mamingi (1993)'nin Latin Amerika ve Asya üzerine yaptıkları çalışmada da Latin Amerika'ya olan sermaye akışlarının Asya ülkelerine kıyasla daha yüksek oranda itici faktörler tarafından belirlendiği görülmektedir.

1.3 ULUSLARARASI SERMAYE AKIMININ GELİŞİMİ

1.3.1 1990 Öncesi Genel Görünüm

İlk büyük uluslararası borçlanma 1914 yılında, borçlanıcı ülkelerin hükümetleri ve demiryolu kuruluşları tarafından büyük ölçüde İngiltere ve küçük miktarda Fransa ve Almanya mali piyasalarında yapılmıştır. Portföy yatırımları ve doğrudan yatırımlar 1920'lerde ABD'den kaynaklanmaya başlamış ve ABD'den Avrupa'ya yönelik sermaye akımı hızlanmıştır (İMKB Araştırma Yayınları, 1995).

Bununla beraber 1929'da Büyük Depresyon'un baş göstermesi, ekonomiye devletin müdahale etmemesi görüşünü savunan ve o dönemde finansal serbestleşme adına hüküm süren liberal ekonomi anlayışına gölge düşürmüştü ve söz konusu dönemin karşıt görüşe sahip iktisatçı ve politikacılarının düşüncelerine olan desteği artırmıştır. ABD de dahil olmak üzere krizden etkilenen birçok ülke tekrar sermaye kontrollerini uygulamaya başlamışlardır. 1929 Bunalımının etkileri geçmeden İkinci Dünya Savaşı'nın başlaması, küreselleşme sürecini yavaşlatmıştır. Dolayısıyla ülkeler dış ticarete sıkı korumacı politikalara yönelmeleri ile uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaları artırmışlardır (Aktan ve Şen, 1999). Bu politikalar sonucu Avrupa'da ticaret hacmi 1928'lerde 58 milyar dolarken 1935 yılında 20,8 milyar dolara gerilemiştir (Görgün, 2004).

İkinci Dünya Savaşının hemen ardından kurulan Bretton Woods Sisteminde, uluslararası sermaye akımları Berksoy ve Saltoğlu (1998)'na göre, büyük ölçüde resmi borçlanmadan kaynaklanan ve bu kanaldan, genellikle plan, proje ya da ekonomik dengesizliklerin finansmanına yönlendirilen hareketlerdir.

1971 yılında altın dolar bağlantısının koparılmasıyla birlikte Bretton Woods sistemi çökmüş ve kapitalist sistem tekrar krize girmiştir. Ve böylece İkinci Dünya Savaşından sonra kapitalist ekonomilerde çeyrek yüzyıla yakın süren hızlı büyüme ve refah dönemi sona ermiştir. Günümüzde dünya ekonomisinin en önemli olgularından biri olan faiz-kur arbitrajına dayanarak en yüksek reel getiriye elde etmek amacıyla bir ülkeden diğerine kolaylıkla kayabilen türdeki sermaye akımları da esas olarak 1970’li yıllarda Bretton Woods Sistemi’nin yıkılmasından sonra ortaya çıkmıştır (İnsel-Sungur, 2003). Gelişmiş ülkelerdeki yatırımcılar 1970’li yılların ikinci yarısında başlayan kriz sonrasında reel yatırımlardan kaçarak, finansal yatırımlara yönelmişlerdir.

Yaşanan finansal krizler iktisadi politikalarda köklü değişiklikler yapılmasına yol açmıştır. Sermaye finansmanı sağlanmasında devletçi politikaları engel olarak gören birçok gelişmiş ülke bu politikalardan vazgeçerek liberal politikalar uygulamaya başlamışlardır. Gelişmekte olan ülkeler için de bu durum krizden kurtulmak için uygun bir yol olarak görülmüş ve yaşanan ekonomik krizler sonrasında küreselleşmenin de etkisiyle bu ülkeler yapısal bir uyum sürecine girmişlerdir. Bu sürecin bir sonucu olarak makro ekonomik dengelerini, açık ekonominin gereklerine göre yeniden kurmak durumunda kalmışlardır. Bazı ülkelerde tüm kambiyo kontrolleri kısa sürede kaldırılırken, bazılarında kontroller kademeli olarak ve zamana yayılarak kaldırılmıştır. Ekonomilerin dışa açılması ile büyüyen ticaret hacmi nedeniyle gelişmekte olan ülkeler, gelişmiş ülke kaynaklarına daha fazla ihtiyaç duymaya başlamıştır. Bunun sonucunda, gelişmekte olan ülkelerin çoğu, ulusal kambiyo rejimlerini ve sermaye hesaplarını serbestleştirmiş, mali piyasalarını kurup, geliştirmiştir. Yükselen piyasalar olarak nitelendirilen bu yeni piyasalar, sermaye girişi için cazip olanaklar sunarken, kambiyo rejimlerinin serbestleştirilmesi sermaye giriş çıkışını kolaylaştırmıştır. Bu da sermaye hareketlerinin hem hacminin, hem de hızının artmasına neden olmuştur (İnandım, 2005).

Dünya Bankasından alınan (Global Development Finance 2000) verilere göre, gelişmekte olan ülkelere 1970 ve 1980 yıllarında gelen sermaye hareketlerinin büyük çoğunluğu uzun dönemli borç olarak (IMF kredileri hariç) ve küçük bir kısmı ise doğrudan yabancı sermaye ve hibe (yabancı devletlerden gelen resmi karşılıksız transfer) olarak gelmiştir.

Bretton Woods Sisteminin işlemeye devam ettiği 1970 yılında, GOÜ'lere gelen sermaye 11,3 milyar \$ olup bunun 6,9 milyar \$'ı (%61) uzun dönemli borç akışlarından oluşmaktadır. Söz konusu sistemin yıkılıp nispeten daha liberal ve dışa açık politikaların izlendiği 1980 yılında ise gelen 82,8 milyar \$'lık yabancı sermayenin 65,2 milyar \$'lık kısmı (%79) uzun dönemli borçlarla sağlanmış, doğrudan yatırım 4,4 milyar \$ ve hibeler 13,2 milyar \$ olmuştur.

1.3.2 1990 Sonrası Dönem

1990'lı yıllara gelindiğinde finansal serbestleşme yolunda önemli olaylar gerçekleşmiştir. 9 Kasım 1989 yılında Berlin Duvarı'nın yıkılması ve 1991 yılında Sovyetler Birliği'nin çöküşü ile Soğuk Savaşın sona ermesi sonucunda komünist devletler, ABD ve Avrupa ülkelerine yönelmişler ve Batı ile yakın ekonomik ve siyasi bütünleşme içine girmeye başlamışlardır. Bu dönemde gerçekleşen ve finansal serbestleşme adına önem arz eden başka bir olay ise gelişimini tamamlayan Avrupa Birliği'nin kendi içerisinde ve üçüncü ülkeler arasında sermayenin serbest dolaşımını engelleyen bütün uygulamaları ortadan kaldırması olmuştur (Görgün, 2004).

1990'lı yıllarda gerçekleşen siyasi ve ekonomik olaylar sonucunda uluslararası sermaye hareketlerinde büyük artışlar yaşanmıştır. Moreno (2000), sermaye hareketlerinde gerçekleşen bu artışları iki nedene bağlayarak açıklamıştır. İlk olarak, gelişmekte olan ülkeler, finansal piyasalarını, kambiyo rejimlerini ve sermaye hesaplarını serbestleştirerek ve onları yabancı yatırımcılara açarak uluslararası entegrasyona katılım derecelerini önemli ölçüde yükseltmiştir. Gelişmekte olan ülkeler aynı zamanda, kamu kuruluşlarını özelleştirerek, daha derin ve likit finansal piyasaların oluşumunu destekleyerek de yatırım imkanlarını artırmışlardır. İkinci olarak, bilgi ve iletişim teknolojisindeki gelişmeler dünya genelindeki yatırımların değerlendirilmesini ve izlenmesini daha kolay bir hale getirmiş ve gelişmiş ülkelerdeki fonların dünya ölçeğinde hareketine imkan sağlamıştır. Teknolojide, özellikle iletişim teknolojisinde yaşanan gelişmeler, yatırımlarla ilgili bilgi sağlamada kolaylıklar getirerek ve risk yönetiminde daha etkin finansal enstrümanların oluşumunu destekleyerek yabancı yatırımcılar için sınır ötesi yatırımları kolaylaştırmıştır.

Uluslararası sermaye hareketlerinde 1990'larda gerçekleşen büyük artışların yanı sıra önemli ölçüde yapısal değişimler de yaşanmıştır. Bu değişim, finansmanların şekli ile ilgili olup, resmi finansmanlar yerini özel finansmanlara terk etmiştir. Tablo 1, 1990-1997 döneminde GOÜ'lere olan uluslararası sermaye hareketlerini göstermektedir.

Tablo 1: 1990-1997 Döneminde GOÜ'lere Gelen Toplam Sermayenin Dağılımı (Milyar Dolar)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Toplam Net Akışlar	100,8	123,1	152,3	220,3	223,6	254,9	308,1	338,1
1) Resmi Kaynak	56,9	62,6	54	53,3	45,5	53,4	32,2	39,1
2) Özel Kaynak	43,9	60,5	98,3	167	178,1	201,5	275,9	299
a) Doğrudan Yatırımlar	24,5	34,4	46,1	67	88,5	105,4	126,4	163,4
b) Portföy Yatırımları	3,7	7,6	14,1	51	35,2	36,1	49,2	30,2
c) Diğer Yatırımlar	15,7	18,5	38,1	49	54,4	60	100,3	105,4

Kaynak: Global Development Finance, 1999

Tablodan da görüldüğü üzere 1990 yılında 100 milyar \$ düzeyinde olan uluslararası sermaye hacmi, 1997 yılına gelindiğinde 338 milyar \$ seviyesine yükselmiştir. Bu dönem boyunca resmi kalkınma finansmanlarının toplam uluslararası finansmanlar içindeki payı sürekli azalmış ve 1990 yılında % 56,5 iken, 1996 yılında % 10,5'e kadar düşmüştür. Güney Doğu Asya ülkelerinde yaşanan kriz dolayısıyla bir miktar artış gösterse de 1997 yılındaki oran %12 seviyesindedir (DPT-ÖİK Raporu, 2000).

Resmi kanallardan özel kanallara geçen sermaye hareketleri, yoğunlaşan küreselleşme çabaları sonucunda geleneksel işlevini (doğrudan yatırım) yitirmiş ve kısa vadeli spekülasyon bir hal alarak gittiği ülke ekonomileri üzerinde büyük oynaklıklara neden olmuştur (Eren ve Süslü, 2001). 1990'lı yıllarda dış ticaret politikalarını serbestleştirip mali sektörlerini dışa açan ve böylece dış kaynak kullanımları artan orta gelirli ülkelerin ekonomik performansı, kısa vadeli fon akımlarına karşı aşırı duyarlı bir nitelik kazanmıştır (Kar ve Kara, 2002). Ekonominin çeşitli kesimlerindeki bilançolar, sermaye giriş ve çıkışlarına çok hassas bir yapıda gelişmiş ve mali şoklara karşı kırılganlık artmıştır. Bu paralelde 1990'lı yıllarda uluslararası finansal sistemde, art arda çok

sayıda finansal kriz yaşanmaya başlanmıştır. Avrupa Para Krizi (1992-93), Latin Amerika “Tekila Krizi” (1994-95), Türkiye Krizi (1994), Güney Doğu Asya Krizi (1997-98), Rusya Krizi (1998), Brezilya Krizi (1999), Türkiye Krizi (2001) , Arjantin Krizi (2002) çok sayıdaki finansal krizlerinden sadece bazılarıdır (Işık, Duman ve Korkmaz, 2004). Dünya piyasalarında yaşanan bu krizler uluslararası ekonomik birimler üzerinde tedirginlik yaratmış ve yatırımcılar pozisyonlarını uzun vadeden kısa vadelere çevirmişlerdir.

Kriz yaşayan ülkelerin çoğundaki ortak nokta, sabit kura dayalı bir politika uygulanmış olmasıdır. Ayrıca, Asya ülkeleri dışındaki ülkelerde, özellikle Latin Amerika ülkelerinde cari açıklar, mali açıklar, kamu açıkları ve enflasyon gibi makroekonomik temellere dayalı problemler vardır (Yay, 2001).

1.3.3 Finansal Krizler

Sermaye hareketlerinin krizlere neden olma olasılığı 20. yy’da bir önceki yüzyıla göre daha yüksektir. Bu iki yüzyıldaki küreselleşme evreleri arasındaki en önemli fark; 19. yüzyıldaki küreselleşmenin reel bir mal ile altın standardında düzenlenmesi; 20. yüzyıldaki küreselleşmenin ise ulusal paraların değişim değerlerine duyarlı olması ve ulusal paraların değişim değerlerinin altın veya benzeri hiçbir mal tarafından desteklenmeyen, nominal büyüklüklerden ibaret olmasıdır. Ulusal paraların değişim hadlerindeki belirsizlik, finansal sistemin işleyişi açısından büyük riskler taşımaktadır. 20. yüzyıldaki sermaye hareketlerinin nominal büyüklüklere duyarlı olması, reel ve mali sektör arasındaki ilişkileri bozmuş ve cari işlemler –sermaye hareketleri bağlantısını zayıflatmıştır. Dolayısıyla söz konusu belirsizlik; spekülasyon nitelikli kazançları ve finansal sermayenin hareketliliğini özendirse de, bu hareketlilik reel üretim dünyasından kopuk bir hareketlilik olmuştur (Yeldan, 2002).

1990’lı yıllarda finansal kriz yaşayan ülkelerdeki temel sorun, bu ülkelerin yabancı kaynaklı ve kısa vadeli, kamu ya da özel borçlarının uluslararası rezervlerine oranının yüksek olmasıdır (%1’in üzerinde). Dış kaynak ihtiyacı duyulmasından dolayı henüz yeterince gelişmeyen ve derinleşmeyen finansal yapılarını dışa açan bu ülkelerde görülen yüksek miktardaki kısa vadeli borçlarla, göreceli olarak kıt olan uluslararası

likit varlıkların kombinasyonu yüksek bir kırılganlığa ve güven krizine yol açmıştır. Bu durum, kıt olan sermayenin söz konusu ülkelerden kaçmasına neden olmuş ve bu ülkelerin birçoğunda krizlerle sonuçlanmıştır (Rodrik ve Velasco, 1999).

Aynı konuda Celasun (2001)'un çalışması incelendiğinde, kriz öncesi dönemde ülkelerde ithalat patlaması yaşandığı ve dış açıkların büyüdüğü görülmektedir. Cari işlemler açığının milli gelir içindeki payının % 4'ü aştığı durumlar risk olarak ifade edilmektedir. Meksika, Asya ve Türkiye krizlerinde de bu oran % 4'ün üzerine çıkmıştır.

Yaşanan finansal krizlerin gösterdiği, henüz gelişme aşamasında olan bir ekonominin, gerekli makro ekonomik şartları (denk bütçe, fiyat istikrarı, katma değeri yüksek olan malların üretimi, denetimli bankacılık kesimi, derinliği olan finansal kesim, reel büyümeyi sağlayan bir ekonomik yapılanma) sağlamadan, finansal serbestleşmeye geçmesinin, o ülkeye yarardan çok zarar getireceğidir. Uzun dönemli sermaye hareketlerinden yararlanmak isteyen bir ekonominin istikrarlı bir reel büyüme oranına sahip olması gerekmektedir. Yapısal ve kurumsal zayıflıklar taşıyan bir ekonomide sermaye hareketlerini etkileyecek imkanlar sınırlı olduğu için, kısa vadeli sermaye akımları, ancak yüksek faizler sunularak cezbedilmeye çalışılır. Bu durum kriz riskini arttırmaktadır (Eren ve Süslü, 2001).

1.3.4 2000'li Yıllar

1990'ların özellikle ikinci yarısından sonra yaşanan krizlerin yavaşlatmış olduğu uluslar arası sermaye akımları 2000'li yıllarla beraber tekrardan yükselişe geçmiştir. Tablo 2 bu durumu yansıtmaktadır.

Tablo 2: 2001-2007 Döneminde GOÜ'lere Gelen Toplam Özel Sermaye Akımlarının Dağılımı (Milyar Dolar)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Özel Sermaye Akımları	197,3	156,8	269,1	396,5	569,7	739,2	1.157,5
1) Doğrudan Yatırımlar	166,0	152,5	155,5	216,0	279,1	358,4	520,0
2) Portföy Yatırımları	6,3	9,0	25,5	38,7	68,1	104,3	138,6
3) Diğer Yatırımlar	25,0	-4,7	88,1	141,8	222,5	276,5	498,9

Kaynak: Global Development Finance, 2009

Tablo 2, 2001-2007 döneminde gelişmekte olan ülkelere gelen toplam özel sermaye rakamlarını içermektedir. 2001 Türkiye ve 2002 Arjantin Krizlerinden kaynaklanan durgunluk sonrası sermaye akımı 2002 yılında bir miktar düşmüş ama sonraki yıllarda tekrar artış yaşanmıştır. Sermaye akımları, 2001 yılında 197 milyar \$ iken, 2007 yılına gelindiğinde yaklaşık 5 kat artmış ve 1,1 trilyon \$ olmuştur. 2001 yılında doğrudan yabancı sermayenin toplam sermaye içerisindeki payı %84 iken bu oran 2007 yılında %45'tir. Bu rakamlar portföy yatırımları için %3 - %12 ve diğer yatırımlar için %13 - %43 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 3: 2005-2009 Döneminde GOÜ'lere Gelen Özel Sermayenin Yıllar İtibarıyla Bölgelere Göre Dağılımı (Milyar Dolar)

	2005	2006	2007	2008	2009
Latin Amerika	113	85	216	132	135
Yükselen Avrupa Ülkeleri (*)	192	311	472	270	20
Afrika/Ortadoğu	52	65	76	75	43
Yükselen Asya Ülkeleri	212	278	394	171	236
Toplam	569	739	1158	648	434

Kaynak : Global Develop Finance, 2009

IIF, Ekim 2009, Ocak 2010

(): Türkiye, Bulgaristan, Polonya vs.*

Tablo 4: 2005-2009 Döneminde GOÜ'lere Gelen Özel Sermayenin Yıllar İtibarıyla Bölgelere Göre Yüzde Dağılımı

	2005	2006	2007	2008	2009
Latin Amerika	20%	12%	19%	20%	31%
Yükselen Avrupa Ülkeleri	34%	42%	41%	42%	5%
Afrika/Ortadoğu	9%	9%	7%	12%	10%
Yükselen Asya Ülkeleri	37%	38%	34%	26%	54%
Toplam	100%	100%	100%	100%	100%

*Kaynak : Global Develop Finance, 2009
IIF, Ekim 2009 ,Ocak 2010*

Tablo 3 ve 4, 2005-2009 yılları arasında gelişmekte olan ülkelere akan sermaye akımını ve bu akımın bölgeler arasındaki dağılımını tutar ve yüzde olarak göstermektedir.

Tablo 3'ü incelediğimizde bu ülkelere olan toplam sermaye akımının 2007 yılında zirve yaptığı görülmekte olup küresel kriz sonrası 2008 ve 2009 yıllarında ciddi düşüşler yaşanmıştır. 2007 yılında 1,1 trilyon \$ seviyesinde olan sermaye girişi 2008 yılında 648 milyar \$'a ve 2009 yılında ise 434 milyar \$'a düşmüştür.

Tablo 4, gelen sermayenin bölgeler arası dağılımını yüzde olarak göstermektedir. 2005-2008 yılları arası sermayenin tercih ettiği öncelikli bölgelerin Avrupa ve Asya'daki yükselen ekonomiler olduğu göze çarpmaktadır.

Çalışmanın bu bölümünde, uluslararası sermaye akımının tanımına, nedenlerine ve son 20 yılda dünyadaki gelişimine ilişkin bilgilere yer verilmiştir. 1990 öncesi dönemde düşük boyutlarda ve resmi kanallar yoluyla hareket eden uluslararası sermaye, finansal serbestleşmenin hız kazandığı 1990'lı yıllarda ise yüksek miktarlarda ve nitelik değiştirerek (resmi kanallardan özel kanallara doğru) hareket etmiştir. Bu yüksek boyuttaki hareketlere karşın yeterli finansal derinliğe sahip olmayan özellikle gelişmekte olan ülkeler ise 1990'lı yıllar boyunca birçok finansal krizlerle karşı karşıya kalmışlardır. Daha çok kısa vadeli olarak gelen ve yüksek faiz-düşük kur politikalarından faydalanma amacı güden yabancı sermaye, geldiği ülke ekonomisinde kısa vadeli bir refah dönemi yaşatırken, çıktığında ise krizlere neden olmaktadır. Bu duruma GOÜ'lerin gerekli altyapıyı oluşturmadan finansal serbestleşmeye entegre olma çabaları önemli rol oynamıştır. Çalışmanın bundan sonraki bölümünde 1980 sonrasında

Türkiye’de cari işlemler ve sermaye hesaplarına ilişkin gelişmeler dönemler itibarıyla incelenecektir.

İKİNCİ BÖLÜM

1980 SONRASI TÜRKİYE'DE CARİ İŞLEMLER VE SERMAYE HESAPLARI VE GELİŞİMİ

2.1 1980 SONRASI DIŞA AÇILMA DÖNEMİ VE HESAPLARIN GELİŞİMİ

2.1.1 1980-1989 Dönemi

Türkiye ekonomisi 1970'li yılların ikinci yarısında, dış ödeme güçlükleri ve yüksek oranda fiyat artışları biçiminde görünen ağır bir bunalıma sürüklendi. Ekonomik bunalımın, giderek toplumsal ve siyasal boyutlar kazanarak daha da ağırlaşması üzerine 24 Ocak 1980'den başlayarak bir dizi yeni ekonomi politikası kararları alındı. Önceleri, ekonomik istikrar önlemleri olarak nitelenen bu kararlar, aynı yılın siyasal gelişmeleriyle de tamamlanarak, uzun süreli bir nitelik kazandı (Kepenek ve Yentürk , 2001).

Para ve sermaye piyasasında, 1980 yılından sonra mal ticaretinin serbestleşmesinin yanı sıra, sermaye piyasasında da serbestleşme yönünde önemli gelişmeler olmuştur. Bunların başında ticari bankaların faiz oranlarının serbest bırakılması gelmektedir. Diğer bir gelişme döviz kuru rejimiyle ilgili yapılan değişiklikler ve aşırı değerli kur politikasından vazgeçilmesi, bireylere döviz bulundurma serbestisi getirilmesidir. Finansal piyasalarda 1980'lerin ortalarından başlayarak parasal işlem araçlarının çoğaldığı, işlemlerin arttığı, kısaca ekonominin parasallaşması sürecinin hız kazandığı görülmektedir (Kepenek ve Yentürk , 2001).

1980-1989 dönemini Karluk (1995) özetlemiştir. Buna göre, 1980'ler Türkiye için ekonomik liberalizasyon ve açıklık dönemidir. 24 Ocak 1980 Kararları ile ödemeler dengesinde görülen olumlu gelişmeler 1983 yılına kadar devam etmiştir. Ancak 1983 yılında özellikle görünmeyen işlemler kaleminde yer alan işçi döviz gelirlerindeki azalış sebebiyle işler tersine dönmüştür. 1984 yılında, ödemeler dengesi yeni bir standarda

göre düzenlenmeye başlanmış ve bu yeni sınıflandırmayla birlikte 1984 yılında olumlu gelişmeler görülmüştür. 1985 yılında cari işlemler dengesinin pozitif olmasında en büyük katkıyı, yapılan yatırımların sonucunu vermeye başlayan turizm sektörü yapmıştır. Ödemeler dengesi açısından bakıldığında dünya petrol fiyatlarındaki artıştan dolayı 1986 yılı olumsuz, 1987 yılı ise azalan cari işlemler açığına bağlı olarak olumlu performansların sergilendiği yıllar olmuştur. 1988 ve 1989 yılları ise turist ve işçi gelirlerindeki artışa paralel olarak cari işlemler fazlası verilen yıllar olmuştur. Bu dönemde cari işlemlerin fazla vermesinde uygulanan döviz kuru politikasının da rolü olmuştur. 1989 yılında Türkiye bir taraftan döviz kuru artışını enflasyon oranının altında ayarlamış diğer taraftan mevduatlara yüksek faiz uygulayarak ülkeye giren döviz sayesinde dış ödemeler darboğazını aşmıştır.

2.1.2 1989 Sonrası Dönem

Türkiye ödemeler dengesinde sermaye hareketlerini 1989 yılında bütünüyle serbestleştirmiş durumdadır. Bu adım ile dış sermaye hareketleri üzerindeki bütün kontroller ve denetim kaldırılmış ve Türk finans piyasaları kısa vadeli sıcak paranın spekülasyonuna açılmıştır. Böylece ulusal piyasalarda döviz ve faiz kuru birbirine bağlı hale gelmiş ve Merkez Bankası'nca birbirinden bağımsız biçimde birer politika aracı olarak kullanılabilme olanağı yitirilmiştir. Artık bu yapı altında makro-finansal dengelerin sağlanmasının gerekli koşulu, yurt-içi faiz getirisinin, dövize bağlı spekülatif getiriden yüksek olması; yani reel faiz haddinin aşırı yüksek tutulmasıdır. Böylece uyarılan kısa vadeli (spekülatif) yabancı sermaye, bir yandan kamu açıklarını "dış tasarruflar" biçimiyle finanse ederken, bir yandan da ulusal ekonominin ithalat ve tüketim hacmini genişletmektedir (Yeldan, 2008).

1989 ve sonrasında, gelen sermaye nitelik değiştirmiş, resmi nitelikteki sermaye akımları yerini özel sermaye akımlarına bırakmıştır. Sermaye hesabı 1989'da pozitif dönmüş ve toplam talep kaynaklı canlanma sonrası 1990'da o periyot içerisindeki en yüksek değerine ulaşmıştır (yaklaşık 4 milyar \$). Sermaye hesabının serbestleştirilmesi ile birlikte, resmi finansman ve işçi havalelerine dayalı sermaye girişleri özel kaynaklı sermaye girişlerine dönüşmüştür. 1991 Körfez Krizi beraberinde sermaye hesabında

keskin bir daralmayı getirmiş ve bu hesap negatife dönmüştür (Agenor, McDermott ve Ucer, 1997).

2.1.3 1994 Yılı Krizi ve 5 Nisan Kararları

1994 yılı tıpkı 1991 yılındaki dalgalanmaya paralel olarak sermaye çıkışının yaşandığı dönemdir. Spekülatif amaçlı sermaye girişlerinin artmasına bağlı olarak toplam talebin artması (ekonomi 1992 ve 1993 yıllarında toplam olarak %14 artmıştır), enflasyon oranının yükselmesine ve yurt içi tasarrufların azalmasına neden oldu. 1989 yılında yurt içi tasarruf oranları % 23,3 iken bu rakamlar 1993 yılında %15 'lere gerilemiştir (Şahin, 2002). Ekonomideki bu gelişmeler üzerine 1993 yılında dış ticaret açığının 14 milyar dolar çıkması, uluslararası derecelendirme kuruluşları tarafından Türkiye'nin yatırım yapılabilir ülke derecesinden spekülatif ülke derecesine düşürülmesi, finansman piyasalarında paniğe neden oldu. Ekonomik bireylerin dövize hücum etmesi döviz fiyatlarını yükseltti. Merkez Bankası döviz kurunu tutmaya çalışsa da gücünün yetmeyeceği anlaşıldığında 5 Nisan 1994' te İstikrar Programı kararları açıklanarak TL devalüe edildi. Bu dönemde ekonomide 5,1 milyar dolar sermaye çıkışı yaşandı. Burada görülen 1990 ve 1993 yılında yaklaşık 3 milyar dolar giriş kaydeden kısa vadeli yabancı sermaye (KVYS), 1991 Körfez Savaşı ve 1994 finansal krizi sırasında istikrarsızlık ortamından etkilenerek hızlı biçimde ekonomiden kaçmış ve rezerv edinimi hız kaybetmiştir. 1990-1994 aralığında toplam KVYS çıkışları 8,2 milyar dolara ulaşmıştır. Aynı periyot Merkez Bankası döviz rezervleri yönünden incelendiğinde, rezervlerin 1993 yıl sonunda 7 milyar \$ seviyesinden, krizin hemen ardında 8 Nisan 1994 tarihinde 3 milyar düzeyine indiği görülmektedir. Yani 4 aylık bir süreçte Merkez Bankası rezervlerinin %57 oranında azaldığı görülmektedir.

5 Nisan kararları, kamu açıklarını azaltarak, finans piyasalarını dengeye getirmek, ihracatı ve döviz kazandırıcı işlemleri teşvik ederek dış açığı azaltmak, yapısal reformlarla kamu açıklarını azaltmaya yardımcı olmak amacıyla alınmıştır (Ardıç, 2004). Alınan önlemler, kısa vadede toparlanma sürecine katkıda bulunmuş olsalar da bunun sağlıklı bir iyileşme olduğu sonradan anlaşılmıştır. Nitekim bu dönemde görülen iyileşme süreci daha sonra yaşanan krizlerinde temellerini oluşturmuştur.

Özellikle hükümetin izlediği politikalarda iki önemli nokta dikkati çekmektedir. İlki kısa vadeli yabancı sermaye girişlerinin teşvik edilmesi ve yurt dışına sermaye kaçışlarının önlenmesi amacıyla faiz oranlarının çok yüksek tutulması olup bu durum, yurt içi borçlanmanın hızlı bir şekilde artmasına neden olmuştur. Bunun olumsuz sonuçları da 1990'lı yılların sonunda ortaya çıkmıştır. İkinci önemli nokta ise, krizin ortaya çıkmasıyla birlikte mevduat hesaplarının tam sigorta kapsamına alınması, bankacılık sektörünü daha sonraki dönemlerde olumsuz yönde etkilemiştir. Bankacılık düzenlemeleri, istikrarsızlığın önemli nedenlerinden birini oluşturur iken ülkemizde yaşanan 2000-2001 krizinde anahtar rol oynamıştır (Alper ve Öniş, 2001).

1995–1999 dönemindeki 5 yıllık süreçte, ülke ekonomisini 1994 krizine sürükleyen ekonomik ve siyasi faktörlerde herhangi bir düzelmeye ve gelişmeye yaşanmamış, dengesizlikler yapay tedbirlerle engellenmeye çalışılmıştır (Yentürk, 2003). Bu dönemde bir yandan uygulanan politikalar sonucu sermaye girişlerinde artış yaşanırken (özellikle KVYS 1997 yılında 1,7 milyar \$ ve 1998 yılında 2,6 milyar \$ artmıştır) diğer yandan ülkenin önemli bir sorunu olan ve % 100'lerin üzerinde seyreden enflasyon üzerinde etkili olunamamıştır. Bunda ise, siyasi istikrarsızlık dolayısıyla kısa zamanda erken seçime giden hükümetlerin bu süreçte yaptığı yüksek kamu harcamalarının rolü büyüktür.

2.1.4 Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri

Enflasyonun düşürülmesi ve istikrar kazanılmasına yönelik olarak 2000 yılında IMF'nin de katkılarıyla Türkiye'de anti enflasyonist ve istikrar programı uygulamaya konulmuştur. Döviz kuruna dayalı enflasyonu düşürme programı, nominal döviz kurunun uygulanmasına yol açmıştır. Merkez Bankası, 2000 yılının başında, 1 dolar + 0,77 Euro'dan oluşan döviz kuru sepetinin günlük değerini, bir yıllık süre için duyurmuştur. Programın uygulanması sonucunda, birçok olumsuzluklar ortaya çıkmış, bu da programa olan güveni azaltmıştır. Programda, 2000 yılı için öngörülen enflasyon oranı %25 iken, gerçekleşen enflasyon %39 olmuştur. Döviz kurundaki artış ise öngörüldüğü şekliyle %20 olarak gerçekleşmiştir (1999 Aralık sonu itibarıyla 1\$=540.000 TL, 2000 Aralık sonu itibarıyla 1\$=671.000 TL). Enflasyonun programda

öngörüldüğü hızla düşmemesi sonucunda Türk Lirasının beklenenin üzerinde reel değer kazanması (%17'lik değerlenme sonrasında bu dönemde ithalat %23, ihracat ise sadece %2,2 oranında artmıştır), iç talepte görülen hızlı canlanma, ham petrol, doğal gaz gibi enerji fiyatlarındaki artış ve Euro/\$ paritesindeki gelişmeler sonucunda 2000 yılında cari işlemler açığı öngörülen düzeyin önemli ölçüde üzerine çıkmıştır (9,8 milyar \$-GSYİH'nin %5'i). Bu gelişme iç ve dış piyasalarda mevcut kur sisteminin sürdürülebilirliği ve cari işlemler açığının finansmanı konusundaki endişeleri artırmıştır (TCMB, 2001).

Cari işlemler açığının yanı sıra, özelleştirme ve yapısal programların gecikmesi, piyasalardaki tedirginliği arttırarak, sermaye girişlerini yavaşlatmış ve kısa vadeli faiz oranları hızla artmaya başlamıştır. Faiz oranlarındaki bu yükselme, yurt içindeki bankaların, portföylerinde kısa vadeli kaynaklarla besledikleri yüksek miktarda hazine kağıtları bulunduğundan, mali yapılarının bozulmasına yol açmış ve piyasadaki güvensizlik artmıştır. Bu güvensizlik nedeniyle, dövize yoğun bir şekilde spekülasyon bir akım oluşturmuştur. Döviz kurunu, programda öngörülen değerde tutmak isteyen Merkez Bankası'nın çabaları nedeniyle, büyük miktarda rezerv kayıpları oluşmuştur. (2000 yılı başında Merkez Bankası rezervleri 24 milyar \$ iken yıl sonunda 19 milyar \$'a düşmüştür). Döviz rezervindeki kaybın etkisi, o dönemde IMF'nin 7,5 milyar dolarlık kredisi ile atlatılmış ve programa aynen devam edilmiştir. (Rezervler Ocak 2001'de 26 milyar \$'a, Şubat ortasında 27,9 milyar \$'a yükselmiştir). Yaşanan bu krizden 3 ay sonra, Şubat 2001'de dövize tekrar bir saldırı olmuş ve bu saldırı sonucunda, rezervler 5,6 milyar dolar azalmış ve bu hareketlerinin önüne geçilemeyeceği anlaşıldığından, 21 Şubat 2001 tarihinde döviz kurunun dalgalanmaya bırakıldığı açıklanmıştır. Yaşanan bu krizlerde, döviz kurunun sabit tutulması ve cari işlemler açığının büyük boyutlara ulaşması sonucunda, özellikle kısa vadeli spekülasyon sermaye akımlarında çok büyük artışlar ve hareketlilik gözlemlenmiştir (Cihan, 2005).

2.1.5 2001 Sonrası Dönem

Türkiye Şubat 2001 krizi sonrası 22 Şubat 2001 tarihinde dalgalı döviz kuruna geçtiğini açıklamıştır. Kriz sonrasında ülkeden hızlı bir sermaye çıkışı gerçekleşmiştir.

Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerindeki dalgalanmalar doğrudan döviz kurunu etkilemiş ve sermayenin daha da fazla kaçışını önlemiştir. Tablo 5'te Türkiye ekonomisinde 2001-2009 döneminde ödemeler dengesi ana kalemlerinde yaşanan gelişmeler gösterilmiştir. Tabloya geçmeden önce sermaye hesabı alt kalemlerini TCMB'nin Ödemeler Dengesi Metodolojisine göre kısaca tanımlamak gerekir. Buna göre;

Doğrudan Yatırımlar

Bir ekonomide yerleşik bir kuruluşun bir başka ekonomide yerleşik bir şirkette uzun vadeli ve kalıcı yatırım yapmak, yönetiminde söz sahibi olmak amacıyla, şirket hisselerinin yüzde 10'unu aşan miktarda yaptığı yatırımdır.

Portföy Yatırımları

Portföy yatırımları bileşenleri, yabancı sermaye yatırımları ve rezerv varlıklar kapsamı dışındaki hisse senetleri ve borç senetleridir.

Varlıklar kalemi yurtiçinde yerleşik kişilerin yurtdışında alım satımını yaptıkları menkul kıymetleri kapsamaktadır. Yükümlülükler kaleminde ise yurtdışında yerleşik kişilerin yurtiçi borsalarda alım satımını yaptıkları hisse ve Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS), yurtiçinde yerleşik kişilerin yurtdışı piyasalarda tahvil ihracı yoluyla sağladığı borçlanma (örneğin Hazine Müstesarlığının ihraç ettiği Eurobond'lar) izlenmektedir.

Diğer Yatırımlar

Diğer yatırımlar; doğrudan yatırım, portföy yatırımları ve rezerv varlık dışında kalan tüm finansal işlemleri içermektedir.

Varlıklar kaleminde, yurtiçinde yerleşik kişilerin yurtdışında yerleşik kişilere açtığı ticari ve nakit krediler, bankaların yurtdışı muhabirleri nezdindeki döviz varlıkları izlenirken, yükümlülükler kaleminde, yurtiçinde yerleşik kişilerin yurtdışında yerleşik kişilerden sağladıkları ticari ve nakit krediler ile Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

ve bankalar nezdinde yurtdışı yerleşik kişiler adına açılan döviz hesapları izlenmektedir. Tablo 5’de 2001-2009 dönemi için Ödemeler Dengesi ana kalemleri görülmektedir. Sermaye hesabı 2001 krizi sonrası büyük açık vermiştir. Krizin hemen ardından 2002 yılında pozitif hale geçmesinde Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı önemli yer tutmaktadır. 2002-2007 arası devamlı bir artış gözükmektedir. Küresel krizin kendini göstermeye başladığı 2008 ve özellikle de 2009 (bir önceki seneye göre yaklaşık %90 azalma) yıllarında söz konusu hesapta ciddi miktarda düşüşler göze çarpmaktadır.

Tablo 5: Ödemeler Bilançosu Ana Kalemlerindeki Gelişmeler (2001-2009; Milyon Dolar)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
CARİ İŞLEMLER HESABI	3760	-626	-7515	-14431	-22088	-32051	-38219	-41866	-14042
SERMAYE HESABI	-14557	1172	7162	17702	42660	42689	48637	33599	6226
Doğrudan Yatırımlar	2855	939	1222	2005	8967	19261	19940	15750	6080
Portföy Yatırımları	-4515	-593	2465	8023	13437	7373	717	-5046	196
Diğer Yatırımlar	-12897	826	3475	7674	20256	16055	27980	22895	-50
NET HATA VE NOKSAN	-2127	-758	4450	1071	2628	-13	1597	5509	8607
REZERV VARLIK	12924	212	-4097	-4342	-23200	-10625	-12015	2758	-791

Kaynak :TCMB

(Not: Rezerv varlıklarda (-) işareti artışı ifade eder.)

2001 Krizinin ardından doğrudan yatırımlar doğası gereği anında bu duruma tepki verememiş ancak 1 sene sonra düşüş yaşanmıştır. Bu yatırımlarda esas sıçrama ise 2003 yılından sonra olmuştur. Türkiye ekonomisinde 05.06.2003 tarihinde 4875 sayılı doğrudan yabancı sermaye kanunu çıkarılmıştır. Bu kanunla birlikte yabancıların önceden izin alma zorunluluğu kaldırılmış, yerli ve yabancı yatırımcılar arasında

teşviklerden yararlanma konusunda fark kalmamıştır (Şahin, 2007). Doğrudan yatırımlar 2002-2007 dönemi boyunca sürekli artmış ve ana sermaye hesabına paralel bir eğilim izlemiştir. Bu dönemde doğrudan yatırımların artışında yatırım teşvikleri, şirket birleşmeleri ve özelleştirme programlarından kaynaklanan ödemelerin devam etmesi, yapısal reformlar, yabancılara banka satışlarının gerçekleştirilmesi gibi unsurlar önemli rol almışlardır. Küresel krizle birlikte bu yatırımlar 2008 ve özellikle 2009 yılında (bir önceki yıla göre yaklaşık olarak %63) ciddi düşüşler yaşamıştır.

Portföy yatırımları, krizin olduğu 2001 senesinde önemli azalma kaydetmiştir. 2005 senesine kadar hisse senetleri ve borç senetleri artışlarından dolayı bu kalem devamlı artış göstermiştir. 2006-2008 yıllarında gözlenen düşüşlerin (sırasıyla bir önceki yıla göre azalma oranları %45, %90, %87) ana nedeni ise borç senetleri kaleminden kaynaklanmaktadır. 2009 yılında ise ufak toparlanmalar göze çarpmaktadır.

Diğer yatırımlar kaleminde ise 2001 yılı, büyük ölçüde bankaların dış borçlarından kaynaklanan nedenlerle ciddi açıklar vermiştir. Bankacılık sektöründe yapılan yapısal reformlar ve oluşturulan güçlü yapı sonucu 2001 sonrası dönemde, söz konusu sektörün borçları makul düzeylere inmiştir. Bu dönemde daha çok kredi kullanan taraf bankacılık dışı özel sektör olmuştur. 2008 yılına kadar büyük miktarlarda yabancı kredi kullanmışlardır. 2006 hariç olmak üzere 2002-2007 döneminde bu sermaye alt kalemi devamlı artan bir seyir izlemiştir. 2006 yılındaki azalışın nedeni ise bankaların döviz varlıklarındaki (TCMB haricindeki bankaların yurtdışı muhabirleri nezdindeki döviz hesaplarındaki değişimler) değişmelerden kaynaklanmıştır. 2009 senesindeki büyük açıkların nedeni ise bankacılık dışı kesimin borçlarından kaynaklanmaktadır.

Bankacılık ve diğer sektörlerin 2000-2009 döneminde kullanmış oldukları toplam yabancı kredilere ilişkin bilgiler Tablo 6'da gösterilmektedir. Tabloda ilk göze çarpan 2000 yılındaki yüksek tutarlı kısa vadeli banka kredileridir. Bankacılık kesiminde yapılan düzenlemeler sonrasında bankalar sıkı denetimlere tabi tutulmakta olup son yaşanan küresel krizde bu kesim büyük sorunlar yaşamamıştır. Bankacılık dışı sektör ise 2003 sonrası önemli miktarlarda uzun vadeli yabancı kredi kullanmış ve küresel krizden en çok etkilenen kesim olmuştur. 2008 yılında bankaların 3 milyar dolarlık kredi kullanımına karşın bankacılık dışı sektör 23 milyar \$'a yakın kredi kullanmıştır.

2009 yılında bankacılık dışı sektörün kullanmış olduğu kredilere karşın ödemiş olduğu tutar 33 milyar \$ seviyesinde olmuş ve söz konusu kalem negatif değer almıştır.

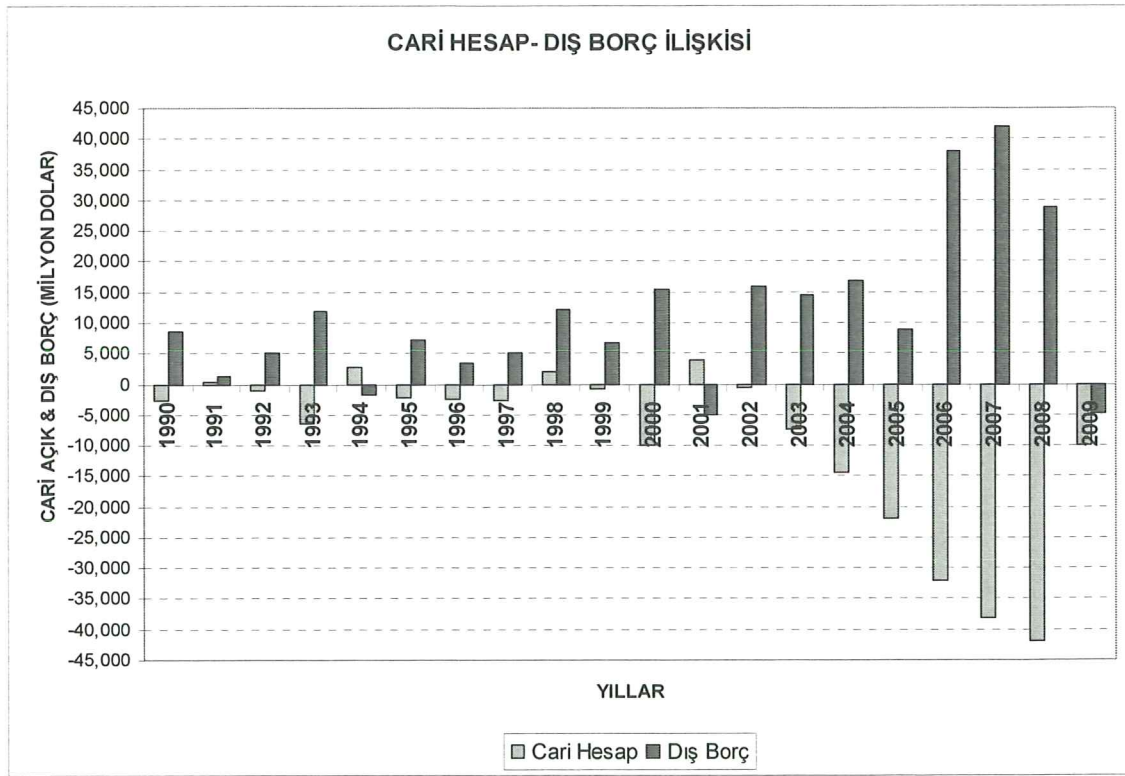
Tablo 6: 2000-2009 Döneminde Bankalar ve Diğer Sektörlerin Kullandıkları Yabancı Krediler (Milyon Dolar)

Yıllar	Bankalar			Diğer Sektörler		
	Toplam	Kısa Vadeli	Uzun Vadeli	Toplam	Kısa Vadeli	Uzun Vadeli
2000	4378	4741	-363	5025	128	4897
2001	-8076	-7052	-1024	438	183	255
2002	-1028	-731	-297	372	-728	1100
2003	1975	2015	-40	1023	288	735
2004	5708	3347	2361	5106	341	4765
2005	9248	2704	6544	9875	367	9508
2006	5814	-3952	9766	18812	495	18317
2007	5609	-1663	7272	25951	214	25737
2008	3017	2323	694	23662	934	22728
2009	-4114	-2800	-1314	-9476	-226	-9250

Kaynak: TCMB

Cari işlemler hesabı ile dış borcu ilişkilendiren Şekil 1'i incelediğimizde, 1990-2009 döneminde 2 değişkene ait veriler gözlenmektedir. Dış borç miktarları yıllık olarak bu kalemdeki artış/azalışları göstermektedir. Cari işlemler dengesi açık verdiği zaman bu açığın finansman şekli yabancı sermaye ile olmaktadır. Çekilen sermayenin türü önemlidir. Bu sermaye doğrudan yabancı yatırım olarak gelebileceği gibi, portföy yatırımı olarak veya dış borç şeklinde olabilmektedir. Eğer cari açık dış borçlanma ile kapatılmak isteniyorsa bu durumda beklenen, verilen cari açığa denk bir borç miktarıdır. 1989-2009 arasını komple aldığımızda birikimli cari açık 185 milyar \$ ve ortalama cari açık 8,9 milyar \$ seviyesindedir. Bu dönemdeki toplam dış borç artışı ise 229,5 milyar \$ olup ortalama borç artışı 11 milyar \$'dır. Burada görülen, verilen her 1 \$'lık cari açığa karşılık 1,24 \$'lık dış borç artışı olduğudur. Boratav (2008) benzer bir çalışmayı, aynı dönemi 2 alt periyoda ayırarak yapmıştır. (1989-1997 ve 1998-2007). İlk periyotta görülen, 14 milyar \$ seviyesindeki cari açıklara rağmen dış borcun 54,5 milyar dolar

büyümüş olmasıdır. Burada, 1 dolarlık cari işlem açığına dış borçlarda 4 dolarlık bir



Şekil 1: Cari Açık-Dış Borç İlişkisinin 1990-2009 Dönemine Ait Görünümü

artış refakat etmektedir. Bu yıllarda dış borçlar Türkiye ekonomisinin büyümesinin gerektirdiği dış kaynaklardan (yani cari işlem açığının finansman gereksiniminden) bağımsız olarak büyüyen bir ivme kazanmıştır. Bunun nedeni, Türkiyeli bankaların, şirketlerin, rantiyelerin ülke dışına serbestçe kayıtlı veya kayıtsız sermaye çıkarabilmeleri ve istikrarsız bir dış serbesti ortamında aşırı rezerv biriktirme çabalarıdır.

Bir sonraki dokuz yıllık dönemde, yani 1998-2007’de ise cari açık-dış borç bağlantılarında bazı değişiklikler gözlenmiştir. Cari açıkların toplamı bu dokuz yıl boyunca 123,7 milyar dolara ulaşmış, aynı dönemde dış borç stoku ise, 150,9 milyar dolarlık bir artışla 247,2 milyar dolara yükselmiştir. Farklı bir ifadeyle, 1 dolarlık cari işlem açığına, 1,2 dolarlık bir dış borç artışı refakat etmiştir. Bir önceki on yıllık dönemde 4 olan bu katsayıdaki düşme, elbette olumlu bir gelişimdir. 2006’da dış açık (eski milli gelir tahminlerine göre) oranı %8’e yaklaşarak “sürdürülemez” kaygılarına

katkı yapmıştır. Bu kez, dış borçlardaki hızlı büyümenin ardında, yerli aktörlerden kaynaklanan sermaye kaçışları değil, cari açıklardaki abartılı yükselmeler yatmaktadır.

Çalışmanın bu bölümünde Türkiye’de 1980 sonrasında cari işlemler hesabı ve sermaye hesabı gelişimi dönemler itibarıyla incelenmiştir. 1980’ler Türkiye için ekonomik liberalizasyon ve dışa açıklık dönemidir. 1989 yılında sermaye hareketleri üzerindeki bütün kontroller ve denetimler kaldırılmıştır. Bununla birlikte, dünyadaki sermaye hareketlerine paralel olarak ülkemize gelen sermaye nitelik ve nicelik değiştirmiş, yüksek miktarlarda, özel sermaye kanallarından ve kısa vadeli hareketler gerçekleşmiştir. Kırılgan bir yapıya sahip olan ekonomi bu yüksek boyutlardaki hareketlere karşın hem krizler yaşamış hem de diğer ülkelerin yaşadığı krizlerden etkilenmiştir. 1994 ve 2001 Krizleri yaşanan krizlere örnektir. 2001 Krizi sonrası bazı yapısal düzenlemeler yapılmış ve ilk olarak krize neden olan bankacılık sistemi kontrol altına alınmış ve bu sektörün rahat bir şekilde dış borçlanma yapmasının önüne geçilmiştir. 2001 sonrası dönemde gelen yabancı sermaye büyük artış göstermiş olup burda yabancı krediler ve portföy hareketleri önemli bir yer tutmaktadır. Çalışmanın bundan sonraki bölümünde cari işlemler hesabı ile sermaye hesabı arasındaki nedensellik ilişkisi incelenecektir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

CARİ İŞLEMLER HESABI VE SERMAYE HESABI ARASINDAKİ İLİŞKİ

Cari İşlemler Hesabı (CA) ile Sermaye Hesabı (KA) arasındaki ilişki globalleşme sürecinin başladığı 1980'li yılların sonundan itibaren değişmeye başladı. Önceden bir ülke ödemeler dengesi sorunu ile karşılaştığında, iç ve dış politikalar genellikle CA'nın nasıl stabilize edileceği yönünde odaklanır ve cari açığın kapatılması için yabancı sermaye girişi özendirilmeye çalışılırdı. Yani, sermaye hareketi cari hesap pozisyonuna göre davranırdı. 1990'ların başından beri bu durum değişti ve sermaye hareketleri CA istikrasızlığının başlıca belirleyeni konumuna geldi. Diğer bir ifadeyle, artık ödemeler dengesi istikrarı için önce sermaye hareketi istikrarını sağlamanın gerekliliği ön plana çıktı (Wong ve Carranza, 1999).

Sermaye hareketliliği kısıtlı olduğu zaman ödemeler dengesi hesabının başlıca etkileyeni cari işlemler hesabıdır. Bu durumda CA'nın diğer hesapları (sermaye hesabı ve resmi rezervler hesabı) etkiler konumunda olması doğaldır. Sermaye hareketleri serbestleştiğinde ise CA-KA arasındaki nedensellik ilişkisi, sermaye akışına karşın uygulanacak politikalara bağlı olarak, tek taraflı olabileceği gibi iki yönlü de olabilir. 1990'lı yıllarda yükselen ekonomilerde gerçekleşen krizlerin bize gösterdiği serbest sermaye hareketlerinin sürekli bir cari işlemler açığını tetiklediğidir. Sermaye hareketleri serbestken yüksek kar arayan yabancı yatırımcılar, fonları GOÜ'lere yönlendirir. Gelen bu sermayeyi yeterli bir finansal sisteme sahip olamayan GOÜ (emme gücü düşük) yatırımlara dönüştüremez ve gerçekleşen tüketim artışları ise cari açığı yükseltir (Yan, 2007).

Esnek döviz kuru rejimi altında pozitif net sermaye akışı nominal ve reel döviz kuru değerlenmesine neden olur. Bu da ithalatı artırarak CA'nın bozulmasına neden olur. Eğer ülke sabit döviz kuru rejimine sahipse sterilize edilmiş müdahale ile iç faiz oranları yükselir, bu da yeni sermaye girişlerine sebebiyet verir. Bu durumda iki hesap

arasındaki ilişki en azından kısa dönemde zayıf olur (sermaye girişi cari hesabı etkilemeyebilir). Çünkü parasal genişleme ve fiyatlarda yükseliş olmamakta, gelen döviz MB tarafından alınmakta, karşılığında piyasaya verilen yerli para ise açık piyasa işlemleri ile çekilmekte ve bu durumda iç faizler yükselmektedir. Eğer tam olmayan bir sterilizasyon varsa daha hızlı bir parasal büyüme iç fiyatları yükseltecek, döviz kurunun değişmesi sonucu yerli para daha değerli hale gelecek ve ithalat artışı sonucu CA'da açık meydana getirebilecektir (Wong ve Carranza, 1999).

3.1 YABANCI SERMAYE AKIŞI VE CARİ İŞLEMLER DENGESİ

Sermaye hareketleri mi cari işlemler sorununa neden olmaktadır yoksa tersi mi? Yükselen piyasalar (EME) temelinde bu soruya cevap aranacak olursa, önceleri KA'nın CA'yı finanse ettiği yönündeki olgu, yaşanan finansal krizlerden sonra değişikliğe uğramış ve KA'nın CA'nın nedeni olduğu olgusuna dönüşmüştür (Yan, 2007:6).

Uluslararası sermaye hareketlerinin cari işlemler hesabı ile olan ilişkisinde ülkeye gelen sermaye hareketlerinin hangi faktörlerce belirlendiği önem arz etmektedir. Eğer sermaye akışı çekici faktörler tarafından tetikleniyorsa gelen yabancı sermaye talep yönlü olup nedensellik ilişkisi cari işlemler hesabından sermaye hesabına doğrudur. Eğer sermaye akışları itici faktörler tarafından tetikleniyorsa bu durumda yabancı sermaye cari işlem açıklarına neden olmaktadır (Yan ve Yang, 2008:439).

Gelişmekte olan ülkelere yoğun şekilde gelen sermaye akımları, toplam talebin genişlemesi sonucu ekonomide enflasyona yol açabilecek geçici bir ısınmaya neden olmaktadır. Bu durumdan kurtulabilmek için önerilen politikalar: sterilizasyon, döviz kuru politikaları, mali politikalar ve sermaye kontrolüdür (Goldstein, 1995).

Sermaye kontrolleri koymak, zıt mali politikalar uygulamak, esnek döviz kuru kabul etmek gibi politikaları, politik ve doğru zamanlı yapmak kolay değildir. O yüzden büyük yabancı sermaye akışlarına karşın sıklıkla uygulanan sterilizasyondur. Yabancı sermaye geldiğinde para otoritesi tam veya kısmi sterilizasyon uygulayabileceği gibi hiç sterilizasyon politikası uygulamayabilir. Kısmi müdahalede veya hiç müdahalenin olmadığı durumlarda parasal genişleme, enflasyon artışına ve reel döviz kuru

değerlenmesine bağlı olarak cari işlemler hesabının bozulmasına neden olmaktadır. Sonuç olarak yabancı sermaye akışı cari hesabı etkilemektedir. Diğer taraftan tam sterilizasyon politikası uygulandığında, gelen sermayenin cari işlemler hesabı üzerinde etkisinin olmaması beklenir. Calvo (1991)'nin da bahsettiği gibi sterilizasyonda bir limit söz konusu olduğundan bu durum uzun süreli devam edemeyecektir. Açık piyasa işlemlerinin neden olduğu yüksek iç faiz oranları daha fazla yabancı sermaye akımına neden olmakta ve sonuçta cari hesap bozulmaktadır.

Gelişmiş ülkeler genelde esnek döviz kuru uygular ve gelişmiş bir finansal piyasaya sahiptir. Dolayısıyla bu ülkelerin yabancı sermaye akışına karşılık herhangi bir politik tepki vermesine çoğunlukla gerek yoktur. Bu nedenlerle bu ülkelede CA ve KA arasında açık bir ilişki görülmemektedir (Yan ve Yang, 2008). Diğer yandan gelen büyük miktarda yabancı sermayeyi absorbe edecek derinlikte ve yeterlilikte bir finansal sisteme sahip olmayan GOÜ'lerde, gelen sermaye daha çok gereksiz yatırımlar ve tüketime gitmektedir. Bu ise cari açığı daha da kötüleştirmektedir (Bacchetta ve Wincoop, 2000). Kısaca, GOÜ'lerde sermaye hareketliliğinin CA açığına neden olması beklenir (Yan, 2007).

Türkiye için durumu Boratav (2008) şöyle özetlemektedir: Sermaye hareketlerinin denetlendiği 1989 öncesi dönemde iç talepteki değişmelerin cari işlem hesabını etkilediği görülmektedir. Talep genişlemesi durumunda büyüyen cari açığın finansmanı için yabancı sermaye (özellikle de dış borçlanma) gerekmektedir. Bu dönem iki hesap arasındaki ilişki talep genişlemesi—cari açık—sermaye girişleri olarak özetlenebilir. Sermaye hareketlerinin serbestleştiği ve kısa dönemli genişleme sürecinin ülke içinden kaynaklanan otonom talep artışları ile başlama olanağının giderek azaldığı 1989 sonra dönemde ise talep genişlemesinin en önemli sebeplerinden birisi yabancı kökenli sermaye girişi olmuştur. Böylece başlayan talep genişlemesi (kısa dönemli büyüme), dış ticaret dengesinden başlayarak cari işlem açıklarını artırır. Bu yeni koşullarda oluşan kısa dönemli uyum sürecini sermaye girişleri—talep genişlemesi (büyüme)—cari açık şeması ile özetlemek mümkündür .

3.2 CARİ İŞLEMLER VE SERMAYE HESABI İLİŞKİSİNE YÖNELİK TEORİK YAKLAŞIMLAR

Cari dengeyi modellemeye yönelik yaklaşımlar temelde ikiye ayrılmaktadır. Bunlardan ilki, geleneksel olarak tanımlanan “esneklikler”, “toplam harcama” ve “Mundell Fleming” yaklaşımlarıdır. İkincisi, cari dengenin dönemlerarası yaklaşımı olup özellikle son yıllarda teorik ve ampirik çalışmalarda sıkça kullanılmaktadır. Genel olarak belirtmek gerekirse, üç geleneksel yaklaşım da şu varsayım üzerine kuruludur: Ekonomideki dış dengesizlik yurtiçi politikaların bir sonucu olup, çözümü aynı şekilde uygun döviz kuru, para ve maliye politikası kombinasyonu ile mümkündür (Erkılıç, 2006).

3.2.1 Esneklikler Yaklaşımı

Esneklikler Yaklaşımı, cari işlemler dengesinin en önemli kalemlerinden olan dış ticaret dengesi üzerine odaklanmakta olup görece uluslararası fiyatların cari dengeyi belirleyen en temel açıklayıcı değişken olduğunu varsaymaktadır. Bu yaklaşım olabilecek bir devalüasyonun dış ticaret dengesi üzerindeki etkisini inceler. Devalüasyonun dış ticaret dengesini iyileştirici bir sonuç doğurması Marshall-Lerner koşuluna bağlıdır. Arz esnekliklerinin (ihraç mallarının yurtiçi arz esnekliği ve ithal mallarının yurt dışı arz esnekliği) sonsuz olması varsayımı altında , bu koşul ithal mallarının yurt içi talep esnekliği (e_m) ile ihraç malları dış talep esnekliği (e_x) toplamının 1'e eşit veya 1'den büyük olması şeklinde ifade edilir ($e_x + e_m \geq 1$). Bu yaklaşıma göre, esnekliklerin değeri yeterli bir büyüklükte değilse, devalüasyon ya da serbest değişken kur sistemlerinde ulusal paranın değerindeki düşüşler, ülkenin dış ticaret bilançosunu olumlu biçimde etkilemez (Seyidoğlu, 2001).

Bir dizi matematiksel fonksiyon kullandıktan sonra dış ticaret dengesine ulaşabiliriz.

$$Q_x = f(Y^*, EP^*/P) \quad (1)$$

Bu denklemde Q_x ihracat miktarını, Y^* yabancı ülke milli gelirini, E nominal döviz kurunu, P^* yabancı ülke genel fiyat seviyesini, P yurtiçi genel fiyat seviyesini ve

(EP^*/P) reel döviz kurunu (R) göstermektedir. Q_x ' in gelir ve nominal döviz kuruna göre kısmi türevlerini aldığımızda:

$f_1 = (\partial Q_x / \partial Y^*) > 0$ ve $f_2 = (\partial Q_x / \partial R) > 0$ olmaktadır. Bu türevlerden de görüldüğü üzere yabancı ülke milli gelirindeki (Y^*) ve reel döviz kurundaki (R) artışlar ihracatı artırmaktadır.

Aynı şekilde ithalat talep fonksiyonunu (Q_m) ve kısmi türevlerini yazalım:

$$Q_m = g(Y, EP^*/P) \quad (2)$$

Bu denklemde Q_m ithalat miktarını ve Y ulusal milli geliri göstermektedir.

$g_1 = (\partial Q_m / \partial Y) > 0$ ve $g_2 = (\partial Q_m / \partial R) < 0$ olmaktadır. Bu durumda ulusal gelirdeki artış ithalat miktarını artırırken, reel döviz kurunda gerçekleşen artış ithalat miktarını azaltmaktadır.

Ulusal para cinsinden değer olarak ihracat ve ithalatı yazarsak:

$$X = PQ_x \quad (3)$$

$$M = EPQ_m \quad (4)$$

Buradan dış ticaret dengesini $(TB = X - M)$ yazarsak:

$$TB = PQ_x - EPQ_m \quad (5)$$

Bu yaklaşım döviz kurundaki meydana gelecek bir değişikliğin ihracat ve ithalat seviyelerini etkileyerek cari işlemler dengesizliğinin giderebileceğini ileri sürmektedir.

Johnson (1977)'a göre esneklikler yaklaşımı üç yönden eleştirilmiştir. Eleştirildiği noktalardan birisi bu yaklaşımın kısmi denge analizi olması nedeniyle nispi mal fiyatları ile talep ve arz arasındaki karşılıklı ilişkilerin ihmal ettiği yönündedir (genel denge analizi eleştirisi). Keynesyen bakış açısından esneklikler yaklaşımının ticaret

dengesindeki değişmelerin net çarpan etkisini ihmal etmiş olması ve zımni olarak ticaret dengesindeki iyileşmelerin sonucu ortaya çıkan yabancı döviz birikiminin reel ekonomi üzerinde bir etkisinin olmadığını varsayımları da yapılan diğer eleştirilerdir.

3.2.2 Toplam Harcama Yaklaşımı

Esneklikler yaklaşımı, devalüasyon politikası sonucu bir ülke milli parasında meydana gelebilecek görelî azalmanın ihracat ve ithalat üzerindeki etkisini incelerken, toplam harcama yaklaşımı aynı politikanın gelir etkisini içermektedir. Toplam harcama yaklaşımında devalüasyon ülkenin mal ve hizmet üretimini değiştirmektedir. Bu değişim mal ve hizmetlere yapılan toplam harcamalarda değişmeye sebep olmaktadır (Alexander,1952). Keynesyen gelir belirleme modelinde denge durumunda toplam gelir toplam harcamaya denktir. Bu denklemi yazarsak:

$$Y = C + I + G + X - M \quad (6)$$

Burada Y toplam geliri (üretim), C özel tüketimi, G kamu kesimi harcamalarını, I yatırımı, X ihracatı ve M ithalatı göstermektedir. Bu eşitlikte yurt içi harcamalar toplamı olan (C+I+G)'yi A olarak gösterirsek:

$$Y = A + (X - M) \quad (7)$$

Son eşitlikte (X-M) dış ticaret dengesini göstermek olup TB ile simgeleyerek tekrar yazarsak:

$$TB = Y - A \quad (8)$$

(8) eşitliğine göre, dış ticaret açığının iyileşebilmesi için ülkenin ya üretim düzeyini (Y) artırması ya da yurtiçindeki toplam harcama düzeyini (A) azaltması gerekmektedir. Bu eşitliği, ekonominin istihdam durumuna göre yorumlayalım:

Eğer ekonomi tam istihdamda değilse, devalüasyon sonucu ulusal paranın değer kaybetmesiyle, ihraç ve ithal mallarına yönelik artan talep bu endüstrilerde üretimi ve

çıkırtıyı arttıracaktır. Yurtiçi üretimde sağlanan bu artış ülke aleyhine olan yurtiçi üretim ile yurtiçi harcama arasındaki farkı (dış ticaret bilançosu açığını) giderici ve dolayısıyla dış dengeyi sağlayıcı etkide bulunur. Belirtmek gerekir ki reel milli gelirdeki yükselme, harcamaları da bir ölçüde arttırır. Ancak gelir artışının bir kısmı tasarrufa gideceğinden yurtiçi harcama artışı yurtiçi gelir artışından daha küçüktür. Dolayısıyla da devalüasyon ülke aleyhine bozulan dengeyi sağlayıcı etki doğurur. Buradaki kritik varsayım marjinal harcama eğiliminin 1'den küçük olduğudur. Marjinal harcama eğiliminin 1'den büyük olması durumunda devalüasyon dış dengeyi olumsuz etkileyecektir. Ekonomi tam istihdam düzeyine yakınsa ve arz esneklikleri düşükse artan taleple birlikte fiyatlar da artma eğilimine girecektir. İhracat ve ithalata rakip endüstrilere yönelen talep arışları toplam yurtiçi üretimi arttırmayacaktır. Harcamalarda genişlemelerin neden olduğu talep artışı ithalat yoluyla yurtdışından karşılanacaktır. Ülke aleyhine olan yurtiçi üretim dengesi böylece daha da bozulacaktır. Kısacası tam çalışma durumunda devalüasyon dış ticaret açığını daraltmaz, tersine bu açığı büyütür (Seyidoğlu, 2001).

Toplam harcama yaklaşımı, marjinal harcama eğiliminin ve devalüasyonun ticaret hadleri üzerindeki etkisinin farklı durumlarda önemli derecede değişiklikler gösterebileceği için eleştirilmiştir (Winters, 1991).

3.2.3 Mundell-Fleming Modeli

Esneklikler yaklaşımı devalüasyonun nispi fiyat etkilerine ağırlık vermekte ve genellikle talep esnekliklerinin yüksek olması durumunda devalüasyonun cari işlemler açığını düzeltme yönünde en iyi sonucu vereceğini savunmaktadır. Toplam Harcama yaklaşımı ise; devalüasyonla, gelire oranla yurtiçi harcamalardaki nispi bir azalış cari açığı düzeltme yönünde en iyi sonucu vereceğini savunmaktadır (İyiboçkurt,1983). Mundell-Fleming Modeli ise politika uygulamalarının farklı döviz kuru rejimi altında üretim düzeyi ve faiz oranları üzerindeki etkisini açıklamakta kullanılmıştır. Bu modele göre sabit döviz kuru politikası ve sermaye hareketlerinin serbest olması durumunda merkez bankaları serbest para politikası uygulayamazlar. Bu model sabit döviz kuru politikası altında, genişletici para politikasının etkisiz olduğunu vurgulamaktadır. Ayrıca sermaye kontrolü ya da tamamen sermayenin kısıtlanması durumunda ise mali

politikaların etkinliği için sermaye hareketliliğinin artacağını vurgulamaktadır. Saleh (2003)'e göre bu model çerçevesinde genişletici maliye politikası uygulaması ülke parasının değer kazanmasına, cari işlemler hesabı açığına ve sermaye girişine neden olmaktadır. Bu modele göre iç dengeyi sağlama görevi para politikası araçlarına, dış dengeyi sağlama görevi maliye politikası araçlarına verilmelidir.

Mundell-Fleming modelinin en büyük eksikliği olarak, kısa dönemli bir analiz şekli olduğu için, cari açıkla birlikte giriş yapan sermayenin uzun dönemde borç seviyesini artırıcı ve bunun süreklilik kazanması durumunda da cari açığı sürdürülemez duruma getirici etkisini göz ardı etmesi gösterilmektedir. Yeni teoriler, daha çok sıcak para akışını hatta tüm sermaye girişlerini göz önünde bulundurduğundan daha uygundur (Knight ve Scacciavillani, 1998).

3.2.4 Dönemlerarası Yaklaşım

1970'li yıllarda yaşanan petrol krizleri (1973-74 ve 1979-80) ve petrol fiyat artışları sonucu oluşan cari işlemler hesabı dengesizliklerine Klasik ve Keynesyen parasal modellerin güvenilir açıklamalar getirememesi üzerine Dönemlerarası Yaklaşım geliştirilmiştir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde cari işlemler hesabı, dış şoklara karşı verilecek optimal dinamik cevapların dönemler arası tanımlanması sorununu ortaya çıkarmıştır. Birinci petrol şokundan sonra gelişmekte olan ülkelere verilen banka kredilerinde ani artış, borçlu ülkelerin dış borç düzeylerinin sürdürülemez olması sorununu ortaya çıkarmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin borçlarını düzenleme ihtiyacı, dönemlerarası optimal cari işlemler açığı görüşünü ortaya çıkarmıştır (Obstfeld ve Rogoff, 1994).

Fischer'in oluşturduğu dönemlerarası yaklaşım modeline göre rasyonel tüketiciler, bugün daha fazla tasarruf yaparak az tüketmek istiyorlarsa gelecekte daha fazla tüketim yapabilirler. Bunu yapmak için tüketiciler, gelecekte kazanmayı bekledikleri geliri iyi tahmin etmek zorundadırlar, eğer gelecekteki gelirlerinin artacağını düşünürlerse bugün daha çok tüketim yapabilirler. Yani model, tüketimi sadece şimdiki dönem gelirin değil, gelecekte elde edeceği gelire göre belirlemektedir. Bu yaklaşıma göre cari denge, hanhalklarının tüketim ve tasarruf kararlarına göre oluşturulmaktadır. Bu

modelde rasyonel tüketicilerin geleceğe ilişkin beklentileri önem kazanmakta, ayrıca değişkenlerin uzun dönemde birbirlerini etkileyecekleri öngörülmektedir (Babaoğlu, 2005).

Dönemlerarası yaklaşımına göre cari denge, dönemlerarası tüketim dalgalanmalarının giderilmesi için bir araçtır. Bu modele göre, eğer ileride üretim ve milli gelirin artacağı tahmin ediliyorsa şimdiki dönemde tüketimi azaltmak yerine yurtdışından borçlanarak kaynak yaratmak rasyonel bir seçim olabilir. Bunun sonucunda verilecek cari açık, ülke ekonomisi için risk yaratmayacaktır (Babaoğlu, 2005). Örneğin, Freund (2000) çalışmasında, 1970'lerin sonlarına doğru yüksek oranda sermaye malı ithal ederek büyük cari açıklar veren Singapur'un buna karşılık 1990-2000 döneminde reel olarak ortalama %8'lik büyüme yaşadığı sonucuna ulaşmıştır.

Dönemlerarasını modelini cebirsel olarak ifade edelim (Milesi-Ferretti ve Razin, 1996):

$$CA_t = (Y_t - Y_t^*) - (C_t - C_t^*) - (I_t - I_t^*) - (G_t - G_t^*) \quad (9)$$

Sabit bir faiz oranı ve ülkenin tüketimin zamanlaması konusunda dış dünya ile aynı tercihlere sahip olduğu varsayımı altında yapılan (9) nolu eşitlikte; CA cari işlemler dengesini, Y milli geliri, C tüketim harcamalarını, I yatırım harcamalarını ve G kamu harcamalarını göstermektedir. (*)'lı ifadeler ise ilgili değişkenlerin uzun dönem beklenen değerlerini göstermektedir. Eşitlikten çıkarılabilecek sonuç, üretim düzeyi beklenen değer yüksek olduğu durumda, tüketimin dönemler arasında ikame edilmesi dolayısıyla cari işlemler dengesinin iyileşmesidir. Benzer şekilde, hükümet harcamaları ya da yatırımlar beklenen değerlerinin üzerine çıkarsa daha büyük bir cari işlemler açığı verilir. Diğer bir deyişle, özel kesim, normalin üstünde hükümet ya da yatırım harcamaları ile karşı karşıya kaldığında tüketimini koruyabilmek için dış borç kullanacaktır. Örneğin, yeni yatırım projeleri kısmen dış borçlanma yoluyla finanse edilebilir ki böyle bir durum daha büyük bir cari işlemler açığına sebep olacaktır (Tiryaki, 2002).

3.3 CARİ İŞLEMLER VE SERMAYE HESABI İLİŞKİSİNE YÖNELİK AMPİRİK LİTERATÜR

Literatürde cari işlemler ve sermaye hesabına yönelik çok sayıda çalışma bulunmakla birlikte söz konusu iki hesap arasındaki nedenselliğe yönelik sınırlı sayıda çalışma vardır. 1990'lı yıllarda yaşanan finansal krizler yüksek sermaye girişleri ve oluşan cari açıklara bağlı iken, krizler üzerine yapılan çalışmalar çoğunlukla cari işlem açıkları ve aşırı değerli para birimi arasındaki etkileşimin üzerine yoğunlaşmakta ve doğrudan iki hesap arasındaki nedensellik ilişkisine bakmamaktadır.

Fry ve diğerleri (1995), Wong ve Carranza (1999), Sarisoy-Guerin (2003), Yan (2005), Yan (2007), Yan ve Yang (2008) çalışmalarında iki hesap arasındaki direkt ilişkiyi incelemişlerdir. Bu çalışmalardan Wong ve Carranza (1999) ile Fry ve diğerleri (1995) geliştirmekte olan ülkelere yönelik çalışmalar yaparken, diğerleri gelişmiş ülkeler ile geliştirmekte olan ülkeleri birlikte incelemişlerdir. Tüm çalışmalarda Granger nedensellik ilişkisi araştırılmış olup bu nedenselliğin testine yönelik olarak genelde VAR modeli kullanılmıştır. Diğer çalışmalardan farklı olarak Sarisoy-Guerin (2003) hesaplar arasındaki ilişkiyi incelerken hesaplardaki oynaklığı da dikkate almıştır. Aynı çalışmada sermaye iç akış oynaklığının cari işlemler üzerindeki etkisi incelenirken panel data analizi kullanılmıştır. Ayrıca, Fry ve diğerleri (1995) öteki çalışmalardan farklı olarak olasılık tahminlerini içeren logit ve probit modellerini kullanmışlardır. İki değişkenli VAR modelini kullanan Wong ve Carranza (1999) sermaye hesabı şoklarına karşın cari işlemlerin verdiği tepkiyi analiz etmek için etki-tepki fonksiyonlarını kullanmıştır. Cari hesapla olan ilişkisinde sermaye akışını brüt olarak ele alan Yan ve Yang (2008)'in haricindeki çalışmalar net sermaye akımlarını kullanmışlardır. Bazı çalışmalar (Yan (2005), Sarisoy-Guerin (2003), Fry ve diğerleri (1995)) uzun dönem ilişkisini de incelemişlerdir. Yan (2007) ile Fry ve diğerleri (1995) sermaye hesabı alt kalemleri ile cari işlemler arasındaki ilişkiyi de incelerken, Fry ve diğerleri (1995) bu alt kalemlerin birbirleriyle olan bağılıklarını da araştırmışlardır.

Yan, 2005 ve 2007 yıllarına ait çalışmalarında cari işlemler hesabı ile sermaye hesabı arasındaki nedensellik ilişkisini araştırmıştır. 2005 yılı çalışmasında beş GOÜ ve beş GÜ olmak üzere toplam 10 ülkeyi incelemiştir. Çeyrek yıllık veriler kullanılmıştır.

GOÜ'ler için kullanılan zaman aralığı sermaye hareketliliğinin serbest bırakıldığı 1989 döneminden 2004 yılına kadar iken, 1989 öncesi sermaye hareketliliğini liberalize eden GÜ'ler için bu aralıklar farklılaşmaktadır. Değişkenler fiyat endeksi ile deflate edilerek reel hale getirilmiştir. Birim kök testi için DF-GLS ve KPSS, kointegrasyon testi için ise Engle-Granger ve Johansen testleri olmak üzere iki yaklaşım kullanılmıştır. Çalışmada standart Granger nedensellik testi ve VAR modeli sonuçları ayrı ayrı gösterilmiş, hata düzeltme modeli ile uzun dönem ilişkisi de ayrıca incelenmiştir. Standart Granger nedensellik testi sonuçlarına göre Fransa, Endonezya ve Tayland'da anlamlı bir ilişki görülmezken, VAR kullanıldığında anlamlı ilişkiler oluşmaktadır. %5 anlamlılık düzeyinde bakıldığında, GÜ'lerde nedensellik ilişkisi KA'dan CA'ya doğru iken, GOÜ'lerde nedenselliğin yönü tersine dönmektedir.

Yan (2007)'de ise CA-KA ilişkisinin yanında CA ile KA'nın alt kalemleri (doğrudan yatırımlar (FDI), portföy yatırımları (PI) ve diğer yatırımlar (OI)) arasındaki ilişkinin yönü de incelenmiştir. Çalışmada yedi GÜ ve özellikle 1990'lı yıllarda finansal krizlerden etkilenen yedi GOÜ olmak üzere toplam 14 ülke incelenmiştir. CA ve KA yerel para birimi cısından ölçülmüş ve GDP'ye oranlanmıştır. Çeyrek yıllık veriler kullanılmış olup GÜ ve GOÜ'ler için örneklem periyotları farklılaşmaktadır. Çalışmadan elde edilen bulgulara göre, Endonezya haricinde diğer GOÜ'lerde en az bir veya iki KA bileşeni CA'yı etkilemektedir. Brezilya'da, KA'nın bileşenlerine ayrılmadan önce CA ile arasında bir ilişki tespit edilemezken, bileşenlerine ayrıldıktan sonra %5 anlamlılık düzeyinde doğrudan yabancı yatırımın ve %10 anlamlılık düzeyinde portföy yatırımlarının CA'yı etkilemekte olduğu görülmektedir. Meksika'da portföy yatırımları, Güney Kore ve Tayland'da diğer yatırımlar, CA'yı etkilemekte ve bu bulgular KA'nın bölünmediği durumdaki KA-CA ilişkisindeki sonuçlarla uyumlu olmaktadır. GÜ'lerde ise, Kanada, İtalya, Japonya ve ABD'nin %5 anlamlılık düzeyinde -farklı bileşenler etkilense de- tüm ülkelerde ilişki yönü CA'dan KA bileşenlerine doğru olduğu bulunmuştur.

Duyarlılık analizinde ise eksik değişkenler ve parasal krizlerin neden olduğu yapısal kırılmalar düşünülerek nedensellik tahmini yapılmıştır. Tahmin yapılırken reel döviz kuru ve GSYİH değişkenleri modele eklenmiştir. Tahmin sonuçları benzer bulgular ortaya koymuştur. Yapısal kırılma için, her bir ülkenin incelendiği periyot iki alt

döneme ayrılmış (Brezilya ve Meksika için 1994 ve 1998, Fransa, İtalya ve İngiltere için iki alt periyot 1992 yılında gerçekleşen ERM krizine bağlı olarak bölünmüştür. Almanya için, 1989' da Berlin Duvarının yıkılmasına bağlı olarak 2 alt periyoda ayrılmıştır. Kanada, Japonya ve ABD için cari hesapların ortaya çıkmaya başladığı 1990 yılı ele alınmıştır) ve model iki alt dönem için tahmin edilmiştir. Ancak bu durumda örneklem sayısının azlığına bağlı olarak anlamsız sonuçlarla karşılaşmıştır.

Yan (2005;2007) çalışmalarında özetle; i) Gelişmiş ülkeler için, sermaye hareketliliğinin talep teşvikli olduğu ve KA'nın CA'daki bozulmayı finanse ettiği ve ii) Gelişmekte olan ülkeler için, genellikle görülen KA'nın mevcut CA dengesizliğini daha da kötüleştirdiği ortaya konmuştur.

Yan ve Yang (2008)'in çalışmasının diğer ikisinden temel farkı ise net sermaye akımları yerine brüt sermaye akımlarının kullanılmasıdır. Buradaki amaç, yabancı yatırımcıların yerel yatırım ve tüketim üzerindeki etkilerinin görülmesidir. CA ve KA yerel para cinsinden ölçülmüş ve GSYHİ'ya oranlanmıştır. Bu çalışmada yine beş GÜ ve beş GOÜ incelenmiştir. Yapılan tahmin sonucunda görülen, GÜ'lerde brüt yabancı sermaye akışı CA ile önemsenmeyecek bir ilişkiye sahipken, GOÜ'lerde, yabancı sermaye akışının devamlı CA dengesizliğine neden olduğudur. Sermaye hareketlerinin brüt ve net olarak alınarak CA ile ayrı ayrı nedensellik testine tabi tutulduğu regresyon sonuçları benzerlikler taşımaktadır.

Wong ve Carranza (1999), yükselen piyasa ekonomilerindeki dış dengesizlikler ve buna verilen politik cevaplarla ilgili yaptıkları çalışmada dört GOÜ incelemiştir. 1970'lerin ortasından 1990'ların ortasına kadar olan dönemi ele aldıkları çalışmada ülkeleri 1989 öncesi ve sonrası olmak üzere iki farklı periyotta incelemiştir. Bulguları ise, 1989 öncesi sermaye hareketliliği kısıt altındayken kesin olan CA'nın KA'yı etkilemediğidir. 1989-1994 döneminde ise bu durum değişmektedir. Bütün ülkeler küreselleşmeden etkilenmiştir. Çalışmada ayrıca KA şoklarından sonra CA'nın bu şoklara verdiği tepkiler etki-tepki fonksiyonu kullanılarak analiz edilmiştir. Buna göre, Arjantin ve Meksika'da, sermaye hesabında oluşan şoklardan sonra bozulan cari işlemler dengesinin tekrardan düzelmesi için 20 ila 25 çeyrek arasında bir zaman dilimi gerekirken bu süre Filipinler ve Tayland için 4-6 çeyrek arasında değişmektedir.

Yazarlara göre bu farklılık, uygulanan politikalardan kaynaklanmaktadır. Latin Amerika ülkeleri olan Arjantin ve Meksikada; yüksek sermaye akışları reel döviz kurundaki kesin değerlenmelere bağlı olarak büyük cari açıklarla sonuçlanır (sermaye akışı sonucu talep artmasından dolayı iç fiyatlar yükselir ve reel döviz kuru yükselir, nisbi fiyat açısından yerli ülke pahalı hale gelir). Asya ülkeleri olan Tayland ve Filipinler’de ise reel döviz kurundaki değerlenme makul ölçülerdedir. Bu ülkelerde cari işlemler hesabı, geniş likidite koşullarından kaynaklanan iç tüketimin (domestic absorption) büyümesinden etkilenmiştir. Ampirik sonuçlar, sermaye piyasalarında 1980’lerin sonundan 1990’ların ortalarına kadar sermaye akışlarının sıklıkla cari işlemler açığına neden olduğunu göstermiştir. Sermaye hesabı şoku döviz piyasasında baskı yaparak reel döviz kurunun uzun dönem denge değerinden uzaklaşmasını sağlamaktadır. Sermaye hesabının açık olduğu bu dönemde, dengenin sağlanması için nominal döviz kuru yeterli derecede esnek yapılmalıdır. Bu durum, parasal tabanı net dış varlıklardaki değişimlerden ayırır, spekülasyondan korur ve sabit döviz kurundakinin aksine yabancı yatırımcıları yüksek döviz risklerine yönlendirir ve başka sermaye akışını azaltır. Sermaye akışının cari işlemler açığına neden olduğu durumda ise gerekli tamamlayıcı politikalar olmadan – mali kısıtlamalar, faiz oranları farklarının azaltılması vs- uygulanan sıkı para politikası, reel döviz kurundaki değerlenmeye bağlı olarak cari işlemler açığını kötüleştirir. Eğer iki hesap arasında iki yönlü bir nedensellik ilişkisi varsa bu durum daha da kötü bir hal alabilir. Sonuç olarak, büyük sermaye akışlarından dolayı parasal tabanda ortaya çıkan bir genişleme finansal sistemde kredi genişlemesi ortaya çıkartır ve bu ilerde ortaya çıkacak finansal krizin tohumunu oluşturur. Güçlü reformlar ve finansal sistemin sıkı gözetimi, uyarılama sürecinin başarısı için olmazsa olmazdır.

Sarisoy-Guerin (2003), diğer çalışmalarda olduğu gibi iki değişken arasındaki nedensellik ilişkisini incelemekle beraber bu çalışmalardan ayrı olarak sermaye akışı oynaklığı ile cari işlemler oynaklığı arasındaki nedensellik ilişkisini de araştırmıştır. GOÜ’lere olan uluslararası sermaye akışları göstermektedir ki akan sermaye kolayca tersine dönebilmektedir, yani bu akışlar yüksek derecede oynaktır. Sermaye akışlarındaki ani kesinti geçmişte bir çok finansal krize yol açmıştır. Yabancı sermaye akışının aniden kesilmesi iç yatırım, üretim ve istihdamda keskin düşüslere neden

olmaktadır. Bu üretim kayıplarının yanında uluslararası sermaye akışlarının oynak olması ekonomiye belirsizlik getirerek istikrarsızlık yaratmaktadır. 1980'li yıllara göre, 1990'lı yıllardaki sermaye akımının içinde yer alan portföy varlıklarının artması ve kısa dönemli hale gelmesi oynaklığı artıran unsurlardandır. Bu çalışmada 20 GÜ ve 19 GOÜ incelenmiştir. GOÜ'deki rezervlerin yüksek oynaklığı GÜ ile kıyaslandığında ortaya çıkan başka bir farklılıktır. Sermaye akışının yoğun olduğu dönem boyunca politikacılar sıklıkla sermaye akışının neden olacağı parasal genişlemeyi sınırlama müdahalesinde bulunurlar. Sterilizasyon önemli bir araçtır. Bu, uluslararası rezervlerin kamu kağıtlarıyla veya artan rezerv ihtiyaçlarıyla değiş tokuşu anlamına gelmektedir. Şili de 90 lı yıllar boyunca sermaye akışları merkez bankası bünyesindeki uluslararası rezerv birikimine gitmiştir. CA ve KA, GSYİH'ya oran olarak ele alınmıştır. Örneklem periyodu 1970-2000 dönemi olup cari işlemler ve sermaye akışlarının oynaklığı, ilgili değişkenlerin standart sapması olarak ölçülmüştür. Panel data analizi kullanılarak dönemsel net sermaye akış oynaklığının cari işlemler oynaklığı üzerindeki etkisi araştırılmıştır. GÜ'lerde brüt sermaye girişleri ve çıkışları benzer derecede oynak olup, aralarında güçlü ve negatif bir korelasyon vardır. Buna bağlı olarak CA dalgalanmamaktadır. Buna göre bu ülkelerde oynaklık bağlamında bir ilişki tespit edilememiştir. GOÜ'lerde ise sermaye çıkışları oynak bir yapıya sahip olmamakla birlikte CA'daki oynaklık net sermaye giriş oynaklıklarına bağlı olmakta (brüt sermaye girişleri aşırı oynak olduğu için bu ülkelerde net sermaye girişleri de aşırı oynaktır) ve büyük dalgalanmalar yaşanmaktadır. Test sonuçlarında da görülen GOÜ'lerde net sermaye giriş oynaklığı ile CA oynaklığı arasındaki ilişkinin pozitif ve anlamlı olduğudur. Çalışmanın bulgularına göre, net iç akış oynaklığı 1 birim artarken CA oynaklığı 0,53 birim artmaktadır. CA ve KA arasında standart Granger nedensellik testi ve hata düzeltme modeli kullanarak yapılan tahmin sonuçlarına göre, GÜ'lerde net akışların cari işlemler üzerinde herhangi bir etkisi saptanamazken, GOÜ'lerde söz konusu akışların olumsuz etkileri gözükmemektedir.

Ampirik sonuçlar, ülke deneyimlerinin gelişmişlik düzeylerine göre farklılık gösterdiğini ortaya koymaktadır. GÜ'de iç akışlar CA dengesizliğine neden olmazken, iç akış oynaklığı da CA oynaklığını etkilemez. Yazar, bu durumu çoğu GÜ'nün sermaye hesaplarını liberalize etmiş olmasıyla açıklamaktadır. İç piyasalar yabancı sermayeye açıktır ve yerel ajanlar yurtdışında yatırım yapmak konusunda serbesttirler.

GOÜ ile kıyaslandığında GÜ’de uluslararası alanda borç alma ve verme konusunda daha az engel vardır. Bazı GOÜ’ler yapısal reformlar yapmasına ve cari hesaplarını liberalize etmelerine rağmen, sermaye kontrolleri uzun süre devam ettirilememiştir. Bu tür kurumsal sorunlar içakışların cari hesapta oynaklığa ve dengesizliğe neden olmasında baş aktördür. Bir diğer faktor bu ülkelerin uluslararası piyasalardan borçlanma kabiliyetleri ile ilgilidir. Çoğu GÜ kolayca borç alıp verebilirken, GOÜ’de likidite kısıtı vardır. Borç alabilme durumları yabancı yatırımcıların borç verme isteklerine göre belirlenmektedir. Ekonomide gerçekleşen bir düşüş boyunca iç akışlardaki ani dönüşler likidite krizlerini tetikler. Bu durum GOÜ’deki CA ve iç akış oynaklığı arasındaki ilişkiyi açıklar.

Fry, Claessens, Burridge ve Blanchet (1995)’in çalışmalarında doğrudan yabancı sermaye ve diğer sermaye akışları ile cari işlemler hesabı açıkları arasındaki ilişkinin yönü incelenmiş, hangisinin diğerinin nedeni olduğu araştırılmıştır. 46 adet GOÜ’nün incelendiği çalışma 1970-1992 dönemini kapsamakta olup, yıllık veriler kullanılmıştır. Değişkenler GSYİH’ya oran olarak ele alınmıştır. CA-KA ve CA-KA bileşenleri arasındaki nedensellik ilişkisinin yanında KA’nın bileşenlerinin birbirleriyle olan ilişkisi de incelenmiştir. Ayrıca, diğer çalışmalardan farklı olarak olasılık tahminleri de yapılmış ve bunun için logit ve probit modelleri kullanılmıştır.

İlk olarak araştırılan, CA dengesizliğinin KA dengesizliğinin sebebi olup olmadığıdır. Ampirik sonuçlara göre, 13 ülkede KA, CA dengesizliğine sebep olurken, CA’nın, KA dengesizliğine sebep olduğu ülke sayısı sekizdir. Dört ülkede ilişki çift yönlü olup 21 ülkede ise hiçbir ilişki görülmemiştir.

Araştırılan ikinci konu, sermaye akımı bileşenlerinin birbirleriyle ilişkili olup olmadığı yönündedir. Sermaye akımının bileşenleri, portföy yatırımları, doğrudan yabancı sermaye ve diğer yatırımlardır (özellikle kısa-uzun dönemli banka kredileri). Sermaye hesabı bileşenleri arasında karşılıklı bağımlılık mevcut olabileceği gibi birbirlerinden bağımsız da hareket edebilmektedirler. Bu bileşenlerin birbirlerinden bağımsız olmaları halinde cari hesabın ayrı ayrı etkileyeni olabilecekleri gibi, eğer aralarında yüksek ikame edilebilirlik mevcut ise (yani karşılıklı bağımlılık varsa) bu durumda CA üzerinde tek bir etki yaratabileceklerdir. Yani bu durumda ayrı etkilerden

bahsedilemeyecektir. Bulunan sonuçlardan bazıları, KA'nın, CA'nın Granger nedeni olduğu 4 Latin Amerika ülkesinde (Arjantin, Brezilya, Peru ve Venezuela) üç sermaye akımının birbiriyle bağlantılı olduğu, nedenselliğin CA'dan, KA'ya doğru olduğu Endonezyada ise üç sermaye akımının birbirinden bağımsız olduğu yönündedir.

Araştırılan son konu ise, sermaye akımının bileşenleri ile CA hesabı arasında Granger nedensellik ilişkisinin varlığına ilişkindir. Nedenselliğin KA'dan CA'ya olduğu ülkelerde her bir sermaye bileşeninin CA üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Nedenselliğin yönünün CA'dan KA'ya olduğu ülkelerde ise CA'nın her bir KA bileşenine olan etkisi incelenmiştir. Sonuçların gösterdiği, 7 ülkede doğrudan yabancı sermayenin (FDI), CA'nın Granger nedeni olduğu ve 4 ülkede ise CA'nın, yabancı sermaye bileşeni olan FDI'nın Granger nedeni olduğu yönündedir. 7 ülkede portföy yatırımları CA'nın nedeni olup 3 ülkede CA portföy yatırımlarının etkileyenidir. Ve son olarak 6 ülkede diğer yatırımlar CA'yı etkilemekte, 7 ülkede ise CA, sermaye akımının bileşeni olan diğer yatırımları etkilemektedir. Çalışmada Türkiye de incelenmiştir. Türkiye'deki durum CA'nın KA'nın nedeni olduğu, yani cari açıklardaki bozulmadan dolayı yabancı sermayenin geldiği yönündedir. CA'nın etkilediği sermaye bileşeni ise diğer yatırımlar yani kısa ve uzun dönemli yabancı banka kredileridir.

Logit ve probit modelleri kullanılmış ve bu modelde kullanılan açıklayıcı değişkenlerin CA ile KA arasındaki nedensellik ilişkisini etkileme olasılığı üzerinde çalışılmıştır. Yapılan regresyon tahmin sonuçlarına göre, yüksek seviyelerdeki iç ve dış borçluluk KA'dan CA'ya olan nedensellik ilişkisi olasılığını azaltmakta ve nedensellik olmadığı yönündeki olasılığı artırmaktadır. Diğer yandan, yüksek bir ekonomik büyüme CA'dan KA'ya olan nedensellik olasılığını artırırken nedensellik olmama ihtimalini azaltmaktadır. Yüksek oranlı özel sektör kredileri de aynı zamanda CA'dan KA'ya olan nedensellik olasılığını artırmaktadır.

Çalışmanın bu bölümünde, cari işlemler hesabı ile sermaye hesabı arasındaki nedensellik ilişkisi incelenmiş olup bu ilişkiye yönelik teorik yaklaşımlara, literatür araştırmasına ve yapılan ampirik çalışmalara yer verilmiştir. Bu çalışmalar sonucunda genellikle görülen, nedensellik ilişkisinin gelişmiş ülkelerde cari işlemler hesabından sermaye hesabına doğru olduğu, gelişmekte olan ülkelerde ise sermaye hesabından cari

işlemler hesabına doğru olduğu yönündedir. Derin ve gelişmiş bir finansal sisteme sahip olmayan gelişmiş ülkelerde, gelen yabancı sermaye aşırı tüketimi ve getirisiz yatırımları artırmakta ve gerekli yerlere kanalize edilememektedir. Bu durum cari işlemler dengesini bozmaktadır. Gelişmiş ülkelerde ise sermaye hesaplarından cari işlemler hesabına doğru genelde anlamlı bir ilişki görülmemekte olup yabancı sermaye oluşan cari açığı finanse etmek için gelmektedir. Çalışmanın bundan sonraki bölümünde Türkiye’de 1992-2009 dönem aralığında iki hesap arasındaki nedensellik ilişkisinin yönüne dair ampirik uygulama yapılacaktır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE UYGULAMASI

Bu çalışmada Türkiye’de cari işlemler ve sermaye hesabı arasındaki nedensellik ilişkisi incelenecektir. Bilindiği üzere ithalatın ihracatı aştığı durumlarda (ülkelerin bol miktarda aramalı, yatırım ve tüketim malları ithalatı yaptığı durumlar) cari açığın finansmanı için yabancı sermayeye ihtiyaç duyulmaktadır. Buradaki nedensellik ilişkisi cari işlemlerden sermaye hesabına doğrudur. Diğer yandan farklı dinamiklerden dolayı (faiz-kur) ülkeye gelen yabancı sermaye ise yerli para birimini değerli kılmak ve harcamaları artırmak suretiyle cari işlemleri dengesizliğe itebilmektedir. Bu durumda ise nedenselliğin yönü sermaye hesabından cari işlemler hesabına doğrudur. Çalışmanın bu bölümünde “Cari işlemler dengesinde meydana gelen bozulma mı sermaye hesabı girişine neden olmaktadır yoksa sermaye girişinden dolayı mı cari işlemler açığı verilmektedir” sorusuna Türkiye örneğinde cevap aranacaktır.

Bu bölümde ilk olarak uygulanacak test yönteminin çerçevesi çizilecek ve test için kullanılacak olan zaman serileri belirlenecektir. Daha sonra cari işlemler hesabı ve sermaye hareketleri arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla VAR analizi uygulanacak ve bu analizin sonuçları yorumlanacaktır.

4.1 MODEL ve YÖNTEM

4.1.1 Vektör Otoregresif Model (VAR)

İktisadi hayatta, makro ekonomik değişkenlerin karşılıklı olarak birbirlerinden etkilendikleri gözlenmekte ve değişkenleri salt içsel ya da dışsal olarak ayırıştırmanın zorlaştığı görülmektedir. Bir çok iktisadi olay tek denklemler yerine, eşanlı denklemler yardımıyla incelenmektedir. Eşanlı denklem sistemlerinde karşılaşılan sorunların (içsel-dışsal değişken ayırımındaki güçlükler, belirlenme problemini aşabilmek için yapısal model üzerinde yapılan bazı kısıtlamalar vb.) çözümüne yönelik

olarak Vektör Otoregresif Modeller (VAR) geliştirilmiştir (Tarı ve Bozkurt, 2006). Zaman serileriyle yapılan çalışmalarda sıkça kullanılan VAR modeli, yapısal model üzerinde herhangi bir kısıtlama getirmeksizin dinamik ilişkileri verebilmektedir. VAR yaklaşımı kullanılan modellerde, belli bir sayıda değişken seçilmekte ve değişkenler kendi gecikme değerleriyle aynı model içerisinde birlikte değerlendirilmektedir. Yani, seçilen bütün değişkenler birlikte ele alınmakta ve bir sistem bütünlüğü içerisinde incelenmektedir. VAR modelleri, iktisat teorilerinin öne sürdüğü kısıtlama ve varsayımların, model tanımını bozmasına izin vermemekte ve değişkenler arası ilişkiler hakkında bir ön koşul getirmemektedir. Dolayısıyla ekonomistlerin model kurma aşamasında yapmak zorunda oldukları ön varsayımların olumsuz etkileri büyük ölçüde ortadan kalkabilmektedir (Kibritçioğlu, 2001).

İktisat teorisinde değişkenler arasındaki ilişkinin belirlenmesi ve test edilmesi, öncelikle değişkenlerin içsel mi yoksa dışsal mı olduğunun belirlenmesine bağlıdır. Granger (1969), Sims (1972), bu tür ilişkilerden yola çıkarak, nedenselliği öne sürmüşlerdir (Granger,1980). Eğer iki zaman serisi karşılıklı olarak birbirlerinin sebebi ise, nedensellik karşılıklı olacak ve bir geribildirimli (*feedback*) ilişki meydana gelecektir (Granger ve Newbold,1986). Granger sınaması farklı nedensellik test yöntemleri ile yapılabilir. Bu yöntemlerden ilki, basit Granger nedensellik testidir. Bu yöntemde X ve Y değişkenleri ile bu değişkenlere ait gecikmeli değerler tek bir modele ilave edilerek model tahmin edilir. Y'nin gecikmeli değerlerine ait parametrelerin sıfıra eşit olup olmadığı test edilir. Parametreler anlamlı ise, Y'nin X'in Granger nedeni olduğu sonucuna varılır. Gecikme parametrelerinin istatistiksel olarak sıfırdan farklı olmaması ise değişkenlerin birbirinden bağımsız olduklarını ifade etmektedir. Diğer yöntem, çok değişkenli nedensellik testidir. Modele X ve Y değişkenlerini yanı sıra daha bir çok değişken ilave edilir ve Y'nin gecikmeli değerlerine ait parametrelerin anlamlılıkları incelenir. Modele eklenen değişkenler nedensellik test sonuçlarını etkileyecektir. Son olarak, Granger nedensellik testi VAR modeli üzerinden de yapılabilmektedir. Bu uygulamada önemli bir aşama dahil edilen değişkenlerin gecikme uzunluklarıdır. Söz konusu gecikme uzunluklarının tespitinde çeşitli bilgi kriterlerinden yararlanılmaktadır. (Olabilirlik Oranı (LR), Son Tahmin Hatası (FPE), Akaike (AIC), Schwarz (SC), Hannan-Quinn (HQ)). Seçilen gecikme uzunluğu Granger test sonuçları üzerinde

önemli etkiler yaratabilmektedir (Güriş ve Kıran, 2007). Bu ilişkiyi araştırmak üzere şu model ileri sürülmüştür.

$$Y_t = \sum \delta_i Y_{t-i} + \sum \theta_i X_{t-i} + u_{1t} \quad (10)$$

$$X_t = \sum \lambda_i X_{t-i} + \sum \gamma_i Y_{t-i} + u_{2t} \quad (11)$$

Eşitliklerden de görüldüğü üzere model, sadece gecikmeli değerler üzerine kurulmuş bir yapıdadır. X ve Y'nin katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı olmalarına göre farklı nedensellik ilişkileri gözlenmektedir.

Eğer (10) eşitliğinde gecikmeli X'nin tahmin edilen katsayıları bir küme olarak istatistik bakımından sıfırdan farklıysa ($\sum \theta_i \neq 0$) ve (11)'deki gecikmeli Y'nin tahmin edilen katsayıları bir küme olarak istatistik bakımından sıfırdan farklı değilse ($\sum \gamma_i = 0$), bu X'ten Y'ye doğru tek yönlü nedensellik gösterir. Tersine, eğer (10)'daki gecikmeli X'in tahmin edilen katsayılar kümesi istatistik bakımından sıfırdan farklı değilse ($\sum \theta_i = 0$) ve (11) eşitliğindeki gecikmeli Y'nin tahmin edilen katsayıları kümesi istatistik bakımından sıfırdan farklıysa ($\sum \gamma_i \neq 0$), Y'den X'e doğru tek yönlü nedensellik vardır. Her iki regresyondaki X ve Y katsayı kümeleri istatistik bakımından sıfırdan anlamlı derecede farklıysa, bu, geri besleme ya da karşılıklı nedensellik gösterir. Son olarak, her iki regresyondaki X ve Y katsayı kümeleri istatistik bakımından anlamlı değilse, bu da bağımsızlık anlamına gelir (Gujarati, 2001).

VAR modelinin tahmin edilmesi neticesinde, elde edilen parametreleri yorumlamak yerine, sistemin tahmini neticesinde elde edilen artıkların analizine geçilerek, geleceğe yönelik yorumlar yapılabilir. Modelde yer alan değişkenlere bir standart sapmalılık şok verildiğinde, diğer değişkenlerin tepkisi, Etki-Tepki (Impulse-Response) fonksiyonları ile ölçülmektedir. Artıkların analizinde kullanılan bir diğer teknik ise modelin tahmini ile belirlenen ve öngörü hata varyansını ölçen Varyans Ayırıştırması (Variance Decomposition) yöntemidir. Bu yöntem ile istatistiki şokların değişkenler üzerindeki etkileri görülecek ve bir değişken şoklarının diğer değişkenler tarafından açıklanma oranı hesaplanarak değişkenler arasındaki iktisadi ilişkiler daha iyi açıklanabilecektir.

Eğer bir şok, değişkenin ileriye yönelik tahmin hatası varyansını açıklayabiliyor ise, değişken içsel olarak değerlendirilebilir (Lütkepohl,1993).

Çalışmada inceleyeceğimiz modeli şu şekilde ifade edebiliriz:

$$CA_t = \alpha_1 + \sum_{i=1}^m \beta_{1i} KA_{t-i} + \sum_{i=1}^m \gamma_{1i} CA_{t-i} + \varepsilon_{1t} \quad (12)$$

$$KA_t = \alpha_2 + \sum_{i=1}^m \beta_{2i} CA_{t-i} + \sum_{i=1}^m \gamma_{2i} KA_{t-i} + \varepsilon_{2t} \quad (13)$$

Burada CA ve KA bilindiği üzere sırasıyla cari işlemler hesabı ve sermaye hesabı değişkenleridir. İlk denklemde CA'nın açıklayıcı değişkenleri kendi gecikmeli değerleriyle birlikte KA'nın gecikmeleri olup diğer denklemde ise KA'yı açıklayan değişkenler kendi gecikmeleri ve CA'nın gecikmeli değerleridir. ε hata terimini ve m seçilen gecikme sayısını göstermektedir.

4.2 UYGULAMA AŞAMASI

4.2.1 Veri Seti

Ampirik uygulamada 1992:01-2009:09 dönemini kapsayan aylık veri seti kullanılmaktadır. Başlangıç yılının 1992 olarak alınmasının nedeni CA ve KA serilerine ilişkin aylık verilerin bu tarihten itibaren mevcut olmasıdır. Veri setindeki değişkenlere ilişkin zaman serileri, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) ve Türkiye İstatistik Enstitüsü (TÜİK) elektronik veri dağıtım sistemlerinden (EVDS) elde edilmiştir.

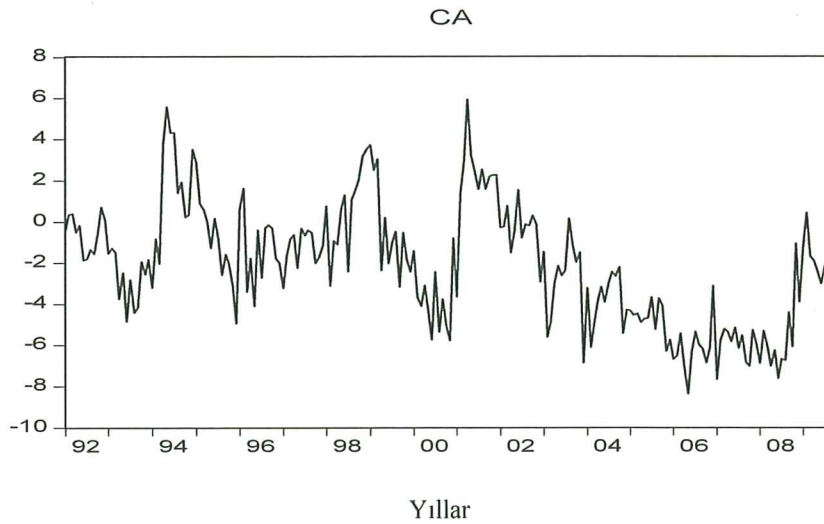
Çalışmada kullanılan GSYİH değerleri TÜİK'in 2008 yılında yeniden düzenlediği (baz yılı 1998) ve 1998 yılına kadar yayınladığı yeni serilerden alınmış, yayımlanmayan ilgili örneklem dönemi ise eski serilerin yeni serilere uyarlanması yoluyla elde edilmiştir. Ayrıca GSYİH değişkenine ilişkin veriler 3 aylık oluğu için, TCMB'den alınan ve 1992 ile 1997 bazlı iki serinin uyumlaştırılmasıyla elde edilen sanayi üretim

endeksindeki ilgili dönemlerdeki artış oranları dikkate alınarak GSYİH verileri aylığa dönüştürülmüştür.

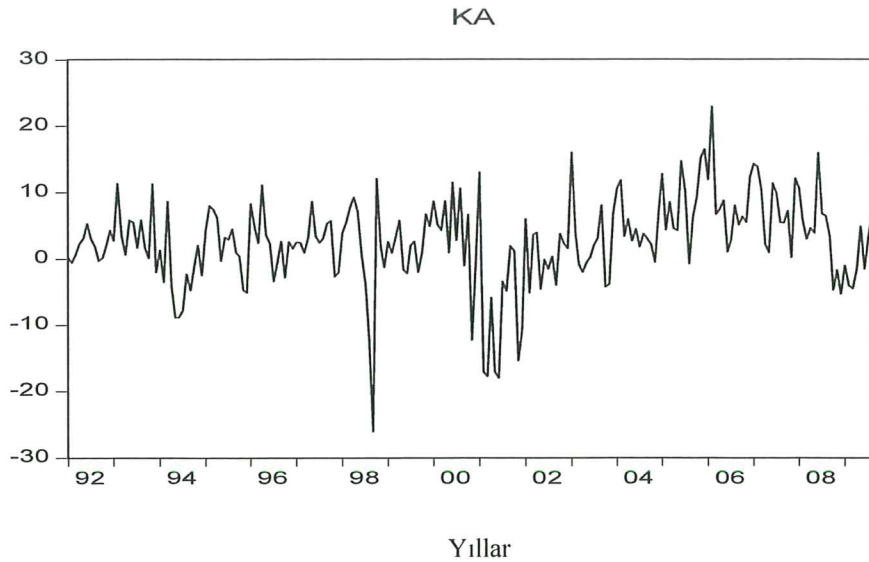
Çalışmada öncelikle CA ve KA serilerinin dolar cinsinden değerleri bulunmuş ve söz konusu seriler ilgili dönemlerdeki aylık ortalama kur ile Türk Lirasına dönüştürülmüştür. Nominal olarak elde edilen CA ve KA serileri ilgili dönemlerin nominal GSYİH değerlerine bölünmek suretiyle bulunan oranlar ampirik çalışmada kullanılmıştır. Çalışmada ele alınan bir diğer uygulama ise CA ile KA'nın alt kalemleri arasındaki ilişkinin nedenselliğine yöneliktir. Bu çalışmada KA'nın bileşenleri olan PI (portföy yatırımları) ve OI (diğer yatırımlar)'nın GSYİH'ye oranları esas alınmıştır. Ve son uygulamada ise KA'nın bazı alt kalemlerinin birleştirilmesiyle ortaya çıkan Kısa Vadeli Sermaye Akımı ve Sıcak Para kalemlerinin CA ile olan ilişkisi ilgili değişkenlerin GSYİH'ye oranları dikkate alınarak incelenmiştir. Mevsimsellik içeren tüm seriler Tramo/Seats yöntemi ile mevsimsellikten arındırılmıştır.

4.2.2 Araştırma Bulguları

4.2.2.1 CA-KA İlişkisi



Şekil 2: CA serisine ilişkin zaman grafiği (Mevsimsellikten arındırılmış).



Şekil 3: KA serisine ilişkin zaman grafiği (Mevsimsellikten arındırılmış).

Şekil 2 ve 3 mevsimsellikten arındırılmış CA ve KA serilerinin yıllar itibarıyla hareketlerini göstermektedir. Yatay eksen örneklem periyodunu göstermekte iken (1992-2009), dikey eksen söz konusu değişkenlerin GSYİH'ya oranlarını göstermektedir. İlk şekle bakıldığında özellikle ekonomik krizlerin yaşandığı 1994 ve 2001 yıllarında CA serisinin yukarı yönlü keskin bir yükseliş trendinde olduğu gözlenmektedir. Söz konusu yıllarda kriz sonrası yaşanan devalüasyonlar TL'nin yabancı paralar karşısındaki değerini düşürmek suretiyle bir taraftan ithalatı kısmış diğer taraftan ihracatı harekete geçirmiştir. İkinci şekilde genellikle görülen KA'nın çoğunlukla yatay bir seyir izlediği ve çok fazla dalgalanmadığı yönündedir. Yalnız 1998 yılında dış kaynaklı yaşanan krizler (Asya ve Rusya Krizleri) ve 2000 Kasım-2001 Şubat aylarında yaşanan iç kaynaklı krizler sonrasında ülkeden önemli miktarlarda yabancı sermaye çıkışı olmuştur.

VAR analizine geçmeden önce VAR sisteminde yer alan CA ve KA değişkenlerinin trend özelliklerinin; yani durağan olup olmadıklarının tespit edilmesi gerekmektedir. Bilindiği gibi sistemde yer alan değişkenler durağan değilse değişkenleri düzeyleriyle VAR modelinde kullanmak sahte ilişkiye (spurious regression) yol açabilir. Bu amaçla literatürde yaygın olarak kullanılan ADF, PP ve KPSS birim kök testlerine başvurulmuştur.

Bu testlerden en çok kabul gören ilk test Dickey-Fuller (1979, 1981) testidir. Dickey ve Fuller (1979, 1981) birim kök testleri hata teriminin bağımsız ve özdeş dağıldığını $[\varepsilon_t \sim iid(0, \sigma_\varepsilon^2)]$ varsaymaktadır. Fakat gerçekte çoğu zaman bu durum geçerli olmadığından, eğer hata terimindeki serisel korelasyon sıfırdan farklı ise bu serisel korelasyonu ortadan kaldırmak için bağımlı değişkenin gecikmeli değerleri modele eklenir. Bu durumda bu yeni teste de Artırılmış Dickey-Fuller (Augmented Dickey Fuller, ADF) birim kök testi denir. ADF testinin en genel model kalıbı aşağıdaki gibi sunulabilir:

$$\Delta y_t = \mu + \beta t + \delta Y_{t-1} + \sum_{j=1}^k \alpha_j \Delta y_{t-j} + \varepsilon_t \quad (14)$$

Burada ε_t temiz-dizi olduğu varsayılan hata terimidir.

Modele eklenmesi gereken gecikme sayısı için Akaike bilgi kriteri, (AIC) ve Schwarz bilgi kriteri (SIC) gibi yaklaşımlar kullanılmaktadır.

İkinci olarak üzerinde durulacak alternatif birim kök testi hata teriminin temiz-dizi olmadığını ileri sürmektedir. Phillips ve Perron (1988) çalışmalarında Dickey-Fuller testlerine bir düzeltme faktörü eklemişlerdir.

$$Z_\alpha = T(\hat{\phi} - 1) - CF \quad (15)$$

Burada CF düzeltme faktörüdür ve aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$CF = \frac{0,5(s_{T\ell}^2 - s_\varepsilon^2)}{\sum_{t=2}^T (y_{t-1} - \bar{y}_{-1})^2 / T^2} \quad (16)$$

Burada s_ε^2 uzun dönem varyansıdır. Dolayısıyla Phillips ve Perron (1988) testi aşağıdaki testi temel alır:

$$Z_t = \left(\sum_{t=2}^T y_{t-1}^2 \right)^{1/2} \frac{(\hat{f}_1 - 1)}{s_{T1}} \cdot (-1/2) \frac{(s_{T1}^2 - s_e^2)}{\left[s_{T1}^2 T^{-2} \left(\sum_{t=2}^T y_{t-1}^2 \right)^{1/2} \right]} \quad (17)$$

Andrews (1991) çalışmasında ℓ ile gösterilen gecikme parametresinin tutarlılığı için $\ell \rightarrow \infty$ iken $\ell = o(T^{1/3})$ olması gerektiğini varsaymaktadır. Ancak Phillips-Perron testinin de zayıf yönü olarak hata teriminde örneklem çarpıklığı görülmesidir. Schwert (1989) eğer örneklem çarpıklığı düzeltilirse Phillips-Perron testinin ADF testine göre daha güçlü olduğunu göstermektedir.

Şu ana kadar üzerinde durulan birim kök testlerinde boş hipotez birim kökün varlığını ileri sürerken alternatif hipotez durağanlığı göstermektedir. Kwiatkowski, Phillips, Schmidt ve Shin (KPSS) (1992) çalışmalarında ise birim kök hipotezinin farklılaştırarak birim kök testinin gücünün arttığını ileri sürmüşleridir. Temelde KPSS testinin amacı yine serileri trendden arındırarak birim kök testi gerçekleştirmektir. KPSS testi için tahmin edilen modeller aşağıdaki gibidir:

$$y_t = \beta_t + w_t + \varepsilon_t \quad (18)$$

$$w_t = w_{t-1} + u_t \quad (19)$$

Burada, w_t model için rassal yürüyüş süreci, t deterministik trend, ε_t durağan hatalar ve u_t ise $iid(0, \sigma_\varepsilon^2)$ 'dir. KPSS testinin ilk aşaması y_t serisinin kesme ve trend üzerine regresyonundan elde edilen hataları hesaplamaktır.

$$S_t = \sum_{t=1}^T e_t \quad t=1,2,3,\dots,T \text{ için} \quad (20)$$

ve daha sonra LM testi aşağıdaki gibi hesaplanır:

$$LM = \sum_{t=1}^T S_t^2 / s^2(\ell) \quad (21)$$

Burada, $s^2(\ell) = T^{-1} \sum_{t=1}^T e_t^2 + 2T^{-1} \sum_{s=1}^{\ell} w(s, \ell) \sum_{t=s+1}^T e_t e_{t-s}$ olarak tanımlanır.

$s^2(\ell)$ 'nin tutarlı bir tahminini $\ell \rightarrow \infty$ giderken $T \rightarrow \infty$ için $\ell = o(T^{1/2})$ oranıyla hesaplamak mümkündür. (Sevüktekin ve Nargeleçekenler, 2007)

ADF ve PP testlerinde birim kökün varlığı durumu boş hipotez olarak alınırken, KPSS testinde durağanlık durumunun varlığı boş hipotez olarak ele alınmaktadır. Çalışmamızda kullanacağımız değişkenlere ilişkin durağanlık test sonuçları Tablo 7'de gösterilmektedir.

Tablo 7: Durağanlık Test Sonuçları (CA, KA)

		CA	KA	Kritik Değer(*)
ADF	Kesme	-3,102	-4,958	-2,875
	Kesme-Trend	-3,787	-9,345	-3,431
PP	Kesme	-4,419	-9,643	-2,874
	Kesme-Trend	-5,868	-9,853	-3,431
KPSS	Kesme	0,982	0,399	0,463
	Kesme-Trend	0,146	0,134	0,146

(*) Kritik değerler %5 anlamlılık seviyesini göstermektedir.

ADF istatistik sonuçlarına göre, hem kesme hem de kesme ve trend için yapılan regresyonlarda CA serisinin %5 anlamlılık düzeyinde durağan olduğu gözükmemektedir. Test yapılırken gecikme sayısının belirlenmesi konusunda AIC kriteri göz önünde bulundurulmuştur. Aynı seri PP ile incelendiğinde ise %1 anlamlılık düzeyinde durağandır. KA serisini incelediğimizde ise hem ADF hem PP test sonuçları söz konusu serinin %1 anlamlılık düzeyinde durağan olduğunu göstermektedir. KPSS test sonucu kesme üzerine yapılan regresyonda CA serisinin durağan olmadığını söylemekte iken hem kesme hem de trend içeren regresyon %5 düzeyinde anlamlı olmaktadır. KA serisi ise her iki durumda da (kesme ve kesme-trend) %5 düzeyinde anlamlı gözükmemektedir.

Her iki değişken de düzeylerinde %5 anlamlılık seviyesinde durağan olduklarından VAR sisteminde olduğu gibi kullanılabilir. Bilindiği üzere Türkiye ekonomisinde ele alınan örneklem döneminde 1994 ve 2001 yıllarında iki kriz yaşanmıştır. Bu krizlerin CA ve KA üzerindeki olağanüstü etkilerini kontrol etmek üzere, bu kriz dönemlerinde (1994 yılının Nisan-Haziran ve 2001 yılının Şubat-Haziran dönemlerine) bir değerini alan diğer dönemlerde ise sıfır değerini alan bir kukla değişken VAR sisteminde dışsal değişken olarak kullanılmıştır. Dolayısıyla VAR modeli (12) ve (13) nolu eşitliklerin yeniden düzenlenmesi ile aşağıdaki şekilde tanımlanabilir.

$$CA_t = \alpha_1 + \sum_{i=1}^9 \beta_{1i} KA_{t-i} + \sum_{i=1}^9 \gamma_{1i} CA_{t-i} + \delta_{1i} D_t + \varepsilon_{1t} \quad (22)$$

$$KA_t = \alpha_2 + \sum_{i=1}^9 \beta_{2i} CA_{t-i} + \sum_{i=1}^9 \gamma_{2i} KA_{t-i} + \delta_{2i} D_t + \varepsilon_{2t} \quad (23)$$

Burada KA ve CA bilindiği üzere sermaye hesabı ve cari işlemler hesabını temsil ediyorken, D değişkeni kukla değişkeni göstermektedir. Burada önce VAR sisteminde uygun (optimal) gecikme uzunluklarının tespit edilmesi gerekmektedir. Gecikme sayısının belirlenmesinde AIC (Akaike Information Criteria) ve SIC (Schwarz Information Criteria) dikkate alınmıştır. Bu aşamada aynı zamanda LM testiyle otokorelasyon sınaması yapılmış ve otokorelasyona sebebiyet vermeyecek optimal gecikme sayısı kullanılmıştır. Sonuçta 9 gecikmenin optimal olduğu belirlenmiştir.

VAR modeli tahminleri temelinde, sistemde yer alan değişkenlerin karşılıklı olarak birbirlerini etkileyip etkilemediğini belirlemek üzere VAR Nedensellik/Blok Dışsallık Wald testi yapılmıştır.

Tablo 8'de görülen, KA'nın gecikmeli değerlerinin CA'yı etkilediği, buna karşın CA'nın gecikmeli değerlerinin KA'yı etkilemediği yönündedir. İki hesap arasındaki nedensellik ilişkisi Türkiye için KA'dan CA'ya doğrudur. Sermaye hareketlerinin serbestleştiği 1989 sonrası dönemde yüksek miktarlarda ve kısa vadeli sermaye girişleri talep genişlemesine neden olarak kısa dönemli büyümeler sağlamış ve ithalattaki

yüksek artışlar sonucu cari işlemler kriz yılları hariç açık vermiştir. İlgili dönemde nedensellik ilişkisinin KA'dan CA'ya doğru olduğu görülmektedir.

Tablo 8: VAR Nedensellik/Blok Dışsallık Wald Testi Sonuçları (CA-KA)

Bağımlı Değişken	Dışlanan Değişken	Nedensellik Yönü	χ^2	S.d.	p-değeri
CA	KA	KA \rightarrow CA	23,53	9	0,0051
KA	CA	CA \rightarrow KA	5,20	9	0,8157

Nedensellik testinden sonra, VAR modelinden elde edilen varyans ayrıştırması sonuçları aşağıda gösterilmektedir. Varyans ayrıştırması değişkenler arasındaki dinamik etkileşimler ve belli bir dönem süresince bir değişkende meydana gelen oransal değişimin ne kadarının kendisinden ve ne kadarının sistemdeki diğer değişkenlerden kaynaklandığı hakkında bilgi vermesi bakımından önemlidir (Terzi ve Oltulular, 2006).

Tablo 9'a bakıldığında ilk gözlemlenen her iki değişkenin de büyük ölçüde kendi şoklarınınca belirlenmiş olduklarıdır. Bununla birlikte her değişken üzerinde diğer değişkene ilişkin şokların da kısmi etkisi olup bu etkilere ilişkin değerler tabloda görülmektedir. CA'daki değişimlerin %4 ile %18 aralığındaki bir kısmı KA değişimleri tarafından kapsanmaktayken, KA'daki değişimlerin ancak %2 ile %5 aralığındaki kısmı CA tarafından kapsanmaktadır. Karşılaştırmalı olarak bakıldığında, KA'nın CA değişimlerini daha fazla izah ettiği görülmektedir. Bu sonuçlar, nedensellik testinden elde edilen sonuçları destekler niteliktedir. KA'da meydana gelecek bir şok CA'yı etkileyecek ve bu etkinin süresi belirli bir zaman alacaktır. Faiz-kur mekanizmasından faydalanmak amacıyla ve nitelik itibarıyla kısa vadeli olarak Türkiye'ye gelen yabancı sermaye girişleri sonunda yerel para birimi olan TL göreceli olarak daha değerli hale gelmektedir. Bu durum ise bir taraftan ülkedeki malları göreceli olarak daha pahalı hale getirerek ihracatın azalmasına, diğer yandan ise ithalatın artmasına bağlı olarak cari işlemler dengesinin olumsuz yönde bozulmasına neden olmaktadır.

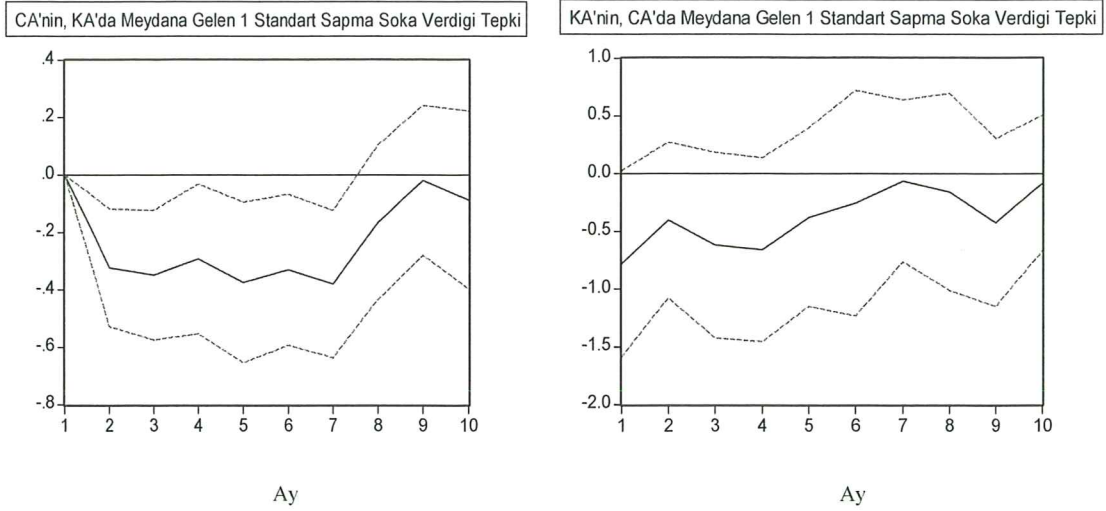
Tablo 9: Varyans Ayrıştırması Sonuçları (CA-KA)

CA'nın Varyans Ayrıştırması:			
Periot	S.H.	CA	KA
1	1.504581	100.0000	0.000000
2	1.595611	95.89654	4.103463
3	1.712069	92.28490	7.715101
4	1.790820	90.29632	9.703682
5	1.846559	86.76525	13.23475
6	1.909240	84.64019	15.35981
7	1.953786	81.54779	18.45221
8	1.981195	81.36778	18.63222
9	1.999261	81.69412	18.30588
10	2.030682	82.07098	17.92902

KA'nın Varyans Ayrıştırması:			
Periot	S.H.	CA	KA
1	5.495967	2.016523	97.98348
2	5.665254	2.400317	97.59968
3	5.705314	3.542153	96.45785
4	5.791816	4.729018	95.27098
5	5.807586	5.125262	94.87474
6	5.815922	5.302715	94.69728
7	5.846510	5.258567	94.74143
8	5.848643	5.327494	94.67251
9	5.864085	5.820202	94.17980
10	5.897927	5.772896	94.22710

Analizimize etki-tepki fonksiyonlarını inceleyerek devam edelim.

Şekil 4, değişkenlere ayrı ayrı bir standart sapmalı şok verildiğinde kendisinin ve diğer değişkenin buna nasıl tepki verdiğini göstermektedir. Kesikli çizgiler \pm iki standart sapma bandını göstermektedir. İlgili bandın sıfır çizgisini içerdiği haller istatistiksel olarak anlamlı bulunmayan durumları göstermektedir. Buna göre CA'da meydana gelecek bir şoka karşın KA'nın tepkisi istatistiksel olarak anlamlı gözükmemektedir. Yani KA, CA'daki şoklara karşın duyarlı değildir. Buna karşın KA'da oluşan şoklara karşın CA'da bir bozulma gözükmemekte olup söz konusu değişkenin tekrar dengeye gelmesi yaklaşık 7-8 ay almaktadır. Etki-tepki analizi de diğer sonuçlarla uyum göstermektedir.



Şekil 4: CA-KA İlişisine Yönelik Etki-Tepki Grafikleri

4.2.2.2 KA'nın Alt Hesapları İle CA Arasındaki Nedensellik İlişkisi

Bu bölümde sermaye hesabını oluşturan alt hesaplar ile cari işlemler hesabı arasındaki nedensellik ilişkileri ikili (*pair-wise*) olarak ayrı ayrı ele alınacaktır. Çalışmanın amacı doğrultusunda sermaye alt hesapları olarak, daha çok kısa vadeli olan portföy yatırımları (PI) ile özellikle krediler kalemini içeren diğer yatırımlar (OI) hesapları dikkate alınacaktır. Öncelikle, söz konusu değişkenler mevsimsellikten arındırılarak ve birim kök testleri ile durağanlık sınamasına tabi tutulmuştur. %5 anlamlılık seviyesinde PI ve OI değişkenlerinin durağan olduğu tespit edilmiştir. Sonuçlar Tablo 11'de gösterilmektedir.

Tablo 10: Durağanlık Test Sonuçları (PI, OI)

		PI	OI	Kritik Değer(*)
ADF	Kesme	-5,914	-5,004	-2,875
	Kesme-Trend	-5,901	-5,061	-3,431
PP	Kesme	-11,872	-11,735	-2,874
	Kesme-Trend	-11,847	-11,810	-3,431
KPSS	Kesme	0,097	0,199	0,463
	Kesme-Trend	0,100	0,069	0,146

(*) Kritik değerler %5 anlamlılık seviyesini göstermektedir.

Bundan sonraki aşamada CA ile sermaye alt hesapları arasındaki ilişkiler (CA-PI ve CA-OI) ikili olarak VAR modeli ile incelenmektedir. VAR modelindeki gecikme sayısı için AIC ve SIC baz alınmış olup hem CA-PI hem de CA-OI ilişkileri için 3 gecikmenin optimal olduğu görülmektedir.

VAR modeli tahminlerinden yararlanarak yapılan nedensellik test sonuçlarına ilişkin bilgiler Tablo 11 ve 12’de yer almaktadır.

Tablo 11: VAR Nedensellik/Blok Dışsallık Wald Testi Sonuçları (CA-PI)

Bağımlı Değişken	Dışlanan Değişken	Nedensellik Yönü	χ^2	S.d.	p-değeri
CA	PI	PI → CA	12,29	3	0,0064
PI	CA	CA → PI	0,71	3	0,8707

Tablo 12: VAR Nedensellik/Blok Dışsallık Wald Testi Sonuçları (CA-OI)

Bağımlı Değişken	Dışlanan Değişken	Nedensellik Yönü	χ^2	S.d.	p-değeri
CA	OI	OI → CA	3,681	3	0,298
OI	CA	CA → OI	5,20	3	0,243

CA-PI arasındaki nedensellik ilişkisine yönelik veriler sunan Tablo 11’den görülen nedenselliğin yönünün PI’dan CA’ya doğru olduğudur. CA-OI ilişkisine ait sonuçların yer aldığı Tablo 12’de ise söz konusu değişkenler arasında karşılıklı olarak nedensellik ilişkisi görülmemektedir.

Varyans ayrıştırması sonuçları da nedensellik testi sonuçlarıyla benzerlikler taşımaktadır. CA-PI ilişkisine bakıldığında, CA’da meydana gelen değişimi PI’nın açıklama yüzdesi, 10 aylık periyot sonrasında %13 seviyesinde iken, PI’da meydana

gelen değişimin CA tarafından açıklanma yüzdesi aynı periyot sonrasında %0.5 düzeyindedir. Sonuçlar Tablo 13'te gösterilmektedir.

Tablo 13: Varyans Ayrıştırması Sonuçları (CA-PI)

CA'nın Varyans Ayrıştırması:			
Periyot	S.H.	CA	PI
1	1.509737	100.0000	0.000000
2	1.626619	96.38976	3.610235
3	1.762332	95.38564	4.614363
4	1.897986	93.23944	6.760564
5	1.986209	91.25558	8.744422
6	2.057765	90.08454	9.915458
7	2.115906	88.92897	11.07103
8	2.160776	88.00293	11.99707
9	2.195674	87.33917	12.66083
10	2.223166	86.79709	13.20291

PI'nın Varyans Ayrıştırması:			
Periyot	S.H.	CA	PI
1	3.565886	0.434212	99.56579
2	3.648961	0.473831	99.52617
3	3.652945	0.553712	99.44629
4	3.732456	0.534159	99.46584
5	3.748074	0.534100	99.46590
6	3.748174	0.537556	99.46244
7	3.751204	0.536741	99.46326
8	3.752783	0.536811	99.46319
9	3.752789	0.536812	99.46319
10	3.752890	0.536800	99.46320

Diğer ilişki olan CA-OI için aynı uygulama yapıldığında ise görülen ilgili değişkenlerdeki değişimlerin diğer değişkenler tarafından açıklanma yüzdelerinin çok düşük seviyelerde olduğudur. Söz konusu ilişkiye yönelik varyans ayrıştırması sonuçları Tablo 14'te verilmektedir.

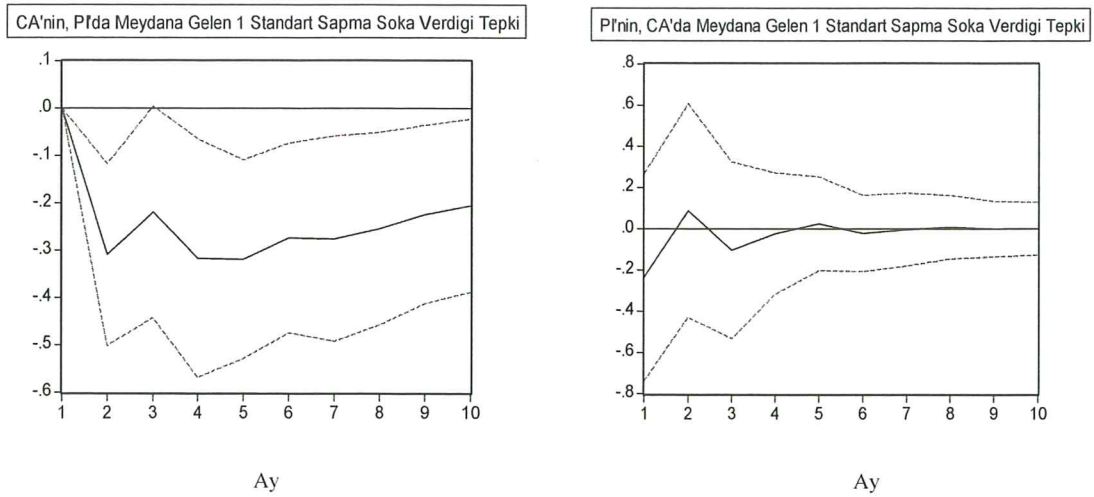
Tablo 14: Varyans Ayrıştırması Sonuçları (CA-OI)

CA'nın Varyans Ayrıştırması:			
Periot	S.H.	CA	Oİ
1	1.541024	100.0000	0.000000
2	1.643544	99.51101	0.488991
3	1.788138	98.61985	1.380151
4	1.903586	98.76918	1.230821
5	1.979269	98.54964	1.450365
6	2.041426	98.43590	1.564101
7	2.089764	98.42684	1.573162
8	2.127243	98.36342	1.636577
9	2.156944	98.32674	1.673262
10	2.180454	98.30544	1.694558

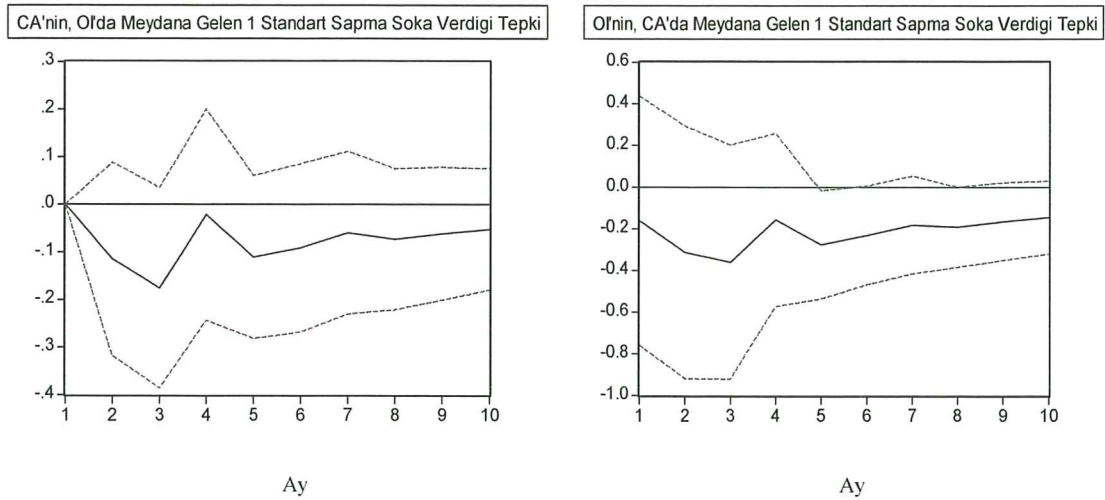
Oİ'nin Varyans Ayrıştırması:			
Periot	S.H.	CA	Oİ
1	4.337437	0.137717	99.86228
2	4.351232	0.653980	99.34602
3	4.387909	1.316049	98.68395
4	4.474790	1.387880	98.61212
5	4.484880	1.762545	98.23745
6	4.494230	2.019921	97.98008
7	4.502574	2.174754	97.82525
8	4.507075	2.352120	97.64788
9	4.510630	2.483014	97.51699
10	4.513409	2.583646	97.41635

Aynı ilişkiler için etki-tepki analizi sonuçlarını yorumlayalım. Şekil 5'te CA-PI ilişkisine ve Şekil 6'da CA-Oİ ilişkisine ait grafikler görülmektedir.

Etki-tepki analizi, nedensellik test sonuçları ve varyans ayrıştırması sonuçlarını destekler niteliktedir. Buna göre Şekil 5'te, PI'da meydana gelen bir şoka karşılık CA'da bozulma olduğu görülmektedir. PI ise CA şoklarına tepki vermemektedir. Şekil 6'da ise Oİ ile CA arasında istatistiksel olarak anlamlı bir etki-tepki ilişkisi görülmemektedir.



Şekil 5: CA-PI İlişisine Yönelik Etki-Tepki Grafikleri



Şekil 6: CA-Oİ İlişisine Yönelik Etki-Tepki Grafikleri

4.2.2.3 Kısa Vadeli Yabancı Sermaye ve Sıcak Para İle CA İlişkileri

Buraya kadar olan uygulamalarda cari işlemler hesabının sermaye hesabı ve sermaye hesabının alt kalemleri arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmanın bu bölümünde ise sermaye hesabının bazı alt kalemlerinin bir araya gelerek oluşturduğu “kısa vadeli yabancı sermaye” ve “sıcak para” kalemlerinin cari işlemler hesabı ile olan ilişkisi etki-tepki analizi çerçevesinde ele alınacaktır. Uygulamaya geçmeden önce TCMB'nin Para Politikası Raporu (2005) doğrultusunda kısaca bu kalemlere değinelim.

Sıcak para kavramı, genel kabul görmüş bir tanım olmamakla beraber, beklenen getiri oranları ve risklerdeki değişimlere hızlı tepki veren sermaye akımları olarak ifade edilebilir. Dolayısıyla, sıcak paranın miktarından ziyade, ani hareketi önemlidir. Bu çerçevede, kısa vadeli sermaye akımları genellikle sıcak parayı ikame eden bir veri olarak kullanılmakta ise de, aralarında önemli farklar mevcuttur: Kısa vadeli sermaye hareketleri, reel sektör kredi işlemlerini de içerebilmekte, ancak ticari krediler benzeri kalemler sıcak para tanımına girmemektedir. Ayrıca, kısa vadeli sermaye kalemlerinde yer almayan, hisse senedi ve DİBS'ten oluşan portföy yatırımları, ki en önemli paya sahiptir, ve net hata ve noksan kalemi de sıcak para tanımına dahil edilmektedir. Net hata ve noksan kaleminin sıcak para olarak nitelendirilmesi yaklaşımı, söz konusu kalemin kayıt dışı sermaye akımlarını gösterdiği varsayımına dayanmaktadır. Nitekim, kriz ve istikrar dönemlerinde net hata ve noksan kaleminde görülen eğilimler bu yaklaşımı destekler niteliktedir. Diğer taraftan, banka muhabirlerindeki döviz hareketleri yoluyla bankaların döviz varlıklarındaki değişim, benzer şekilde, Merkez Bankası muhabirlerindeki döviz hareketleri yoluyla da resmi rezervlerdeki değişim ödemeler dengesi istatistiklerinde izlenebiliyor iken, bankacılık dışı özel sektörün döviz varlıklarındaki değişim tam olarak izlenememektedir. Dolayısıyla, bankacılık dışı özel sektörün döviz varlıklarındaki değişimin de büyük ölçüde net hata ve noksan kalemine yansıdığı düşünülmektedir. Bu olguya dayanarak net hata ve noksan kaleminin yerleşikler kaynaklı olduğu varsayılmaktadır. Yukarıdaki tanımlar çerçevesinde, Türkiye için sıcak para büyüklüğü hesaplanırken, en genel ifade ile; portföy yatırımları, kısa vadeli sermaye akımları ile net hata ve noksan kalemleri sıcak para tanımına dahil edilmiştir. Ödemeler dengesi istatistiklerinden kullanılan kalemler aşağıda yer almaktadır.

Sıcak Para =

Portföy Yatırımları

- Yabancıların yurt içinde hisse senedi alım/satımları,
- Yabancıların yurt içinde Hükümete ait iç borçlanma senetlerini alım/satımları,

+ Kısa Vadeli Sermaye Akımları

- Bankaların yurt dışında kullandıkları kısa vadeli krediler,
- Yurt içinde yerleşik bankaların ve bankacılık dışı özel sektörün yurt dışından kullandıkları kısa vadeli krediler,
- Yabancıların yurt içinde yerleşik bankalarda tuttıkları kısa vadeli mevduatlardaki değişim,

+ *Net Hata Noksan*

Söz konusu değişkenlerin cari işlemler hesabı ile ikili ilişkilerine geçmeden önce ilk yapılması gereken serilerin mevsimsellik etkilerinden arındırılması ve durağanlığa ilişkin birim kök sınamasına tabi tutulmasıdır. Her iki seri de %5 anlamlılık seviyesinde durağandır. Test sonuçları Tablo 15’te gösterilmektedir. AIC ile belirlenen gecikme sayısı cari işlemler- sıcak para (SP) ilişkisi için 7, cari işlemler-kısa vadeli yabancı sermaye (KVYS) ilişkisi için ise 9’dur.

Tablo 15: Durağanlık Test Sonuçları (SP, KVYS)

		SP	KVYS	Kritik Değer(*)
ADF	Kesme	-5,233	-4,762	-2,875
	Kesme-Trend	-5,276	-4,750	-3,431
PP	Kesme	-13,575	-12,159	-2,874
	Kesme-Trend	-13,630	-12,140	-3,431
KPSS	Kesme	0,217	0,055	0,463
	Kesme-Trend	0,117	0,055	0,146

(*) Kritik değerler %5 anlamlılık seviyesini göstermektedir.

Tablo 16 ve 17’de ise VAR nedensellik test sonuçlarını görmekteyiz.

Tablo 16: VAR Nedensellik/Blok Dışsallık Wald Testi Sonuçları (CA-SP)

Bağımlı Değişken	Dışlanan Değişken	Nedensellik Yönü	χ^2	S.d.	p-değeri
CA	SP	SP → CA	15,521	7	0,029
SP	CA	CA → SP	5,934	7	0,547

Tablo 17: VAR Nedensellik/Blok Dışsallık Wald Testi Sonuçları (CA-KVYS)

Bağımlı Değişken	Dışlanan Değişken	Nedensellik Yönü	χ^2	S.d.	p-değeri
CA	KVYS	KVYS → CA	10,054	9	0,346
KVYS	CA	CA → KVYS	11,743	9	0,228

Özetle, tablolarda görülen CA-KVYS ilişkisinde karşılıklı bir nedensellik ilişkisi olmadığı, CA-SP ilişkisinde ise SP'den CA'ya doğru bir nedensellik ilişkisi olduğudur.

Varyans ayrıştırmasına ilişkin sonuçlar Tablo 18 ve 19'da gösterilmektedir.

Tablo 18: Varyans Ayrıştırması Sonuçları (CA-SP)

Periot	CA'nın Varyans Ayrıştırması:		
	S.H.	CA	SP
1	1.518566	100.0000	0.000000
2	1.628323	96.65443	3.345571
3	1.771610	93.67174	6.328262
4	1.891002	90.73894	9.261062
5	1.943777	89.59762	10.40238
6	2.014650	88.83885	11.16115
7	2.043995	88.56523	11.43477
8	2.092586	89.09008	10.90992
9	2.133491	88.96482	11.03518
10	2.163921	89.03072	10.96928

Tablo 18'in Devamı

SP'nin Varyans Ayrıştırması:			
Periot	S.H.	CA	SP
1	5.089056	0.667313	99.33269
2	5.131899	2.167223	97.83278
3	5.149077	2.498564	97.50144
4	5.289575	3.271939	96.72806
5	5.301746	3.488886	96.51111
6	5.336242	3.657890	96.34211
7	5.341100	3.726809	96.27319
8	5.372597	3.762142	96.23786
9	5.386597	3.753702	96.24630
10	5.388987	3.836431	96.16357

CA-KVYS ilişkisine yönelik varyans ayrıştırması sonuçları ise aşağıda verilmektedir.

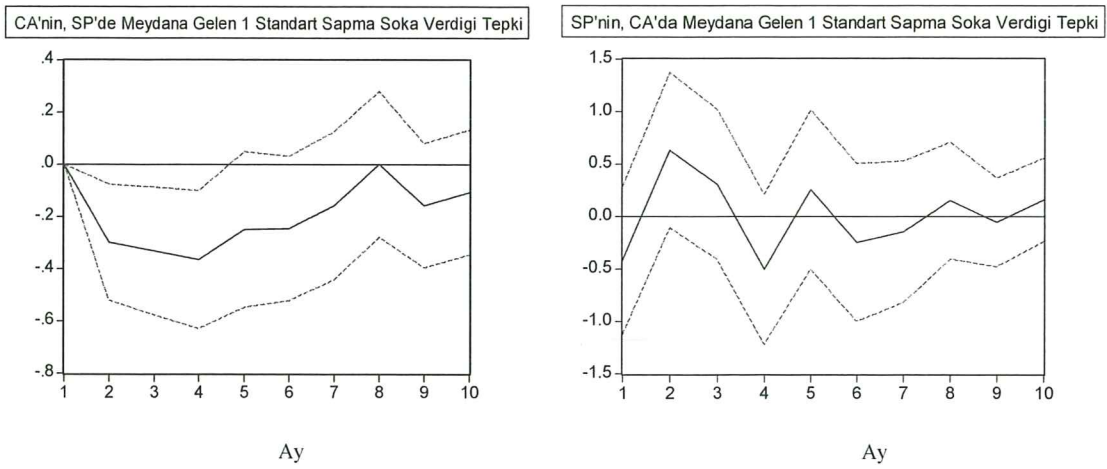
Tablo 19: Varyans Ayrıştırması Sonuçları (CA-KVYS)

CA'nın Varyans Ayrıştırması:			
Periot	S.H.	CA	KVYS
1	1.555961	100.0000	0.000000
2	1.659672	99.46954	0.530458
3	1.801318	98.22372	1.776280
4	1.895403	98.36867	1.631329
5	1.939405	98.43301	1.566992
6	2.007172	98.51242	1.487584
7	2.024817	98.53780	1.462198
8	2.055902	98.36841	1.631592
9	2.089809	97.55534	2.444660
10	2.124608	97.61878	2.381218

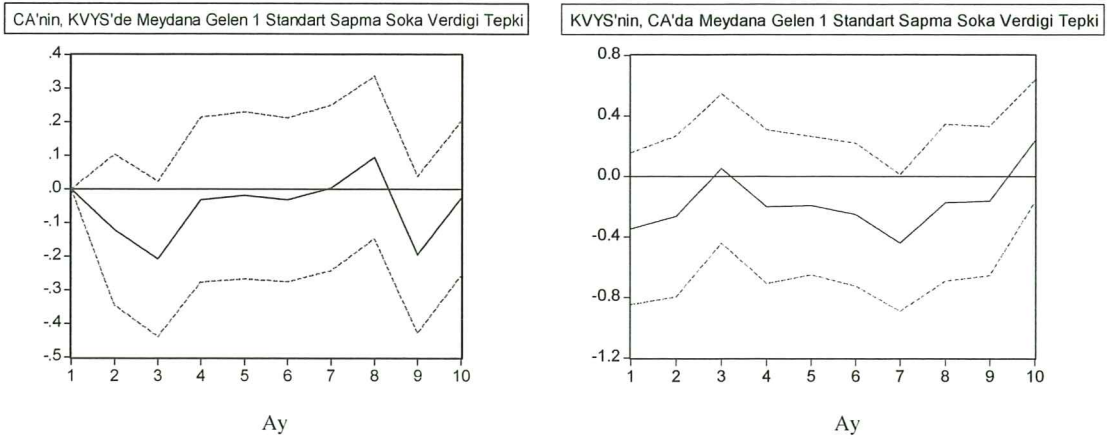
KVYS'nin Varyans Ayrıştırması:			
Periot	S.H.	CA	KVYS
1	3.225110	1.149307	98.85069
2	3.236137	1.810990	98.18901
3	3.261932	1.808336	98.19166
4	3.302748	2.130965	97.86903
5	3.312839	2.457794	97.54221
6	3.342431	2.987608	97.01239
7	3.372882	4.635812	95.36419
8	3.377920	4.886052	95.11395
9	3.412665	5.011986	94.98801
10	3.421482	5.457692	94.54231

Sonuçlar nedensellik testi sonuçlarıyla benzerlikler taşımaktadır. Tablo 18'deki CA-SP ilişkisine bakıldığında CA'daki değişimlerin SP tarafından açıklanma yüzdesi 10 aylık periyot sonrasında %11 seviyesinde iken, SP'deki değişimlerin CA tarafından açıklanma yüzdesi aynı süre sonrasında %3,8 düzeyindedir. Tablo 19'da yer alan CA-KVYS ilişkisi için aynı uygulama yapıldığında ise görülen ilgili değişkenlerdeki değişimlerin diğer değişkenler tarafından açıklanma yüzdelерinin çok düşük seviyelerde olduğudur.

Etki-tepki analizini incelediğimizde de benzer sonuçlarla karşılaşmaktayız.



Şekil 7: CA-SP İlişkisine Yönelik Etki-Tepki Grafikleri



Şekil 8: CA-KVYS İlişkisine Yönelik Etki-Tepki Grafikleri

Şekil 7, CA-SP ilişkisine ait olup bu grafikte gözlemlenen, SP’de meydana gelecek bir şoka karşılık CA’nın negatif yönde hareket ettiği ve 5 ay sonra bu tepkinin kaybolduğu yönündedir. CA’da meydana gelen bir şok durumunda ise SP anlamlı bir tepki vermemektedir. Şekil 8 ise CA-KVYS ilişkisini göstermektedir. Grafiklerden de görüldüğü üzere kırmızı bandlar sıfırı içermekte olup buradaki ilişki istatistiksel olarak anlamsızdır.

Bu bulgular bir önceki uygulama sonuçları ile tutarlıdır. Bir önceki uygulama sonuçlarının gösterdiği, CA’nın portföy yatırımları ile anlamlı bir ilişki içerisinde olduğudur. Böyle bir ilişki CA ile diğer yatırımlar arasında ise gözükmemektedir. Sıcak Para’yı oluşturan kalemler içerisinde hisse senetlerinin (portföy yatırımları içerisinde) ve Kısa Vadeli Yabancı Sermaye’yi oluşturan kalemler içerisinde kredilerin (diğer yatırımlar içerisinde) önemli bir yer tutması söz konusu kalemlerin CA ile olan ilişkilerinin bir önceki uygulama sonuçlarıyla paralellik göstermesinde etkilidir.

Özet olarak bu çalışmanın temel bulgusu, nedenselliğin yönünün sermaye hareketlerinden cari işlemler hesabına doğru olduğu yönündedir. Bunun nedenlerinden biri şöyle açıklanabilir: Hangi nedenle olursa olsun (gerek yüksek bütçe açıkları gerek enflasyon hedeflemesi ve gerekse uluslararası sermaye bolluğu) gelinen noktada oluşan yüksek faiz düşük kur ortamının Türkiye’de 1990’lı ve 2000’li yıllarda hakim olduğu söylenebilir. Bu durum ise önce sermaye hesabının ve buradan da cari işlemler açığının tetikleyicisi rolünü üstlenmiş olabilir.

Sermaye hesabının alt kalemleri yönünden bulguları incelediğimizde ise cari işlemler hesabı ile diğer yatırımlar hesabı değil ancak portföy yatırımları hesabı arasında anlamlı ve nedenselliğin portföy yatırımları hesabından cari işlemler hesabına doğru olduğu bir ilişki görülmektedir. Portföy yatırımları içerisinde borç senetleri (özellikle Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) önemli yer tutmaktadır) ve hisse senedi yatırımları yer almaktadır. Bütçe açıkları ve kamu borçlarının vergi gelirleriyle karşılanamaz duruma geldiği özellikle 1990’lı yıllarda genellikle iç borçlanma yoluna gidildiği görülmektedir. Bu süreç devletin ciddi bir mali krizin içinde olduğunu göstermektedir. Kamu maliyesi krizinin önemli bir yansıması, konsolide bütçe harcamalarının miktar ve bileşimindeki değişimde ortaya çıkmaktadır. Buna göre konsolide bütçe harcamaları içinde faiz

ödemelerinin payı 1990- 2003 döneminde sürekli artan bir seyir izlemiş ve iç borçlanma senetleri üzerine aşırı derecede yüksek reel faizler ödenmiştir. (Yeldan, 2008). Agenor ve diğerlerinin (1997) de belirttiği üzere faiz oranı farkındaki (ulusal faiz ve uluslararası faiz oranları arasındaki fark) pozitif şok bir atış sermaye girişine ve ulusal paranın değer kazanmasına neden olmaktadır. Yerli paranın değerli hale gelmesi ise ithalatı artırmak ve ihracatı azaltmak suretiyle cari işlemler dengesinin olumsuz yönde etkilemektedir (Tiryaki, 2002).

SONUÇ

Bu çalışmada cari işlemler hesabı ile sermaye hesabı arasındaki nedensellik ilişkisi Türkiye örneğinde incelenmektedir. Doğrudan iki hesap arasındaki ilişkiyi araştıran çalışma sayısı literatürde az olmakla beraber bulgular paralellik taşımaktadır. Sermaye hareketleri serbest değilken nedenselliğin yönünün cari işlemler hesabından sermaye hesabına doğru olması beklenebilir. Bu dönemde sermaye serbestçe dolaşamamakta ve ancak cari açıklarında sorun yaşayan ülkelerin talepleri doğrultusunda ilgili ülkeye gelmektedir. Sermaye hareketlerinin tam serbestlik kazandığı dönemde ise nedensellik ilişkisi ülkelerin gelişmişlik düzeylerine, finansal alt yapılarına ve uyguladıkları politikalara göre farklılık gösterebilmektedir. İlgili literatürün bize söylediği, nedensellik ilişkisinin, gelişmiş ülkelerde genellikle cari işlemlerden sermaye hesabına doğru olduğu, buna karşın yeterli derinlikte bir finansal sisteme sahip olmayan gelişmekte olan ülkelerde ise genellikle sermaye hesabından cari işlemler hesabına doğru olduğudur.

Türkiye için durumu Boratav (2008) şöyle özetlemektedir: Sermaye hareketlerinin denetlendiği 1989 öncesi dönemde iç talepteki değişmelerin cari işlem hesabını etkilediği görülmektedir. Talep genişlemesi durumunda büyüyen cari açığın finansmanı için yabancı sermaye (özellikle de dış borçlanma) gerekmektedir. Bu dönem iki hesap arasındaki ilişki talep genişlemesi—cari açık—sermaye girişleri olarak özetlenebilir. Sermaye hareketlerinin serbestleştiği ve kısa dönemli genişleme sürecinin ülke içinden kaynaklanan otonom talep artışları ile başlama olanağının giderek azaldığı 1989 sonra dönemde ise talep genişlemesinin en önemli sebeplerinden birisi yabancı kökenli sermaye girişi olmuştur. Böylece başlayan talep genişlemesi (kısa dönemli büyüme), dış ticaret dengesinden başlayarak cari işlem açıklarını artırır. Bu yeni koşullarda oluşan kısa dönemli uyum sürecini sermaye girişleri—talep genişlemesi (büyüme)—cari açık şeması ile özetlemek mümkündür

Bu çalışmada 1992-2009 arası aylık veriler kullanılarak VAR analizi çerçevesinde gelişmekte olan bir ülke Türkiye için ilgili değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisi araştırılmaktadır. Ayrıca cari işlemler hesabı ile sermaye hesabı alt kalemleri ve yine

cari işlemler hesabı ile sermaye hesabını oluşturan bazı kalemlerinin birleşiminden oluşan sıcak para ve kısa vadeli sermaye hesabı arasındaki ilişkiler de çalışmada ele alınan diğer araştırma konuları olmaktadır.

Çalışmanın temel amacı olan ve ilk olarak araştırılan cari işlemler hesabı-sermaye hesabı arasındaki ilişkiyi incelediğimizde elde edilen sonuç Türkiye için bu ilişkinin sermaye hesabından cari işlemler hesabına doğru olduğu yönündedir. Bu bulgu, gelişmekte olan ülke örneği çalışmalarının bulgularıyla örtüşmektedir. Alt kalemler yönünden bu ilişki incelendiğinde ise sermaye hesabını portföy yatırımlarının belirgin bir şekilde temsil ettiği görülmektedir. Portföy yatırımları ile cari işlemler arasında portföy yatırımlarından cari işlemler hesabına doğru bir nedensellik ilişkisi görülmektedir. Özellikle 1990'lı yıllar sermaye çekmek için yüksek faiz düşük kur politikası uygulanan ve yüksek faizli DİBS ile borçlanılan bir dönem olmuştur. Burada yoğun sermaye girişlerine bağlı olarak TL'nin değerli hale geldiği ve bu durumun da cari işlemler dengesini olumsuz yönünde etkilediği söylenebilir. Aynı ilişki diğer yatırımlar hesabı ile cari işlemler hesabı arasında görülememektedir.

Son olarak, cari işlemler hesabı ile sıcak para ve kısa vadeli sermaye hesabı arasında yapılan çalışma bulguları ise bir üst paragraftaki sonuçlarla yakından ilişkilidir. Genellikle portföy hesabı kalemlerinden oluşan sıcak para ile cari işlemler arasında anlamlı ve nedenseliğin sıcak paradan cari işlemlere doğru olduğu bir ilişki görülmektedir. Yine benzer şekilde, çoğunlukla diğer yatırımlar hesabının alt kalemlerinden oluşan kısa vadeli sermaye hesabı ile cari işlemler hesabı arasında belirgin bir nedensellik ilişkisi görülmemektedir.

Gelişmiş ülkelerde olduğu gibi derin ve kompleks bir finansal sisteme sahip olmayan Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler özellikle 1990'lı yıllar boyunca yoğun sermaye girişlerine bağlı olarak sürekli cari işlemler açıklarına sahip olmuş ve krizlerle karşılaşmışlardır. Nedenseliğin yönünün genelde sermaye hesabından cari işlemler hesabına doğru olduğu gözlenen bu ülkeler yoğun sermaye girişlerine karşın bazı tedbirler almak durumundadır. Bu ülkeler sermaye hareketi üzerindeki kısıtlamaları birden kaldırmamalı ve gerekli sermaye akışlarını çekerken ihtiyatlı önlemler almalıdır.

KAYNAKÇA

- Agenor, P. Richard, McDermott C. John and Ucer, E. Murat (1997). Fiscal Imbalances, Capital Inflows, and the Real Exchange Rate: The Case of Turkey. *IMF Working Paper*, 1.
- Alexander, S. (1952). Effects of a Devaluation on a Trade Balance. *International Monetary Fund Staff Papers*, 2:263-278.
- Alper, C. ve Öniş, Z. (2001). Finansal Küreselleşme Demokrasi Açığı ve Yükselen Piyasalarda Yaşanan Sürekli Krizler: Sermaye Hareketlerinin Liberalleşmesi Sonrası Türkiye Deneyimi. *Doğu-Batı Dergisi*, 4 (17), 203-225.
- Ardıç, H. (2004). *1994 ve 2001 Yılı Ekonomik Krizlerinin, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bilançosunda Yarattığı Hareketlerin İncelenmesi*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Muhasebe Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Babaoğlu, B. (2005). *Türkiye’de Cari İşlemler Dengesi Sürdürülebilirliği*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İstatistik Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Bacchetta, P and Wincoop, E. (2000). Capital flows to emerging markets: Liberalization, overshooting and volatility”. *University of Chicago Press*, 61-103.
- Berksoy, T. ve Saltoğlu, B. (1998), *Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri*. İstanbul Ticaret Odası Yayın No: 1998-58, İstanbul.
- Boratav, K., 2001. 2000/2001 Krizlerinde Sermaye Hareketleri. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, 16 (186), 7-17.
- Boratav, K. (2008). *Türkiye İktisat Tarihi*. 12. Baskı. Ankara: İmge Kitabevi Yayınları.
- Calvo, A. (1991), The Perils of Sterilization. *IMF Staff Papers*, Vol. 38, No. 4.

- Calvo, A., Leiderman, L. and Reinhart, M. (1993). Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors. *IMF Staff Papers*, Vol. 40, No. 1.
- Chuhan, P., Claessens, S. And Mamingi, P. (1993). Equity and Bond Flows to Asia and Latin America: The Role of Global and Country Factors. *The World Bank Policy Research Working Paper*, No. 1160.
- Celasun, M. (2001). Gelişen Ekonomilerin Dış Kaynak Kullanımı, Finansal Krizler ve Türkiye Örneği, 2001. *Doğu Batı Dergisi*, 4 (17), 161-179.
- Cihan, Ö. (2005). *Gelişmekte Olan Ülkelere ve Türkiye 'ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri*. Uzmanlık Tezi, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Banka ve Kambiyo Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Dickey, D. A. and Fuller, W. A. (1979). Distribution of the Estimator for Autoregressive Time Series with a Unit Root. *Journal of the American Statistical Association*, 74, s. 427-431.
- Dickey, D. A. and Fuller, W. A. (1981). Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with a Unit Root. *Econometrica*, 49, s. 1057-1072.
- DPT (2000). *Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Özel İhtisas Komisyon Raporu*. 8. Beş Yıllık Kalkınma Planı, DPT:2514-ÖİK:532.
- Edwards, S. (1989). *Real Exchange Rates, Devaluation and Adjustment*. The MIT Press, Cambridge.
- Eren, A. ve Süslü, B. (2001). Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye'de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi. *Yeni Türkiye Dergisi*, Sayı:41, 662-674.
- Erkılıç, S. (2006). *Türkiye 'de Cari Açığın Belirleyicileri*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İstatistik Genel Müdürlüğü, Ankara.

- Freund, C. (2000). Current Account Adjustment in Industrialized Countries. *International Finance Discussion Papers*, No. 692.
- Fry, M., Claessens, S., Burridge, P. and Blanchet M. (1995). Foreign Direct Investment, Other Capital Flows, and Current Account Deficits: What Causes What?. *The World Bank Policy Research Working Paper*, 1527.
- Glick, R. (1998). Capital Flows and Exchange Rates in the Pacific Basin. *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter*, 98-22. Erişim: 10 Ocak 2010, <http://www.frbsf.org/econsrch/wklyltr/wklyltr98/el98-22.html>.
- Goldstein, M. (1995). Coping Too Much of a Good Thing: Policy Responses for Large Capital Inflows in Developing Countries. *The World Bank Policy Research Working Paper*, No. 1507.
- Granger C.W.J.(1981). Some Properties of Time Series Data and Their Use in Econometric Model Specification.. *Journal of econometrics* 16.
- Granger, C.W.J. ve Newbold, P. (1986). *Forecasting Economic Time Series, Economic Theory, Econometrics and Mathematical Economics*, Second Edition, New York, Harcourt Brace Jovanovich.
- Guerin, S. Sarısoy (2003). The Relationship between Capital Flows and Current Account: Volatility and Causality. *Trinity College*, Dublin.
- Gujarati, D. (2001). *Temel Ekonometri* (Ü. şenesen ve G. şenesen, şev.) 2. Basım, Literatür Yayıncılık, İstanbul.
- Gürış, B. ve Kıran, B. (2007). Para Arzının ıktı Üzerine Etkileri. *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt:XXIII, Sayı:2.
- Institute of International Finance (2009). Capital Flows to Emerging Market Economies. *Washington DC*.

- İMKB Araştırma Yayınları (1994). *Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye*. No:3, İstanbul.
- İMKB Araştırma Yayınları (1995). *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye*. No:6, İstanbul.
- Işık, S., Duman, K. ve Korkmaz, A. (2004). Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizler: Bir Faktör Analizi Uygulaması. *D.E.U. İ.İ.B.F. Dergisi*, 19. cilt, 1. sayı, 45-69.
- İnandım, Ş. (2005). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- İyibozkurt, M. (1983). Döviz Kuru Sistem Tartışmaları Altında Dış Ödeme Dengemiz ve Döviz Kuru Politikamızın Değerlemesi (I). *Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt :IV, Sayı:2.
- Johnson, Harry G. (1977). The Monetary Approach To The Balance Of Payments Theory and Policy: Explanation and Policy Implications. *Economica*, Vol.44 No.175, 217-229.
- Kar, M. Ve Kara, M. Akif (2002). *Türkiye 'ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler*. Erişim: 15 Ocak 2010, <http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/TanitimKoordinasyonDb/sermaye%20hareketleri.doc>.
- Karluk, S. Rıdvan (1995). *Türkiye Ekonomisi: Tarihsel Gelişim ve Yapısal Değişim*. 2. Basım, Beta Yayınları, Eskişehir.
- Kazgan, G. (1994). *Yeni Ekonomik Düzendeki Türkiye 'nin Yeri*. 1. Basım, Altın Kitaplar Yayınevi, İstanbul.
- Kepek, Y. ve Yentürk, N. (2001). *Türkiye Ekonomisi*. 12. Basım, Remzi Kitabevi, İstanbul.

- Kibritçioğlu, A. (2001). Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001. *Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı*, 1, 174-182.
- Knight, M. and Scacciavillani, F. (1998). Current Accounts: What is Their Relevance for Economic Policymaking?. *IMF Working Paper*, 71.
- Kwiatkowski, D., Phillips, C., Schmidt, P. and Shin, Y. (1992). Testing the Null Hypothesis of Stationarity Against the Alternative of A Unit Root. *Journal of Econometrics*, 54, 159-178.
- Lütkepohl, H. (1993). *Introduction to Multiple Time Series Analysis*. Berlin, Springer – Verlag.
- Milesi-Ferretti, G. Maria and Razin, A. (1996). Current Account Sustainability. *Princeton Studies in International Finance*, No. 81.
- Moreno, R. (2000). What Explains Capital Flows?. *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter*, 2000-22. Erişim: 10 Ocak 2010, <http://www.frbsf.org/econsrch/wklyltr/2000/e12000-22.html>.
- Obstfeld, M. ve Rogoff, K. (1994). The Intertemporal Approach To The Current Account. *National Bureau of Economics Research*, Cambridge.
- Phillips, P. and Perron, P. (1988). Testing for Unit Roots in Time Series Regression. *Biometrika*, 75, 335-346.
- Rodrik, D. and Velasco, A. (1999). Short Term Capital Flows. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No. 7364. Erişim: 25 Aralık 2009, <http://papers.nber.org/papers/w7364.pdf>.
- Saleh, A. (2003). The Budget Deficit and Economic Performance: A Survey. *The University of Wollongog, Economics Working Paper Series*, WP 03–12, 1–54.

- Sevüktekin, M. ve Nargeleçekenler, M. (2007). Finansal Faktörlerin Reel Para Talebi Üzerindeki Rolü: Türkiye Örneği. *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt:10, Sayı:18, 45-61.
- Seyidoğlu, H. (2001). *Uluslararası İktisat*. 14. Baskı, Güzem Yayınları, İstanbul.
- Şahin, H. (2002). *Türkiye Ekonomisi, Tarihsel Gelişimi ve Bugünkü Durumu*. 7. Baskı, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa.
- Tarı, R. ve Bozkurt, H. (2006). Türkiye’de İstikrarsız Büyümenin VAR Modelleri İle Analizi (1991.1-2004.3). *İ.Ü. İktisat Fakültesi, Ekonometri Ve İstatistik Dergisi*, Sayı:4.
- Terzi, H. ve Oltulular, S. (2006). Yüksek Enflasyon Enflasyon Belirsizliğini Artırıyor Mu?. *İ.Ü. İktisat Fakültesi Ekonometri Ve İstatistik Dergisi*, Sayı: 3.
- The World Bank (1999). *Global Development Finance*. Washington DC.
- The World Bank (2000). *Global Development Finance*. Washington DC.
- The World Bank (2009). *Global Development Finance*. Washington DC.
- Tiryaki, S. Tolga (2002). Cari İşlemler Hesabına Çeşitli Yaklaşımlar, Sürdürülebilirlik ve Türkiye Örneği. *TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliğ*, No:8.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2001). Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı. Erişim: 16 Şubat 2010, http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/eko_program/program.pdf.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, *Ödemeler Dengesi İstatistikleri Tanım ve Türkiye Uygulaması*. Erişim: 20 Şubat 2010, http://www.tcmb.gov.tr/yayinlar/sureli_yayinlar/odemeler_dengesi_istatistikleri_ve_turkiye_uygulaması.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2005). *Para Politikası Raporu*.

- Winters, L. A. , (1991). *International Economics*. 2. Edition, Routledge.
- Wong, C.and Carranza, L. (1999). Policy Responses to External Imbalances in Emerging Market Economies: Further Empirical Results. *IMF Staff Papers*, Vol. 46, No. 2, 225-237.
- Yan, H. (2005). Causal Relationship Between the Current Account and Financial Account. *International Advances in Economic Research*, 11, 149-162.
- Yan, H. (2007). Does Capital Mobility Finance or Cause a Current Account Imbalance?. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 47, 1-25.
- Yan, H. and Yang, C. (2008). Foreign Capital Inflows and the Current Account Imbalance: Which Causality Direction?. *Journal of Economic Integration*, 23(2), 434-461.
- Yay, G. (2001). İstikrar Politikaları ve Ekonominin Sorunları: Mali Sektör. *İktisat Dergisi*, Sayı: 410-411, 33-59.
- Yeldan, E. (2002). *Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler*. Erişim: 28 Aralık 2009, <http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Praksis-2002.pdf>.
- Yeldan, E. (2008). *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi*. 13. Baskı, İletişim Yayınları, İstanbul.