

TC.  
AFYON KOCATEPE ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANA BİLİM DALI  
YÜKSEK LİSANS TEZİ

**TÜRKİYE’NİN CARİ AÇIKLARI ÇERÇEVESİNDE  
SERMAYE HAREKETLERİNİN ANALİZİ**

**Hazırlayan**  
**Sabriye BOZOK**

**Danışman**  
**Prof. Dr. İsmail AYDOĞUŞ**

**AFYONKARAHİSAR 2008**

### **YEMİN METNİ**

Yüksek Lisans/Doktora tezi olarak sunduğum “Türkiye’nin Cari Açıkları Çerçevesinde Sermaye Hareketlerinin Analizi” adlı çalışmanın tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin Kaynakça’da gösterilen eserlerden olduğunu, bunlara atıf yaparak yararlanmış olduğumu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

29.07.2008  
Sabriye BOZOK

## TEZ JÜRİSİ VE ENSTİTÜ MÜDÜRLÜĞÜ ONAYI

### JÜRİ ÜYELERİ

### İMZA

<u>Tez Danışmanı</u>	: Prof.Dr. İsmail AYDOĞUŞ	.....
<u>Jüri Üyeleri</u>	: Doç.Dr. Mehmet ERKAN	.....
	Yrd.Doç.Dr. Harun ÖZTÜRKLER	.....

İktisat anabilim dalı yüksek lisans/doktora/sanatta yeterlilik öğrencisi Sabriye Bozok'nin Türkiye'nin Cari Açıkları Çerçevesinde Sermaye Hareketlerinin Analizi başlıklı tezini değerlendirmek üzere 29.07.08 Salı günü, saat:14:30'da Lisansüstü Eğitim ve Öğretim Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca değerlendirilerek kabul edilmiştir.

Doç Dr. Mehmet KARAKAŞ

MÜDÜR

## YÜKSEK LİSANS TEZ ÖZETİ

### TÜRKİYE’NİN CARİ AÇIKLARI ÇERÇEVESİNDE SERMAYE HAREKETLERİNİN ANALİZİ

**Sabriye BOZOK**

**AFYON KOCATEPE ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**Temmuz 2008**

**TEZ DANIŞMANI: Prof Dr. İsmail AYDOĞUŞ**

Bu çalışmada Türkiye’de cari işlemler hesabı ve sermaye hareketleri arasındaki ilişki incelenmiştir. Bu ilişkiyi test etmek için VAR analizi uygulanmış ve bu analizin sonuçları yorumlanmıştır. Ekonometrik çalışmadan elde edilen bulgulara göre, Türkiye ekonomisinde 1992-2007 döneminde ekonomik büyüme, cari işlemler açığı, bankalar arası para piyasası faiz oranı ile LIBOR arasındaki fark olarak tanımlanan faiz farkı, reel döviz kuru, kısa vadeli sermaye hareketleri, portföy yatırımları, doğrudan yatırımlar değişkenleri ile gerçekleştirilen VAR modelinde cari işlemler açığının arttığı dönemlerde sermaye hareketlerinin artma eğilimi gösterdiği gözlenmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Cari işlemler hesabı, cari açık, sermaye hareketleri

## **ABSTRACT**

# **THE ANALYSIS OF CAPITAL MOVEMENTS IN THE FRAMEWORK OF CURRENT ACCOUNT DEFICIT IN TURKEY (AFYONKARAHİSAR SAMPLE)**

**Sabriye BOZOK**

**AFYON KOCATEPE UNIVERSITY, THE INSTITUTE OF SOCIAL  
SCIENCES DEPARTMENT of ECONOMY**

**July 2008**

**Advisor: Prof Dr. İsmail AYDOĞUŞ**

In this study, the relationship between the current account and the capital movements in Turkey has been dealt with. In order to test this relationship, the VAR modelling method have been used and the results of this analysis have been explained. According to findings of this econometric study, it is observed in Turkey's economy that from 1992 to 2007 economic growth, current account deficit, interest rate difference which is described as the difference between the interest rate of interbank market and LIBOR, real exchange rate, short term capital flows, portfolio investment, direct investment and in executed VAR model during increasing current account deficit capital flows show a rising tendency.

**Key Words:** Current account, current account deficit, capital movements

## İÇİNDEKİLER

Sayfa

YEMİN METNİ .....	ii
TEZ JÜRİSİ VE ENSTİTÜ MÜDÜRLÜĞÜ ONAYI .....	iii
YÜKSEK LİSANS TEZ ÖZETİ.....	iv
ABSTRACT .....	v
İÇİNDEKİLER .....	vi
TABLolar DİZİNİ .....	x
KISALTMALAR DİZİNİ .....	xii
GİRİŞ .....	1

### BİRİNCİ BÖLÜM

#### CARİ İŞLEMLER HESABI VE SERMAYE HAREKETLERİ

##### TANIM VE KAPSAMI

1. ÖDEMELER DENGESİ TANIM VE KAVRAMLARI.....	5
2. CARİ İŞLEMLER HESABI TANIMI VE KAPSAMI.....	7
2.1.MAL VE HİZMETLER.....	7
2.1.1. Mal Ticareti (Görünür Ticaret).....	7
2.1.2. Hizmet Ticareti (Görünmez Ticaret) .....	8
2.2. GELİRLER .....	8
2.3. TEK YANLI (KARŞILIKSIZ) TRANSFERLER .....	8
2.4. CARİ İŞLEMLER HESABI DENGESİ.....	9
2.5. CARİ İŞLEMLER HESABINA YÖNELİK TEORİK YAKLAŞIMLAR. 13	
2.5.1. Esneklikler Yaklaşımı.....	13
2.5.2. Toplam Harcama (Massetme) Yaklaşımı .....	18

2.5.3. Mundell - Fleming Modeli .....	20
2.5.4. Tüketimin Dönemler Arası Yaklaşımı .....	21
2.6. CARİ İŞLEMLER AÇIĞININ SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER .....	25
2.6.1. Yatırım / Tasarruf Oranı .....	25
2.6.2. Ekonomik Büyüme .....	26
2.6.3. Döviz Kuru Rejimi .....	27
2.6.4. Mevcut Politika Uygulayıcılarının Kredibilitesi .....	28
2.6.5. Mevcut Politikaların Sürdürülebilirliği .....	28
2.6.6. Ülkenin Dışa Açıklığı .....	29
2.6.7. Sermaye Hareketlerinin Yapısı .....	29
2.6.8. Cari İşlemler Açığının Hacmi .....	30
<b>3. SERMAYE VE FİNANS HESABI TANIMI VE KAPSAMI .....</b>	<b>30</b>
3.1. SERMAYE HESABI .....	31
3.2. FİNANS HESAPLARI .....	31
3.2.1. Doğrudan Yatırımlar .....	32
3.2.2. Portföy Yatırımları .....	32
3.2.3. Finansal Türevler .....	33
3.2.4. Diğer Yatırımlar .....	34
3.2.5. Rezerv Varlıklar .....	34
3.2.6. Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri .....	34
3.2.7. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri .....	35
3.3. SERMAYE HAREKETLERİNİN ETKİLERİ .....	36
3.3.1. Döviz Kuru Üzerindeki Etkiler .....	36
3.3.2. Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkiler .....	37

3.3.3. Ekonomik İstikrar Üzerindeki Etkiler.....	38
3.3.4. Cari işlemler Dengesi Üzerindeki Etkisi .....	39
3.3.5. Ekonomik Bekleyişler Üzerinde Etkiler .....	40
3.3.6. Kurumsal Etkiler .....	41
3.3.7. Dış Ticareti Serbestleştirici Politikalara Etkisi.....	41
3.3.8. Mikro- Ekonomik Etkenler.....	42

## İKİNCİ BÖLÜM

### TÜRKİYE'DE CARİ İŞLEMLER HESABI VE SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ

<b>1. TÜRKİYE'DE 1980 ÖNCESİ VE 1980 – 1993 DÖNEMİ CARİ İŞLEMLER HESABI VE SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ.....</b>	<b>43</b>
1.1. TÜRKİYE'DE 1980 ÖNCESİ GENEL EKONOMİK DURUM .....	44
1.2. TÜRKİYE'DE 1980–1993 DÖNEMİ CARİ İŞLEMLER HESABINDAKİ GELİŞMELER.....	46
1.3. TÜRKİYE'DE 1980 – 1993 DÖNEMİ SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ .....	54
1.4. TÜRKİYE'DE 1980–1993 DÖNEMİ CARİ İŞLEMLER HESABI AÇIĞI FİNANSMANINDA SERMAYE HAREKETLERİNİN ROLÜ .....	58
<b>2. TÜRKİYE' DE 1994 KRİZ DÖNEMİ CARİ İŞLEMLER HESABI VE SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ.....</b>	<b>61</b>
<b>3. TÜRKİYE'DE 1995-1999 DÖNEMİ CARİ İŞLEMLER HESABI VE SERMAYE HAREKETLERİ GELİŞİMİ .....</b>	<b>66</b>
3.1. TÜRKİYE'DE 1995-1999 DÖNEMİ CARİ İŞLEMLER HESABINDAKİ GELİŞMELER.....	66
3.2.TÜRKİYE'DE 1995 – 1999 DÖNEMİ SERMAYE HAREKETLERİNDEKİ GELİŞMELER.....	70



3.3. TÜRKİYE’DE 1995- 1999 DÖNEMİ CARİ İŞLEMLER HESABI AÇIĞI FİNANSMANINDA SERMAYE HAREKETLERİNİN ROLÜ .....	73
<b>4. TÜRKİYE’DE 2000 VE 2001 KRİZ DÖNEMİ CARİ İŞLEMLER HESABI VE SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ.....</b>	<b>75</b>
<b>5. TÜRKİYE’DE 2001 KRİZ SONRASI DÖNEM CARİ İŞLEMLER HESABI VE SERMAYE HAREKETLERİ GELİŞİMİ.....</b>	<b>80</b>
5.1. TÜRKİYE’DE 2001 KRİZ SONRASI DÖNEM CARİ İŞLEMLER HESABINDAKİ GELİŞMELER .....	81
5.2. TÜRKİYE’DE 2001 KRİZ SONRASI DÖNEM SERMAYE HAREKETLERİNDEKİ GELİŞMELER.....	86
5.3. TÜRKİYE’DE 2001 KRİZ SONRASI DÖNEM CARİ İŞLEMLER HESABI FİNANSMANINDA SERMAYE HAREKETLERİNİN ROLÜ.....	89

### ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

#### CARİ İŞLEMLER HESABI VE SERMAYE HAREKETLERİ ARASINDAKİ İLŞKİ ANALİZİ; 1992-2007 TÜRKİYE UYGULAMASI

<b>1. UYGULAMANIN AMACI .....</b>	<b>93</b>
<b>2. UYGULAMADA İZLENEN YÖNTEM.....</b>	<b>93</b>
2.1. GENİŞLETİLMİŞ DICKEY FULLER BİRİM KÖK TESTİ .....	93
2.2. VEKTÖR OTOREGRESİF MODEL (VAR).....	97
<b>3. UYGULAMA AŞAMASI .....</b>	<b>100</b>
3.1. VERİ SETİ.....	100
3.2.ARAŞTIRMA BULGULARI .....	101
<b>SONUÇ.....</b>	<b>112</b>
<b>KAYNAKÇA .....</b>	<b>114</b>
<b>EKLER.....</b>	<b>125</b>

## TABLolar DİZİNİ

### Sayfa

Tablo 1. Cari İşlemler Hesabı Ana Kalemlerindeki Gelişmeler (1980-1983, Milyon Dolar).....	47
Tablo 2 . Cari İşlemler Hesabı Ana Kalemlerindeki Gelişmeler (1984-1993, Milyon Dolar).....	48
Tablo 3. Dış Ticaret Açığı/ GSMH, Cari İşlemler Hesabı/GSMH, Reel Döviz Kuru Endeksi (1984-1993) .....	52
Tablo 4. Sermaye Hareketleri Ana Kalemlerindeki Gelişmeler (1980-1983, Milyon Dolar).....	54
Tablo 5. Sermaye Hareketleri Ana Kalemlerindeki Gelişmeler (1984-1993, Milyon Dolar).....	55
Tablo 6. Cari İşlemler Hesabı Finansman Kalemleri (1984-1993, Milyon Dolar).....	58
Tablo 7. Cari İşlemler Hesabı Finansman Kalemleri (1994, Milyon Dolar).....	63
Tablo 8. Cari İşlemler Hesabındaki Gelişmeler (1995-2000;Milyon Dolar).....	67
Tablo 9. Dış Ticaret Açığı/ GSMH, Cari İşlemler Hesabı/ GSMH, Reel Döviz kuru Endeksi (1995-2000).....	70
Tablo 10. Sermaye Hareketleri Ana Kalemlerindeki Gelişmeler (1995-1999; Milyon Dolar).....	71
Tablo 11. Cari İşlemler Hesabı Finansman Kalemleri (1995-1999, Milyon Dolar).....	73
Tablo 12. Cari İşlemler Hesabındaki Gelişmeler (1999-2001; Milyon Dolar).....	76

Tablo 13. Dış Ticaret Açığı/GSMH, Cari İşlemler Hesabı/GSMH, Reel Döviz Kuru Endeksi(1999-2001).....	77
Tablo 14. Kriz Öncesi Dönemde ve Kriz Döneminde Sermaye Hareketleri ve Cari İşlemler Hesabı (Milyon Dolar).....	78
Tablo 15. Cari İşlemler Hesabındaki Gelişmeler (2002-2007, Milyon Dolar) .....	81
Tablo 16. Dış Ticaret Açığı/GSMH, Cari İşlemler Hesabı/GSMH, Reel Döviz Kuru Endeksi (2001-2006).....	85
Tablo 17. Sermaye Hareketleri Ana Kalemlerindeki Gelişmeler (2001-2007;Milyon Dolar).....	86
Tablo 18. Cari İşlemler Hesabı Finansman Kalemleri (2002-2007, Milyon Dolar).....	89
Tablo 19. ADF Birim Kök Testi Sonuçları.....	101
Tablo 20. Etki – Tepki Fonksiyonu Sonuçları (12 Çeyrek Yıl).....	103

## KISALTMALAR DİZİNİ

AGÜ	: Azgelişmiş Ülkeler
T.C.	: Türkiye Cumhuriyeti
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
IMF	: Uluslar arası Para Fonu
OPEC	: Petrol Üreten ve İhrac Eden Ülkeler Teşkilatı
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
LB	: Londra Bankalararası Para Piyasası Faiz Oranı
LIBOR	: Londra Bankalararası Para Piyasası Faiz Oranı
BPPF	: Bankalararası Para Piyasası Faiz Oranı
CA	: Cari İşlemler Açığı
RDK	: Reel Döviz Kuru
KVSH	: Kısa Vadeli Sermaye Hareketi
PY	: Portföy Yatırımları
DY	: Doğrudan Yatırımlar
EVDS	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
ATO	: Ankara Ticaret Odası
TL	: Türk Lirası
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
CID	: Cari İşlemler Dengesi
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla

## GİRİŞ

1970’li yıllardan günümüze kadar gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler cari işlemler dengesizlikleri yaşamaktadır. Ülkelerde bu dengesizlikler finanse edildiği sürece sorun yaratmayacağı görüşü hakim olmaktadır. Ödemeler bilançosuna göre cari işlemler hesabı açık verirken, sermaye hareketlerinde fazla verilerek cari işlemler açığı finanse edilmektedir.

Cari işlemler hesabı; yurtiçindeki yerleşiklerle yurtdışında yerleşik ekonomik birimler arasındaki mal, hizmet ve mülkiyet faaliyetleri sonucu gerçekleşen işlemleri içermektedir. Yurtiçi yerleşiklerin tasarruf açıkları veya diğer bir ifadeyle yurtiçi yerleşiklerin gelir düzeylerinden daha fazla harcama yapmaları yurtdışından finansman sağlama ihtiyacını ortaya çıkarmaktadır. Bu finansman sermaye ve finans hesabında takip edilmektedir.

Cari işlemler dengesi bir ülkenin mal ithalatı ile mal ihracatı ve hizmet ithalatı ile hizmet ihracatı arasındaki fark olan net ihracat olarak ifade edilmektedir. İhracat ile ithalat arasındaki fark, milli gelir ve yerleşiklerin toplam harcamaları arasındaki farka eşit olmaktadır. Bir ülkede toplam mal ihracatının toplam mal ithalatını aşması sonucunda ise dış ticaret fazlası oluşmakta, toplam mal ithalatının toplam mal ihracatını aşması sonucunda dış ticaret açığı oluşmaktadır. Dış ticaret açığının oluşması sonucunda cari işlemler açığı oluşmaktadır. Cari işlemler açığının bulunması durumunda ithalatın azaltılması ve/veya ihracatın artırılması ya da ülkeye sermaye girişinin sağlanması gerekmektedir. Diğer taraftan cari işlemler dengesi tasarruflar ve yatırımlar arasındaki fark olarak ifade edilmektedir. Dolayısıyla cari işlemler açığı veren bir ülkede tasarruf açığı bulunmaktadır. Ülke bu tasarruf açığını yurtdışı tasarruflarını ithal ederek gidermektedir. Bunun sonucunda tasarruf açığı yurtiçindeki faizleri arttırmakta, yurtdışından yurtiçine sermaye girişi gerçekleşerek sermaye hesabı fazla vermektedir. Bu durum yurtdışına borçların artması anlamına gelmektedir. Cari işlemler hesabının fazla verdiği durumlarda ise bu fazlalık sermaye hesabında kullanılarak yurtdışına sermaye çıkışına sebep

olmaktadır. Bu durum ise yurtdışından alacakların artması anlamına gelmektedir. Sonuç olarak net yabancı değerler cari işlemler dengesine eşit olmaktadır.

Cari işlemler hesabı dengesizliklerinin giderilebilmesi amacıyla cari işlemler dengesine yönelik teorik yaklaşımlar geliştirilmiştir. Bu yaklaşımlar esneklikler yaklaşımı, toplam harcama (Massetme) yaklaşımı, Mundell-Fleming modeli, tüketimin dönemlerarası yaklaşımı olarak açıklanabilmektedir. İkinci dünya savaşının hemen sonrasındaki dönemde ortaya çıkan esneklikler yaklaşımında; devalüasyonların ülkenin dış ticaret ve cari işlemler hesabını ne ölçüde iyileştirebileceği sorgulanmaktadır. Bu yaklaşım cari işlemler dengesini ihracat ile ithalat arasındaki fark olarak ifade etmektedir. İhracat miktarının; yabancı kullanılabilir gelir, reel döviz kuru, ithalat miktarının ise; ulusal kullanılabilir gelir, reel döviz kuru tarafından belirlendiğini varsaymaktadır. Bu yaklaşım cari işlemler dengesizliğinin ulusal paranın değerinde ortaya çıkacak değişiklikler giderilebileceğini ileri sürmektedir. Esneklikler yaklaşımı döviz kuru değişmelerinin yalnızca ilk etkilerini dikkate alması ve gelir etkilerini dikkate almaması nedeniyle eleştirilmiştir. Massetme yaklaşımı bu eksikliği gidermek amacıyla geliştirilmiştir. Bu yaklaşım devalüasyonun cari işlemler hesabını olumlu yönde etkilemesi için üretim düzeyinin artması ve/veya toplam harcama düzeyinin azalması gerektiği sonucuna ulaşmıştır. Özellikle reel gelirin arttırılmasının mümkün olmadığı tam istihdam koşullarında devalüasyonun daraltıcı para ve maliye politikaları ile desteklenmesinin gerekli olduğunu savunmaktadır. İkinci dünya savaşı sonrasında klasik görüşlerin açıklayamadığı ekonomik gelişmeleri açıklamaya yönelik geliştirilen diğer model ise Mundell- Fleming Modeli'dir. Bu model Keynesyen gelir-harcama modelinin bir uzantısı olmaktadır. Bu modele göre reel döviz kurunun sabit olduğu durumda, yurtiçi milli gelir artışı cari işlemler açığına sebep olmaktadır. Ayrıca yurtiçi faiz oranlarının dünya faiz oranlarına göre yükseltilmesiyle, net sermaye hareketi artışı sağlanarak cari işlemler açığı finanse edilebilmektedir. 1973–1974 ve 1979–1980 petrol fiyat artışlarını izleyen cari işlemler hesabı dengesizliklerinden dolayı dünya sermaye piyasalarında yaşanan olayların gerçekleşmesiyle tüketimin dönemlerarası yaklaşımı modeli geliştirilmiştir. Bu modele göre rasyonel tüketiciler, bugün daha fazla tasarruf yaparak daha az tüketmek isterlerse gelecekte daha fazla tüketim yapabilmektedirler. Dolayısıyla yaklaşım,

tüketimi sadece şimdiki gelirine göre değil, gelecekte elde edeceği gelire göre belirlemektedir. Bu yaklaşıma göre ülke diğer ülkelere karşı borçlu durumda ise; dünya faiz oranının uzun dönem beklenen değerinden sapsması durumunda ülkenin cari işlemler dengesi bozulacaktır. Üretim düzeyi uzun dönem beklenen değerinden yüksek ise, tüketimin dönemler arasında ikame edilmesi dolayısıyla cari işlemler hesabı iyileşecektir. Hükümet harcamaları uzun dönem beklenen değerinden yüksek ya da yatırımlar uzun dönem beklenen değerinden yüksek ise daha yüksek cari işlemler açığı ortaya çıkacaktır.

Cari işlemler hesabına yönelik teorik yaklaşımlardan yola çıkarak cari işlemler hesabı ve sermaye hareketleri arasındaki ilişki konusunda iki görüş hakim olmaktadır. Bunlardan ilk görüş sermaye hareketlerinin serbest olduğu ülkelerde sermaye hareketleri ile cari işlemler arasında birebir ilişki bulunmamasıdır. Cari işlemler hesabının fazla verdiği dönemlerde ülkede yüksek faizlerin olması durumunda ülkeye sermaye girişi gerçekleşmektedir. Bu durumda sermaye hareketleri fazla vermektedir. İkinci görüş ise cari işlemler hesabı açığı veren bir ülkede sermaye hareketlerinin fazla verebilmesidir. Bu durumda cari işlemler açığı veren bir ülkede tasarruf açığı bulunmaktadır. Bu tasarruf açığı ulusal kaynaklarla giderilemediği sürece faizler artmaktadır. Faizlerin artması, sermaye girişlerini özendirerek sermaye hareketlerinin fazla vermesine neden olmaktadır.

Bu iki görüşten yola çıkarak bu çalışmada Türkiye’de cari işlemler hesabı ve sermaye hareketleri arasındaki ilişki açıklanmaya çalışılmaktadır. Çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın birinci bölümünde Türkiye’de ödemeler bilançosu ana hesap grupları olan cari işlemler hesabı ve sermaye hareketleri kalemleri incelenmeye çalışılmaktadır. İkinci bölümde Türkiye’de cari işlemler hesabının ve sermaye hareketlerinin 1980 öncesi ve 1980-1993 Dönemi, 1994 Kriz Dönemi, 1995-1999 Dönemi, 2000-2001 Kriz Dönemi, 2001 Kriz Sonrası Dönem olarak yıllar itibariyle gelişimi incelenmektedir. Üçüncü bölümde ise Türkiye’de cari işlemler hesabında oluşan bir olumsuzlukta sermaye hareketlerinin durumunu araştırmak amacıyla VAR analizi uygulanmakta ve bu analizin sonuçları yorumlanmaktadır. Türkiye ekonomisinde 1992-2007 döneminde ekonomik büyüme, cari işlemler açığı, bankalararası para piyasası faiz oranı ve LIBOR arasındaki fark olarak tanımlanan faiz farkı, reel döviz kuru, kısa vadeli sermaye hareketleri, portföy

yatırımları, doğrudan yatırımlar değişkenleri ile VAR modeli kullanılarak cari işlemler açığı ve sermaye hareketleri arasındaki ilişki analiz edilmektedir.



## **BİRİNCİ BÖLÜM**

### **CARİ İŞLEMLER HESABI VE SERMAYE HAREKETLERİ**

#### **TANIM VE KAPSAMI**

Bu bölümde Türkiye’de cari işlemler hesabı ve sermaye hareketleri arasındaki ilişkiyi analiz etmemize yardımcı olması amacıyla ödemeler bilançosu ana hesap grupları olan cari işlemler hesabı ve sermaye hareketleri kalemleri incelenmeye çalışılacaktır. Ödemeler bilançosu dengesi kavramı, ödemeler bilançosu ana hesap grupları kısaca açıklanmaya çalışılarak cari işlemler hesabı ve sermaye hareketleri teorik olarak ortaya konulmaya çalışılacaktır.

#### **1. ÖDEMELER DENGESİ TANIM VE KAVRAMLARI**

Türkiye’de ödemeler dengesi tablosunun derlenerek aylık olarak yayınlanması TC. Merkez Bankası tarafından gerçekleştirilmektedir. Ödemeler dengesi tablosu analitik ve ayrıntılı ödemeler dengesi tablosu olarak hazırlanmaktadır. Analitik ödemeler dengesi tablosu cari işlemler hesabı ve sermaye hareketleri kalemlerini brüt bazda ifade etmektedir. Ayrıntılı tablo ise bu kalemleri net bazda ifade etmektedir (Eğilmez ve Kumcu, 2004:249). T.C Merkez Bankası tarafından ifade edilen en geniş tanımıyla; (TCMB, 2007:1)

“Ödemeler dengesi bir ekonomide yerleşik kişilerin (merkezi hükümet, parasal otorite, bankalar, gerçek ve tüzel kişiler), diğer ekonomilerde yerleşik kişiler (yurtdışında yerleşikler) ile belli bir dönem içinde yapmış oldukları ekonomik işlemlerin sistematik kayıtlarını elde etmek üzere hazırlanan istatistikî bir rapordur.”

Ödemeler dengesi tanımında bulunan ekonomik işlemler kavramı; mal, hizmet, gelir ile ilgili işlemleri, finansal varlık ve yükümlülükle ilgili işlemleri ve bir ekonomideki yerleşiklerden diğer ekonomideki yerleşiklere karşılıksız olarak reel ya da finansal varlıkların transferlerini ifade etmektedir. Ekonomi kavramı ise, bir hükümet tarafından idare edilen coğrafi bölgeyi, yerleşiklik kavramı ise bir ekonomide bir yıldan daha fazla süre devamlı ve düzenli olarak ikamet eden, o ekonomide faaliyette bulunan kurum ve kişileri ifade etmektedir.

Ödemeler dengesinde ilke her bir ekonomik işlemin eşit değerde iki ayrı kaleme iki kayıt ile çift kayıt muhasebe sistemine uygun olarak kaydedilmesidir. Bu sisteme göre her bir ekonomik işlemin bir alacak bir de borç olmak üzere kaydı yapılmaktadır. Ödemeler dengesinin borç kalemleri kayıtları ülke dışına ödemelerin kaydını ifade ederken, alacak kalemleri kayıtları ülkeye giren ödemelerin kaydını ifade etmektedir (Appleyard ve Field,1992: 470). Dolayısıyla borç kalemi işlemleri bir ülkeden döviz çıkışı sağlarken, alacak kalemleri işlemleri bir ülkeye döviz girişi sağlamaktadır. TC. Merkez Bankası ödemeler dengesini; cari işlemler hesabı, sermaye ve finans hesabı, net hata ve noksan hesabı olarak sınıflandırmaktadır.

Cari işlemler hesabı; yurtiçindeki yerleşik ekonomik birimler ve yurtdışında yerleşik ekonomik birimler arasındaki mal, hizmet ve mülkiyet faaliyetleri sonucu gerçekleşen işlemleri içermektedir. Bu hesaba kaydedilen işlemler mal ve hizmetler, gelirler ve karşılıksız (tek-yanlı) transferler olarak ifade edilmektedir (TCMB, 2007:4).

Sermaye ve finans hesabı özel sektör ve kamu sektörü tarafından gerçekleştirilen sermaye ithali ve ihracından oluşmaktadır. Sermaye hesabı; sermaye transferleri ve finansal olmayan varlıklardan oluşurken, finans hesapları; doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, finansal türevler, diğer yatırımlar ve rezerv varlıklardan oluşmaktadır (TCMB, 2007:6). Uygulamada finans hesapları sermaye hesabı olarak adlandırılmaktadır.

Ödemeler dengesi tablosuna göre cari işlemler hesabı açık verirken, sermaye hareketlerinde fazla verilerek cari işlemler açığı finanse etmektedir. Cari işlemler açığından daha fazla borçlanma uluslararası döviz rezervlerini arttırırken, daha az borçlanma uluslararası rezervleri azaltmaktadır.

Bir tür bilanço özelliği taşıyan ödemeler dengesinin borç ve alacak kısımlarının genel muhasebe anlamında birbirine eşit olması gerekeceğinden, eksik kalan kısma net hata noksan adını taşıyan bir hesap eklenmektedir (Aklin, 1978:17).

## **2. CARİ İŞLEMLER HESABI TANIMI VE KAPSAMI**

Cari işlemler hesabı bir ülkedeki üretim ve istihdamdaki değışmeyi yansıtmaları ve uluslar arası ekonomik işlemlerin kaydedilmesi dolayısıyla ödemeler dengesinin en önemli hesaplarından. Cari işlemler hesabı yurtiçinde yerleşik ekonomik birimler ve yurtdışında yerleşik ekonomik birimler arasındaki mal, hizmet ve mülkiyeti el değıştirmek şartıyla para hareketlerini göstermektedir (Eğilmez ve Kumcu, 2004:241).

Bir ülkenin ithal ve ihrac ettiğı mal ve hizmetler bu hesaba kaydedilir. İhracat alacaklı, ithalat ise borçlu işlemdir. Cari işlemler dengesi bir ülkenin mal ithalatı ile mal ihracatı ve hizmet ithalatı ile hizmet ihracatı arasındaki fark olan net ihracat olarak ifade edilmektedir (Krugman ve Obstfeld, 2000:317). Diğer taraftan cari işlemler hesabı bir ülkenin ihracat ve ithalatı arasındaki farka net faktör gelirinin eklenmesiyle oluşmaktadır (Obstfeld ve Rogoff, 1994:3-4 ).

Cari işlemler hesabına kaydedilen işlemler; mal ve hizmetler, gelirler ve karşılıksız (tek-yanlı) transferler olarak üç ana alt hesaba ayrılmaktadır.

### **2.1.MAL VE HİZMETLER**

#### **2.1.1. Mal Ticareti (Görünür Ticaret)**

Mal ticareti bir ülkenin mal ihracatı ve mal ithalatını kapsamaktadır. Mal ihracatı ülkeye döviz girişini sağlayan bir işlem olduğundan, ödemeler dengesinin alacaklı kısmına kaydedilmektedir. Mal ithalatı ise ülkeden döviz çıkışını sağlayan bir işlem olduğundan, ödemeler dengesinin borçlu kısmına kaydedilmektedir.

Bir ülkede bir yılda gerçekleştirilen toplam mal ihracatı ile toplam mal ithalatı arasındaki farka dış ticaret bilânçosu adı verilmektedir. Dış ticaret bilânçosu ekonominin rekabet gücünün bir göstergesidir. Bir ülkede toplam mal ihracatının toplam mal ithalatını aşması sonucunda ise dış ticaret fazlası oluşurken, toplam mal ithalatının toplam mal ihracatını aşması sonucunda dış ticaret açığı oluşmaktadır.

### **2.1.2. Hizmet Ticareti (Görünmez Ticaret)**

Hizmet ticareti bir ülkenin hizmet ihracı ve hizmet ithalini kapsamaktadır. Bir ülkenin yıllık toplam hizmet ihracı yani hizmet kalemleri geliri ve hizmet ithali yani hizmet kalemleri giderleri arasındaki farka hizmetler (görünmez işlemler) bilânçosu adı verilmektedir. Uluslararası hizmetler kapsamında dış turizm, yurtdışı işçi gelir ve giderleri, uluslararası ulaştırma ve transit ticaret, uluslararası bankacılık ve sigortacılık, lisans bedelleri, kiralama komisyonları gibi yurtdışı diğer özel hizmetler ve yurtdışındaki ülke temsilciliklerinin ücret ve maaşları gibi yurtdışı diğer hükümet hizmetleri yer almaktadır (Seyidoğlu, 2003:402).

### **2.2. GELİRLER**

Cari işlemler hesabının ikinci alt kalemi gelirler kalemidir. TC Merkez Bankası gelirler kalemini doğrudan yatırım, portföy yatırımları ve diğer yatırımlardan elde edilen gelir ve giderler olarak sınıflandırmaktadır. Doğrudan yatırımlar hisse gelirleri, kar payları, yabancı sermaye yatırımlarının kazançları, sermaye kazançları ve şirketlerarası diğer yatırımlardan oluşan gelir ve giderleri kapsamaktadır. Portföy yatırımları ise hisse senedi gelirleri, tahvil ve benzeri borç enstrümanlarının gelir ve giderleri olan faiz gelir ve giderlerini kapsamaktadır (TCMB, 2007:5). Diğer yatırımlar alt kaleminde ise Hazine ve Merkez Bankası'nın dış kaynak sağlama ve dış borç ödeme faaliyetlerinin özeti ile özel kesimin faaliyet özeti yer almaktadır (Gürses, 2007:1). Dolayısıyla diğer borçlanma ile ilgili gelir ve giderleri (faiz) kapsamaktadır.

### **2.3. TEK YANLI (KARŞILIKSIZ) TRANSFERLER**

Tek yanlı transferler ülkeler arasında bağış ve hibe şeklinde yapılan işlemlerdir. Karşılığında hiçbir ödemede bulunmak gerekmemektedir. Bağışta bulunanın kişiliğine göre resmi ya da özel nitelikte olmaktadır. Bu hesapta işçi gelir ve giderleri yani net işçi gelirleri ve göçmen transferleri özel karşılıksız transferler kalemi altında incelenirken, devletin yurtdışında çalıştırdığı kişilere ödediği maaşlar ve yabancı devletlerin Türkiye'de çalıştırdığı kişilere ödediği ücretler resmi karşılıksız transferler kalemi altında incelenmektedir (Eğilmez ve Kumcu, 2004:

245). Bu hesap bağıta bulunan ülke açısından borç işlemi niteliğindedir. Bu işlemler karşılıksız transferler hesabının borçlu kısmına kaydedilmektedir. Bağış mal şeklinde yapılmışsa mal hesabına bir alacak kaydı, bağış para şeklinde yapılmışsa sermaye ya da resmi rezervler hesabına denkleştirici bir alacak kaydı yapılmaktadır (Seyidoğlu, 2003:402).

#### 2.4. CARİ İŞLEMLER HESABI DENGESİ

Cari işlemler hesabı uluslar arası mal ve hizmet ticareti, faktör ödemeleri ve karşılıksız transferler toplamından oluşmaktadır. Bu ifadeyi cebirsel olarak aşağıdaki şekilde gösterebiliriz (Aydoğuş ve Öztürkler, 2006:14).

$$CA = (X - M) + IS + TR \quad (1)$$

Bu denklemde;  $X$  ; mal ihracatı yani toplam harcama akımına bir katılımı,  $M$  ; mal ithalatı yani toplam harcama akımından bir sızıntıyı,  $IS$  ; net uluslararası hizmet gelirlerini,  $X - M$  ; dış ticaret bilânçosunu,  $TR$  ; karşılıksız transferler bilânçosunu ifade etmektedir.

Cari işlemler hesabına kaydedilen borçlu ve alacaklı işlemlerin bakiyesine cari işlemler bilânçosu adı verilmektedir. Cari işlemler bilançosundaki alacaklı ve borçlu işlem toplamının birbirine eşit olmaması durumunda cari işlemler bilançosunda açık ya da fazla meydana gelmektedir. Cari işlemler bilânçosundaki alacaklı işlem toplamı borçlu işlem toplamından büyük ise cari işlemler hesabında fazla oluşmakta, tersi durumda ise cari işlemler hesabında açık oluşmaktadır. Bir ülke cari işlemler fazlası veriyorsa bu ülke borç veren konumunda, cari işlemler açığı veriyorsa bu ülke borçlanan konumunda olmaktadır (Obstfeld ve Rogolf, 1996:3).

Cari işlemler hesabının, cari yıldaki dış ticaret bilânçosu, hizmetler bilânçosu ve karşılıksız transferler bilânçolarını kapsaması dolayısıyla açık ekonomilerde milli gelir oluşumunda cari işlemler bilânçosu önemli bir yer tutmaktadır. Açık bir ekonomide milli gelir hesaplarında üç önemli nokta bulunmaktadır. Bunlardan ilki milli gelir kavramının açık ekonomide tanımlanması ile ilgili, ikincisi gayri safi milli hasıla ve gayri safi yurtiçi hasıla ayrımının yapılması ile ilgili, üçüncüsü ise sektörel dengelerle ilgili olmaktadır (Dornbush, 1980:19). Açık ekonomilerde milli gelir kavramını cebirsel olarak aşağıdaki şekilde gösterebiliriz;

$$Y = C + I + G + (X - M) \quad (2)$$

Bu denklemde  $X$  ; ihracatı,  $M$  ;ithalatı,  $X - M = CA$  ; net ihracat ya da cari işlemler dengesini ifade etmektedir. Net ihracat yurtiçinde üretilmiş mallara yabancıların yapmış olduğu harcamalarla, yurtiçi harcamaların yabancı mallara yönelik kısmının farkı olarak ifade edilebilmektedir (Krugman ve Obstfeld, 2000:305). Net ihracat dar anlamda dış ticareti, geniş anlamda cari işlemler dengesini ifade etmektedir. Bu ifadeye göre toplam ihracatın toplam ithalattan büyük olması ekonomideki toplam harcamaların genişlemesine ve dolayısıyla çalışma düzeyinin artmasına katkıda bulunurken, toplam ithalatın toplam ihracattan büyük olması ise toplam talebi azaltarak milli geliri ve çalışma düzeyini düşürücü etkide bulunmaktadır (Seyidoğlu, 2003:404).

Kapalı ekonomide milli gelir ifadesini  $E$  ile tanımlarsak ;

$$E = C + I + G \quad (3)$$

2. ve 3. denklemleri birlikte ele alırsak;

$$Y = E + (X - M) \quad (4)$$

denklemleri elde edilmektedir (Dornbush, 1980:20).

$$Y - E = X - M = CA \quad (5)$$

5 numaralı denklemde cari işlemler dengesi yani ihracat ile ithalat arasındaki fark, milli gelir ve yerleşiklerin toplam harcamaları arasındaki farka eşit olmaktadır (Krugman ve Obstfeld, 2000:307).

Yukarıda da belirttiğimiz gibi açık ekonomide milli gelir oluşumunda ikinci önemli nokta gayri safi milli hasıla (GSMH) ve gayri safi yurtiçi hasıla (GSYİH) ayrımıyla ilgilidir. GSMH; belirli bir dönemde bir ülke vatandaşlarının sahip oldukları üretim faktörleri kullanılarak üretilmiş bütün nihai mal ve hizmetlerin piyasa fiyatları ile hesaplanması olarak tanımlanmaktadır. Ülke vatandaşlarının ürettiği tüm ekonomik değerleri kapsamakta ve bir ülkenin diğer ülkelerde yerleşik vatandaşlarınca üretilmektedir (Yıldırım ve Karaman,2003:46). GSYİH ise; yurtiçinde üretilmiş olan nihai mal ve hizmetlerin değeri olarak tanımlanmaktadır.

Açık ekonomide milli gelir oluşumunda üçüncü önemli nokta ise sektörel dengelerle ilgilidir. Cari işlemler hesabı hükümet bütçesi ya da özel sektör yatırım ve tasarruf dengesiyle ilişkili olmaktadır. Modern ödemeler bilançosu teorisinin dayanak noktası bu ilişkidir ( Dornbush, 1980:19 ).

(4) numaralı denkleme devletin aldığı sigorta primleri dahil tüm vergileri (TA) ve devletin özel sektöre transfer ödemelerini (TR) ekleyerek açık ekonomilerdeki üretilen ve satılan hasıla arasındaki ilişki şu şekilde ifade edilmektedir (Dornbush, 1980:22).

$$Y + TR - TA = C + I + \overline{G + TR} - \overline{TA} + (X - M) \quad (6)$$

Bu denklemde  $\overline{G + TR} - \overline{TA}$  ; bütçe açığı ya da fazlasını,  $X - M$  ; cari açık ya da fazlayı ifade etmektedir.

Cari işlemler dengesini gelirin tüketilmeyen kısmı olan tasarrufu ele alarak ifade edebiliriz. Ulusal tasarruflar kapalı ekonomide yatırımlara eşit olmaktadır. Bu ifadeyi şu şekilde gösterebiliriz (Krugman ve Obstfeld, 2000:309).

$$S = Y - C - G \quad (7)$$

$$Y = C + I + G \text{ tanımından;}$$

$$S = I = Y - C - G \quad (8)$$

$Y - (C + G + I) = CA$  olduğundan; ulusal tasarruf  $S = Y - C - G$  ve  $CA = X - M$  denkleminde ;

$$CA = S - I \quad (9)$$

eşitliği bulunmaktadır. Bu eşitlikte cari işlemler dengesi tasarruf açığı olarak ifade edilmektedir.

Açık ekonomilerde de tasarruf eşitliğini kullanarak cari işlemler dengesini ifade edebiliriz. Bu ifadeyi elde edebilmek için öncelikle harcanabilir gelir kavramından yola çıkabiliriz. Harcanabilir gelir milli gelirden vergilerin çıkarılması ve transferlerin eklenmesi sonucunda bulunan değer olarak ifade edilmektedir (Yıldırım ve Karaman, 2003 :98 ).

$$YD = Y + TR - TA \quad (10)$$

Harcanabilir gelir kavramı tüketim veya tasarruf için kullanılabilir;

$$YD = C + S \quad (11)$$

(10) ve (11) numaralı denklemleri birlikte ele alırsak;

$$C + S = YD = Y + TR - TA \quad (12)$$

(12) numaralı denklemden tasarruf özdeşliğini şu şekilde gösterebiliriz.

$$S = (Y + TR - TA) - C \quad (13)$$

(7) numaralı denklem ile (13) numaralı denklemi birlikte ele alırsak;

$$Y + TR - TA = C + I + (G - TA) + (X - M + TR) \quad (14)$$

$$Y + TR - (TA + C) = I + (G - TA) + (X - M + TR) \quad (15)$$

$$S - I + \overline{A - (TR + G)} = X - M \quad (16)$$

$X - M$  : Cari İşlemler Dengesi .

Bu ifadeye şu şekilde de ulaşabiliriz. Açık ekonomilerde toplam tasarruflar kamu tasarrufları toplamı ve özel tasarruf toplamına eşit olmaktadır. Açık ekonomilerde özel sektör tasarruf eşitliği  $S^p = (Y + TR - TA) - C$ , kamu sektörü tasarruf eşitliği;  $S^s = TA - (G + TR)$  formülü ile ifade edilmektedir.

Toplam tasarruf eşitliği (8) numaralı denklem ile ele alındığında;

$$S = S^p + S^s = \overline{Y + TR - TA} - C + \overline{A - (G + TR)} = Y - C - G \quad (17)$$

(17) numaralı denklem ile (9) numaralı denklem birlikte ele alındığında;

$$S - I = CA = S^p + S^s = \overline{Y + TR - TA} - C + \overline{A - (G + TR)} = Y - C - G \quad (18)$$

(18) numaralı denklemde özel tasarrufları yalnız bırakırsak;

$$S^p = I + CA - S^s = I + CA - (TA - G) = I + CA + (G - TA) \quad (19)$$

denklemleri elde edilmektedir. Tasarruflar yoluyla elde edilen cari işlemler dengesinde özel sektör tasarruflarının yatırımlardan fazla olması ve/veya bütçe fazlası olması cari işlemler fazlasına neden olurken tersi durumda cari işlemler açığına neden olmaktadır (Krugman ve Obstfeld, 2000:310).



Ödemeler dengesinde meydana gelen cari işlemler açığı, sermaye hareketlerindeki fazla ile kapatılarak cari işlemler hesabı ve sermaye hesabı ilişkilendirilmektedir. Dolayısıyla net yabancı değerler cari işlemler dengesine eşit olmaktadır ( Dornbusch, 1980:24 ).

$$CA \equiv \Delta NFA \quad (20)$$

Bu denklemde  $\Delta NFA$ ; net yabancı değerleri,  $CA$  cari işlemler dengesini ifade etmektedir.

(16) numaralı denklem ile (20) numaralı denklemi birlikte ele alırsak;

$$S - I + TA - (G + TR) \equiv \Delta NFA \equiv X - M \quad (21)$$

denklemini elde edilmektedir.

(21) numaralı denklemde özel sektör net tasarrufu;  $S - I$  ve kamu sektörü net tasarrufu;  $TA - (G + TR)$  toplamı, net yabancı değerlere;  $\Delta NFA$  ya da cari işlemler dengesine eşit olmaktadır.

Yukarıda elde edilen özdeşlikler cari işlemler hesabında ortaya çıkan gelişmelerin ne yönde olduğunu ifade ederek bir ülkenin makroekonomik özelliklerini ortaya çıkarması açısından büyük önem taşımaktadır.

## 2.5. CARİ İŞLEMLER HESABINA YÖNELİK TEORİK YAKLAŞIMLAR

Cari işlemler hesabını inceleyebilmemiz için cari işlemler dengesine yönelik teorik yaklaşımları incelememiz gerekebilmektedir. Bu yaklaşımlar esneklikler yaklaşımı, toplam harcama (Massetme) yaklaşımı, Mundell-Fleming modeli, tüketimin dönemlerarası yaklaşımı olarak açıklanmaktadır.

### 2.5.1. Esneklikler Yaklaşımı

Esneklikler yaklaşımı öngörülere birçok iktisatçı tarafından ön kabul olarak görülen görüşler içermektedir. İkinci dünya savaşının hemen sonrasındaki dönemde ortaya çıkan esneklikler yaklaşımı; gelişmekte olan ülkelerde uygulanan politikalara yönelik 1970'lerin ortasına kadar süren, devalüasyonların ülkenin dış ticaret ve cari işlemler hesabını ne ölçüde iyileştirebileceği tartışmalarına yol açmıştır (Tiryaki,2002:3).

Devalüasyon ulusal paranın yabancı paralar karşısında değerinin düşürülmesi ya da döviz kurunun yükselmesi anlamına gelmektedir. Devalüasyon sabit kur sisteminde geçerli olmaktadır. Bu sistemde ulusal paranın yabancı paralar karşısındaki değeri hükümet tarafından belirlenmektedir. Esnek kur sisteminde ise döviz piyasası üzerinde hükümet müdahalesi bulunmadığı ya da müdahalenin çok az olması dolayısıyla kurlar arz ve talebe göre değişmektedir (Saatçioğlu, 2008:1)

Esneklikler yaklaşımı da devalüasyonların ticaret bilançosu üzerindeki etkilerini incelemek amacıyla C.F. Bickendike (1920), J. Robinson (1947) ve Metzler (1948) tarafından birbirinden bağımsız olarak geliştirilmiştir. Bu yaklaşım dış ticarete konu olan malların arz, talep ve uluslararası nispi fiyatları dışında, tüm ekonomik değişkenlerin sabit olduğunu varsaymaktadır. Ayrıca bu yaklaşım bir kısmi denge analizi içermekte ve geleneksel talep teorisine dayanmaktadır. Bu yaklaşım  $f(Q) = (P, P_x, Y)$  şeklinde ifade edilmektedir. Bu ifadeye göre yaklaşım mal ya da hizmetin talep edilen miktarını; malın fiyatının, ikame ve tamamlayıcı malların fiyatının ve gelirin bir fonksiyonu olarak tanımlanmaktadır.

Bu yaklaşıma göre cari işlemler dengesi ihracat ile ithalat arasındaki fark olarak ifade edilmektedir. İhracat miktarının yabancı kullanılabilir gelir, reel döviz kuru; ithalat miktarının ise ulusal kullanılabilir gelir, reel döviz kuru tarafından aşağıdaki gibi belirlendiği varsayılmaktadır. Aynı zamanda (22) ve (23) numaralı denklemlerde yabancı ve ulusal malların normal mallar oldukları ve bu mallar için tek fiyat kanununun geçerli olduğu varsayılmaktadır ( Aydoğuş ve Öztürkler, 2006:24-27).

$$Q_x = f(Y^*, EP^* / P) \quad (22)$$

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,  $(EP^* / P)$ ; reel döviz kurunu ifade etmektedir.

(22) numaralı denklemde  $f_1 = (\partial Q_x / \partial Y^*) > 0$  ve  $f_2 = (\partial Q_x / \partial R) > 0$  olmaktadır. Dolayısıyla yabancı ülke milli gelirindeki ( $Y^*$ ) ve reel döviz kurundaki ( $R$ ) artışlar ihracat miktarını arttırmaktadır.

$$Q_m = g(Y, EP^* / P) \quad (23)$$

(23) numaralı denklemde  $Q_m$  ithalat miktarının,  $Y$  ulusal milli gelire göre alınan kısmi türevi  $g_1 = (\partial Q_m / \partial Y) > 0$  ve ithalat miktarının, reel döviz kuruna göre alınan kısmi türevi  $g_2 = (\partial Q_m / \partial R) < 0$  dır. Bu durumda ulusal milli gelirdeki bir artış ithalat miktarını artırırken, reel döviz kurundaki bir artış ithalat miktarını azaltmaktadır.

Buna göre mal ve hizmet ihraç ederek döviz geliri elde eden ihracatçıların, bu dövizleri döviz piyasasına sunmaları döviz arzını oluşturmaktadır. Döviz kurunda meydana gelen bir artış; ihraç malının yabancı para cinsinden fiyatının düşmesine ve malın yabancı talebinin artmasına yol açmaktadır. Bu durum ihracatçı ülkenin döviz arzının genişlemesine neden olmaktadır. İthalatçıların mal ve hizmet ithal etmek için talep ettikleri döviz miktarı ile döviz kurları arasında ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Döviz kurları yükseldikçe, ithal mallarının ülkedeki ulusal para fiyatları artış göstermektedir. Bu durumda yabancı malların talebi azalmakta ve dövize olan talep azalmaktadır.

Ulusal para cinsinden değer olarak ihracat ve ithalat şu şekilde ifade edilmektedir.

$$X = PQ_x \quad (24)$$

$$M = EPQ_m \quad (25)$$

(24) ve (25) numaralı denklemler  $CA = X - M$  denklemi ile birlikte ele alınarak cari işlemler dengesi aşağıdaki gibi ifade edilmektedir.

$$CA = PQ_x - EPQ_m \quad (26)$$

Bu yaklaşım döviz kurundaki bir değişikliğin ihracat ve ithalat düzeylerini etkileyerek cari işlemler dengesizliğini giderebileceğini ileri sürmektedir. Döviz kurundaki bir değişiklik ile cari işlemler dengesi arasındaki ilişkiyi açıklamaya yönelik teorilerden biri J eğrisi hipotezidir. J eğrisi hipotezi Magee tarafından 1973 yılında ortaya atılmıştır (Oskoee ve Kutan, 2006:7). Ülkede geçerli döviz kuru rejiminin sabit döviz kuru rejimi olduğu varsayımı altında J eğrisi hipotezi, devalüasyon sonrasında cari işlemler hesabında önce bozulmanın ortaya çıkacağını,

zaman içerisinde bu bozulmanın tersine dönerek cari işlemler hesabında iyileşmenin ortaya çıkacağını ileri sürmektedir. Bu durumda ticaret ya da cari işlemler bilançosunun zaman içindeki gelişimi J harfine benzemektedir.

J eğrisi hipotezi genellikle iki faktörün ortaklaşa bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Bu faktörlerden ilki; bir döviz kuru değişmesi ortaya çıktığında, halen taşınmakta olan ve bağlantısı yapılmış olan malların kur değişmesinden etkilenmemesidir. Cari işlemler bilançosundaki kısa dönemli değişme bu işlemler tarafından belirlenmektedir. Bu durumda bir döviz kuru değişmesi kısa dönemde mal, ticaret, hizmet hacmini fazla etkilemeyecektir.

Bu faktörlerden ikincisi ise; yapılan bağlantılarda genellikle ihracatın ulusal para cinsinden yapılması, ithalatın yabancı para cinsinden ödenmesinin karşılaştırılmasıdır. Devalüasyon sonucunda ihraç mallarının ulusal para cinsinden fiyatı sabitken, yabancı para cinsinden fiyatı düşmüş olacak, ithal mallarının yabancı para cinsinden fiyatı sabitken, ulusal para cinsinden fiyatı yükselmiş olacaktır (Güran,1987:121).

Devalüasyon fiyat etkisi ve hacim etkisi olmak üzere iki etki oluşturmaktadır. Belirli bir ithalat hacmi için reel döviz kurunda ortaya çıkan artış sonucu ithalatın ulusal para cinsinden değerinin artması dolayısıyla devalüasyonun fiyat etkisi cari işlemler hesabını olumsuz etkilemektedir. Kısa dönemde ortaya çıkan bu fiyat etkisi nedeniyle devalüasyon cari işlemler hesabında kısa dönemde bir bozulmaya sebep olmaktadır. Hacim etkisi ise, ithal mallarının ulusal paralar cinsinden fiyatındaki artış sonucu ithal malları talebinin azalması, ihraç mallarının yabancı paralar cinsinden fiyatındaki düşme sonucu ihraç malları talebinin artması ile ortaya çıkmaktadır. Devalüasyonun etkili olması Marshall-Lerner koşulunun geçerli olmasına bağlı olmaktadır. Marshall-Lerner koşulunun geçerli olması, uzun dönemde hacim etkisinin fiyat etkisinden büyük olmasını ve devalüasyonun cari işlemler hesabını olumlu yönde etkilemesini sağlamaktadır. Marshall-Lerner koşuluna göre; ithal malları iç talep esneklikleri ve ihraç malları dış talep esnekliklerinin toplamı mutlak değer olarak birden büyük olmalıdır (Ünsal, 2007:357).

$$| \text{İhraç Malları Fiyat Esnekliği} | + | \text{İthal Malları Fiyat Esnekliği} | \geq 1 \quad (27)$$

$$Ie_x I + Ie_m I \geq 1$$

Bu etkiler (26) numaralı denklemin her iki tarafını  $E'$  ye göre kısmi türevini alarak cebirsel olarak gösterilebilmektedir.

$$(\partial CA / E) = P(\partial Q_x / E) - [EP^*(Q_m / E) + (P^* Q_m)] \quad (28)$$

Çok kısa dönemde ihracat miktarının nominal döviz kuruna göre türevi ve ithalat miktarının nominal döviz kuruna göre türevi birbirine ve sıfıra eşit olduğundan; cari işlemler hesabının, nominal döviz kuruna göre türevi  $(\partial Q_x / E) = (\partial Q_m / E) = 0$ , yabancı ülke fiyat seviyesi ve ithalat miktarı çarpımının negatif işaretlisi  $(\partial CA / \partial E) = -P^* Q_m$  olmaktadır. Uzun dönemde ise ithalat ve ihracat hacimleri döviz kurundaki değişmelere tepki verecektir. Bu durumda ihracat miktarının nominal döviz kuruna göre türevi sıfırdan büyük olurken  $(\partial Q_x / \partial E) > 0$ , ithalat miktarının nominal döviz kuruna göre türevi sıfırdan küçük  $(\partial Q_m / \partial E) < 0$  olmaktadır (Aydoğuş ve Öztürkler, 2006:24-27).

Johnson (1977)'a göre esneklikler yaklaşımı üç yönden eleştirilmiştir. Bu eleştiriler; esneklikler yaklaşımının kısmi denge analizi olması dolayısıyla göreceli mal fiyatları ve talep ile arz arasındaki çapraz ilişkileri ihmal etmiş olması, Keynesyen bakış açısından esneklikler yaklaşımının birçok versiyonunun 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 varsaymasıdır.

Edwards (2001)'a göre devalüasyonlar söz konusu esnekliklerinin küçük olmasına karşılık bazı ülkelerde dış ticaret ve cari işlemler hesabını iyileştirmede başarılı olmuştur. Buna karşılık yapısalci gelenekten gelen iktisatçılar dış ticaret ve cari işlem dengesizliklerinin gelişmekte olan ülkelerde yapısal etkenlerden kaynaklandığını ileri sürmüştür. Ayrıca bu dengesizliklerin söz konusu ülkelerin ekonomik performanslarını, büyüme imkânlarını ciddi biçimde sınırladığını ileri sürmüştür.

### 2.5.2. Toplam Harcama (Massetme) Yaklaşımı

Esneklikler yaklaşımı göreceli fiyat değişmelerinin ihracat, ithalat ve cari işlemler hesabı üzerindeki etkilerine önem vermiş, bu değişkenlerin gelir üzerindeki etkilerini ihmal etmiştir (Marrewick, 2005:4). Esneklikler yaklaşımı dış ticarete konu olan malların arz, talep ve fiyatları dışındaki tüm ekonomik değişkenleri sabit varsayması dolayısıyla eleştirilmiştir. Massetme yaklaşımı bu eksikliği gidermek amacıyla geliştirilmiştir. 1952 yılında Alexander, tam istihdam durumu altında milli gelir ( $Y$ ) ve massetme ( $Z$ ) arasındaki farkın cari işlemler dengesini oluşturacağını iddia etmiştir (Chacholiades, 1990:372).

Toplam harcama yaklaşımında devalüasyon ülkenin mal ve hizmet üretimini değiştirmektedir. Bu değişim mal ve hizmetlere yapılan toplam harcamalarda değişmeye sebep olmaktadır. Ayrıca devalüasyon belirli bir reel gelir düzeyinde reel toplam harcamaların miktarını değiştirmektedir (Alexander,1952:265). Toplam harcama yaklaşımı Keynesyen gelir toplam harcama değişkenleri ele alınarak şu şekilde ifade edilmektedir.

$$Y = C + I + G + X - M \quad (29)$$

Bu ifadede bulunan ( $C + I + G$ ); toplam yurtiçi harcamayı ve bir ekonominin massetme kapasitesini göstermektedir. Toplam yurtiçi harcamaları ve massetme kapasitesini  $Z$  şeklinde ifade edersek;

$$Z = C + I + G \quad (30)$$

(29) ve (30) numaralı denklemleri bir arada ele alırsak;

$$Y = Z + (X - M) \quad (31)$$

(31) numaralı denklemde  $Y$  toplam yurtiçi üretimi,  $Z$  toplam yurtiçi harcamaları,  $X - M$  ise ödemeler dengesini ifade etmektedir (Saatçioğlu, 2008:2). Bu denkleme göre toplam yurtiçi üretim, toplam yurtiçi harcamalardan küçükse yani dış ticaret açığı varsa; ülke kaynaklarından daha fazla tüketmektedir. Bu durumda ödemeler bilançosu açık verirken, tersi durumda ise ödemeler bilançosu fazla vermektedir. Toplam yurtiçi üretim toplam yurtiçi harcamaya eşit olduğu durumda ise ödemeler bilançosu dengede olmaktadır (Saatçioğlu, 2008:2).

Toplam harcama yaklaşımına göre Keynesyen geleneğe dayanarak tam çalışma ve eksik çalışma durumlarını ayrı ayrı ele almamız gerekmektedir.

Ekonomi eksik çalışma durumunda iken; devalüasyonun ortaya çıkardığı fiyat etkileri, ihracat endüstrilerine olan dış talep ile ithalata rakip endüstrilere yönelik iç talebi uyararak, dış ticaret sektörlerinde talebin artmasına yol açmaktadır. Bu durum çoğaltan mekanizması yoluyla tüm ekonomiye yayılarak reel milli geliri uymaktadır. Böylece yurtiçi üretimde sağlanan artış, yurtiçi üretim ile toplam harcama arasındaki farkı giderici ve dolayısıyla dış dengeyi sağlayıcı etkide bulunmaktadır.

Ekonomi tam çalışma durumunda iken; devalüasyonun dış dengeyi sağlaması eksik çalışma durumundaki kadar etkili olmamaktadır. İhracat ve ithalata rakip endüstrilere yönelen talep artışı çoğaltan etkisi yoluyla tüm ekonomiye yayılmaktadır. Bu durum toplam yurtiçi üretimi arttırmamaktadır. Harcamalardaki artışın oluşturduğu talep artışı ithalat yoluyla yurtdışından karşılanarak yurtiçi üretim dengesi bozulmaktadır. Dolayısıyla dış ticaret açığı artış göstermektedir (Seyidoğlu, 2003:487).

Bu yaklaşım devalüasyonun cari işlemler hesabını olumlu yönde etkilemesi için üretim düzeyinin artması ve/veya toplam harcama düzeyinin azalması gerektiği sonucuna ulaşmaktadır. Özellikle reel gelirin arttırılmasının mümkün olmadığı tam istihdam koşullarında devalüasyonun daraltıcı para ve maliye politikaları ile desteklenmesi gerekmektedir (Güran, 1987:120).

Bu yaklaşım bazı yönlerden eleştirilmektedir. Winters (1991) marjinal harcama eğiliminin ve devalüasyonun ticaret hadleri üzerindeki etkisinin farklı durumlarda önemli derecede değişiklik gösterebileceğinden toplam harcama yaklaşımını eleştirmiştir. Ayrıca bu yaklaşım ödemeler bilançosunun tümüne yönelik bir çözümleme değil sadece cari işlemler hesabı ile ilgili bir çözümleme içermesi ve toplam harcama yaklaşımının toplam gelir ve toplam harcamaları etkileyerek cari işlemler dengesizliğine yol açabilecek fiyat değişmelerini analiz dışı bırakması dolayısıyla da eleştirilmektedir.

### 2.5.3. 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. Massetme yaklaşımı ise; devalüasyonla, gelire oranla yurtiçi harcamalardaki nispi bir azalış cari açığı düzeltme yönünde en iyi sonucu vereceğini savunmaktadır (İyibozkurt,1983:36). Esneklikler yaklaşımı ve massetme yaklaşımı dışında cari işlemler hesabına yönelik teorik yaklaşımlardan bir diğeri Mundell-Fleming Modeli'dir. Mundell- Fleming Modeli ikinci dünya savaşı sonrasında klasik görüşlerin açıklayamadığı ekonomik gelişmeleri açıklamaya yönelik geliştirilen Keynesyen gelir-harcama modelinin bir uzantısı olmaktadır (Frankel ve Razin, 1987:1)

Mundell-Fleming Modeli 1960'ların başından itibaren iktisatçılar arasında kabul görmeye başlamıştır. Keynesyen devrim ve onun temel fikirleri üzerinde uyarılama yapan Metzler, Machlup ve diğerleri Mundell-Fleming modelini oluşturmuştur. (Obstfeld, 2001:3). Romer (2001)'e göre modelin sermaye hareketleri ve döviz kurları konusunda iki temel varsayımı bulunmaktadır. Bu varsayımların ilki sermaye hareketlerinin serbest olması, ikincisi ise yatırımcıların döviz kurunun değişmeyeceği beklentisinde olmalarıdır.

Bu model, IS-LM modelinin açık ekonomi çatısı altında genişletilmesidir. Bu model mal piyasası, döviz piyasası ve para piyasası arasında ilişki kurmaktadır. Mundell-Fleming modelinde, sabit veya esnek döviz kuru politikasına göre para ve maliye politikalarının kısa dönemde milli gelir ve dış denge üzerindeki etkisi farklılaşabilmektedir. İç ve dış dengenin sağlanması amacıyla para ve maliye politikası araçları kullanılmaktadır. Bu piyasalarda faiz ve gelir bileşeni elde edilmesi amaçlanmaktadır. 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 Mundell-



Fleming modeli çerçevesinde genişletici maliye politikası uygulaması ülke parasının değerlenmesine, cari işlemler hesabı açığına ve sermaye girişine neden olmaktadır. Mundell-Fleming Modeli; politika aracı hangi amacı gerçekleştiriyorsa o amaç için kullanılması gerektiğini savunmaktadır. Bu modele göre iç dengeyi sağlama görevi para politikası araçlarına, dış dengeyi sağlama görevi maliye politikası araçlarına verilmelidir.

Bu modelin en büyük eksikliği; kısa dönemli bir analiz olduğu için, cari açıkla birlikte giriş yapan sermayenin uzun dönemde borç seviyesini arttırıcı etkisinin olmasını göz ardı etmesidir. Bu durumun süreklilik kazanması ise cari açığı sürdürülemez duruma getirmektedir (Babaoğlu, 2005:7). Bu model, bir ülkenin cari işlemler hesabı açısından önemli olan, uzun dönem dinamik etkilerine değinilmediğinden eleştirilmiştir (Knight ve Scacciavillani, 1998:7).

#### **2.5.4. Tüketimin Dönemler Arası Yaklaşımı**

Dönemler arası yaklaşım Buiter (1981), Sachs (1981), Obstfeld (1982), Svenson ve Razin (1983)'nin yapmış oldukları çalışmalar sonucunda 1980 döneminin başında geliştirilmiştir (Obstfeld ve Rogoff, 1994:2). Bu yaklaşımı geliştirme gereği, 1973–1974 ve 1979–1980 petrol fiyat artışlarını izleyen cari işlemler hesabı dengesizliklerinden dolayı dünya sermaye piyasalarında yaşanan olayların gerçekleşmesidir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde cari işlemler hesabı dış şoklara optimal dinamik cevapların dönemler arası tanımlanması sorununu ortaya çıkarmıştır. Klasik ve Keynesyen parasal modeller bu soruya güvenilir açıklamalar getirememiştir. 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 değerlendirme ihtiyacı, dönemlerarası optimal cari işlemler açığı görüşünü ortaya çıkarmıştır (Obstfeld ve Rogoff, 1994:2).

Irving Fisher tarafından geliştirilen dönemler arası yaklaşımda, cari dengeyi etkilemediği ve cari dengeyi açıklayamadığı için uzun dönemde ülkelerarası nispi fiyat farklılıkları ve döviz kuru dalgalanmaları bu modelde yer almamaktadır (Babaoğlu, 2005:7). Bu yaklaşım gelecekteki fiyatların ve cari fiyatların, yatırım ve tasarruflar üzerindeki etkisini analiz etmektedir. Bu yaklaşım esneklikler ve

massetme yaklaşımı görüşleriyle sentez yapmaktadır. Bu yaklaşım gelecekteki verimlilik artışı, reel faiz oranları, hükümet harcama talepleri hakkındaki beklentilere dayalı, hükümetin ileriye yönelik hesaplamalarından oluşan özel tasarruf ve yatırım kararlarını hatta bazen hükümet kararlarını dikkate alarak toplam harcama yaklaşımını genişletmektedir (Obstfeld ve Rogoff,1994:4).

Bu yaklaşımı diğer yaklaşımlardan ayıran en önemli özellik mikro ekonomik bir yaklaşım olmasıdır. Cari işlemler hesabı ekonomik karar birimlerinin dönemlerarası bütçe kısıtları altında verdikleri optimizasyon kararlarının bir sonucu olmaktadır. Bu yaklaşımın optimal olması; piyasaların işleyişine müdahale olmaması, ekonomik karar birimlerinin davranışlarında rasyonel olması, karar verebilmek için her türlü bilgiye sahip olması, sermaye hareketliliğinin olması anlamına gelmektedir (Aydoğuş ve Öztürkler, 2006: 28).

Fisher tarafından geliştirilmiş olan bu modele göre rasyonel tüketiciler, bugün daha fazla tasarruf yaparak daha az tüketmek isterlerse gelecekte daha fazla tüketim yapabilmektedirler. Bunun için tüketiciler, gelecekte bekledikleri geliri iyi tahmin etmek zorundadır. Tüketiciler gelecekteki gelirlerinin artacağını düşünürlerse bugün daha fazla tüketim yapabilirler. Tüketiciler gelecekteki gelirlerinin azalacağını düşünürlerse de bugün daha az tüketim yapabilirler. Yaklaşım tüketimi sadece şimdiki gelirine göre değil, gelecekte elde edeceği gelire göre belirlemektedir.

Bu yaklaşımda rasyonel tüketicilerin geleceğe yönelik beklentileri önem kazanmakta, değişkenlerin uzun dönemde birbirlerini etkileyebilecekleri varsayılmaktadır. Hane halkının geleceğe yönelik beklentilerine uygun olarak cari açık ya da cari fazla verilmesi olarak tanımlanan dönemler arası yaklaşıma göre; cari denge, dönemler arası tüketim dalgalanmalarının giderilmesi için kullanılan bir araçtır (Babaoğlu, 2005:8).

Bu yaklaşımın açıklamaya çalıştığı bir diğer konu; bir ülkenin geçici olarak cari işlemler açığına sahip olmayı tercih edebilmesidir (Aydoğuş ve Öztürkler, 2006:29). Bunun anlamı gelecekte gelirin artması beklentisi dolayısıyla şimdiki dönemde tüketimi azaltmak, tasarrufu arttırmak yerine yurtdışından borçlanarak kaynak elde edilebilmektir.

Cari açığa yönelik yaklaşımlar rasyonel firmaların ya da rasyonel bireylerin gelecek dönemler boyunca alacakları tüketim kararlarına benzemektedir. Bu modellere göre cari işlemler açığını cebirsel olarak şu şekilde ifade edebiliriz (Kopurlu, 2006:19).

$$CAD_t = B_{t+1} - B_t = (Y_t - Y_t^*) - (I_t - I_t^*) - (G_t - G_t^*) \quad (32)$$

Bu denklemde  $Y_t$ ; cari dönem milli geliri,  $I_t$ ; yatırımı,  $G_t$ ; kamu harcamalarını,  $Y_t^*, I_t^*, G_t^*$ ; ilgili değişkenlerin uzun dönem beklenen değerlerini,  $B_t$ ; ülkenin net dış varlıklarını ifade etmektedir.

Bu denkleme göre milli gelir değeri, uzun dönem beklenen milli gelir değerinden fazla olduğunda, yani  $Y_t > Y_t^*$  durumunda; cari işlemler hesabında iyileşme olacaktır. Bu durumda geçici gelirden ortaya çıkan artışlar tüketime yönelmemekte, tasarruf elde edilebilmektedir. Bunun sonucu olarak net dış varlıklar yani  $B_t$  artmaktadır. Milli gelir değeri, uzun dönem beklenen milli gelir değerinden az olduğunda, yani  $Y_t < Y_t^*$  durumunda ise; cari işlemler hesabında bozulma meydana gelecektir. Bunun nedeni tüketimin gelir kadar azalmaması ve gelir ile tüketim arasındaki bu farkın dış borçlanma ile giderilebilmesidir. Bunun sonucu olarak net dış varlıklar yani  $B_t$  azalmaktadır.

Yatırımın uzun dönem beklenen değerini aşması yani  $I_t > I_t^*$  durumunda tüketim azaltılmak istenmeyeceğinden, yatırımların finansmanı borçlanma yoluyla sağlanacaktır. Bunun sonucunda cari denge bozulacaktır.

Kamu harcamalarının uzun dönem beklenen değerini aşması, yani  $G_t > G_t^*$  durumunda cari denge bozulacaktır (Kopurlu, 2006:20).

Yukarıdaki cebirsel gösterimde faiz oranlarının sabit olduğu varsayımı geçerli olmaktadır. Faiz oranlarının değişken olduğu varsayımı altında farklı modellere sahip olan dönemler arası yaklaşım modelini cebirsel olarak şu şekilde ifade edebiliriz (Obstfeld ve Rogoff, 1994: 11).

$$CAD_t = (r_t - r_t^*)B_t + (Y_t - Y_t^*) - (G_t - G_t^*) - (I_t - I_t^*) + \left[ -1/(\beta / R_t^\sigma) \right] (r_t^* B_t + Y_t^* - G_t^* - I_t^*) \quad (33)$$

Bu denklemde  $CAD$ ; cari işlemler dengesini,  $r$ ; dünya faiz oranını,  $B$ ; net yabancı varlık pozisyonunu,  $R$ ; ilerideki bir s anında gerçekleşecek tüketim için geçerli yurtdışı piyasa iskonto oranını,  $\sigma$ ; dönemlerarası ikame esnekliğini,  $\beta$ ; tüketicilerin öznel iskonto oranını ifade etmektedir.

(33) numaralı denklemde ülkenin dış borç durumunu gösteren net dış varlık pozisyonu ile ilgili olarak önemli çıkarımlar yapılabilir. Bir ülke diğer ülkelere karşı net borçlu durumda ve dünya faiz oranları uzun dönem beklenen değerinden yüksekse, artan dış borç faiz ödemeleri cari işlemler dengesini bozucu yönde etkide bulunmaktadır. Ülkedeki yerleşikler net olarak yabancı varlık sahibi iseler, yüksek faiz oranları geçici olarak cari işlemler hesabını iyileştirici etkide bulunmaktadır (Tiryaki,2002:6).

Bu denkleme göre ülke diğer ülkelere karşı borçlu durumda ise; bulunan dünya faiz oranının uzun dönem beklenen değerinden yani  $r_t^* B_t$  değerinden sapsması durumunda ülkenin cari işlemler dengesi bozulacaktır. Üretim düzeyinin uzun dönem beklenen üretim düzeyini aştığı durumda  $Y_t > Y_t^*$ , tüketimin dönemler arasında ikame edilmesi dolayısıyla cari işlemler hesabı iyileşecektir. Hükümet harcamalarının uzun dönem beklenen değerini aştığı durumda  $G_t > G_t^*$  ya da yatırımların uzun dönem beklenen değerini aştığı  $I_t > I_t^*$  durumda ise, daha yüksek cari işlemler açığı ortaya çıkacaktır (Tiryaki, 2002:6).

Ülkenin tüketim için dünya ülkelerine göre sabırsız olduğu yani tüketim için daha istekli olduğu durumda  $\beta$ , dünya faiz oranları gelecekte beklenen değerinden daha düşük olmaktadır. Bu durumda  $(\beta/R)^\sigma$  ifadesi birden küçük olmaktadır. Ülke şimdiki dönemde daha fazla tüketebilmek için ithalatını daha fazla arttırabilmektedir. Bu durum cari işlemler dengesinin bozulmasına yol açmaktadır. Bunların sonucunda dış borçlar artmakta ve tüketim zamanla azalma eğilimi göstermektedir. Tüketim sabırsızlığı diğer ülkelerde daha büyük olduğunda yani tüketim için daha istekli olan diğer ülkelerde ise  $(\beta/R)^\sigma$  ifadesi birden büyük olmaktadır. Bu durumda diğer ülkelerin tüketim talebini karşılayabilmek için ihracat artarak, cari işlemler hesabı iyileşmekte ve tüketim zamanla artma eğilimi göstermektedir (Obstfeld ve Rogoff, 1994:12). Tüketimin zaman içinde artması ve azalması eğilimi yani tüketimin

dönemler arası ikamesi ekonominin kalıcı kaynaklarıyla ve sermayenin uluslararası hareketlilik derecesiyle orantılı olmaktadır (Tiryaki,2002:7).

## 2.6. CARİ İŞLEMLER AÇIĞININ SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Cari işlemler açığı sürdürülebilirliği kavramında; yabancılar gayri safi yurtiçi hasıla oranı olarak cari açığı hangi sınıra kadar finanse etmek istiyorlarsa, o sınır sürdürülebilir cari açık oranını belirlemektedir. Sürdürülebilir cari açığın sınırının üzerinde bir cari açık oranının bulunması durumunda cari açık sürdürülemez olmaktadır. Mann (2002)'a göre cari işlemler hesabının sürdürülebilirliği; tüketim ve yatırım harcamalarının, cari denge ve uluslararası yatırım tarafından daha az etkilenmesi durumudur. Cari açık, döviz kurunda ve/veya faiz oranında bir artışı gerektiriyorsa ya da bu yönde bir beklenti yaratmışsa, cari açık sürdürülemez olurken; cari açık, bir bölümü borçlanma ile yapılan yatırımın ve tüketimin kısılması gereğini ortaya çıkarıyorsa, cari açık sürdürülebilir olmaktadır (Uygur, 2004:77).

Bir ülkenin dış yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyeceği ve cari işlemler açığının ne kadar sürdürülebileceği çeşitli kriterlerle ölçülebilmektedir. Fakat cari açığın sürdürülebilir olup olmadığını belirleyen temel bir kural bulunmamaktadır. Milesi-Ferretti ve Razin (1996)'a göre yatırım- tasarruf oranı, ekonomik büyüme, döviz kuru rejimi, mevcut politika uygulayıcılarının kredibilitesi, mevcut politikaların sürdürülebilirliği, ülkenin dışa açıklığı, sermaye hareketlerinin yapısı, cari işlemler açığının hacmi gibi kriterler cari işlemler açığının sürdürülebilirliğinde etkili olmaktadır. Bu kriterler aşağıda açıklanmaya çalışılacaktır.

### 2.6.1.Yatırım / Tasarruf Oranı

Cari açığın sürdürülebilirliğinde yatırım/tasarruf oranı önem taşımaktadır. Yatırım/Tasarruf oranında, yatırımların tasarruflardan büyük olması durumunda yatırımlar büyümeyi arttırmaktadır (Yücel ve Yanar, 2005:4). Ekonomik büyüme dolayısıyla ekonomiye olan güven artmaktadır. Ekonomiye güvenin artması sermaye girişlerini teşvik ederek, cari işlemler açığı finanse edilebilmektedir. Bu durumda ekonomik büyüme gerçekleştiğinde cari açık sürdürülebilir olmaktadır.

Cari açık yurtiçi yerleşiklerin tasarrufları ve yatırımları arasındaki farka eşit olmaktadır. Tasarruflar ve yatırımlar arasındaki fark ancak yurtdışından borçlanarak kapatılabilmektedir. Yurtdışından gelen kaynak, ticaret amacıyla yapılan üretim kapasitesini arttırmaya yönelik yatırımlara yöneliyorsa ileride borç ödeyebilme kolaylaşacağından sürdürülebilirliği olumlu etkilemektedir. Yurtdışından gelen kaynak, ihracat mallarına yönelik üretime değil de, örneğin gayrimenkul alımı gibi alanlara yönelirse, ileride üretimi arttırıcı sermaye stoğuna katkıda bulunmadığından sürdürülebilirlik olumsuz etkilenmektedir. Yatırım artışı ile birlikte gelecek üretim ve milli gelir artışı, dış borçluluğu arttırmadan sürdürülebilirliği sağlayabilmektedir (Babaoğlu, 2005: 51).

### **2.6.2. Ekonomik Büyüme**

Cari açık ile ekonomik büyüme arasında ilişki bulunmaktadır. Ancak büyümenin kaynağı ve niteliği önem taşımaktadır. Cari açığın ortaya çıkmasının nedenlerinden biri büyümenin yarattığı talep artışından kaynaklanabilmesidir. Bu durumda hızlı büyüme hızlı bir ithalat artışı gerçekleştiriyorsa sürdürülebilir cari açık gerçekleştirilebilir için; yatırım ve tüketim azaltılmalı yani iç talep azaltılmalıdır. Diğer taraftan ihracata dayalı bir büyüme gerçekleştiriyorsa cari açık oranı sürdürülebilir olmaktadır (Uygur, 2004: 77).

Roubini ve Wachtel (1998)'e göre cari açık ulusal tasarruf ve yatırımlar arasındaki fark olarak ifade edilmektedir. Cari açık yatırımlardaki artış ya da tasarruflardaki azalış nedeniyle meydana gelmektedir. Ekonomik büyüme dolayısıyla ekonomiye güven artarak daha yüksek kar beklentisi ortaya çıkabilmektedir. Bu durum yatırımları arttırıp, tasarrufları geçici olarak düşürmektedir. Tasarrufların düşmesi sonucu ortaya çıkan tasarruf açığı ulusal kaynaklarla giderilemediği sürece cari işlemler açığı ortaya çıkmaktadır.

Karaca (2005)'e göre kalkınma sürecinin başında bulunan ülkeler katma değeri ve fiyatı yüksek makine ve teçhizat gibi ürünleri ithal etmek zorunda kalırken, ihracatları düşük fiyatlı hammadde ürünlerinden oluşabilmektedir. Bunu sonucunda ise dış ticaret açığı ve cari işlemler açığı ortaya çıkmaktadır. Bu açığı finanse edebilen ülkeler kalkınma sürecinde ileri aşamalara gelerek katma değeri yüksek

ürünler ihraç edebilmektedir. Bu açığı finanse edemeyenler ise düşük büyüme oranları ile kalkınma sürecini uzatmaktadır.

Erbaykal (2007) çalışmasında uyguladığı nedensellik sınavında hem ekonomik büyümeden, hem de döviz kurundan cari açığa doğru nedensellik tespit etmiştir. Kasman vd. (2004) yapmış oldukları çalışmada, cari işlemler dengesi, reel döviz kuru ve büyüme arasında uzun dönem ilişkinin varlığını göstermiştir. Bu testin sonuçlarına göre aşırı değerli Türk Lirası ve ekonomik büyüme cari açığı belirgin bir şekilde arttırmaktadır. Ancak aşırı değerli Türk Lirasının cari açık üzerindeki etkisi ekonomik büyümeye göre daha şiddetli olmaktadır.

Cari açığın sürdürülebilirliği ve büyüme arasında da yakın bir ilişki bulunmaktadır. Hızlı büyüyen bir ekonomide cari açık oranının yüksek olması Cari Açık/ Gayri Safi Milli Hasıla oranının artmasını önleyebilmektedir (Uygur, 2004:77). Hızlı ekonomik büyümenin gerçekleşmesi durumunda gayri safi milli hasılda meydana gelen artış ile beklenen verimlilik artmaktadır. Bu durumda uzun vadede yatırımlar artabilmekte ve cari açık sürdürülebilir olmaktadır (Yücel ve Yanar, 2005:4).

### **2.6.3. Döviz Kuru Rejimi**

Bir ülkenin diğer ülkelere göre rekabet gücünü gösteren ölçütlerden biri reel döviz kurudur. Reel döviz kuru ekonomik birimlerin üretim ve tüketim kararlarının yurtiçinde ve yurtdışında üretilen mallar arasındaki dağılımı etkileyerek cari işlemler dengesi üzerinde belirleyici rol oynamaktadır (Babaoğlu, 2005:47).

Cari işlemler hesabı açığı, sabit kur rejiminde veya kapalı ekonomide bu açığı sürdürebilecek düzeyde rezerv yoksa ülke için sorun yaratmaktadır. Cari işlemler hesabı açığının sorun yaratmaması için ülke rezervleri ölçüsünde açık vermelidir. Aksi takdirde açık sürdürülemez olmaktadır. Dalgalı kur rejiminde ve finansal olarak açık bir ekonomide cari işlemler hesabı açığının ülke için bir sorun olup olmadığı ekonomide kırılmalıkların olup olmamasına bağlı olmaktadır (Timur, 2005: 15). Ülkeye güvenin az olduğu, kırılmalık bir ekonomide cari işlemler hesabı açığını finanse edebilmek için sermaye hareketleri gerçekleşmemektedir. Bu durumda cari açık sürdürülemez olmaktadır. Ayrıca ülkede uygulanan faiz politikası dolayısıyla kur etkilenebilmektedir. Yüksek faiz oranları sermaye girişini özendirerek döviz

arzını beslemekte ve döviz kurunun düşmesine yol açmaktadır. Bu durum yerli paranın değer kazanmasını sağlamakta, ithalatı özendirip, ihracatı caydırarak dış ticaret açığının artmasına ve cari açığın artmasına neden olmaktadır. Yüksek faiz dolayısıyla ortaya çıkan döviz arzının artmasıyla bu açık finanse edilebilmektedir. Döviz fiyatının değişmesi ihracatı azaltarak ekonominin büyümesini yavaşlatırsa ekonomide resesyona olmaktadır (Berksoy, 2005:1).

#### **2.6.4. Mevcut Politika Uygulayıcılarının Kredibilitesi**

Mevcut politika uygulayıcılarının kredibilitesi dış yükümlülüklerin sürdürülebilirliğini etkilemektedir. Bir ülkenin dış açığı ya da döviz ihtiyacı artarsa dışarıdan kredi sağlayanlar yeni kredi verme konusunda isteksiz davranmaktadır. Bu durumda dış açığın finansmanı sağlanamaz ve cari açık sürdürülemez olmaktadır.

Bir ülkenin ekonomisi istikrarsız ve geleceği ne kadar belirsiz ise, o ülkede yaşayanların tüketimi o kadar düşük ve tasarrufları o kadar yüksek olmaktadır (Fernandez-Corugedo, 2004: 15). Bu durumda da tasarruflar yatırımlardan daha büyük olarak, cari açık sürdürülemez olmaktadır. Bir ülkenin ekonomisi ne kadar istikrarlı ise o ülkede yaşayanların tüketimi ve yatırımı artabilmektedir. Bu durumda yatırımlar tasarruflardan büyük olmakta ve cari açık sürdürülebilmektedir.

#### **2.6.5. Mevcut Politikaların Sürdürülebilirliği**

Milesi-Ferretti ve Razin (1996)'e göre sürdürülebilirlik bir ülkenin ödeme gücüyle ilişkilidir. Bir ülkenin gelecekte elde edeceği dış ticaret fazlasının bugünkü değeri, ülkenin dış borcunun bugünkü değerine eşitse o ülkenin ödeme gücü bulunmaktadır. Mevcut politika uygulamasının belirsiz bir zamana kadar sürmesi ülkenin ödeme gücünü azaltmıyorsa, uygulanmakta olan politika ve cari işlemler açığı sürdürülebilir olmaktadır. Mevcut politika uygulamasının önemli ölçüde değişmesi durumunda ya da bir krize yola açan dengesizliklerin varlığı durumunda cari işlemler açığı sürdürülemez olmaktadır. Ülkeler yüksek dış borca ve dış ticaret açığına sahip olduğunda dahi gelecekte herhangi bir zamanda dış ticaret fazlası veren politikalar uygulandığında, cari denge ve dış borçlar açısından tehlike bulunmamaktadır (Babaoğlu, 2005: 15).



### **2.6.6. Ülkenin Dışa Açıklığı**

Ülkenin dışa açıklığı cari işlemler sürdürülebilirliği açısından önem taşımaktadır. Dışa açıklık kavramı, dışa açıklık kavramında kesin olarak üzerinde anlaşılmiş bir tanım bulunmaması ve dışa açıklık için geniş kabul görmüş bir ölçüt bulunmaması dolayısıyla iki açıdan tartışmalı bir konudur (Proudman, vd, 1997: 27). Edwards (1997) dış ticarete açıklığı dış ticaretin önünde engeller olmaması olarak tanımlanmıştır. Menan (2000) dışa açıklık ile ilgili ölçütleri miktar ve fiyat ölçütlerine dayanmalarına göre ayırmıştır. Miktar ölçütü ticaret yoğunluğu olarak belirlenmektedir. İhracat ve /veya ithalatın gayri safi milli hasıla ya da gayri safi yurtiçi hasıla içindeki payı dışa açıklık ölçütü olarak belirlenmektedir. Dış ticaretin milli gelir içindeki payı dışa açıklığı ölçmede kullanılabilir (Andriamananjara ve Nash, 1997:2).

Dış ticaretin milli gelir içindeki payı ne kadar yüksekse ticaretin önündeki kısıtlamalar o kadar az olmaktadır. İhracat sektörünün büyüklüğü sürdürülebilirliği etkilemektedir. Bu durum dış borçlanmanın daha kolay yapılmasını ve ihracatın hacmini arttırarak, ihracatta dışa bağımlılığı arttırmakla birlikte ekonomideki üretkenliği arttırması açısından sürdürülebilirliği belirlemektedir (Yücel,Yanar, 2005: 4).

### **2.6.7. Sermaye Hareketlerinin Yapısı**

Sermaye hareketlerinin serbestlik derecesi ve vade yapısı sermaye hareketlerinin sürdürülebilirliğini etkilemektedir. Bir ülkede sermaye hareketlerinde serbestlik derecesi arttıkça, ülkenin olumsuz dış şoklarla karşı karşıya gelme riski artmaktadır. Ülkeye sermaye girişi olduğu sürece ithalat yapılabilen ve dış açık finanse edilmektedir. Dış açığı finanse edebilecek sermaye sağlanamaz ise ithalat ve ekonomi daralma sürecine girmektedir (Timur,2005: 16). Ancak liberal bir sermaye hesabı ülkenin finansal sektörünün gelişmişlik düzeyine bağlı olarak yurtiçi politikalarda disiplin sağlayıcı rol oynamaktadır (Tiryaki, 2002:12). Bu durumda cari açık sürdürülebilir olmaktadır.

Sermaye hareketlerinin vade yapısı da sürdürülebilirliği etkilemektedir. Sermaye hareketlerinin uzun vadeli ve doğrudan yatırımlar şeklinde olması sürdürülebilirliği arttırırken, sermaye hareketlerinin kısa vadeli olması

sürdürülebilirliği olumsuz etkilemektedir (Yücel ve Yanar, 2005:4). Cari açıkların kısa vadeli (spekülatif nitelikli) sermaye hareketleri ile finanse edilmesi durumunda borçların ödenebilmesi ve sürdürülebilirlik olumsuz etkilenmektedir. Ancak dış ticaret açıkları büyük miktarda sermaye malı ithalatı ile gerçekleşen doğrudan yabancı sermaye hareketleri tarafından gerçekleşiyorsa, cari açıktaki artış risk olarak algılanmaktadır. Bu durumda uzun vadeli ve yatırıma yönelik yabancı sermaye ile kısa vadeli ve anlık tüketime yönelik yabancı sermaye aynı özelliğe sahip olmaktadır (Babaoğlu, 2005: 31).

### **2.6.8. Cari İşlemler Açığının Hacmi**

Cari İşlemler Açığı / Gayri Safi Milli Hasıla olarak ifade edilen cari işlemler açığının hacmi sürdürülebilirliği etkilemektedir. Bu oranın yurtiçi tüketimden kaynaklanarak ani bir artış göstermesi, ülkelerin risk primini arttırmakta ve gelecekteki sermaye girişini engelleyebilmektedir. Bu durumda cari işlemler açığı ekonomiyi olumsuz etkilemektedir.

Bir ülke parasının hızlı ve % 25'i bulan reel değerlemesi ve Cari İşlemler Açığı/ Gayri Safi Milli Hasıla Oranının %4'ü bulması durumunda cari açık sürdürülebilir olmaktan çıkmaktadır (Timur,2005:16). Dornbusch sürdürülebilirlik için %4 oranı eşik değer olarak hesaplamışken, Freund bu oranı %5 olarak hesaplamıştır (Babaoğlu, 2005: 11). Bir ülkenin cari açık oranı bu oranları aştığı sürece ülke krize açık hale gelmektedir. Bu duruma örnek olarak 2000'li yılların başında Cari Açık / GSMH oranının %4,2'ye ulaştığı ABD ekonomisinde olumlu beklentilerin olumsuz hale dönüşmesiyle hisse senedi fiyatlarında ve borsa yatırımlarında düşüş meydana gelmiştir. Bunun sonucunda da ABD ekonomisinin itici gücü olan tüketici talebi ve yatırımlar düşmüştür.

## **3. SERMAYE VE FİNANS HESABI TANIMI VE KAPSAMI**

Cari işlemler hesabı ve sermaye hareketleri arasındaki ilişkiyi ifade edebilmek için sermaye hesabının ana kalemlerini ve sermaye hesabını etkileyen faktörleri incelememiz gerekebilmektedir. Yurtiçi yerleşiklerin tasarruf açıkları veya diğer bir ifadeyle yurtiçi yerleşiklerin gelir düzeylerinden daha fazla harcama yapmaları yurtdışından finansman sağlama ihtiyacını ortaya çıkarmaktadır. Bu

finansman sermaye ve finans hesabında takip edilmektedir (Babaoğlu, 2005: 38). Ödemeler dengesinin sermaye ve finans hesabı bölümüne bir ülkenin uluslararası her türlü mali sermaye ve dolaysız sermaye yatırımları kaydedilmektedir. Bu hesap bazı alt bölümlere ayrılmaktadır (TCMB, 2007:5). Bu alt bölümler aşağıda incelenmeye çalışılacaktır.

### 3.1.SERMAYE HESABI

Bu hesap sermaye transferlerini ve kara parçası gibi üretilmeyen varlıkların alım/satımını ve maddi olmayan üretilmeyen, finansal olmayan varlıkları kapsamaktadır.

### 3.2. FİNANS HESAPLARI

Ödemeler dengesinin önemli bir bölümünü finansman hareketleri yani sermaye ithali ve ihracı oluşturmaktadır. Bu durumda sermaye hareketleri ifadesi, finans hesaplarını ifade etmektedir. Özel ve kamu kuruluşları tarafından yapılan kısa ve uzun vadeli uluslararası sermaye hareketleri bu hesap altında incelenmektedir.

Ödemeler dengesi istatistiklerinin derlenmesinde ilişkin uluslararası standartlar, Uluslararası Para Fonunun üye ülkelerine yol gösterici olarak hazırladığı “Ödemeler Dengesi El Kitabında” yer alarak, istatistiklerin ülkelerarasında karşılaştırılabilirliğini sağlamaktadır (TCMB, 2007:1). Bu durumda finans hesapları sermaye şekline göre; doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, finansal türevler, diğer yatırımlar, rezerv varlıklar olarak beş ana alt bölüme ayrılmaktadır. Bu hesaplardan rezerv varlıklar hariç diğer tüm kalemler varlık ve yükümlülük ayırımında; doğrudan yatırımlar yatırımın yönüne göre, portföy yatırımları sektör ve enstrümana göre, finansal türevler sektörlere göre, diğer yatırımlar ise sektör ve vadeye göre çeşitli alt bölümlere ayrılmaktadır.

Sektörler; parasal otorite yani merkez bankası, merkezi hükümet, kamu ve özel bankalar, kamu ve özel diğer sektörler olarak gruplandırılmaktadır. Vadeler ise; vadesi bir yıla kadar olan finans hesapları kısa vadeli, vadesi bir yıldan uzun olan finans hesapları ise uzun vadeli olarak belirlenmektedir (TCMB, 2007:6).

Sermaye şekline göre finans hesapları ve vadesine göre finans hesapları aşağıda incelenmeye çalışılacaktır.

### **3.2.1. Doğrudan Yatırımlar**

Doğrudan yatırımlar bir yatırımcının yerleşik olduğu ekonomi dışındaki bir ekonomide yapmış olduğu uzun vadeli yatırım olarak tanımlanmaktadır. Yatırımcının amacı kuruluşun yönetiminde etkili olmaktır. Aynı zamanda doğrudan yatırım; yurtiçindeki herhangi varlığın en az yüzde elli bir hissesinin yabancılara satılması olarak ta tanımlanabilmektedir (Kaya, 1998:78). Doğrudan yatırımlar yurtdışında yerleşik ekonomik birimlerin yurtiçinde yaptıkları sabit sermaye yatırımları ile yurtiçinde yerleşik ekonomik birimlerin yurtdışında yaptıkları sabit sermaye yatırımlarının farkı olarak tanımlanabilmektedir (Eğilmez ve Kumcu, 2004:246). Doğrudan yatırım; yabancı sermaye yatırımının yapıldığı ülke ve yabancı sermayeyi getiren ülke ayrımında; sermaye, karın sermayeye katılımı ve diğer sermaye olarak üçe ayrılmaktadır.

Sermaye; yurtdışında yerleşik kişilerin, yurtiçinde yerleşik bir şirket kurmak, kurulmuş bir şirkete ortak olmak, şube açmak yoluyla ülkeye getirdikleri sermaye tutarları olarak ifade edilmektedir. Karın sermayeye katılımı; doğrudan yatırımlardan elde edilen kazançların dağıtılmadan sermayeye ilave edilmesi olarak ifade edilmektedir. Diğer sermaye; ana şirket ile yatırım yapılan şirket arasındaki borçlanma dolayısıyla oluşan yatırımlar olarak ifade edilmektedir.

### **3.2.2. Portföy Yatırımları**

TC. Merkez Bankası (2007)'na göre menkul değerlere yapılan yatırımlar olarak tanımlanan portföy yatırımları devlet kuruluşu ya da özel kuruluşların bono ve tahvilleri ile hisse senedi ve diğer para piyasası araçlarını içermektedir. Portföy yatırımları kalemi sektörel dağılımı da içerecek şekilde, varlık ve yükümlülük ana başlıkları altında hisse senetleri, borç senetleri, tahvil ve senetler, para piyasası araçları, finansal türevler şekilde sınıflandırılmaktadır.

Hisse senetleri; banka ve diğer kuruluşlar tarafından ihraç edilen hisse senetlerine olan yatırımlardır. Borç senetleri içerisinde ise; tahvil ve senetler ile para piyasası araçları ve finansal türevler yer almaktadır. Tahvil ve senetler yatırımcıya sabit getiri sağlayan tahvil ve kuponsuz tahvil gibi bir yıldan uzun vadeli menkul

kıymet araçlarıdır. Para piyasası araçları, vadeleri bir yıl yada daha az olan ve yatırımcıya koşulsuz olarak belirli bir tarihte sabit getiri sağlayan hazine bonoları gibi menkul kıymetleri kapsamaktadır. Finansal türevler ise sahibine ileri bir tarihte getiri sağlayan faiz yada para swapları, futures, opsiyon gibi ikincil piyasa araçlarını kapsamaktadır. TC. Merkez Bankası (2007)'na göre doğrudan yatırım ve portföy yatırımları arasında önemli farklılıklar bulunmaktadır. En önemli fark yabancı ülkede yapılan yatırımın yönetimi ve denetimi konusudur. Doğrudan yatırımda, şirket yönetimi ve denetiminde etkili olunmasına rağmen portföy yatırımda, yerleşik şirket üzerinde yönetim hakkı ve denetim söz konusu değildir. Doğrudan yatırımda yatırımcı yatırım sermayesinin dışında üretim teknolojisi ve işletmecilik bilgisini beraberinde getirebilirken, portföy yatırımda yabancı yatırımcının sermayeden başka bir katkısı bulunmamaktadır. Portföy yatırımlarının azalış artmasında yurtiçi ve yurtdışındaki faiz oranları ve ülke politikaları etkili olmaktadır.

### **3.2.3. Finansal Türevler**

Finansal türevler; bir dayanak varlığın değerine bağlı fakat bu dayanak varlıktan bağımsız olarak alım satımı yapılan finansal araçlardır. Türev işlemler, ileri bir tarihte yapılacak alım satımın şartlarını bugünden belirleyen hukuki sözleşmeler ile gerçekleştirilmektedir (TCMB, 2007:8).

Türev ürün olarak forward, future veya gelecek sözleşmeleri, opsiyon ve swaplar sayılabilmektedir. Türev ürünler spekülasyon ve riskten korunma amacıyla kullanılmaktadır. Forward işlemler; ileri bir tarihte söz konusu olacak herhangi bir malın, vadesi, fiyatı ve miktarı bugünden belirlenerek sözleşmeye bağlanan işlemlerdir (Ceylan ve Korkmaz, 2000:178). Future işlemler; bireyin belirli bir varlığı belirli bir fiyatla almasını veya satmasını zorunlu kılan işlemlerdir (Sarıkamış, 1998:76). Opsiyon, belirlenmiş süre içinde veya süre sonunda önceden belirlenmiş bir fiyatla pay senedi satın alma veya satma hakkını veren bir anlaşmadır (Sarıkamış, 1998:65). Döviz swapları anında teslim kaydıyla satılan dövizin, gelecekte belli bir süre sonra tekrar satın alınması ya da anında teslim kaydıyla satın alınan bir dövizin, gelecekte teslim edilmek üzere tekrar satılması şeklinde olan işlemlerdir (Seyidoğlu,1999:352).

### **3.2.4. Diğer Yatırımlar**

Doğrudan yatırım, portföy yatırımları ve rezerv varlıklar dışında kalan tüm sermaye hareketleri bu kalem içerisinde yer almaktadır. Diğer yatırımlar kaleminde varlık ve yükümlülük ayrımında türlerine ve sektörüne göre ticari krediler, krediler, efektif mevcutları ve mevduat hesapları, diğer varlık ve yükümlülükler bulunmaktadır.

### **3.2.5. Rezerv Varlıklar**

Ülke ödemelerinin kontrolü ve ödemelerde ortaya çıkan dengesizliklerin dolaylı olarak döviz kurlarına müdahale yoluyla düzenlenmesine yönelik olarak kullanımına hazır olan dış varlıklara rezerv varlıklar adı verilmektedir.

Rezerv varlıklar parasal altın, özel çekme hakları, fon nezdindeki rezerv pozisyonu, döviz rezervleri, diğer alacak hakları olarak sınıflandırılmaktadır. Parasal altın rezervleri; ülkenin parasal otoritesi ile diğer ülke para otoriteleri veya uluslararası para kuruluşları arasında olan işlemlerle elde edilirken, özel çekme hakları; IMF tarafından yaratılan ve üye ülkelerin kotaları çerçevesinde üye ülkelere rezerv sağlamak amacıyla tahsis edilen uluslararası rezerv şeklidir. Üye ülkelerin IMF'deki rezerv pozisyonları, üye ülkelerin kredi dilimlerinden satın alışlarının toplamı olup, üye ülkeye her an ödenebilen tutarlara fon nezdindeki rezerv pozisyonu adı verilmektedir. Döviz rezervleri; parasal otoritenin elinde tuttuğu dış ödemelerde kullanılacak yabancı paralar, yurtdışında geçerli poliçe, senet, hazine bonosu, çek gibi ödeme araçlarından oluşmaktadır. Diğer alacak hakları ise rezerv varlıklar içerisinde yukarıda sınıflananlar dışında kalan varlıklardır. Örneğin, bankaların elinde tuttuğu rezerv varlıkların parasal otoritenin kontrolüne girmesi durumunda, bu rezerv varlıklar diğer rezerv varlıklar hesabına kaydedilmektedir.

### **3.2.6. Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri**

Uzun vadeli sermaye hareketleri fonların bir yıldan daha uzun süreli olarak arz ve talep edilmesi olarak tanımlanabilmektedir. Uzun vadeli sermaye hareketleri yurtdışı yerleşiklerin yurtiçinde yaptıkları doğrudan yabancı sermaye yatırımları, kriz

dönemlerinde çıkış göstermeyen yurtdışına satışı sunulan borçlanma senetleri, uzun vadeli net kredi girişleri, Uluslararası Para Fonundan sağlanan kaynaklar ve uzun vadeli mevduat girişlerini kapsamaktadır (Babaoğlu, 2005: 46). Uzun vadeli sermaye hareketleri kredi kullanımları, geri ödemeler ve kredi mektuplu döviz tevdiat hesapları olarak üçe ayrılmaktadır.

#### i. Kredi Kullanımları

Bankalar ve Merkez Bankası'nın doğrudan yurtdışından sağladıkları nakit döviz kredileri, kuruluşların yurtdışından sağladıkları ve bankaların aracılık yaptıkları veya geri ödemesine garanti verdikleri nakit döviz kredileri ile ithalatın finansmanı amacıyla sağlanan uzun vadeli ticari kredilerden oluşmaktadır.

#### ii. Geri Ödemeler

Yurtdışından sağlanan uzun vadeli döviz kredilerine ait olan geri ödemeler yine bankacılık sisteminden sektörel bazda borçlu, alacaklı ve kredi türüne göre temin edilmektedir. Kredi kullanım ve geri ödeme bilgileriyle borçlu ve alacaklı bazında yurtdışına olan net borçluluk ve alacaklılık durumu da takip edilebilmektedir.

#### iii. Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat Hesapları

Yurtdışında çalışan kişilerin Merkez Bankası nezdinde açtırdıkları uzun vadeli mevduat hesapları ve süper döviz hesapları bu kalemde yer almaktadır. Kredi mektuplu döviz tevdiat hesabı ve süper döviz hesabı yurtdışında ikamet eden, oturma ve çalışma izni ya da hakkı bulunan, Türkiye Cumhuriyeti vatandaşları veya 5203 Sayılı Kanunla Tanınan Hakların Kullanılmasına İlişkin Belge'ye sahip gerçek kişiler tarafından, TC. Merkez Bankası nezdinde belirlenmiş dövizler üzerinden açılan döviz hesaplarıdır.

### **3.2.7. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri**

Bir yıldan kısa sürede geri ödenen kredi türündeki sermaye hareketleri kısa vadeli sermaye hareketleridir (Kindleberger, 1970:101). Kısa vadeli sermaye hareketleri yurtiçi yerleşiklerin yurtdışından sağladıkları kısa vadeli krediler, yurtdışı yerleşiklerin yurtiçindeki bankalarda bulunan mevduatları, yurtdışında çalışan ve yurtdışı yerleşik işçilerin Merkez Bankası'nda bulundurduğu kısa vadeli mevduatları

kapsamaktadır (Babaoğlu, 2005:46). Kısa vadeli sermaye hareketleri varlıklar ve yükümlülükler olarak ikiye ayrılmaktadır.

i. Varlıklar:

- Bankaların döviz mevcutları, yani bankalarca yurtdışı muhabirleri nezdinde tutulan cari ve depo hesaplarından ve bankaların döviz üzerinden yaptıkları her türlü işleminden oluşmaktadır.

- Verilen döviz kredileri, bankalar ve Merkez bankası tarafından yurtdışına verilen döviz kredilerinden oluşmaktadır.

ii. Yükümlülükler:

- Mevduat kalemi, yurtdışında yerleşik kişilerce açılan döviz tevdiat hesapları ve yurtdışı bankaların depo hesaplarını içermektedir.

- Kredi kalemi, banka ve kuruluşların yurtdışından sağladıkları kısa vadeli döviz kredileri ve dış ticaretin finansmanı amacıyla sağlanan kısa vadeli ticari kredileri kapsamaktadır.

### 3.3.SERMAYE HAREKETLERİNİN ETKİLERİ

Sermaye hareketlerinin etkilediği faktörleri makro ekonomik etkiler ve mikro ekonomik etkiler olarak inceleyebiliriz. Sermaye hareketlerinin etkilediği makro ekonomik etkiler genel olarak döviz kuru üzerinde etkiler, finansal piyasalar üzerindeki etkiler, ekonomik istikrar üzerindeki etkiler, ekonomik beklentiler üzerindeki etkiler, cari işlemler dengesi üzerindeki etkiler, kurumsal etkiler, dış ticareti serbestleştirici politikalara etkisi olarak sınıflandırılabilir (Kaya, 1998: 32).

#### 3.3.1. Döviz Kuru Üzerindeki Etkiler

Sermaye hareketlerinin ekonomi üzerindeki etkilerini değerlendirmede ülkede uygulanan kur rejimi önemlidir. Sermaye hareketlerinin gerçekleştiği ülkede döviz kuru sisteminin esnek kur sistemi olması halinde, sermaye girişleri döviz kurunda ulusal paranın değer kazanmasına yol açarken, sabit kur sisteminin olduğu durumda sermaye hareketleri doğrudan uluslararası rezervlerin artmasına yol açmaktadır (Yeldan, 1996:50). Ülkeye sermaye girişi gerçekleştiğinde ülkede likidite



artmaktadır. Bu durum nominal faiz oranlarını düşürerek, yurtiçi harcamaları arttırmaktadır. Yurtiçi harcamalar dış ticarete konu olan mallara yöneliyorsa, dış ticaret açığı artmaktadır. Yurtiçi harcamalar dış ticarete konu olmayan mallara yöneliyorsa, bu tür malların talepleri ve fiyatları artarak, reel döviz kuru değer kazanmaktadır. Dış ticarete konu olmayan mal fiyatlarındaki artış esnek kur sisteminde reel kurun değer kazanmasına, sabit kur sisteminde ise nominal kurun değer kazanmasına neden olmaktadır (Kaya, 1998:33). Calvo (1994)'nın ifade ettiği esnek kur sisteminde ülkeye sermaye girişinin gerçekleşmesi sonucunda ulusal para değer kazanmaktadır. Bu durum ihracatı pahalı hale getirerek ihracatçı sektörlerin rekabet gücünü azaltmakta, ithalatın ucuzlaması dolayısıyla da ekonominin ithalata bağımlılığı artarak, ekonomi üzerinde olumsuz etki yaratmaktadır.

Ülkeye giren sermayenin vadesi reel döviz kurunu etkilemektedir. Balkan vd. (2000)'a göre kısa vadeli sermaye hareketleri makroekonomik olumsuzluklara karşı yüksek duyarlılığa sahip olduklarından, uzun vadeli sermaye hareketlerinden daha istikrarsızdır. Kısa vadeli sermaye hareketleri gerçekleşen ülkede herhangi bir siyasi ya da ekonomik olumsuzluk durumunda faiz oranları artsa dahi, ülke kısa vadeli sermaye çıkışını önleyemez. Bu durumda döviz kurunun istikrarı, ilgili ülkenin yeterli döviz rezervine sahip olup olmamasına bağlı olmaktadır. Ülkenin yeterli rezerve sahip olmaması durumunda reel döviz kuru değer kazanarak, ekonomide olumsuz etki yaratabilmektedir (Alp, 2002:186). Ülkede kısa vadeli sermaye hareketlerinin fayda maliyet dengesini iyileştiren politik reformların ve kurumsal değişikliklerin yapılması ülkeye uzun vadeli sermaye girişini arttırmaktadır. Bu durum reel döviz kuru üzerinde istikrar sağlayarak ülke ekonomisini olumlu etkilemektedir (İnandım, 2005:99).

### **3.3.2. Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkiler**

Bir ekonomi finansal olarak gelişmemiş ise, ekonomideki finansal sermayeyi büyütecek gerekli tasarruflar kamu maliyesine ve uluslararası sermaye hareketlerine bağlı olmaktadır (Shaw, 1973:8). Sermaye hareketleri yatırım yapılan ülkenin kalkınmasına ve sermaye piyasalarının gelişimine katkıda bulunmakla birlikte, ülke ekonomisini olumsuz etkileyen riskleri de beraberinde getirmektedir. Uluslararası sermaye girişinin fazla olması, yurtiçi menkul kıymet ve gayri menkul fiyatlarını

aşırı derecede artış göstermesini sağlamaktadır (Berksoy ve Saltoğlu, 1998:34). Sermaye piyasalarında yabancıların payının artması, finansal piyasaların küresel değişmelerden daha fazla etkilenmesini sağlayarak, küresel düzeyde oluşacak bir gelişmeden ülkenin daha fazla etkilenmesini sağlamaktadır.

Balkan ve Yeldan (1996)'nın ifade ettiği gibi sermaye girişinin kısa vadeli ve yüksek miktarda gerçekleşmesi dolayısıyla ulusal finans piyasalarındaki mali araçların özgün gelişimi engellenmektedir. Finansal piyasası gelişmemiş bir ülkede, sermaye girişinin spekülatif nitelikte olması, faiz farkının yarattığı kısa dönem karlılığı değerlendirmeye yönelik olduğundan, menkul kıymetler üzerinde yapay dalgalanmalar suni fiyat artışları yaratmaktadır (Kaya, 1998:40).

### **3.3.3. Ekonomik İstikrar Üzerindeki Etkiler**

Ulusal ya da uluslararası fon arz edenlerin amacı belirli risk düzeyinde ellerinde bulunan finansal kaynaklardan en yüksek oranda gelir sağlamak, fon talep edenlerin amacı da bu fonları en düşük maliyetle elde edebilmektir (Delice, 2002: 58). Bu amaçla uluslararası sermaye hareketleri gerçekleşmektedir. Bir ülkeye sermaye hareketlerinin gerçekleşebilmesi için o ülke ekonomisinin istikrarlı olması gerekmektedir. Ülkedeki belirsizliklerin çok fazla olması hem ülke ekonomisinde bulunan yatırımcılar hem de yabancı yatırımcılar için de tercih edilmeyen bir durumdur.

Ülkeye sermaye girişi sabit kur sisteminde dış ticarete konu olmayan malların görece fiyatlarındaki artış sonucunda enflasyonist etki yaratmaktadır (Kaya, 1998:41). Bu durum ekonomik istikrarı olumsuz etkilemektedir. Ülkedeki genel fiyat seviyesindeki hızlı yükselişler ve belirsizlikler ilgili ülkenin para biriminin yabancı para birimleri karşısında uzun dönemli olarak değerinin tahmin edilememesini sağlamaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen sermaye hareketlerinin kısa vadeli olması dolayısıyla sermaye hareketleri ülkede ekonomi üzerinde olumsuz etki yaratmaktadır. Kısa vadeli uluslararası sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelere doğru hızla artmış olmasına karşılık, kaynak kullanımında etkinlik ve verimlilik artışının temel koşulu olan istikrar ortamına katkıda bulunmadığı, tersine, istikrarsızlığı besleyen etkiler yarattığı ileri sürülmektedir (Berksoy ve Saltoğlu,

1998: 35). Bu durumda gelişmekte olan ÷lkelere sermaye hareketleri yüksek faiz ile birlikte ulusal parayı değerlendirerek ithalatı arttırıp cari açıklara, kamu açıklarına, enflasyon oranındaki artışa yol açmakta ve ekonomik büyüme oranında etkili olmaktadır (Tarı ve Bozkurt, 2006:14). Sermaye hareketlerindeki olumsuz etkiyi engelleyebilmek, hızlı ekonomik gelişmeyi sağlayabilmek amacıyla ÷lkeler uzun süreli ekonomik istikrar programı uygulamalıdır (Neftçi, 1993: 60).

#### **3.3.4. Cari işlemler Dengesi Üzerindeki Etkisi**

Sermaye hareketleri, cari işlemler hesabının finansmanı olması dolayısıyla, sermaye hareketleri ve cari işlemler hesabı arasında ilişki bulunmaktadır. Arslanoğlu (2003)'e göre ödemeler dengesinde cari açık olan bir ÷lkenin sermaye hareketlerinde fazla bulunmaktadır. Cari işlemler açığı veren bir ÷lke yabancı tasarrufları ithal etmek istiyor demektir. ÷lkedeki tasarruf açığı yurtiçi faizleri yükselterek, yurtdışından sermayenin yurtiçine gelmesini sağlamaktadır. Bu durumda sermaye hareketleri fazla vermektedir (Eğilmez ve Kumcu, 2004: 253).

Türkiye gibi gelişmekte olan ÷lkelerde bir taraftan cari açıkların kapatılması, diğer taraftan şoklara karşı korunmak amacıyla merkez bankalarının rezervlerini yüksek tutma gereği daha fazla sermaye girişini zorunlu hale getirmektedir (İnsel ve Sungur, 2003: 15). ÷lkeye sermaye girişinin gerçekleşmesiyle reel döviz kuru düşer dolayısıyla ithalat artar, ihracat azalır. Net ihracatın azalmasıyla dış ticaret açığı ve cari işlemler hesabı açığı oluşmaktadır.

Cari işlemler hesabı ve sermaye hareketleri arasındaki uygun denge ÷lkelerin özel faktörlerine bağlı olmaktadır. Bu özel faktörler ise; ÷lkelerin borç servis kapasiteleri anlayışının ne olduğu ve sermaye girişlerinin ÷lkedeki tüketimi mi yoksa yatırımları mı finanse ettiğidir. Sermaye hareketlerinin yatırımları finanse etmesi dolayısıyla yatırımların gayri safi milli hasıla içindeki payının sermaye hareketlerinin payıyla birlikte gitmesi ekonomiler için yararlı olmaktadır.

Sermaye hareketlerinin fazla olduğu dönemlerde ÷lke ekonomisi büyüyebilmektedir. Bu büyümeyle beraber ulusal paranın değer kazanması ithalatın artmasına yol açmaktadır. İhracatın büyüme hızı ithalatın büyüme hızından daha yavaş ise cari işlemler dengesi sürdürülemez olmaktadır (Yentürk ve Çimenöğlu,2002: 11).

Cari işlemler hesabı açığının meydana gelmesinde ulusal tasarrufların düşmesi ve ulusal yatırımların artması gibi iki önemli etken bulunmaktadır (Reinhart, 2005:3). Sermaye hareketleri ilk aşamada cari açığı arttırarak tasarruf oranlarının azalmasına yol açmaktadır. Bunun sonucu olarak tüketim harcamaları artış göstermektedir (Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 38). Sermaye hareketleri ile birlikte cari işlemler hesabı açığındaki artış sonucunda cari işlemler hesabı açığı sermaye hareketleri ile kapatılırken, sermaye hareketi büyümeyi finanse edebilmektedir. Kısa vadeli sermaye hareketi dolayısıyla ekonomik büyümenin sağlanması ile cari açıkların kapatılması sürekli olmamaktadır (Uzunoglu, ve diğer., 1995:79). Kısa vadeli sermaye hareketleri ulusal paranın değer kazanmasına ve ithalatın artmasına yol açarak dış denge üzerine etkili olmakta dolayısıyla cari açıklara sebep olmaktadır. Cari işlemler hesabı açığının uzun vadeli sermaye ile finanse edilmesi cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliğini arttırırken, kısa vadeli sermaye ile finanse edilmesi sürdürülebilirliği olumsuz etkilemektedir (Yücel ve Yanar, 2005:4).

Gerçekte ekonomideki cari açık endişe kaynağı olmayabilir, ekonomideki ani sermaye girişi ve ani sermaye çıkışı karşısındaki kırılganlıklar temel endişe kaynağı olmaktadır (Özmen,2004:5). Sermaye hareketlerinin serbest olduğu ülkelerde cari işlemler hesabı ve sermaye hareketleri arasında ilişki bulunmayabilir. Cari işlemler hesabının fazla verdiği dönemlerde sermaye hareketleri de fazla verebilmektedir. Ülkede yüksek faiz bulunması durumunda ülkeye sermaye girişi gerçekleşerek sermaye hareketleri fazla verebilmektedir. O anda o ülkede cari işlem fazlası olabilmektedir (Eğilmez ve Kumcu, 2004:252).

### **3.3.5. Ekonomik Bekleyişler Üzerinde Etkiler**

Sermaye hareketliliğinin sürdürülebilirliği ve kompozisyonu yurtiçi ve yurtdışı ekonomik bekleyişlerde etkili olmaktadır. Ekonomide sermaye hareketliliğinin geçici ve spekülatif amaçlı olması ve bu fonların aniden geri dönüşü; kaynak dağılımının bozulmasına, fiyat dirençlerine, iflaslara ve ekonomik belirsizliklere sebep olmaktadır.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin yarattığı dalgalanmalarla ekonomideki belirsizlikler artmaktadır. Bu durum ülkenin uluslararası kredibilitesi üzerinde etkili olmaktadır. Özellikle toplam sermaye hareketleri içindeki spekülatif nitelikteki

sermaye hareketlerinin artması bir ülkenin kredibilite notunun düşmesine neden olmaktadır (Kaya,1998:42). Ülkede sermaye çıkışının gerçekleştiği dönemde beklentiler ve yatırım kararları olumsuz etkilenecek risk primi artmaktadır. Borçlanma olanakları ve kamunun piyasada etkin olması faiz oranlarının artmasına yol açmaktadır. Sonuç olarak tüketim ve yatırım azalarak ekonomik daralma yaşanmaktadır (Güven, 2001:12).

### **3.3.6. Kurumsal Etkiler**

Finansal işlemlerin uluslararası boyutundaki artış kurumsal yapı uygulamalarını zorunlu tutmaktadır. Kamu tarafından gerçekleştirilen kurumsal düzenlemelerin anlaşılabilirliği ve güvenilebilirliği yatırımcılar açısından büyük önem taşımaktadır. Düzenleyici sistem finansal sistemin gelişmesini sağlayacak şekilde esnek olmalıdır (Eser,2001:5). Sermaye hareketlerinin yapısı kurumsal düzenlemeleri etkilemektedir. Sermaye hareketlerinin spekülasyon nitelikte gerçekleşmesi durumunda ekonomik otoriteler sermaye kontrolü ile ekonomideki olumsuz etkileri azaltabilmektedir. Örneğin yüksek sermaye girişine karşın vergi oranları artırılarak ve /veya kamu harcamaları azaltılarak, sermaye girişinin yarattığı enflasyonist etki giderilmiş olmaktadır (Kaya, 1998:52).

### **3.3.7. Dış Ticareti Serbestleştirici Politikalara Etkisi**

Finansal piyasaların küreselleşmesi ile sermaye hareketlerinin daha verimli kullanılması sağlanmaktadır (Moskow, 2000:340). Sermaye hareketlerinin daha verimli kullanılabilmesi için uluslararası piyasalarla bütünleşmekte olan piyasalar, hukuki yapılarını gelişmiş piyasaların hukuki düzenlemeleriyle uyumlu hale getirmelidir. Uluslararası piyasalarda kısıtlamaların kaldırılması, piyasaların bütünleşmesinde etkili olmaktadır (Tezcanlı, ve diğer.,1994:51). Ülkeye sermaye girişinin gerçekleşmesi, reel döviz kurunu düşürerek ülkenin dış ticaret açığı vermesine yol açmaktadır. Bu durum ülke ekonomisini olumsuz etkilememesi için ihracatta teşvikler gibi önlemler alınmasını gerektirmektedir. Bu önlemler alınmasına karşın ülkeye sermaye girişinin gerçekleşmesiyle reel döviz kurunda oluşan uzun süreli artış, dış ticaret yapan sektörlerin karlarını azaltarak, dış ticarete uygulanan reformların başarısını engelleyebilmektedir (Kaya, 1998:45).

### **3.3.8. Mikro- Ekonomik Etkenler**

Uluslararası sermaye hareketleri dolayısıyla işletmelerin yapıları, yönetim anlayışları, üretim biçimleri tamamen değişebilmektedir (Tağraf, 2002: 33). Yabancı firmalar yatırım yaparken gelişmiş işletme tekniklerini kullandıkları için yatırım yapılan ülkenin kaynak kullanımını ve verimliliğini arttırmaktadır (Yased, 1988:30).

Uluslararası sermaye hareketleri ülkeler arasında teknoloji transferi sağlayarak, o ülkedeki teknolojinin gelişmesine ve ülkeler arasında bilgi transferinin gerçekleşmesine neden olmaktadır. Bu durum ülkenin ihracat imkanını arttırarak ülke ekonomisini olumlu etkilemektedir.

Uluslararası sermaye hareketleri gelişmiş ülkelere, gelişmekte olan ülkelere doğru gerçekleşebilmektedir. Bu durumda gelişmekte olan ülkelerde finansal maliyetlerin yüksekliği, yönetsel ve kültürel farklılıkların bulunması ve nitelikli işgücünün bulunamayışı gibi sorunlar ortaya çıkabilmektedir. Bu tür mikro ekonomik etkenler ülkeye sermaye girişini engelleyebilmektedir (Tezcanlı, ve diğer.,1994: 26).

## İKİNCİ BÖLÜM

### TÜRKİYE’DE CARİ İŞLEMLER HESABI VE SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ

Bu bölümde Türkiye ekonomisinde cari işlemler hesabı ve sermaye hareketleri arasındaki ilişki cari işlemler hesabı ve sermaye hareketlerinin yıllar itibariyle gelişimi ele alınarak incelenmeye çalışılacaktır. Türkiye’de cari işlemler hesabı ve sermaye hareketlerindeki gelişmeler yıllar itibariyle 1980 öncesi ve 1980–1993 dönemi, 1994 kriz dönemi, 1995–1999 dönemi, 2000-2001 kriz dönemi, 2001 kriz dönemi sonrası dönem olarak ele alınacaktır.

#### 1. TÜRKİYE’DE 1980 ÖNCESİ VE 1980 – 1993 DÖNEMİ CARİ İŞLEMLER HESABI VE SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ

Türkiye ekonomisinde 1980 öncesi ve 1980-1993 alt dönemi Türkiye’nin 1947 yılında IMF ile dünya bankası üyeliğini gerçekleştirmesi, 4 Ağustos 1958 tarihinde ilk kapsamlı istikrar kararlarının alınmış olması, 1974 yılında petrol krizinin gerçekleşmesi ve 24 Ocak 1980 tarihinde ekonomik istikrar tedbirlerinin alınması dolayısıyla önemli bir dönem olmaktadır. Bu alt başlıkta Türkiye’de 1980

öncesi ve 1980-1993 dönemi cari işlemler hesabındaki gelişmeler, sermaye hareketlerindeki gelişmeler ve cari işlemler açığı finansmanında sermaye hareketlerinin rolü açıklanmaya çalışılacaktır.

### 1.1. TÜRKİYE’DE 1980 ÖNCESİ GENEL EKONOMİK DURUM

Türkiye ekonomisinde Cumhuriyetin kuruluşundan 1980 yılına kadar geçen zamanda süreklilik taşıyan bir dış ticaret politikası uygulanmamıştır. Lozan Antlaşması gereği; 1923-1928 yılları arasında ve 1950-1954 yılları arasında ekonomi politikası değişikliği ile liberal dış ticaret uygulamaları gerçekleştirilmiştir. Bu dönemler dışında Cumhuriyetin kuruluşundan 1980 yılına kadar genel olarak devletçi ekonomi politikaları uygulanmıştır ( Hepaktan, 2007:79).

Türkiye ekonomisi 1947 yılında IMF ile Dünya Bankasına üyeliğini gerçekleştirerek batı dünyası ile ekonomik ve siyasi ilişkiler yöneltmiştir. 7 Eylül 1946 tarihinde ilk devalüasyon kararı ile ithalatı caydıran ihracatı özendirilen önlemler almıştır. Türkiye ekonomisi 1947 yılında 14 milyon dolar, 1948 yılında 149 milyon dolar cari açık vermiştir. 1950-1953 yılları arasında büyüme oranı ortalama olarak %11.5’e yükselmiş, ithalat 286 milyon dolardan 533 milyon dolara yükselmiş, ihracat ise 560 milyon dolardan 396 milyon dolara yükselmiştir (Berksoy, 1982:153-154). Bu durumdan dolayı dış ticaret açığı ve cari işlemler açığı ortaya çıkmıştır. 1950 yılında cari açık 50 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. 1950’li yıllardan sonra ise ortaya çıkan döviz darboğazları siyasi hayatı belirleyici unsur haline gelmiştir.

1956 yılından itibaren dış ticaret açıklarının finansmanında ve dış kredi bulmakta güçlükler yaşanmıştır. Türkiye bu dönemde yurtiçi kaynakların ötesinde kaynak kullanımı gerektiren büyümenin gerçekleşmesi, cari işlemler açığının meydana gelmesi, dış kaynak kullanımı gibi sorunlarla karşılaşmıştır. Ekonomideki iç ve dış istikrarın sağlanması amacıyla istikrar programı uygulanmıştır. İlk kapsamlı istikrar kararları 4 Ağustos 1958 tarihinde alınmıştır (Ardıç ve Yılmaz, 2002:207). Fakat alınan ekonomik önlemlere rağmen dış ticaret açığı 1958 yılında 67 milyon dolar, cari işlemler açığı 64 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir (ATO, 2005:4). 1970 yılına kadar Türkiye ekonomisi sıkıntılarla karşılaşmıştır. Dış ticaret açığı artmış, TL aşırı değerlenmiş, işçi döviz girişleri azalmıştır.



1973 yılında Arap-İsrail savaşı ile birlikte Arap ülkeleri, Batı Avrupa ülkeleri ve ABD'ye yapılan petrol sevkiyatını durdurmuştur. Kısa bir süre sonra petrol ihraç eden ülkeler teşkilatı varil başına petrol fiyatlarını dört katına çıkarmıştır (Theberge, 1999:4). Bu yılın sonunda sabit kurlar düzeni çökmüş, petrol fiyatlarındaki artış dolayısıyla gelişmiş ülkeler büyümeyi devlet müdahalesiyle sağlamaya çalışmışlardır (Onursal, 1991:5). 1974 yılında gerçekleşen kriz ile dünya ekonomisinin genişleme süreci yavaşlamış, işsizlik ve enflasyon bir arada görülmeye başlamıştır. Gelişmiş ülkelerdeki toplam talep daralması geliştirmekte olan ülkelere hammaddeye olan talebi azaltmış, geliştirmekte olan ülkelerin ithalatını pahalı hale getirmiştir. Bu durumdan dolayı geliştirmekte olan ülkeler ödemeler bilançosu sorunlarıyla karşılaşmıştır (Soyak ve Bahçekapılı, 1998:5). Türkiye ekonomisinde petrol fiyatlarındaki artış ithal edilen sanayi ürünlerinin fiyatlarını artırmıştır. Dünya petrol tasarrufuna yönelirken Türkiye petrole sübvansiyon vererek tüketimi artırmıştır. Bu durumda dış ticaret açığı artış göstermiş, döviz rezervleri azalmıştır. Petrol ihracatçıları dışında dünya piyasasındaki daralma ve 1974 yılında yaşanan Kıbrıs çıkarması dolayısıyla ihracat gelirleri azalmış ve cari işlemler açığı ortaya çıkmıştır (Kazgan, 2002:10). 1973 yılında 484 milyon dolar cari fazla, 769 milyon dolar dış ticaret açığı gerçekleşmişken, 1974 yılında 718 milyon dolar cari açık, 2 milyar 245 milyon dolar dış ticaret açığı gerçekleşmiştir. 1973 yılında cari açığın milli gelire oranı % 1,6 iken, 1974 yılında %1,8 olarak gerçekleşmiştir. 1975 yılında ise bu oran %3,5'e yükselmiştir. Bu istikrarsızlığın bedelini politik hayat ödemiştir. 1973 yılından 1975 yılına kadar dört ayrı hükümet iktidar olmuştur (ATO, 2007:5).

1974 kriziyle birlikte gelişmiş ülkelerde hammadde fiyatları artmış, verimlilik düşmüştür. Dolayısıyla kar oranları azalmıştır. Bu durum yatırımların azalmasına ve finans sektörünün önem kazanmasına neden olmuştur. 1974 yılında OPEC (Petrol Üreten ve İhrac Eden Ülkeler Teşkilatı) ülkelerinde biriken fonlar uluslararası bankalara yönelmiştir. Bu fonlar geliştirmekte olan ülkelere değişken faizli, kısa vadeli ve LIBOR üzerinden işlem gören kredi olarak dağıtılmıştır (Kazgan, 1984:183). Türkiye Döviz Çevrilebilir Türk Lirası Mevduat Hesapları ile serbestleşme yolunda ilk adımı atarak, 1974 krizi ile ortaya çıkan cari işlemler açığını kısa vadeli borçlanma yoluyla kapatmaya çalışmıştır. Bu dönemde sağlanan kredi ile finanse edilen cari işlemler açığının ardından dış borçların geri ödenmesi ile

ilgili sorunlar ortaya çıkmıştır. 1977 yılında cari açığın milli gelire oranı %5,4'e yükselmiştir. Artan iç borç ve cari açık dolayısıyla hükümet değişikliği yaşanmıştır. Türkiye ekonomisi 1978 yılında Döviz Çevrilebilir Mevduat borçları ve bu borçların faizlerini ödeyemez duruma gelmiştir.

Hükümet dış ödemeler dengesindeki istikrarı sağlamak amacıyla Nisan 1978 ve Mart 1979 tarihlerinde iki istikrar programı yürürlüğe koymuştur. Siyasi istikrarsızlık ve zayıf hükümetler sebebiyle yürürlüğe konulan istikrar programları etkin bir şekilde uygulanamamıştır.

1980 yılında enflasyonun denetim altına alınamaması ise "24 Ocak Ekonomik İstikrar Tedbirleri" ile birlikte yeni siyasal ve ekonomik arayışları oluşturmuştur. Bu tedbirlerin temel amacı ise, iç piyasada istikrar ve dış ödemelerde dengeyi gerçekleştirmek olmuştur. Bu sebeple hükümet iç piyasayı serbestleştirmek, fiyat kontrollerini kaldırmak, dış ticareti liberalleştirmek ve teşvik etmek, devalüasyonlar yapmak, mevzuata kolaylıklar getirmek yollarına başvurmuştur (Kavrakoğlu, 1990:10). 24 Ocak 1980 Ekonomik İstikrar Tedbirlerini takip eden süreçte, sabit kur sisteminden serbest kur sistemine geçilmiştir. Faiz hadleri üzerindeki kontroller kaldırılmış, ulusal mali piyasaların gelişimi ve uluslararası piyasalara entegrasyonun sağlanması bakımından sermaye piyasaları üzerindeki kısıtlamalar kaldırılmıştır. Bu uygulamaları desteklemek için vergi avantajları sağlanmıştır (Taş, 2001:91). Uygulanan yapısal reform programıyla dışa açık, piyasa odaklı yaklaşımın hakim olduğu ekonomik sisteme geçilmiştir (TCMB,2002:11).

## 1.2. TÜRKİYE'DE 1980–1993 DÖNEMİ CARİ İŞLEMLER HESABINDAKİ GELİŞMELER

Türkiye ekonomisinde 24 Ocak Ekonomik İstikrar Tedbirlerinin amaçlarından biri, ülkenin borç ödeyebilir konuma gelebilmesini sağlamak olmuştur. Bu amaçla ihracat teşvikleri ve döviz kurunda değişimler gerçekleştirilerek ihracat artışının sağlanmasına çalışılmıştır. Aşağıda 1980-1983 alt dönemi ve 1984-1993 alt dönemi ayrı tablolar halinde düzenlenmiştir. Bu durumun nedeni 1984 yılında ödemeler dengesinde yeni bir düzenlemeye gidilmiş olmasıdır. 1984 yılında ödemeler dengesi uluslararası standartlara uygunluğunun sağlanması amacıyla yeni bir sınıflandırmaya göre düzenlenmiştir (Şahin, 2007:204).

Aşağıda Tablo 1’de Türkiye ekonomisinde 1980-1983 dönemi cari işlemler hesabı ve cari işlemler hesabı alt kalemlerinin seyri gösterilmektedir.

Tablo 1. Cari İşlemler Hesabı Ana Kalemlerindeki Gelişmeler  
(1980-1983, Milyon Dolar)

Yıllar	1980	1981	1982	1983
Cari İşlemler Hesabı	-3408	-1936	-952	-1923
İhracat	2910	4703	5890	5905
İthalat	-7513	-8567	-8518	-8895
Mal Dengesi	-4603	-3864	-2628	-2990
Hizmet Gelirleri	762	1316	1928	1960
Hizmet Giderleri	-600	-503	-1074	-1223
Mal ve Hizmet Dengesi	-4441	-3051	-1774	-2253
Yatırım Gelirleri	0	0	110	81
Yatırım Giderleri	-1138	-1443	-1565	-1511
Mal, Hizmet ve Yatırım Dengesi	-5579	-4494	-3229	-3683
Cari Transferler	2171	2558	2277	1760

Kaynak: DPT, <http://www.dpt.gov.tr>.

Tablo 1’de ifade edildiği gibi 1980 yılında ihracat 2,910 milyar dolar olarak gerçekleşirken, ithalat 7,513 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu durumda mal dengesinde 4,603 milyar dolar açık gerçekleşmiştir. Bu dönemde hizmet gelirleri alt kalemi 762 milyon dolar, hizmet giderleri alt kalemi 600 milyon dolar, yatırım giderleri 1,138 milyar dolar, cari transferler 2,171 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Cari işlemler hesabı bu dönemde 3,408 milyar dolar açık vermiştir.

1980 yılında alınan ekonomik istikrar tedbirlerinin ardından, 1981 yılında ihracat bir önceki yıla göre % 61 oranında artış göstererek 4,703 milyar dolar, ithalat ise bir önceki yıla göre %14 oranında artış göstererek 8,567 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde hizmet gelirleri 1,316 milyar dolar, hizmet giderleri ise 503 milyon dolar, yatırım giderleri 1,443 milyar dolar, cari transferler 2,558 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde cari işlemler hesabı açığı bir önceki yıla göre %43 oranında azalarak 1,936 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

1982 yılında ihracat bir önceki yıla göre %25 oranında artış göstererek 5,890 milyar dolar, ithalat ise 8,518 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde hizmetler geliri bir önceki yıla göre % 46,5 oranında artış göstererek 1,928 milyar dolar, hizmetler gideri bir önceki yıla göre %113,5 oranında artış göstererek 1,074 milyar dolar, yatırım giderleri bir önceki yıla göre % 8,5 oranında artış göstererek

1,565 milyar dolar, cari transferler bir önceki yıla göre azalarak 2,277 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Dolayısıyla bu dönemde cari işlemler hesabı açığı %51 oranında azalarak 952 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

1983 yılında ihracat bir önceki yıla göre % 0,3 oranında artış göstererek 5,905 milyar dolar, ithalat bir önceki yıla göre %4,43 oranında artış göstererek 8,895 milyar dolar, hizmetler geliri bir önceki yıla göre %1,66 oranında artış göstererek 1,960 milyar dolar, hizmetler gideri bir önceki yıla göre %13,9 oranında artış göstererek 1,223 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde yatırım gideri %3,5 oranında azalarak 1,511 milyar dolar, cari transferler %22,7 oranında azalarak 1,760 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde cari işlemler hesabı açığı %102 oranında artış göstererek 1,923 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Aşağıda Tablo 2’de Türkiye ekonomisinde 1984-1993 dönemi cari işlemler hesabı ve cari işlemler hesabı alt kalemlerinin seyri gösterilmektedir.

Tablo 2. Cari İşlemler Hesabı Ana Kalemlerindeki Gelişmeler  
(1984-1993, Milyon Dolar)

Yıllar	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
I. Cari İşlemler Hesabı	-1439	-1013	-1465	-806	1596	938	-2625	250	-974	-6433
A. Dış Ticaret Dengesi	-2910	-2976	-3018	-3206	-1813	-4190	-9448	-7290	-8076	-14081
1. Toplam Mal İhracatı	7134	7959	7457	10190	11662	11625	12959	13593	14715	15345
2. Toplam Mal İthalatı	-10044	-10935	-10475	-13396	-13475	-15815	-22407	-20883	-22791	-29426
B. Hizmetler Dengesi	986	1600	1590	2162	3833	4028	4966	5164	5807	6740
1. Taşımacılık	220	176	12	98	264	299	20	235	170	47
2. Turizm	271	770	637	1028	1997	1992	2705	2062	2863	3025
3. İnşaat Hizmetler	63	246	301	293	476	582	741	713	936	1142
4. Finansal Hizmetler	0	0	0	0	0	0	0	0	-283	-286
C. Gelir Dengesi	-1503	-1553	-1877	-2085	-2513	-2327	-2508	-2663	-2625	-2744
1. Yatırım Geliri	-1503	-1553	-1877	-2085	-2513	-2327	-2508	-2663	-2625	-2744
1.1. Doğrudan Yatırım	-63	-98	-84	-80	-88	-104	-161	-158	-145	-243
1.2. Portföy Yatırımları	0	0	0	0	0	0	0	0	-36	264
1.3. Diğer Yatırımlar	-1440	-1455	-1793	-2005	-2425	-2223	-2347	-2505	-2444	-2765
1.3.1. Faiz Geliri	146	298	341	382	374	684	917	935	771	697
1.3.2. Faiz Gideri	-1586	-1753	-2134	-2387	-2799	-2907	-3264	-3440	-3215	-3462
D. Cari Transferler	1988	1916	1840	2323	2089	3427	4365	5039	3920	3652
1.İşçi Gelirleri	1807	1714	1634	2021	1776	3040	3246	2819	3008	2919

Kaynak: TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr>

Tablo 2’de ifade edildiği gibi, ihracat 1980 yılında 2,910 milyar dolar olarak gerçekleşirken, 1984 yılında % 146 oranında artış göstererek 7,134 milyar dolar,

İthalat ise 7,909 milyar dolar olarak gerçekleşirken %27 oranında artış göstererek 10,044 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu gelişmelere bağlı olarak dış ticaret dengesi 2,910 milyar dolar açık vermiştir. Bu dönemde ihracat artışı ile birlikte ithalatın artış göstermesi, diğer yatırımlar alt kaleminden faiz giderlerinin 1,586 milyar dolar olarak gerçekleşmesi dolayısıyla cari işlemler hesabı 1,439 milyar dolar açık vermiştir.

1985 yılında dış ticaret açığında önemli bir değişiklik gözlenmemiştir. Bu dönemde toplam ihracat %11,5 oranında artış göstererek 7,959 milyar dolar, toplam ithalat ise %8.8 oranında artış göstererek 10,935 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Dış ticaret açığı %2,2 oranında artış göstererek 2,976 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde dış ticaret açığının gerçekleşmesi ve diğer yatırımlar alt kaleminden faiz giderlerinin 1,753 milyar dolar olarak gerçekleşmesi dolayısıyla cari işlemler hesabı 1,013 milyar dolar açık vermiştir.

1986 yılında da dış ticaret açığında önemli bir değişiklik gözlenmemiştir. Bu dönemde toplam mal ihracatı bir önceki yıla göre %6,3 oranında azalarak 7,457 milyar dolar, toplam mal ithalatı %4,2 oranında azalarak 10,475 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu durumda dış ticaret açığı %1,4 oranında artış göstererek 3,018 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde dış ticaret açığının gerçekleşmesi ve diğer yatırımlar alt kaleminden faiz giderlerinin 2,134 milyar dolar olarak gerçekleşmesi dolayısıyla cari işlemler hesabı açığı bir önceki yıla göre %44,6 oranında artış göstererek 1,465 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

1987 yılında, toplam mal ihracatı bir önceki yıla göre %36 oranında artış göstererek 10,190 milyar dolar, toplam mal ithalatı ise %27,8 oranında artış göstererek 13,396 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu durumda dış ticaret açığı bir önceki yıla göre %6,23 oranında artış göstererek 3,206 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Diğer yatırımlar alt kaleminden faiz giderleri bir önceki yıla göre %11,8 oranında artış göstererek 2,387 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde turizm gelirlerinin, faiz gelirlerinin ve işçi gelirlerinin bir önceki yıla göre artış göstermesi dolayısıyla cari işlemler hesabı açığı 806 milyon dolara gerilemiştir.

1988 yılında toplam ihracat bir önceki yıla göre %14,5 oranında artış göstererek 11,662 milyar dolar, toplam ithalat ise bir önceki yıla göre %0,6 oranında

artış göstererek 13,475 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu durumda dış ticaret açığı bir önceki yıla göre %43 oranında azalarak 1,813 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde turizm gelirleri ve inşaat hizmetleri artış gösterirken, faiz giderleri bir önceki yıla göre %17 oranında artış göstererek 2,799 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Cari işlemler hesabı bu dönemde 1,596 milyar dolar fazla vermiştir. Bu durumun nedeni ihracatta uygulanan mali teşvikler dolayısıyla ihracatın artırılması olmuştur. İhracatta uygulanan mali teşvikler arasında en fazla kullanılanlardan biri vergi iadesidir. Türkiye ekonomisinde ihracatta vergi iadesi 1960'lı yıllardan itibaren kullanılmıştır. Fakat 1980 yılından sonra bu uygulamanın kapsamı genişletilmiştir. İhracatta vergi iadesi olarak ödenen tutar 1987 yılında 438,5 milyar TL iken, 1988 yılında 674,8 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Vergi iadesi olarak ödenen tutarın ihracat değerine oranı 1987 yılında %4,95 iken 1988 yılında %4,08 olarak gerçekleşmiştir (Şahin, 2007:396). Bu durum 1988 yılında dış ticaret açığının azalmasına dolayısıyla cari işlemler hesabının fazla vermesine neden olmuştur.

Türkiye ekonomisinde 1989 yılında uygulanan kur politikasıyla ithal mallarının ucuz hale gelmesi ve Türkiye ekonomisinin dışa açılma yönündeki yapılanması amacıyla uluslararası ticaret ve ihracat aleyhine sapsmış olan görece fiyatlarda gerekli rekabetçi düzenlemeler yapılmıştır. 1989 yılında uygulanan kur politikası ile ihracata dayalı yapısal bir değişikliğe gidilmiştir (Boratav, Türkcan, 1993:18). 1989 yılında Türk parasının konvertibiliteye geçmesiyle dışa açık ekonomi politikaları yeni bir boyut kazanmıştır (Özer, 1999:89). Bu dönemde toplam ihracat bir önceki yıla göre %0,2 oranında azalarak 11,625 milyar dolar, toplam ithalat ise %17,36 oranında artış göstererek 15,815 milyar dolara yükselmiştir. Bu durumda dış ticaret açığı bir önceki yıla göre %131,1 oranında artış göstererek 4,190 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde inşaat hizmetleri, faiz gelirleri, faiz giderleri ve işçi gelirleri bir önceki yıla göre artış göstermiştir. Cari işlemler hesabı fazlası bir önceki yıla göre %41,3 oranında azalarak 939 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

1990 yılında toplam ihracat %11,5 oranında artış göstererek 12,959 milyar dolar, toplam ithalat ise %41,7 oranında artış göstererek 22,407 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde toplam ithalatın artmasının nedenlerinden biri 1990 yılında Körfez savaşının gerçekleşmesidir. 1990 yılında Körfez savaşı sonucunda

Türkiye'nin bu bölge ile dış ekonomik ilişkileri zayıflamış, petrol boru hattı devre dışı kalmıştır. Bununla birlikte varil başına petrol fiyatı bir önceki yıl 17,9 \$ iken, 1990 yılında %33,5 oranında artış göstererek 23,9 \$'a yükselmiştir. Bu durumda Orta Doğu ülkelerinin satın alma gücü artarak Türkiye'nin ihracat mallarına komşu ülkelerin talebi artmıştır. Fakat ithalat miktarı ihracat miktarından daha yüksek gerçekleşmiştir. Bu durumda dış ticaret açığı bir önceki yıla göre %125,4 oranında artış göstererek 9,448 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde bir önceki yıla göre, turizm gelirlerinin artış göstermesi dolayısıyla hizmetler dengesi artış göstermiş, faiz giderleri faiz gelirlerinden daha yüksek gerçekleşerek diğer yatırımlar kalemi azalmış, işçi gelirleri artış göstererek cari transferler artmıştır. Dış ticaret dengesinin ve faiz giderlerinin yüksekliği dolayısıyla cari işlemler hesabı 2,625 milyar dolar açık vermiştir.

1991 yılında devam eden Körfez Savaşının etkisi sürmüştür. 1991 yılında varil başına ham petrol fiyatı ortalama 19\$'a düşmüştür. Bu durumda toplam ihracat bir önceki yıla göre %4,9 oranında artış göstererek 13,583 milyar dolar, toplam ithalat ise %6,8 oranında azalarak 20,883 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Dış ticaret açığı bir önceki yıla göre %22,8 oranında azalarak 7,290 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Cari işlemler hesabı alt kalemlerinden cari transferler ve hizmetler dengesi bir önceki yıla göre artış gösterirken, faiz giderlerinin bir önceki yıla göre artış göstermesi dolayısıyla gelir dengesi alt kalemi ve körfez savaşının etkisiyle turizm gelirleri azalmıştır. 1991 yılında dış ticaret açığının bir önceki yıla göre azalması dolayısıyla cari işlemler hesabı 250 milyon dolar fazla vermiştir.

1992 yılında varil başına ham petrol fiyatı 18,7\$'a düşmüştür. Bu durumda bir önceki yıla göre toplam mal ihracatı %8,3 oranında artış göstererek 14,715 milyar dolar, toplam mal ithalatı ise %9,1 oranında artış göstererek 22,791 milyon dolar, dış ticaret açığı %10,8 oranında artış göstererek 8,076 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Cari işlemler hesabı alt kalemlerinden finansal hizmetler bir önceki yıla göre azalmışken, turizm ve inşaat hizmetleri artış göstermiştir. Dolayısıyla hizmet dengesi kalemi bir önceki yıla göre artış göstermiştir. Faiz giderleri azalarak diğer yatırımlar bir önceki yıla göre artış göstermiş, işçi gelirlerinin artması dolayısıyla cari transferler bir önceki yıla göre artış göstermiştir. Bu dönemde cari işlemler hesabı 974 milyon dolar açık vermiştir.

1993 yılında varil başına ham petrol fiyatı ise bir önceki yıla göre %15 oranında azalarak 15,9 \$ olarak gerçekleşmiştir. Bu durumda bir önceki yıla göre toplam ihracat %4,3 oranında artış göstererek 15,345 milyar dolar, toplam ithalat ise %29,1 oranında artış göstererek 29,426 milyar dolar, dış ticaret açığı ise %74,3 oranında artış göstererek 14,081 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Cari işlemler hesabı alt kalemlerinden turizm ve inşaat hizmetleri bir önceki yıla göre artış göstererek hizmetler dengesi alt kalemi artmıştır. Bu dönemde portföy yatırımlarının önemli ölçüde artmasına rağmen faiz giderlerinin bir önceki yıla göre artış göstermesi dolayısıyla gelir dengesi alt kalemi azalmıştır. Cari transferler alt kalemi ise bir önceki yıla göre azalmıştır. Dış ticaret açığının artması, faiz giderlerinin artması dolayısıyla cari işlemler hesabı 1993 yılında bir önceki yıla göre %560 oranında artış göstererek 6,433 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Aşağıda Tablo 3’de 1984-1993 dönemi Dış Ticaret Açığı/ GSMH, Cari İşlemler Hesabı/GSMH, Reel Döviz Kuru Endeksi gösterilmektedir.

Tablo 3. Dış Ticaret Açığı/ GSMH, Cari İşlemler Hesabı/GSMH, Reel Döviz Kuru Endeksi (1984-1993)

Yıllar	Dış Ticaret Açığı/GSMH%	Cari İşlemler Hesabı /GSMH%	Reel Döviz Kuru Endeksi
1984	4.8	2.4	140.6
1985	4.4	1.5	125.4
1986	3.9	1.9	103.2
1987	3.7	0.9	97.6
1988	2.0	-1.8	92
1989	3.9	-0.9	114
1990	6.2	-1.7	117.6
1991	4.8	0.2	109.1
1992	5.0	-0.6	110.1
1993	7.7	-3.5	112.6

Kaynak: DPT, [http:// www.dpt.gov.tr](http://www.dpt.gov.tr), TCMB, [http:// www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr)

Tablo 3’de ifade edildiği gibi reel döviz kuru endeksi 1984 yılında 140,6 oranında gerçekleşmiştir. Dış ticaret açığının milli gelire oranı %4,8, cari işlemler hesabının milli gelire oranı ise %2,4 olarak gerçekleşmiştir. 1985 yılında ise reel döviz kuru endeksi bir önceki yıla göre azalmıştır. Dolayısıyla dış ticaretin milli



gelire oranı %4,4 olarak gerçekleşirken, cari işlemler hesabının milli gelire oranı ise %1,5 olarak gerçekleşmiştir.

1986 yılında dış ticaret açığında önemli bir değişiklik gözlenmemiştir. Bu dönemde reel döviz kuru endeksi bir önceki yıla göre artış göstermiştir. Dış ticaret açığının milli gelire oranı %3,9 olarak gerçekleşirken, cari işlemler hesabının milli gelire oranı ise %1,9 olarak gerçekleşmiştir. 1987 yılında reel döviz kuru endeksi bir önceki yıla göre azalmıştır. Dış ticaret açığının milli gelire oranı %3,7 olarak gerçekleşirken, cari işlemler hesabının milli gelire oranı ise %0,9 olarak gerçekleşmiştir.

1988 yılında reel döviz kuru endeksi bir önceki yıla göre azalmıştır. Bu dönemde, dış ticaret açığının milli gelire oranı %2 olarak gerçekleşmiştir. Cari işlemler hesabının milli gelire oranı ise -%1,8'e düşmüştür. 1989 yılında ise reel döviz kuru endeksi bir önceki yıla göre artış gösterirken, dış ticaretin milli gelire oranı bir önceki yıla göre artış göstererek %3,9 olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde cari işlemler hesabının milli gelire oranı ise -%0,9 olarak gerçekleşmiştir.

1990 yılında reel döviz kuru endeksi bir önceki yıla göre artış göstermiştir. Bu durumda dış ticaret açığının milli gelire oranı ise %6,2 olarak gerçekleşmiştir. Cari işlemler hesabı açığının milli gelire oranı ise %1,7'ye düşmüştür. 1991 yılında devam eden Körfez Savaşının etkisi sürmüştür. Bu dönemde reel döviz kuru endeksi bir önceki yıla göre azalmıştır. Dış ticaret açığının milli gelire oranı ise %4,8 olarak gerçekleşirken, cari işlemler hesabının milli gelire oranı ise %0,2 olarak gerçekleşmiştir.

1992 yılında reel döviz kuru endeksi bir önceki yıla göre artış göstermiştir. Bu dönemde dış ticaret açığının milli gelire oranı %5 olarak gerçekleşirken, cari işlemler hesabının milli gelire oranı ise -%0,6 olarak gerçekleşmiştir. 1993 yılında reel döviz kuru endeksi bir önceki yıla göre artış göstermiştir. Dış ticaret açığının milli gelire oranı ise %7,7 olarak gerçekleşirken, cari işlemler hesabının milli gelire oranı kamu kesiminin sürekli açık verdiği bir ortamda özel tasarrufların yetersiz kalması dolayısıyla azalmıştır. Bu oran %3,5 olarak gerçekleşmiştir.

### 1.3. TÜRKİYE’DE 1980 – 1993 DÖNEMİ SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ

Türkiye’de 1980 dönemi ve sonrası ödemeler bilânçosunda önemli değişiklikler meydana gelmiştir. 1980 döneminin başında meydana gelen borç krizi nedeniyle gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketleri düşük seviyelerde kalmıştır. Geleneksel dış finansman olanaklarının sınırlı olması sebebiyle finansman temininde yaşanan sıkıntılar çeşitli uluslararası kurumları geliştirmekte olan ülkelere yönelik yeni dış finansman enstrümanları arayışına itmiştir ( Delice, 2002:34).

Aşağıda Tablo 4’te 1980-1983 döneminde Türkiye ekonomisinde sermaye hareketleri ve sermaye hareketleri ana kalemlerindeki değişimler gösterilmiştir.

Tablo 4. Sermaye Hareketleri Ana Kalemlerindeki Gelişmeler  
(1980-1983, Milyon Dolar)

Yıllar	1980	1981	1982	1983
Sermaye ve Finans Hesabı	672	899	280	883
Yurtdışında Doğrudan Yatırım	0	0	0	0
Yurtiçinde Doğrudan Yatırım	18	95	55	46
Diğer Yatırımlar-Varlıklar	85	360	-181	177
Diğer Yatırımlar-Yükümlülükler	569	444	406	660

Kaynak: DPT, <http://www.dpt.gov.tr>

Türkiye’de 1980 Ekonomik İstikrar Tedbirleri ile finans kesiminde liberalizasyon devam ederken piyasaların daha iyi örgütlenmeleri için gerekli düzenlemeler yapılmış, 1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu yürürlüğe girmiş, bir yıl sonra Sermaye Piyasası Kurulu faaliyete geçmiştir. Tablo 4’de ifade edildiği gibi 1980-1983 dönemi itibariyle yurtdışında doğrudan yatırım gerçekleşmemiştir. 1980 yılında yurtiçine doğrudan yatırım 18 milyon dolar, diğer yatırımlar alt kaleminde varlıklar 85 milyon dolar, yükümlülükler 569 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde sermaye hesabı 672 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. 1981 yılında ise yurtiçine doğrudan yatırımlar ve diğer yatırımlar alt kaleminde bulunan varlıklar artış göstermiştir. Bu dönemde sermaye ve finans hesabı bir önceki yıla göre %32 oranında artış göstererek 899 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

1982 yılında yurtiçinde doğrudan yatırım bir önceki yıla göre azalarak 55 milyon dolar, diğer yatırımlardan varlıklar kalemi azalarak 181 milyon dolar,

yükümlülükler kalemi azalarak 406 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde sermaye ve finans hesabı bir önceki yıla göre % 69 oranında azalarak 280 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. 1983 yılında ise yurtiçine doğrudan yatırım 46 milyon dolar, diğer yatırımların varlıklar kalemi 177 milyon dolar, yükümlülükler kalemi 660 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde sermaye ve finans hesabı bir önceki yıla göre %215 oranında artış göstererek 883 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

Aşağıda Tablo 5’de 1984-1993 döneminde Türkiye ekonomisinde sermaye hareketleri ve sermaye hareketleri ana kalemlerindeki değişimler gösterilmiştir.

Tablo 5. Sermaye Hareketleri Ana Kalemlerindeki Gelişmeler  
(1984-1993, Milyon Dolar)

Yıllar	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
I. Sermaye Hareketleri	970	1850	1583	1312	-2111	-1909	3093	-1198	2164	8595
A. Doğrudan Yatırımlar	113	99	125	106	354	663	700	783	779	622
B. Portföy Yatırımları	0	0	146	282	1178	1386	547	623	2411	3917
1. Hisse Senetleri	0	0	0	0	0	17	89	147	350	570
2. Borç Senetleri	0	0	146	307	1184	1428	592	567	2815	3910
C. Diğer Yatırımlar	920	1391	1475	1060	-2922	-1509	2742	-3803	458	4364
1. Krediler	1537	202	1185	1255	-1979	-2574	1714	-91	1171	3639
1.1. Merkez Bankası	424	-144	-751	-439	-1773	-562	-509	-310	-210	-33
1.2. Genel Hükümet	170	-698	45	302	-531	-2317	-393	-201	-1645	-2177
1.3. Bankalar	187	146	385	721	-198	-78	1245	1199	2411	3975
1.4. Diğer Sektörler	756	898	1506	671	523	383	1371	-779	615	1874
D. Rezerv Varlıklar*	-63	360	-163	-136	-721	-2472	-896	1199	-1484	-308
II. Kısa Vadeli Sermaye	2047	937	1176	1078	-39	-827	3842	1212	5222	8616

Kaynak: TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr>

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

Tablo 5’de ifade edildiği gibi 1984 yılında sermaye hareketleri 970 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Diğer yatırımlardan krediler alt kalemi 1,537 milyar dolar olarak gerçekleşmiş, rezerv varlıklarda 63 milyon dolar artış gerçekleşirken, kısa vadeli sermaye hareketleri 1982 yılında sermaye piyasası kurulunun faaliyete geçmesiyle 2,047 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 1985 yılında sermaye hareketleri bir önceki yıla göre artış göstererek 1,850 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde merkez bankası, genel hükümet, banka kredileri bir önceki yıla göre azalmışken, diğer sektör kredileri bir önceki yıla göre artış

göstermiştir. Doğrudan yatırımlar, kısa vadeli sermaye hareketleri ve rezerv varlıklarda bir önceki yıla göre azalma gözlenmiştir.

1986 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası faaliyete başlamıştır. İMKB'nin faaliyete geçmesi, sermaye piyasasının gelişmesi, faiz oranlarının yükseltilmesi dolayısıyla bu dönemde borç senetleri artış göstererek portföy yatırımları 146 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Diğer sektör kredileri artış göstererek diğer yatırımlar alt kalemi, doğrudan yatırımlar, rezerv varlıklar ve kısa vadeli sermaye hareketleri artış göstermiştir. 1987 yılında yabancı tahvil satın alımları serbestleştiğinden, tasarruf yapanlar yatırım portföylerinde yerli menkullerin yanı sıra yabancı mali araç tutmaya başlamışlardır (Seyidoğlu, 1999:484). Dolayısıyla 1987 yılında borç senetleri bir önceki yıla göre artış göstererek portföy yatırımları 282 milyon dolara yükselmiştir. Bu dönemde merkez bankası ve diğer sektörlerin aldığı krediler bir önceki yıla göre azalırken, banka kredileri ve genel hükümet kredileri bir önceki yıla göre artış göstermiştir. Kısa vadeli sermaye ve rezerv varlıklar bir önceki yıla göre azalmıştır.

1988 yılında hükümet politikası olarak yabancı sermayeyi teşvik uygulaması, yabancı sermaye yatırımları ile ilgili yetkilerin hazine müsteşarlığında bulunan yabancı sermaye genel müdürlüğünde toplanmış olması, dış ticarete serbestleşme, kambiyo ve sermaye hareketleri ile birlikte mali piyasalardaki reformlar, özelleştirme konusundaki beklentiler dolayısıyla doğrudan yatırımlar bir önceki yıla göre artış göstermiştir. Bu dönemde kısa vadeli sermaye, diğer yatırımlar bir önceki yıla göre azalarak sermaye hareketlerinde 2,111 milyar dolar açık gerçekleşmiştir.

Türkiye'de sermaye hareketlerinin liberalleştirilmesi 1980'lerdeki ekonomik ve finansal reformlarla bağlantılı olarak başlamış ve 1989 yılında tamamlanmıştır. 11 Ağustos 1989 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren Türk Parasının Kıymetini Koruma hakkında 32 sayılı karar ile sermaye hareketleri tamamen serbestleştirilmiş ve konvertibiliteye yönelik önemli adımlar atılmıştır (TCMB, 2002:16). Yabancı tahvil alımlarının serbestleşmesi dolayısıyla hisse senetleri ve borç senetleri bir önceki yıla göre artış göstererek portföy yatırımları artış göstermiş ve 827 milyon dolar kısa vadeli sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. Bu

dönemde doğrudan yatırımların teşvikinin devam etmesi dolayısıyla doğrudan yatırımlar bir önceki yıla göre artış göstermiştir.

1990 yılının Şubat ayında IMF ile yapılan antlaşmanın 8. maddesi uyarınca, TL konvertibl bir para olarak ilan edilmiştir (Cihan, 2005:97). 1990 yılında sermaye hareketleri 3,093 milyar dolara yükselmiştir. Hisse senedi yatırımları, banka ve diğer sektör kredileri bir önceki yıla göre artış göstermiştir. 24 Ocak 1980 istikrar tedbirlerinin ardından dış ticarete meydana gelen değişmeye paralel olarak doğrudan yatırımlar bir önceki yıla göre artış göstermiştir. 1989 yılında 827 milyon dolar kısa vadeli sermaye çıkışı gerçekleşirken, 1990 yılında TL'nin konvertibl para olarak ilan edilmesi dolayısıyla 3,842 milyar dolar kısa vadeli sermaye girişi gerçekleşmiştir.

Selimata (2003)'ya göre 1990 yılında kısa vadeli sermaye girişleri ve reel olarak değer kazanan TL önemli bir gelişme olurken, 1991 yılında Körfez savaşının etkisiyle sermaye çıkışları ve reel olarak değer kaybeden TL önemli bir gelişme olmuştur. 1990 yılının ikinci yarısında gerçekleşen Irak ile Kuveyt arasındaki gelişmelerin etkisiyle ekonomide olumsuz bir trend meydana gelmiştir. 1991 yılında Körfez Krizinin sıcak savaşa dönüşmesiyle ekonomide sarsıntılar yaşanmıştır (Boratav, 2001:216). 1991 yılında sermaye hareketleri 1,198 milyar dolar açık vermiştir. Savaşın etkisiyle bu dönemde diğer sektör kredileri, rezerv varlıklar ve kısa vadeli sermaye hareketleri azalmış, doğrudan yatırım teşviklerinin devam etmesi dolayısıyla doğrudan yatırımlar bir önceki yıla göre artış göstermiştir.

1992 ve 1993 yıllarında körfez savaşının sermaye hareketleri üzerindeki olumsuz etkisi biraz azalmıştır. ABD'nin 1992 yılında kısa vadeli faiz oranları 1960 yılından beri en düşük seviyede gerçekleşmiştir. Bu durumda gelişmekte olan ülke ekonomileri daha yüksek faizli yatırım alternatifi sununca bu ülkelere sermaye girişi gerçekleşmiştir (İnandım, 2005:11). Türkiye ekonomisinde 1992 yılında sermaye hareketleri 2,164 milyar dolar fazla vermiştir. TL'nin konvertibiliteye geçmesinin etkisi sürmüş, hisse senetleri ve borç sentlerinde bir önceki yıla göre önemli ölçüde artış gözlemlenerek portföy yatırımları 2,411 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Banka kredileri, diğer sektör kredileri ve rezerv varlıklar bir önceki yıla göre artış göstermiştir. Bu dönemde 5,222 milyar dolar kısa vadeli sermaye girişi gerçekleşmiştir. Türkiye ekonomisinde 1993 yılında sermaye hareketleri 8,585

milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde hisse senetleri ve borç senetleri yatırımları dolayısıyla portföy yatırımları bir önceki yıla göre artış göstermiş, banka kredileri ve diğer sektör kredileri bir önceki yıla göre artış göstererek diğer yatırımlar alt kalemi 4,364 milyar dolara yükselmiştir. Bu dönemde TL'nin konvertibiliteye geçmesinin etkisi sürmüş 8,616 milyar dolar kısa vadeli sermaye girişi gerçekleşmiştir. 1992 ve 1993 yıllarında rezerv varlıklar artış göstermiştir.

#### 1.4. TÜRKİYE'DE 1980–1993 DÖNEMİ CARİ İŞLEMLER HESABI AÇIĞI FİNANSMANINDA SERMAYE HAREKETLERİNİN ROLÜ

Aşağıda Tablo 6'da Türkiye ekonomisinde 1984–1993 dönemi toplam finansman ihtiyacı ve toplam finansman kalemlerinin seyri gösterilmektedir. Tablo 6'te cari işlemler açığı ve net hata noksan kalemi toplam finansman ihtiyacını ifade ederken, net sermaye hareketleri, IMF kredileri, rezerv değişimi toplam finansmanı ifade etmektedir.

Tablo 6. Cari İşlemler Hesabı Finansman Kalemleri  
(1984-1993, Milyon Dolar)

Yıllar	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
1. Cari İşlemler Hesabı	-1439	-1013	-1465	-806	1596	938	-2625	250	-974	-6433
2. Net Hata Noksan	462	-837	-118	-505	515	1007	-583	924	-1190	-2156
Toplam Finansman İhtiyacı(1+2)	-977	-1850	-1583	-1311	2111	1945	-3208	1174	-2164	-8589
Toplam Finansman (A+B+C)	983	1666	2013	2646	-1290	-2570	2689	-804	934	6608
A-Sermaye Hareketleri Net	2155	1142	2605	3334	683	342	4085	-267	4560	9816
Doğrudan Yatırımlar	113	99	125	106	354	663	700	783	779	622
Portföy Yatırımları	0	0	146	307	1184	1445	681	714	3165	4480
Hükümetin Yurtdışı Tahvil İhracı	0	0	0	0	0	0	0	0	0	330
Yabancıların Hisse Senedi Alımı	0	0	0	0	0	17	89	147	350	570
Yabancıların Bono-Tahvil Alımı	0	0	146	307	1184	1428	592	567	2815	3910
Krediler (IMF Kredileri Hariç)	1579	453	1563	1698	-1547	-2334	1762	-91	1171	3639
Genel Hükümet	170	-698	45	302	-531	-2317	-393	-201	-1645	-2177
Bankalar	187	146	385	721	-198	-78	1245	1199	2411	3975
Reel Sektör	60	53	-17	223	93	-169	116	-150	45	49
Mevduat ve Diğerleri	463	590	771	1248	698	627	1076	-1582	199	1638
B-IMF Kredileri	-42	-251	-378	-443	-432	-240	-48	0	0	0
Merkez Bankası	-42	-251	-378	-443	-432	-240	-48	0	0	0
Genel Hükümet	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C- Rezerv Değişimi	-1130	775	-214	-245	-1541	-2672	-1348	-537	-3626	-3208
Bankaların Döviz Varlıkları	-1074	415	-51	-108	-820	-187	-567	-1760	-2142	-2894
Resmi Rezervler	-56	360	-163	-137	-721	-2485	-781	1223	-1484	-314

Kaynak: TCMB, [http:// www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr)

Tablo 6’da ifade edildiği gibi 1984 yılında cari işlemler hesabı 1,439 milyar dolar açık vermiştir. 1980 yılında gerçekleşen ekonomik istikrar tedbirlerinin etkisiyle cari işlemler hesabı açığı finansmanında net sermaye hareketleri önemli rol oynamıştır. Bu dönemde IMF kredileri haricindeki krediler ve doğrudan yatırımların etkisiyle net sermaye hareketleri 2,155 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bankaların döviz varlıkları ve resmi rezervler negatif değer almıştır. Dolayısıyla 1984 yılında cari işlemler hesabı açığının finansmanında net sermaye hareketleri etkili olmuştur. Bu dönemde toplam finansman ihtiyacı 977 milyon dolar olarak gerçekleşirken, toplam finansman 983 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

1985 yılında cari işlemler hesabı açığı bir önceki yıla göre %29,6 oranında azalarak 1,013 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde IMF kredileri hariç krediler; genel hükümet, bankalar ve reel sektör kredilerinin bir önceki yıla göre azalması dolayısıyla azalmıştır. Doğrudan yatırımlar ve IMF kredileri haricindeki kredilerin bir önceki yıla göre azalması dolayısıyla net sermaye hareketleri 1,142 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 1985 yılında cari işlemler hesabı açığı finansmanında, bankaların döviz varlıkları ve net sermaye hareketleri finansman kalemini oluşturmuştur. Toplam finansman ihtiyacı 1,850 milyar dolara yükselmiş, toplam finansman ise 1,666 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Türkiye ekonomisinde 1986 yılında cari işlemler açığı bir önceki yıla göre %44,6 oranında artış göstererek 1,465 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. IMKB borsasının faaliyete geçmesiyle yabancıların bono tahvil alımı artış göstererek portföy yatırımları bir önceki yıla göre artış göstermiştir. Banka kredilerinin ve mevduat ve diğerlerinin artış göstermesiyle IMF kredileri haricindeki krediler bir önceki yıla göre artış göstermiştir. Net sermaye hareketleri bu dönemde 2,605 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Merkez bankasının IMF’den sağladığı krediler, bankaların döviz varlıkları, resmi rezervler azalmıştır. 1986 yılında cari işlemler açığı finansmanında net sermaye hareketleri etkili olmuştur. Toplam finansman ihtiyacı 1,583 milyar dolar iken, toplam finansman 2,013 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

1987 yılında cari işlemler hesabı açığı 806 milyon dolara düşmüştür 1986 yılında IMKB borsasının faaliyete geçmesinin etkisi sürmüştür, yabancıların bono

tahvil alımının artmasıyla portföy yatırımları bir önceki yıla göre %110 oranında artış göstermiştir. 1987 yılında ekonomide olumlu gelişmenin etkisiyle genel hükümet, bankalar, reel sektör, mevduat ve diğer krediler bir önceki yıla göre artış göstererek IMF kredileri haricindeki krediler 1,698 milyar dolara yükselmiştir. Net sermaye hareketleri 3,334 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bankaların döviz varlıkları ve resmi rezervler bir önceki yıla göre azalmıştır. Cari işlemler hesabı açığı 1987 yılında portföy yatırımları ve krediler tarafından karşılanmıştır. Bu dönemde toplam finansman ihtiyacı 1,311 milyar dolar olarak gerçekleşirken, toplam finansman 2,646 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

1988 yılında cari işlemler hesabı 1,596 milyar dolar fazla vermiştir. Toplam finansmanda 1,290 milyar dolar açık gerçekleşmiştir. 1988 yılında hükümetin yabancı sermaye yatırımı teşviki dolayısıyla doğrudan yatırımlar bir önceki yıla göre artış göstermiştir. IMKB kuruluşunun etkisi devam etmiş ve portföy yatırımları 1987 yılında 307 milyon dolar olarak gerçekleşirken, 1988 yılında 1,184 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. IMF kredileri haricindeki krediler bir önceki yıla göre azalmıştır. Net sermaye hareketleri 683 milyon dolara düşmüştür. Bankaların döviz varlıkları ve resmi rezervler bir önceki yıla göre azalmıştır. Cari işlemler hesabında oluşan fazla 1989 yılında devam etmiş, 938 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde TL'nin konvertibiliteye geçmesi, hükümet politikası olarak yabancı sermayeyi teşvik uygulaması dolayısıyla doğrudan yatırımlar, yabancıların hisse senedi ve bono-tahvil alımı bir önceki yıla göre artış göstermiştir. IMF kredileri haricinde krediler bir önceki yıla göre önemli ölçüde azalmış, net sermaye hareketleri 342 milyon dolara düşmüştür. Bu dönemde toplam finansmanda 2,570 milyar dolar açık gerçekleşmiştir.

1989 yılında fazla veren cari işlemler hesabı 1990 yılında 2,625 milyar dolar açık vermiştir. Bu dönemde doğrudan yatırımlar bir önceki yıla göre artış gösterirken, yabancıların hisse senedi alımı bir önceki yıla göre artış göstermiş fakat Körfez savaşının etkisiyle yabancıların bono tahvil alımı önemli ölçüde azalmıştır. Banka kredileri, reel sektör kredileri mevduat ve diğerleri bir önceki yıla göre artış göstererek IMF kredileri haricindeki krediler 1,762 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Net sermaye hareketleri 4,085 milyar dolara yükselmiştir. Resmi rezervler ve bankaların döviz varlıkları bir önceki yıla göre azalmıştır. 1990 yılında



cari işlemler açığı finansmanında IMF kredileri haricindeki krediler önemli rol oynamıştır. Bu dönemde toplam finansman ihtiyacı 3,298 milyar dolar olarak gerçekleşirken, toplam finansman 2,689 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

1991 yılında cari işlemler hesabı 250 milyon dolar fazla vermiştir. Net hata noksan kalemi önemli ölçüde artış göstererek 924 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Toplam finansmanda 804 milyon dolar açık gerçekleşmiştir. Bu dönemde yabancıların hisse senedi alımı ve doğrudan yatırımlar bir önceki yıla göre artış göstermiştir. 1991 yılında Türkiye Körfez krizinin etkisiyle riskli ülke konumunda olduğundan yabancıların bono tahvil alımı bir önceki yıla göre azalmıştır. Reel sektör, mevduat ve diğerleri bir önceki yıla göre azalarak IMF kredileri hariç krediler bir önceki yıla göre azalmıştır. Net sermaye hareketleri 267 milyon dolar açık vermiştir. Bu dönemde IMF kredisi kullanılmamıştır. Resmi rezervler artarken bankaların döviz varlıkları azalmıştır.

1992 yılında cari işlemler hesabı 974 milyon dolar açık vermiştir. Körfez savaşı etkisini kaybetmeye başlamış, yabancıların bono tahvil alımı ve hisse senedi alımı bir önceki yıla göre artış göstererek portföy yatırımları 3,165 milyar dolara yükselmiştir. Banka kredileri, reel sektör kredileri, mevduat ve diğerleri bir önceki yıla göre artış göstererek IMF kredileri haricindeki krediler 1,171 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Net sermaye hareketleri 4,560 milyar dolara yükselmiştir. IMF'den kredi kullanılmamış, bankaların döviz varlıkları ve resmi rezervler bir önceki yıla göre azalmıştır. 1992 yılında cari işlemler hesabı açığı finansmanı portföy yatırımları ve IMF kredileri hariç krediler tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu dönemde toplam finansman ihtiyacı 2,164 milyar dolar, toplam finansman ise 934 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

## **2. TÜRKİYE' DE 1994 KRİZ DÖNEMİ CARİ İŞLEMLER HESABI VE SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ**

Türkiye ekonomisinde 1994 krizine değinmeden önce teorideki “kriz” kavramını tanımlamak gerekmektedir. Ekonomik krizler herhangi bir mal, hizmet, üretim faktörü veya döviz piyasasındaki fiyat ve/veya miktarlarda, kabul edilebilir bir değişme sınırının ötesinde gerçekleşen şiddetli dalgalanmalardır (Kibritçioğlu,

2001:1). Ekonomik krizlerin boyutu, şiddeti ve süresi ülkenin gelişmişliği ve yönetenlerin becerisiyle ilgilidir (Coşkun, 2004:19).

Türkiye ekonomisinde 1978, 1994, 2001 yıllarında önemli ekonomik krizler ortaya çıkmıştır. 1980 yılından önce gerçekleşen krizler, mal ve emek piyasalarının gelişmediği, döviz ve para piyasalarının olmadığı bir ortamda gerçekleşmiştir. Cihan (2005)'a göre Türkiye'de mali serbestleşme sonrası meydana gelen ilk önemli kriz 1994 yılında gerçekleşmiştir. Bu krizde, sadece ülkenin mali yapısı değil, reel sektördeki aksaklıklarda etkili olmuştur.

Türkiye ekonomisinde 1993 döneminin son zamanlarında hazine bonosuna yeterli talep olmayışı, dövizde olan talebin artması finansal piyasalarda istikrarsızlığın oluşmasına neden olmuştur. Genel istikrarsızlık döneminde cari işlemler açığının artış göstermesi ve döviz kurlarının aynı dönemde rezerv satışları ve seçim kaygısıyla baskı altına alınması krizin çabuklaşmasına katkıda bulunmuştur (Uygur, 1995:21). Mali piyasalarda meydana gelen bozulma Merkez Bankası finansmanına daha fazla başvurulmasına neden olmuştur. Hükümet net iç borçlanmasını arttırırken, yüksek faiz oranlarından kısa süreli borçlanarak açıkların parasallaşmasından kaçınmıştır. Merkez bankasının uluslararası rezervleri önemli ölçüde artış göstermiştir. Uluslararası rezervlerdeki fazlalığın bankacılık sektörüne girmesi ve ekonomik beklentilerde oluşan belirsizlik döviz tevdiat hesaplarının artmasına neden olmuştur. Bu durumda dolarizasyon artmış ve TL reel olarak değer kazanmıştır (İnandım, 2005:37).

Aynı zamanda dünyada gerçekleşen olaylar da Türkiye Ekonomisi'ni etkilemiştir. 1990 yılında Körfez savaşı sonrasında Türkiye'nin bu bölge ile dış ekonomik ilişkileri zayıflamış, Petrol boru hattı devre dışı kalmıştır. 1990'lı yılların başında gelişmiş ülkelerde gözlemlenen durgunluk, ülkenin ihracatını olumsuz etkilemiştir. Ekonomik daralma ile birlikte ihracat düşerken ithalat artış göstermiştir..

Aşağıda Tablo 7'de 1994 ekonomik krizinin gerçekleştiği dönemde cari işlemler hesabı finansman kalemlerinin gelişimi gösterilmiştir.

Tablo 7. Cari İşlemler Hesabı Finansman Kalemleri  
(1994, Milyon Dolar)

Yıllar	1994
1.Cari İşlemler Dengesi	2631
2. Net Hata Noksan	1911
Toplam Finansman İhtiyacı(1+2)	4542
Toplam Finansman (A+B+C)	-3535
A-Sermaye Hareketleri Net	-5701
Doğrudan Yatırımlar	559
Portföy Yatırımları	1123
Hükümetin Yurtdışı Tahvil İhracı	52
Yabancıların Hisse Senedi Alımı	989
Yabancıların Bono-Tahvil Alımı	134
Krediler (IMF Kredileri Hariç)	-8731
Genel Hükümet	-2962
Bankalar	-6883
Reel Sektör	53
Mevduat ve Diğerleri	1313
B-IMF Kredileri	340
Merkez Bankası	340
Genel Hükümet	0
C- Rezerv Değişimi	1826
Bankaların Döviz Varlıkları	2451
Resmi Rezervler	-625

Kaynak:TCMB, [http:// www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr)

Türkiye ekonomisinde 1990'lı yıllardan itibaren dolarizasyonun şiddetini arttırması ve ulusal paranın yabancı para birimine karşı değer kaybetmesiyle hükümetin para basmaktan dolayı elde edeceği senyoraj geliri azalmıştır. Merkez Bankası para arzını arttırdığında bu durum döviz talebi şeklinde dönmüştür. Bu durumda bütçe açıklarının finansmanda Merkez Bankası kaynakları etkisiz olduğu için borçlanma politikasına gidilmiştir. Kamu açığı finansmanını sağlamak için borçlanmaya gidilmesi faiz oranlarının yükselmesine neden olmuştur (Coşkun, 2004:54). 1993 yılında Türkiye'deki ortalama iç borçlanma faiz oranı %87,6 olarak gerçekleşmiştir. 1993 yılında faiz oranlarını düşürmek amacıyla iç borçlanma yerine dış borçlanmaya ağırlık verilmiştir (ATO,2005:3). 1993 yılında 8,16 milyar dolar kısa vadeli sermaye girişi gerçekleşmiştir. Kriz öncesi dönemde gerçekleşen sermaye hareketleri, reel döviz kurunu sabit tutmak amacıyla cari işlemler açığına yönelik olmuştur. 1993 yılında Cari İşlemler Hesabı Açığı/GSMH oranı %3,5 olarak gerçekleşmiştir (Balkan,ve diğer., 2002:26).

Türkiye ekonomisinde 1993 yılında ülkeye giren yabancı sermaye TL'nin aşırı değerlenmesine yol açmıştır. Bu aşırı değerlenme bankalar açısından borçlanmayı cazip hale getirmiştir. Bu nedenle bankalar yüksek getiri elde etmek için yurtdışından uygun koşullarda sendikasyon kredileri almıştır. Bankalar bu kredileri yüksek getirisi olan hazine bonosuna yatırmış ve iç piyasaya yine yüksek faizle kredi şeklinde vermiştir. Bu durumda 1993 yılında banka kredileri 3,975 milyar dolar, yabancıların bono tahvil alımı 3,910 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu kredilerin bir kısmı ve TL'nin aşırı değerlenmesi sonucu tüketim ve hammadde ithalatı artmış, ihracat ise azalmıştır. 1993 yılında toplam ithalat bir önceki yıla göre %28,7 oranında artış gösterirken, toplam ihracat %4,3 oranında artış göstererek cari işlemler hesabı açığı 6,4 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde cari işlemler açığının yüksek oranda gerçekleşmesinde yatırımların hızlı şekilde yükselmiş olması ve bütçe açığı etkili olmuştur. 1993 yılında kamu kesimi borçlanma gereğinin milli gelire oranı %12 seviyesinde gerçekleşmiştir (Akyüz ve Boratav, 2002:25).

Tablo 7'de ifade edildiği gibi Türkiye ekonomisi 1993 yılında Cumhuriyet tarihinin en büyük cari işlemler hesabı açığı ile karşı karşıya gelmiştir. Bu dönemde yabancıların bono tahvil alımının, bankaların kullandığı kredilerin, mevduat ve diğerlerinin bir önceki yıla göre artış göstermesiyle net sermaye hareketleri 9,816 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde toplam finansman ihtiyacı 8,589 milyar dolar olarak gerçekleşirken, toplam finansman 6,608 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bankaların döviz varlıklarının ve resmi rezervlerin bir önceki yıla göre azalmıştır.

Türkiye ekonomisinde 1985-1994 yılında 32 milyar dolar sermaye girişi gerçekleşirken, bu sermayenin 14 milyar doları cari işlemler hesabı açığı ve net hata noksan açığının telafi edilmesinde, 7 milyar doları ise Merkez Bankası tarafından borç olarak kullanılmıştır. Kalan 11 milyar dolar ödemeler bilançosunun finansmanı dışında ülkeye spekülatif olarak giriş yapan sermaye olmuştur. Spekülatif hareketlerden kazanç sağlamayı amaçlayan bu sermaye, 1994 krizinin oluşmasında etkili olmuştur ( Akdiş, 2004:5).

Kriz öncesi bu dönemde yüksek oranlı sermaye girişinin ve cari açığın gerçekleşmesi Türkiye ekonomisinde finansal piyasalarda istikrarsızlığın oluşmasına neden olmuştur. Makroekonomik dengeler üzerinde oluşan olumsuz etki, 1994 Ekonomik krizinin oluşmasına neden olmuştur ( Eşiyok, 2004:38).

1994 yılında gerçekleşen ekonomik istikrarsızlık dolayısıyla 5 Nisan 1994 tarihinde ekonomik istikrar tedbirleri alınmıştır. Bu kararlarda kısa vadeli uluslararası sermaye hareketlerinin takip edilmesi amacıyla ekonomik tedbirler alınmıştır (Köse, 2002:120).

Çarıkçı (1996)' nın ifade ettiği gibi bu programda alınan bazı kararlar şunlar olmuştur;

- Döviz Kuru hedefi enflasyon oranında arttırılacak,
- Spekülatif hareketlere izin verilmeyecek,
- KİT ürünlerine yapılan zamlar altı ay boyunca değiştirilmeyecek,
- Şeker ve çay fiyatlarına bir yıl zam yapılmayacak,
- Toplu iş sözleşmelerinde yapılan zamlar geçmiş dönem enflasyon oranına göre değil, gelecek dönemdeki enflasyon oranına göre yapılacak,
- Kamu açıklarındaki artışların Merkez Bankası ve mali kuruluşlar üzerindeki baskısı dolayısıyla para politikası kullanımının etkinliği sağlanacak,
- Merkez Bankası daha özerk hale getirilerek Hazine'nin bu kurum üzerindeki mali yükü azaltılacak,
- Merkez Bankası parasal büyüklükleri; fiyat, döviz kuru ve ücret için öngörülen hedefler çerçevesinde arttıracak,
- Yeni bir finansal araç olarak, gayri menkul yatırım fonları ve gayri menkul yatırım ortaklarının faaliyetlerini düzenleyici tebliğler çıkarılacak,
- Kamu gelirlerini arttırıcı tedbirler uygulamaya konulurken, kamu giderlerini azaltıcı tedbirler uygulanacaktır.

5 Nisan 1994 ekonomik istikrar tedbirleriyle kısa dönemli hedefler gerçekleştirilmiştir. 1993 yılında gerçekleşen cari işlemler hesabı açığı, 1994 yılında 2,631 milyar dolar fazlaya dönüşmüş, döviz piyasasında istikrar sağlanmıştır. 1994

krizi öncesinde TL aşırı değerli iken, kriz sonrası dönemde reel döviz kurunun denge değerinin altında değerler taşıdığı yani TL'nin değer kaybettiği gözlemlenmiştir (İnandım, 2005:59). 1993 yılında ortalama iç borçlanma faiz oranı %87,6 iken, 1994 krizi faiz oranı %165'e çıkarılarak atlatılabilmektedir (ATO, 2007:3). Bu dönemde hükümetin yurtdışı tahvil ihracı ve yabancıların bono tahvil alımı önemli ölçüde azalmıştır. Banka kredileri, genel hükümet kredileri, mevduat ve diğerleri azalarak IMF kredileri haricindeki kredilerde 8,731 milyar dolar açık gerçekleşmiştir. Bu dönemde net sermaye hareketi 5,701 milyar dolar açık vermiştir. Özatay (1995)'a göre TL değer kaybederken, TCMB' nin döviz rezervleri dövize yapılan müdahale sonucunda erimeye başlamıştır. Kasım 1993 tarihinde resmi rezervler 7,2 milyar dolar kadar iken, 8 Nisan 1994 tarihine kadar azalarak 3 milyar dolar düzeyine inmiştir. 1994 yılında bankaların döviz varlıkları bir önceki yıla göre artış gösterirken, resmi rezervler bir önceki yıla göre azalmıştır. Bu dönemde toplam finansmanda 3,535 milyar dolar açık gerçekleşmiştir.

### **3. TÜRKİYE'DE 1995-1999 DÖNEMİ CARİ İŞLEMLER HESABI VE SERMAYE HAREKETLERİ GELİŞİMİ**

Türkiye'de 1995 - 2000 alt dönemi 1 Ocak 1996 tarihinde Türkiye'nin Avrupa Birliği ile yapmış olduğu Gümrük Birliği Anlaşmasının yürürlüğe girmiş olması, 1999 yılında İzmit depreminin yaşanması, 1 Ocak 2000 yılında enflasyonu düşürme programının yürürlüğe konması dolayısıyla önemli bir dönemdir. Ayrıca bu dönemde dünya ekonomisinde gerçekleşen 1994 Meksika Krizi, 1997-1999 Uzak doğu ve Asya Krizleri, 1999 Rusya Krizi de Türkiye ekonomisini olumsuz etkilemiştir. Bu alt başlıkta Türkiye'de 1995-1999 dönemi cari işlemler hesabındaki gelişmeler, sermaye hareketlerindeki gelişmeler, cari işlemler açığı finansmanında sermaye hareketlerinin rolü açıklanmaya çalışılacaktır.

#### **3.1. TÜRKİYE'DE 1995-1999 DÖNEMİ CARİ İŞLEMLER HESABINDAKİ GELİŞMELER**

Türkiye ekonomisinde gerçekleşen 1994 ekonomik krizinin etkisi 1995-1999 alt döneminde de sürmüştür. Tablo 8'de 1995-1999 alt döneminde Türkiye ekonomisinde cari işlemler hesabı ve cari işlemler hesabı alt kalemlerinin seyri gösterilmektedir.

Tablo 8. Cari İşlemler Hesabındaki Gelişmeler  
(1995-2000; Milyon Dolar)

Yıllar	1995	1996	1997	1998	1999
I. Cari İşlemler Hesabı	-2339	-2437	-2638	1985	-1336
A. Dış Ticaret Dengesi	-13152	-10264	-15048	-14053	-10182
1. Toplam Mal İhracatı	21636	32067	32110	30662	28842
2. Toplam Mal İthalatı	-34788	-42331	-47158	-44715	-39024
B. Hizmetler Dengesi	9620	6657	10912	13518	7502
1. Taşımacılık	302	15	323	755	799
2. Turizm	4046	4385	5286	5423	3732
3. İnşaat Hizmetler	1857	1941	2285	2311	1095
4. Finansal Hizmetler	-274	-191	-290	-112	-312
C. Gelir Dengesi	-3205	-2927	-3013	-2985	-3537
1. Yatırım Geliri	-3205	-2927	-3013	-2985	-3537
1.1. Doğrudan Yatırım	-272	-175	-142	-227	-167
1.2. Portföy Yatırımları	-741	-517	-53	15	89
1.3. Diğer Yatırımlar	-2192	-2235	-2818	-2773	-3459
1.3.1. Faiz Geliri	1208	1166	977	1096	1074
1.3.2. Faiz Gideri	-3400	-3401	-3795	-3869	-4533
D. Cari Transferler	4398	4097	4511	5505	4881
1. İşçi Gelirleri	3327	3542	4197	5356	4529

Kaynak: TCMB, [http:// www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr)

Tablo 8’de ifade edildiği gibi, 1995 yılında turizm ve inşaat hizmetlerinin artış göstermesi dolayısıyla hizmetler dengesi kalemi bir önceki yıla göre %36,42 oranında artış göstererek 9,620 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Faiz giderlerinin bir önceki yıla göre %2,7 oranında, faiz gelirlerinin %74,82 oranında artış göstermesi dolayısıyla diğer yatırımlar alt kalemi bir önceki yıla göre %16,4 oranında artış göstererek 2,192 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. İşçi gelirlerinin bir önceki yıla göre %26,5 oranında artış göstermesi dolayısıyla cari transferler 4,398 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde dış ticaret açığının bir önceki yıla göre %216 oranında artış göstermesi dolayısıyla cari işlemler hesabı açığı 2,339 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Türkiye ekonomisinde 1 Ocak 1996 tarihi itibarıyla Türkiye – Avrupa Birliği arasındaki Gümrük Birliği tamamlanmıştır. Bu durum Türkiye’nin dış ticaretinde yapısal değişimler meydana getirmiştir (Gündüz ve Esengün, 2007:49). Tablo 8’de ifade edildiği gibi 1996 yılında toplam ihracat bir önceki yıla göre %48,2 oranında artış göstererek 32,067 milyar dolar, toplam ithalat %21,7 oranında artış göstererek

42,331 milyar dolar, dış ticaret açığı %21,9 oranında azalarak 10,264 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde turizm gelirleri ve inşaat hizmetleri bir önceki yıla göre artış göstermiş, finansal hizmetler ve taşımacılık hizmetleri bir önceki yıla göre azalmıştır. Bu dönemde hizmetler dengesi alt kalemi bir önceki yıla göre %30,8 oranında azalarak 6,657 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Doğrudan yatırım, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar bir önceki yıla göre azalarak gelir dengesi bir önceki yıla göre %8,7 oranında azalmıştır. Bu dönemde varil başına ortalama ham petrol fiyatının bir önceki yıla göre %21,5 oranında artış göstererek 20,3 US(\$ olarak gerçekleşmesi, hizmetler dengesi kalemi, gelir dengesi kalemi ve cari transferler kaleminin bir önceki yıla göre azalması dolayısıyla cari işlemler hesabı açığı bir önceki yıla göre % 4,19 oranında artış göstererek 2,437 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

1997 yılında ise Asya'da meydana gelen ekonomik kriz diğer gelişmekte olan ülke piyasalarını da etkilemiştir. Özellikle kriz sonrası bölge ülkelerinde yaşanan yüksek oranlı devalüasyonlar Türkiye'nin Avrupa Birliği ve ABD'ye olan ihracat artış oranının azalmasına neden olmuştur (Özer, 1999:137). 1996 yılında toplam ihracat bir önceki yıla göre %48,2 oranında artış gösterirken, 1997 yılında %0,13 oranında artış göstererek 32,110 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Toplam ithalat 1996 yılında bir önceki yıla göre %21,7 oranında artış gösterirken, 1997 yılında %11,4 oranında artış göstermiştir. Bu durumda dış ticaret açığı bir önceki yıla göre %46,6 oranında artış göstererek 15,048 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde taşımacılık, turizm, inşaat hizmetleri bir önceki yıla göre artış göstererek hizmetler dengesi bir önceki yıla göre %64 oranında artış göstermiş ve 10,912 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Doğrudan yatırım, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar bir önceki yıla göre azalmıştır. Bir önceki yıla göre faiz gideri %11,5 oranında artış gösterirken, faiz gelirleri %16,2 oranında azalmıştır. Bu dönemde gelir dengesi kalemi bir önceki yıla göre %2,9 oranında azalarak 3,013 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. İşçi gelirlerinin bir önceki yıla göre artış göstermesi dolayısıyla cari transferler %10,10 oranında artış göstermiştir. 1997 yılında cari işlemler hesabı açığı bir önceki yıla göre % 8,25 oranında artış göstererek 2,638 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.



Türkiye ekonomisinde 1997 yılında yaşanan Asya Krizi dolayısıyla 1996 yılında yıllık ortalama varil başına ham petrol fiyatı 20,63 US(\$)' iken, 1997 yılında 18,6 US(\$), 1998 yılında ise 12US(\$) olarak gerçekleşmiştir. Petrol fiyatlarının düşmesi sonucunda Rusya'nın ihracat gelirlerinin azalması Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeleri olumsuz etkilemiştir. Bu dönemde reel döviz kuru endeksi bir önceki yıla göre azalmıştır. Bir önceki yıla göre toplam ihracat %4,5 oranında azalarak 30,662 milyar dolar, toplam ithalat %5,18 oranında azalarak 44,715 milyar dolar, dış ticaret açığı %6,62 oranında azalarak 14,053 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde taşımacılık, turizm, inşaat hizmetleri bir önceki yıla göre artış göstererek hizmetler dengesi kalemi %23,89 oranında artış göstermiştir. 1998 yılında gerçekleşen Asya Krizinin etkisiyle doğrudan yatırımlar azalmış, portföy yatırımları artış göstermiştir. Dolayısıyla gelir dengesi %0,92 oranında, işçi gelirlerinin artmasıyla cari transferler %22 oranında artış göstermiştir. 1998 yılında cari işlemler hesabı 1,985 milyar dolar fazla vererek 1995-1999 döneminin en iyi rakamına ulaşmıştır.

1999 yılında İzmit depreminin yaşanması, Rusya krizinin gerçekleşmesi, 1997-1999 Uzakdoğu ve Asya krizlerinin gerçekleşmesi Türkiye ekonomisini olumsuz etkilemiştir. Bu dönemde reel döviz kuru endeksi bir önceki yıla göre artış göstermiş, yıllık ortalama varil başına ham petrol fiyatı bir önceki yıla göre %37,5 oranında artış göstererek 16,5 US(\$) olarak gerçekleşmiştir. Bir önceki yıla göre toplam ihracat %6 oranında artış göstererek 28,842 milyar dolar, toplam ithalat ise %12,7 oranında azalarak 39,024 milyar dolar, dış ticaret açığı %27,5 oranında azalarak 10,182 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 1999 yılında gerçekleşen İzmit depremi dolayısıyla bir önceki yıla göre; turizm gelirleri %32, inşaat hizmetleri %52,6 oranında azalarak hizmetler dengesi %44,5 oranında azalmıştır. Faiz giderleri bir önceki yıla göre %17,1 oranında artış göstererek diğer yatırımlar azalmıştır. Bu dönemde gelir dengesi bir önceki yıla göre %18,4 oranında azalarak 3,537 milyar dolar açık vermiştir. 1998 yılında fazla veren cari işlemler hesabı, 1999 yılında 1,336 milyar dolar açık vermiştir.

Aşağıda Tablo 9'da ise Dış Ticaret Açığı/GSMH, Cari İşlemler Hesabı/GSMH ve Reel Döviz Kuru Endeksi gösterilmektedir.

Tablo 9. Dış Ticaret Açığı/ GSMH, Cari İşlemler Hesabı/ GSMH, Reel Döviz kuru Endeksi  
(1995-2000)

Yıllar	Dış Ticaret Açığı/GSMH (%)	Cari İşlemler Hesabı/GSMH (%)	Reel Döviz Kuru Endeksi
1995	7.6	-1.4	97
1996	5.6	-1.3	100.1
1997	7.7	-1.4	110.7
1998	6.8	1.0	107.9
1999	5.4	-0.7	108.8

Kaynak: DPT, <http://www.dpt.gov.tr>, TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr>

Tablo 9’da ifade edildiği gibi dış ticaret açığının milli gelire oranı %7,6 olarak gerçekleşirken, cari işlemler hesabının açığının milli gelire oranı ise % 1,4 olarak gerçekleşmiştir. 1996 yılında ise reel döviz kuru bir önceki yıla göre artış göstermiştir. Bu dönemde dış ticaret açığının milli gelire oranı %5,6 olarak gerçekleşirken, cari işlemler hesabı açığının milli gelire oranı ise %1,3 olarak gerçekleşmiştir.

1997 yılında ise reel döviz kuru endeksi bir önceki yıla göre artış göstermiştir. Bu dönemde dış ticaret açığının milli gelire oranı %7,7 olarak gerçekleşirken, cari işlemler hesabı açığının milli gelire oranı ise %1,4 olarak gerçekleşmiştir. 1998 yılında reel döviz kuru endeksi bir önceki yıla göre azalmıştır. Bu dönemde dış ticaret açığının milli gelire oranı ise %6,8 olarak gerçekleşirken, cari işlemler hesabının milli gelire oranı ise %1 olarak gerçekleşmiştir. 1999 yılında ise reel döviz kuru endeksi bir önceki yıla göre artış göstermiştir. Bu dönemde dış ticaret açığının milli gelire oranı ise %5,4 oranında gerçekleşirken, cari işlemler hesabı açığının milli gelire oranı ise %0,7 olarak gerçekleşmiştir.

### 3.2. TÜRKİYE’DE 1995 – 1999 DÖNEMİ SERMAYE HAREKETLERİNDEKİ GELİŞMELER

Türkiye ekonomisine 1990’lı yıllar boyunca sermaye hareketlerinin serbestleşmesi dolayısıyla sermaye hareketleri önem kazanmıştır. Bu dönemde ortaya çıkan sermaye hareketlerinin özelliği vadesinin kısalmış olması ve değişkenliğinin artmış olmasıdır. Diğer özelliği ise sermaye hareketlerinin resmi kanallardan özel

piyasalara kaymış olması, ülkenin resmi kanallardan doğrudan borçlanmasının yerini uluslararası piyasalardan borçlanmasının almasıdır (İnsel, Sungur, 2003:3). Tablo 10'da Türkiye ekonomisinde 1995-1999 dönemi sermaye hareketlerinin gelişimi gösterilmiştir.

Tablo 10. Sermaye Hareketleri Ana Kalemlerindeki Gelişmeler  
(1995-1999; Milyon Dolar)

Yıllar	1995	1996	1997	1998	1999
I. Sermaye Hesabı	-93	938	3625	-1287	-377
A. Doğrudan Yatırımlar	772	612	554	573	138
B. Portföy Yatırımları	237	570	1634	-6711	3429
1. Hisse Senetleri	195	191	8	-518	428
2. Borç Senetleri	508	1759	2336	-4571	3760
C. Diğer Yatırımlar	3903	4301	4753	5067	1782
1. Krediler	160	950	4836	3505	3057
1.1. Merkez Bankası	340	-81	-30	-234	518
1.2. Genel Hükümet	-2131	-2108	-1456	-1655	-1932
1.3. Bankalar	1074	1815	2384	892	2187
1.4. Diğer Sektörler	877	1324	3938	4502	2284
D. Rezerv Varlıklar	-5005	-4545	-3316	-216	-5726
II. Kısa Vadeli Sermaye	4982	-556	1711	1907	3917

Kaynak: TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr>

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

1995-1999 döneminde Tablo 10'da ifade edildiği gibi sermaye hareketleri istikrarsız bir seyir izlemiştir. 1994 ekonomik krizinin etkisiyle 1995 yılında sermaye hareketleri 93 milyon dolar açık vermiştir. Bu dönemde doğrudan yatırım teşvikleri devam etmiştir. Dolayısıyla doğrudan yatırımlar 1994 dönemine göre %38,1 oranında artış göstererek 772 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Hisse senedi yatırımları bir önceki yıla göre %80,3 oranında azalırken, borç senetleri bir önceki yıla göre %279,10 oranında artış göstermiştir. Bu durumda portföy yatırımları bir önceki yıla göre %79,5 oranında artış göstererek 508 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Banka kredileri ve merkez bankası kredileri bir önceki yıla göre artış göstererek diğer yatırımlar alt kalemi 3,903 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 1994 krizinin etkisiyle 10,029 milyar dolar kısa vadeli sermaye çıkışı gerçekleşirken, 1995 yılında 4,982 milyar dolar kısa vadeli sermaye girişi gerçekleşmiştir.

1996 yılında Türkiye'nin Avrupa Birliği ile yapmış olduğu Gümrük Birliği Anlaşması dolayısıyla ekonomide olumlu beklentiler artmıştır. Bu dönemde borç

senetleri bir önceki yıla göre %71,2 oranında artış göstererek portföy yatırımları 570 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. 1996 yılında yürürlüğe giren Gümrük Birliği ile beraber doğrudan yatırımlarda beklenen artış sağlanmamıştır. Bu dönemde doğrudan yatırımlar bir önceki yıla göre %20,7 oranında azalarak 612 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Banka kredileri ve diğer sektör kredilerinin bir önceki yıla göre artış göstermesi dolayısıyla diğer yatırımlar %10,2 oranında artış göstermiştir. Bu dönemde 556 milyon dolar kısa vadeli sermaye çıkışı gerçekleşmiştir.

1997 yılında 3,625 milyar dolar sermaye girişi gerçekleşmiştir. Bu dönemde borç senetleri bir önceki yıla göre %33 oranında artış göstererek portföy yatırımları 1,634 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Banka kredileri bir önceki yıla göre %31,3 oranında, diğer sektör kredileri %197 oranında artış göstererek diğer yatırımlar kalemi bir önceki yıla göre %10,5 oranında artış göstermiştir. 1996 yılında 556 milyon dolar kısa vadeli sermaye çıkışı gerçekleşirken, 1997 yılında 1,711 milyar dolar kısa vadeli sermaye girişi gerçekleşmiştir.

1998 yılında Güney Asya ve Rusya krizlerinin etkisi devam etmiştir. Bu dönemde 1,287 milyar dolar sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. Bu dönemde borç senetleri ve hisse senetleri yatırımlarının bir önceki yıla göre azalmasıyla büyük çaplı portföy yatırımı çıkışı gerçekleşmiştir. Banka kredileri bir önceki yıla göre %62,4 oranında azalarak 892 milyon dolar, diğer sektör kredileri bir önceki yıla göre %14,3 oranında artış göstererek 4,502 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Merkez bankası ve genel hükümet kredileri bir önceki yıla göre azalmıştır. Krediler alt kalemi bir önceki yıla göre %38 oranında azalarak 3,505 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde kısa vadeli sermaye girişi %11,5 oranında artış göstererek 1,907 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 1999 yılında ise İzmit depreminin yaşanmasıyla doğrudan yatırımlar bir önceki yıla göre %76 oranında azalarak 138 milyon dolar, hisse senetleri ve borç senetleri artış göstererek portföy yatırımları 3,429 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Merkez bankası kredileri ve hisse senedi kredileri bir önceki yıla göre artış gösterirken, diğer sektör krediler depremin etkisiyle bir önceki yıla göre azalmıştır. Bu durumda Türkiye ekonomisinde 1999 yılında 377 milyon dolar sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. Ülkenin dış ödemelerinin düzenli yapılması amacıyla tuttuğu rezerv varlıklar ise artış göstererek 5,726 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Türkiye ekonomisinde sermaye hareketlerinde meydana gelen niteliksel değişim sonucunda 1995-1999 döneminde 1996 dönemi hariç kısa vadeli sermaye hareketlerinde önemli ölçüde artış sağlanmıştır. Bu durum Türkiye’de sermaye hareketlerinin serbestleşmesinden sonra sermaye akışının kısa vadeli sermaye hareketlerine kaydığının göstergesidir.

### 3.3. TÜRKİYE’DE 1995- 1999 DÖNEMİ CARİ İŞLEMLER HESABI AÇIĞI FİNANSMANINDA SERMAYE HAREKETLERİNİN ROLÜ

Türkiye ekonomisinde 1995- 1999 alt döneminde cari işlemler hesabı açığının finansmanında sermaye hareketlerinin etkisi Tablo 11’de gösterilmiştir.

Tablo 11. Cari İşlemler Hesabı Finansman Kalemleri  
(1995-1999, Milyon Dolar)

Yıllar	1995	1996	1997	1998	1999
1.Cari İşlemler Hesabı	-2339	-2437	-2638	2000	-925
2. Net Hata Noksan	2459	1499	-987	-713	1302
Toplam Finansman İhtiyacı(1+2)	120	-938	-3625	1287	377
Toplam Finansman (A+B+C)	-2653	1789	4125	-535	-134
A-Sermaye Hareketleri Net	3462	4824	8147	664	6414
Doğrudan Yatırımlar	772	612	554	573	138
Portföy Yatırımları	703	1950	2344	-5089	4188
Hükümetin Yurtdışı Tahvil İhracı	-33	-19	-41	-21	-46
Yabancıların Hisse Senedi Alımı	195	191	8	-518	428
Yabancıların Bono-Tahvil Alımı	508	1759	2336	-4571	3760
Krediler (IMF Kredileri Hariç)	-187	950	4864	3736	2537
Genel Hükümet	-2131	-2108	-1456	-1655	-1932
Bankalar	1074	1815	2384	892	2187
Reel Sektör	178	125	219	189	71
Mevduat ve Diğerleri	2640	2692	1095	3066	310
B-IMF Kredileri	347	0	-28	-231	520
Merkez Bankası	347	0	-28	-231	520
Genel Hükümet	0	0	0	0	0
C- Rezerv Değişimi	-6462	-3035	-3994	-968	-7068
Bankaların Döviz Varlıkları	-1430	1510	-678	-752	-1454
Resmi Rezervler	-5032	-4545	-3316	-216	-5614

Kaynak:TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr>

Tablo 11’de ifade edildiği gibi 1994 krizinin etkisiyle 1995 yılında 2,339 milyar dolar cari işlemler hesabı açığı gerçekleşmiştir. Bu dönemde hükümetin yurtdışı tahvil ihracı, yabancıların hisse senedi ve bono-tahvil alımı bir önceki yıla göre azalarak portföy yatırımları azalmıştır. Banka kredileri, reel sektör, mevduat ve

diğerleri bir önceki yıla göre artış göstermiş, genel hükümet kredileri bir önceki yıla göre azalmıştır. Krediler alt kaleminde 187 milyon dolar açık gerçekleşmiştir. Bu dönemde net sermaye hareketi 1995 yılında 4,565 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Merkez bankasının IMF'den sağladığı krediler bir önceki yıla göre artış gösterirken, bankaların döviz varlıkları ve resmi rezervler bir önceki yıla göre azalarak rezerv değişiminde 3,994 milyar dolar açık gerçekleşmiştir. Bu dönemde toplam finansman ihtiyacı 120 milyon dolar iken, toplam finansmanda 2,653 milyar dolar açık gerçekleşmiştir. Bu dönemde net hata noksan kalemi 2,459 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 11'de ifade edildiği gibi 1996 yılında cari işlemler hesabı açığı bir önceki yıla göre %4,19 oranında artış göstererek 2,437 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Yabancıların bono tahvil alımı bir önceki yıla göre %246 oranında artış göstererek 1,634 milyar dolar, banka kredileri bir önceki yıla göre %40 oranında artış göstererek 1,815 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde net sermaye hareketi 2,448 milyar dolara yükselmiştir. Bankaların döviz varlıkları 1,510 milyar dolara yükselirken, rezerv değişimi bir önceki yıla göre artış göstermiştir. Bu dönemde toplam finansman ihtiyacı 938 milyon dolar olarak gerçekleşirken, toplam finansman 2,448 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde cari işlemler açığı finansmanında net sermaye hareketi ve bankaların döviz varlıkları önemli rol oynamıştır.

1997 yılında gerçekleşen Asya Krizinin etkisiyle Türkiye ekonomisi olumsuz etkilenmiştir. Bu dönemde cari işlemler hesabı açığı bir önceki yıla göre %8,25 oranında artış göstererek 2,638 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Yabancıların bono tahvil alımı bir önceki yıla göre %32,8 oranında artış göstererek 2,336 milyar dolar, banka kredileri bir önceki yıla göre %31,35 oranında artış göstererek 2,384 milyar dolar, reel sektör kredileri bir önceki yıla göre %89,2 oranında artış göstererek 219 milyon dolar, mevduat ve diğerleri bir önceki yıla göre % 59 oranında azalarak 1,095 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Net sermaye hareketleri bu dönemde bir önceki yıla göre %27,2 oranında artış göstererek 6,969 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bankaların döviz varlıkları bir önceki yıla göre azalarak rezerv değişimi 3,994 milyar dolar açık vermiştir. 1997 yılında toplam finansman

ihtiyacı 3,625 milyar dolar olarak gerçekleşirken, toplam finansman 2,947 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

1998 yılında cari işlemler hesabında 2 milyar dolar fazla, net hata noksan kaleminde ise 713 milyar dolar açık gerçekleşmiştir. Bu dönemde 1998 yılında yaşanan Uzak Doğu ve Asya krizinin etkisiyle yabancıların bono –tahvil alımı bir önceki yıla göre azalarak portföy yatırımlarında 5,089 milyar dolar açık gerçekleşmiştir. Banka krediler bir önceki yıla göre %62,6 oranında azalarak 892 milyon dolar, reel sektör kredileri bir önceki yıla göre %13,7 oranında azalarak 189 milyon dolar, mevduat ve diğerleri bir önceki yıla göre %180 oranında artış göstererek 3,066 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Krediler alt kalemi bir önceki yıla göre %23,2 oranında azalarak 3,736 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde net sermaye hareketleri %90,5 oranında azalarak 664 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

1999 yılında gerçekleşen Rusya krizinin etkisiyle cari işlemler hesabı açığı 925 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde gerçekleşen İzmit depreminin etkisiyle doğrudan yatırımlar bir önceki yıla göre %75 oranında azalarak 138 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Yabancıların hisse senedi alımı, yabancıların bono-tahvil alımı bir önceki yıla göre artış göstererek portföy yatırımları 4,188 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. IMF kredileri haricindeki genel hükümet kredileri, reel sektör kredileri, mevduat ve diğerleri bir önceki yıla göre azalarak krediler bir önceki yıla göre %32,1 oranında azalmıştır. Bu dönemde net sermaye hareketleri 6,414 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bankaların döviz varlıkları ve resmi rezervlerin bir önceki yıla göre azalmasıyla rezerv değişiminde 7,068 milyar dolar açık gerçekleşmiştir. Tablo 11’de ifade edildiği gibi 1999 yılında net hata noksan kalemi 1,302 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

#### **4. TÜRKİYE’DE 2000 VE 2001 KRİZ DÖNEMİ CARİ İŞLEMLER HESABI VE SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ**

Gelişmekte olan piyasalara özgü Türkiye’de gerçekleşen krizlerden diğerleri Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleridir. Birbirini takip eden iki ekonomik kriz tek bir krizin parçaları olmakla birlikte krizin ortaya çıkışının pek çok sebebi bulunmaktadır.

Keyder (2001)'e göre Şubat 2001 krizine yol açan sebepler cari işlemler açığı, TL'nin aşırı değerlenmesi, kamu ve özel sektörün açık pozisyonları, kamu bankalarının görev ve zararları ve sermayeden yoksun mali sektör olarak sayılabilir.

Krizin bir başka nedeni ise; Türkiye'de meydana gelen krizin paradigma krizi olduğu, yani Türkiye'nin yeteri kadar donanımı olmadan aşırı liberalleştiği dolayısıyla ülkenin krize daha açık hale gelmesidir.

Tablo 12'de Türkiye ekonomisinde 1999-2001 dönemi cari işlemler hesabı ve cari işlemler hesabı alt kalemlerinin seyri gösterilmektedir.

Tablo 12. Cari İşlemler Hesabındaki Gelişmeler

(2000-2001; Milyon Dolar)

Yıllar	2000	2001
I. Cari İşlemler Hesabı	-9823	3393
A. Dış Ticaret Dengesi	-21960	-3730
1. Toplam Mal İhracatı	30721	34373
2. Toplam Mal İthalatı	-52681	-38103
B. Hizmetler Dengesi	11375	9136
1. Taşımacılık	492	833
2. Turizm	5923	6352
3. İnşaat Hizmetler	968	654
4. Finansal Hizmetler	-303	-391
C. Gelir Dengesi	-4002	-5000
1. Yatırım Geliri	-4002	-5000
1.1. Doğrudan Yatırım	89	52
1.2. Portföy Yatırımları	-434	-694
1.3. Diğer Yatırımlar	-3657	-4358
1.3.1. Faiz Geliri	1168	1139
1.3.2. Faiz Gideri	-4825	-5497
D. Cari Transferler	4764	2987
1. İşçi Gelirleri	4560	2786

Kaynak: TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr>

TCMB'ye göre 1998 yılı Ağustos ayında Rusya'da meydana gelen ekonomik kriz dolayısıyla dış talepte ve 1999 yılı Ağustos ayında ülkemizde gerçekleşen deprem dolayısıyla iç talepte daralma meydana gelmiştir. 1999 yılının son zamanlarında ise uygulamaya konulan kapsamlı istikrar programının oluşturduğu olumlu beklentiler ve gelişmeler sonucunda 2000 yılında Türkiye ekonomisi canlanma sürecine girmiştir. Bunların sonucunda 2000 yılında yıllık ham petrol ortalama varil fiyatı bir önceki yıla göre %63 oranında artış göstererek 27US(\$)



olarak gerekleŒmiŒtir. Toplam ihracat bir önceki yıla göre %6,5 oranında artıŒ göstererek 30,721 milyar dolar, toplam ithalat ise bir önceki yıla göre %35 oranında artıŒ göstererek 52,681 milyar dolar, dıŒ ticaret açığı bir önceki yıla göre %115,6 oranında artıŒ göstererek 21,960 milyar dolar olarak gerekleŒmiŒtir. Bu dönemde turizm gelirleri dolayısıyla hizmetler dengesi bir önceki yıla göre artıŒ gösterirken, portföy yatırımları ve faiz giderlerinin artıŒ göstermesiyle diğer yatırımlar kalemi azalmıŒtır. Bu dönemde cari iŒlemler hesabı açığı bir önceki yıla göre %635,25 oranında artıŒ göstererek 9,823 milyar dolar olarak gerekleŒmiŒtir.

2001 yılında ise varil başına ortalama ham petrol fiyatı ise bir önceki yıla göre %15,9 oranında artıŒ göstererek 22,7 US(\$ ) olarak gerekleŒmiŒtir. Bu dönemde toplam ihracat bir önceki yıla göre %11,89 oranında artıŒ göstererek 34,373 milyar dolar, toplam ithalat ise bir önceki yıla göre %27,7 oranında azalarak 38,103 milyar dolar, dıŒ ticaret açığı bir önceki yıla göre %83 oranında azalarak 3,730 milyar dolar olarak gerekleŒmiŒtir. Bu dönemde portföy yatırımları bir önceki yıla göre %60 oranında azalmıŒtır. Bu dönemde portföy yatırımlarının %60 oranında azalması, doğrudan yatırımların bir önceki yıla göre %41,5 oranında azalması ve faiz giderlerinin bir önceki yıla göre %14 oranında artıŒ göstermesiyle diğer yatırımlar bir önceki yıla göre %19,6 oranında azalmıŒtır. Bu dönemde inŒaat hizmetlerinin bir önceki yıla göre %32,5 oranında azalmasıyla hizmetler dengesi bir önceki yıla göre %19,6 oranında, iŒi gelirlerinin bir önceki yıla göre %39 oranında azalmasıyla cari transferler %37,3 oranında azalmıŒtır. 2001 yılında cari iŒlemler hesabı 3,393 milyar dolar fazla vermiŒtir.

Tablo 13’de ise 1999-2001 dönemi DıŒ Ticaret Açığı/GSMH, Cari İŒlemler Hesabı/GSMH ve Reel Döviz Kuru endeksi gösterilmektedir.

Tablo 13. DıŒ Ticaret Açığı/GSMH, Cari İŒlemler Hesabı/GSMH, Reel Döviz Kuru Endeksi  
(2000-2001)

Yıllar	2000	2001
DıŒ Ticaret Açığı/GSMH (%)	10.9	2.6
CİD/GSMH (%)	-4.9	2.3
Reel Döviz kuru Endeksi	118.3	107.3

Kaynak: DPT, <http://www.dpt.gov.tr>, TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr>

Tablo 13’de ifade edildiği gibi 2000 yılında reel döviz kuru endeksi artış göstererek 118,3 olarak gerçekleşirken, dış ticaret açığının milli gelire oranı ise 10,9 olarak gerçekleşmiştir. Dornbush tarafından ifade edilen cari işlemler hesabı açığının milli gelire oranının %4’ü aşması durumunda cari işlemler açığının sürdürülememesi durumu 2000 yılında gerçekleşmiştir. 2000 yılında cari işlemler hesabı açığının milli gelire oranı %4,9 olarak gerçekleşmiştir. Güloğlu (2001)’nin ifade ettiği gibi Kasım 2000 kriziyle birlikte Cari işlemler Açığı/GSMH oranı %4’ü aşmış, ithalat artmış, ihracat düşmüş ve yabancı sermaye girişinin sağladığı bir durumda devalüasyon beklentisi artmıştır. Bunların sonucunda yabancı yatırımcılar portföy yatırımlarını çekmiştir. 2000 yılında uygulamaya konulan döviz kurunun çıpası olarak seçildiği Enflasyonla Mücadele Programı şubat 2001’de terkedilmiştir. Bu durumda döviz kuru programda öngörülen Temmuz 2001 tarihinden önce dalgalanmaya bırakılmıştır. Tablo 13’de ifade edildiği gibi 2001 yılında ise reel döviz kuru endeksi bir önceki yıla göre azalmış, dış ticaret açığının milli gelire oranı ise %2,6 olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılında cari işlemler hesabının milli gelire oranı ise %2,3 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 14’de ise Türkiye ekonomisinde kriz öncesi dönem ve kriz döneminde sermaye hareketleri ve cari işlemler hesabının gelişimi birlikte gösterilmiştir.

Tablo 14. Kriz Öncesi Dönemde ve Kriz Döneminde Sermaye Hareketleri ve Cari İşlemler Hesabı (Milyon Dolar)

Dönem	Kriz Öncesi	Kriz Dönemi
	Ocak 2000-Ekim 2000	Kasım 2000-Haziran 2001
Yabancılar: Net Sermaye Hareketi	15179	-10432
-Doğrudan Yatırım	589	2406
-Portföy Yatırımı	6789	-8457
-Uzun Vadeli Sermaye Hareketi	3201	-553
-Kısa Vadeli Sermaye Hareketi	4600	-3828
Yerli Aktörler: Net Sermaye Hareketi	-5257	-3033
-Doğrudan Yatırım	-751	-452
-Portföy Yatırımı	-730	949
- Kısa Vadeli Sermaye , Kayıt İçi	-1226	-1847
- Kısa Vadeli Sermaye , Kayıt Dışı	-2550	-1683
Rezerv Değişmeleri	-2324	15239
Cari İşlemler Dengesi	-7589	-1764

Kaynak: Korkut Boratav, “2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri”(2001).

Tablo 14’de ifade edildiği gibi kriz öncesi dönemde 15,179 milyar dolar olarak gerçekleşen net yabancı sermaye büyük boyutta olmasına karşın, net yerli sermaye 5,257 milyar dolar dışarıya çıkmıştır. 15,179 milyar dolar olan net yabancı sermaye girişinin 4,6 milyar dolarlık kısmı kısa vadeli sermaye hareketlerinden kaynaklanmıştır. Bu dönemde cari işlemler hesabı açığı ise 7,6 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

Kriz öncesi dönemde 15,179 milyar dolar olan net yabancı sermaye girişi gerçekleşirken, kriz döneminde 10, 432 milyar dolar net yabancı sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. Kriz öncesi ve kriz döneminde net yerli sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. Kriz öncesi dönemde ve kriz döneminde net yabancı sermaye girişi 4,747 milyar dolar, net yerli sermaye çıkışı ise 8,290 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Yani kriz öncesi ve kriz döneminde sermaye hareketlerini net yabancı sermaye oluşturmuştur.

Tablo 14’de ifade edildiği gibi kriz öncesi dönemde yabancı portföy yatırımları 6,789 milyar dolar olarak gerçekleşirken, kriz döneminde 8,457 milyar dolar portföy yatırımı çıkışı gerçekleşmiştir. Uzun vadeli yabancı sermaye girişi kriz öncesi dönem 3,201 milyar dolar olarak gerçekleşirken, kriz döneminde 553 milyon dolar uzun vadeli yabancı sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. Kriz öncesi dönemde kısa vadeli yabancı sermaye girişi 4,6 milyar dolar olarak gerçekleşirken, kısa vadeli yerli sermaye çıkışı ise 3,53 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Türkiye ekonomisinde 2000 yılında ortalama iç borçlanma faiz oranı %38,1 iken, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleriyle birlikte üç haneli rakamlara yükselmiş ve 2001 yılında ortalama %96,5 olarak gerçekleşmiştir (ATO,2007:3).

Tablo 14’te ifade edildiği gibi kriz öncesi dönemde 824 milyon dolar kısa vadeli sermaye çıkışı gerçekleşirken, kriz döneminde 7,358 milyar dolar kısa vadeli sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. Tüm bunların sonucunda kriz öncesi dönemde 9,922 milyar dolar net sermaye girişi gerçekleşirken, kriz döneminde 23,465 milyar dolar net sermaye çıkış gerçekleşmiştir.

Türkiye’de Şubat krizinde yüksek reel faiz, yüksek devalüasyona neden olmuştur. Döviz talebinin artması dolayısıyla şirket bilançoları bozulmuştur. Bu dönemde reel faiz yükseldikçe, borç maliyeti artmıştır. Krizde dış kaynak girişi az

olduğundan, Merkez Bankasının rezervlerinin erimesine izin verilmediği için, sıkı para ve maliye politikası uygulanmıştır. Tablo 14’de ifade edildiği kriz öncesi dönemde rezerv değişimi 2,324 milyar dolar artış gösterirken kriz döneminde dış kaynak girişinin az olması dolayısıyla rezervlerde 15,239 milyar dolar açık gerçekleşmiştir. Kriz öncesi dönemde cari işlemler hesabında 7,589 milyar dolar açık gerçekleşirken, kriz döneminde 1,764 milyar dolar açık gerçekleşmiştir. Tüm bunların sonucunda mali piyasalarda yaşanan finansman krizi kısa sürede reel sektöre yayılarak ekonomik krizin oluşmasına neden olmuştur.

Türkiye’de gerçekleşen 2000 ve 2001 krizleri ekonomide önemli ölçüde olumsuz etki yaratmıştır. Bu olumsuz etkileri azaltmak için çeşitli önlemler alınmıştır. Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin etkisiyle Mayıs 2001 tarihinde Güçlü ekonomiye geçiş programı başlatılmıştır. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı’nın amacı temel olarak sürdürülemez boyutlara gelen kamu iç borç dinamiğini kırarak yapısal sorunları ortadan kaldırmak olmuştur. Programın temel hedefleri ise;

- Kamu finansman sorununun temelli olarak çözülmesi ve bunun için gereken yapısal reformların gerçekleştirilmesi.
- Bu amaç için yasal düzenlemelerin belirlenen takvimden sapılmadan gerçekleştirilmesi.
- Sosyal dayanışmayı güçlendirecek düzenlemeler yapılması.
- Reel ekonomiye ilişkin önlemler alınması olmuştur (Yay, ve diğer., 2001:49).

Fakat alınan bu önlemlere rağmen Türkiye cari işlemler hesabı ile ilgili hedefine ulaşamamıştır.

## **5. TÜRKİYE’DE 2001 KRİZ SONRASI DÖNEM CARİ İŞLEMLER HESABI VE SERMAYE HAREKETLERİ GELİŞİMİ**

Türkiye ekonomisinde 2001 kriz sonrası dönem; Türkiye’nin 20 Şubat 2001 tarihinde dalgalı kura geçtiğini açıklaması, 2003 yılında TCMB’nin fiyat istikrarına odaklı para politikası uygulaması ve hükümetin mali disiplini sayesinde enflasyon kontrol altına alınması, 2003 yılında ABD’nin Irak’ı işgal etmesi, yükselen petrol fiyatları ve Avrupa Birliği’ne üyelik sürecinin yaşanması açısından önem

taşımaktadır. Bu alt başlıkta Türkiye’de 2001 kriz sonrası dönem cari işlemler hesabındaki gelişmeler, sermaye hareketlerindeki gelişmeler ve cari işlemler açığı finansmanında sermaye hareketlerinin rolü açıklanmaya çalışılacaktır.

#### 5.1. TÜRKİYE’DE 2001 KRİZ SONRASI DÖNEM CARİ İŞLEMLER HESABINDAKİ GELİŞMELER

Türkiye ekonomisinde gerçekleşen 2000-2001 krizi etkisi bu dönemden sonra devam etmiştir. Türkiye ekonomisinin güçlü ekonomiye geçiş programında cari işlemler hesabı ile ilgili hedefine ulaşamadığı gözlenmiştir. Aşağıdaki Tablo 15’de Türkiye ekonomisinde 2001-2007 dönemi cari işlemler hesabı ve cari işlemler hesabı ana kalemlerinin seyri gösterilmektedir.

Tablo 15. Cari İşlemler Hesabındaki Gelişmeler  
(2002-2007, Milyon Dolar)

Yıllar	2002	2003	2004	2005	2006	2007
I. Cari İşlemler Hesabı	-1519	-8036	-15599	-22604	-32331	-32758
A. Dış Ticaret Dengesi	-7283	-14010	-23878	-33530	-41324	-42135
1. Toplam Mal İhracatı	40124	51206	67047	76949	91944	103258
2. Toplam Mal İthalatı	-47407	-65216	-90925	-110479	-133268	-145393
B. Hizmetler Dengesi	7885	10511	12797	15272	13895	13782
1. Taşımacılık	861	-523	-1064	65	386	-20
2. Turizm	6599	11090	13364	15280	14110	14509
3. İnşaat Hizmetler	832	682	724	874	879	687
4. Finansal Hizmetler	-400	-83	-89	-41	-247	-204
C. Gelir Dengesi	-4554	-5557	-5635	-5800	-6589	-6045
1. Yatırım Geliri	-4554	-5557	-5635	-5704	-6482	-5947
1.1. Doğrudan Yatırım	-108	-440	-825	-776	-968	-1627
1.2. Portföy Yatırımları	-835	-1207	-1195	-924	-662	322
1.3. Diğer Yatırımlar	-3611	-3910	-3615	-4004	-4852	-4642
1.3.1. Faiz Geliri	784	634	697	1005	1453	1948
1.3.2. Faiz Gideri	-4395	-4544	-4312	-5009	-6305	-6590
D. Cari Transferler	2433	1020	1117	1454	1687	1640
1. İşçi Gelirleri	1936	729	804	851	1111	1133

Kaynak: TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr>.

2001 kriz döneminden sonra 2002 yılında varil başına ortalama ham petrol fiyatı bir önceki yıla göre %3,1 oranında artış göstererek 23,4 US(\$ olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde toplam ihracat bir önceki yıla göre %16,7 oranında artış göstererek 40,124 milyar dolar, toplam ithalat ise % 25 oranında artış göstererek 47,407 milyar dolar, dış ticaret açığı %95 oranında artış göstererek 7,283 milyar

dolar olarak gerçekleşmiştir. 2001 krizinin etkisiyle 2002 yılında finansal hizmetlerin bir önceki yıla göre %22,5 oranında azalmasıyla hizmetler dengesi kalemi bir önceki yıla göre %13,7 oranında azalarak 7,885 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımları bir önceki yıla göre azalırken, diğer yatırımlar kriz yılına göre artış göstermiştir. Bu dönemde gelir dengesi 2001 yılına göre %9 oranında artış göstermiştir. İşçi gelirlerinin azalmasıyla cari transferler bir önceki yıla göre %18,5 oranında azalarak 2,433 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu durumda 2001 yılında fazla veren cari işlemler hesabı 2002 yılında 1,519 milyar dolar açık vermiştir. Bu durum 2001 yılında Güçlü Ekonomiye Geçiş programının cari işlemler hesabında olumlu etki yaratmadığının göstergesi olarak yorumlanabilmektedir.

Türkiye ekonomisinde 2003 yılında TCMB'nin fiyat istikrarına odaklı para politikası uygulaması ve hükümetin mali disiplini sayesinde enflasyon kontrol altına alınmıştır (Şahin, 2007:414). 2003 yılında varil başına ortalama ham petrol fiyatı bir önceki yıla göre %14,9 oranında artış göstererek 26,9 US(\$ ) olarak gerçekleşmiştir. Petrol fiyatlarındaki artış nedeniyle Türkiye'nin ithal ettiği petrole ödemek zorunda kaldığı ek fatura 2003 yılında gerçekleşen cari işlemler açığının %7,9'unu oluşturmuştur (Ersel, 2007:1). Bu dönemde ithalat üzerindeki kısıtlamalar azaltılmış ve tarifeler düşürülmüştür. Bu dönemde bir önceki yıla göre, toplam mal ihracatı %27,7 oranında artış göstererek 51,206 milyar dolar, toplam mal ithalatı %37,5 oranında artış göstererek 65,216 milyar dolar, dış ticaret açığı %95,4 oranında artış göstererek 14,01 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde gerçekleşen Irak operasyonu ile birlikte doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, diğer yatırımlar bir önceki yıla göre azalarak gelir dengesi %2,2 oranında azalmıştır. 2003 yılından itibaren yurtdışında yaşayan işçilerin Türkiye'de yaptıkları seyahat ve dinlenme amaçlı harcamalar turizm gelirleri olarak kaydedilmeye başlamıştır. Bu durumda turizm gelirlerinde hızlı artış gerçekleşirken, işçi gelirlerinde azalma meydana gelmiştir. Tüm bunların sonucunda cari işlemler hesabı açığı bir önceki yıla göre %429 oranında artış göstererek 8,036 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

2004 yılında ABD'nin Irak'ı işgali sürmüştür. Bu dönemde petrol fiyatları bir önceki yıla göre %28,2 oranında artış göstererek yıllık ortalama varil başına ham petrol fiyatı 34,5 US(\$ ) olarak gerçekleşmiştir. Petrol fiyatlarındaki artış nedeniyle

Türkiye'nin ithal ettiği petrole ödemek zorunda kaldığı ek fatura 2004 yılında gerçekleşen cari işlemler açığının %12,6'sını oluşturmuştur (Ersel, 2007:1). Bu dönemde bir önceki yıla göre, toplam mal ihracatı % 31 oranında artış göstererek 67,047 milyar dolar, toplam mal ithalatı %39 oranında artış göstererek 90,925 milyar dolar, dış ticaret açığı %70 oranında artış göstererek 28,878 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde turizm ve inşaat hizmetlerinin bir önceki yıla göre artış göstermesiyle hizmetler dengesi %21,7 oranında artış göstererek 12,797 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 2004 yılında cari işlemler hesabı açığı bir önceki yıla göre %96 oranında artış göstererek 15,599 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

ABD'nin Irak'ı işgalinin ardından bölgede yaşanan istikrarsız ortam, petrol ve doğalgaz boru hatlarıyla ilgili Rusya ve diğer ülkelerde yaşanan rekabet dolayısıyla 2005 yılında petrol fiyatları bir önceki yıla göre %45,2 oranında artış göstererek yıllık ortalama ham petrol varil fiyatı 34,5 US(\$ ) olarak gerçekleşmiştir. Petrol fiyatlarındaki artış nedeniyle Türkiye'nin ithal ettiği petrole ödemek zorunda kaldığı ek fatura 2005 yılında gerçekleşen cari işlemler açığının %20,4'ünü oluşturmuştur (Ersel, 2007:1). Bu dönemde bir önceki yıla göre, toplam mal ihracatı % 14 oranında artış göstererek 76,949 milyar dolar, toplam mal ithalatı ise %21,5 oranında artış göstererek 110,479 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Maliye Bakanlığı (2006)'na göre 2005 yılında ihracatın artış göstermesinin nedeni verimlilik artışlarının sağladığı dış rekabet avantajı, güçlü iç talep ve artan ihracat fiyatlarının belirleyici etkisi olurken, ithalatın artış göstermesinde YTL'nin değerli olması, yurtiçi sanayi üretimindeki artışın gerektirdiği ithal girdi ihtiyacı belirleyici olmuştur. Bu dönemde dış ticaret açığı bir önceki yıla göre %40,4 oranında artış göstererek 33,530 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu yılda Türk müteahhitleri Rusya, Irak ve Körfez ülkeleri olmak üzere komşu ve bölge ülkelerde 9,3 milyar dolar tutarında ihale almışlardır (Şahin, 2007:416). Bu durumda inşaat hizmetleri bir önceki yıla göre %20,7 oranında artış göstererek 874 milyon dolara yükselmiştir. Faiz giderlerinin bir önceki yıla göre %15,3 oranında artış göstermesiyle gelir dengesi azalmış, işçi gelirlerinin bir önceki yıla göre artış göstermesiyle cari transferler artmıştır. 2005 yılında cari işlemler hesabı açığı bir önceki yıla göre %44,9 oranında artış göstererek 22,604 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

ATO (2005)'ya göre 80 yılda toplam 57 milyar dolar açık veren Türkiye'nin 2003-2005 yılları arasındaki üç yılda cari açıklar toplamı 47 milyar bulmuştur. 2006 yılında da petrol fiyatları artmaya devam etmiştir. Bu dönemde yıllık ortalama varil başına ham petrol fiyatı 60,9 US(\$ olarak gerçekleşmiştir. Petrol fiyatlarındaki artış nedeniyle Türkiye'nin ithal ettiği petrole ödemek zorunda kaldığı ek fatura 2006 yılında gerçekleşen cari işlemler açığının %20,5'ini oluşturmuştur (Ersel, 2007:1). Bu dönemde bir önceki yıla göre, toplam ihracat %19,5 oranında artış göstererek 133,268 milyar dolar, toplam ithalat %20,6 oranında artış göstererek 133,268 milyar dolar, dış ticaret açığı %23,2 oranında artış göstererek 41,324 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde finansal hizmetler ve turizm gelirleri bir önceki yıla göre azaldığından hizmetler dengesi bir önceki yıla göre %9,9 oranında azalarak 13,895 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Faiz giderleri bir önceki yıla göre %25,88 oranında artış gösterdiğinden ve doğrudan yatırımlar bir önceki yıla göre %24,7 oranında azaldığından gelir dengesi bir önceki yıla göre %13,6 oranında azalmıştır. İşçi gelirleri bir önceki yıla göre artış gösterdiğinden cari transferler alt kalemi bir önceki yıla göre %16,02 oranında artış göstermiştir. 2006 yılında cari işlemler hesabı açığı bir önceki yıla göre %43 oranında artış göstererek 32,331 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

2007 yılında ise İran ile ilgili gerginleşen uluslararası ilişkiler, ABD kaynaklı mali krizin etkileri ve yükselen petrol fiyatları dolayısıyla ekonomide çalkantılar meydana gelmiştir. Bu dönemde petrol fiyatları bir önceki yıla göre %13,3 oranında artış göstererek 68,1 US(\$ olarak gerçekleşmiştir. Petrol fiyatlarındaki artış nedeniyle Türkiye'nin ithal ettiği petrole ödemek zorunda kaldığı ek fatura 2007 yılında gerçekleşen cari işlemler açığının %20,6'sını oluşturmuştur (Ersel, 2007:1). Bu dönemde bir önceki yıla göre, toplam ihracat %12,3 oranında artış göstererek 103,258 milyar dolar, toplam ithalat %9 oranında artış göstererek 145,393 milyar dolar, dış ticaret açığı %1,9 oranında artış göstererek 42,135 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde taşımacılık hizmetleri, inşaat hizmetleri ve finansal hizmetler bir önceki yıla göre azalarak ve turizm hizmeti artış göstererek hizmetler dengesi bir önceki yıla göre %0,8 oranında artış göstermiştir. Doğrudan yatırımlar bir önceki yıla göre %68 oranında azalırken, portföy yatırımları artış göstermiştir. Bir önceki yıla göre, faiz gelirleri %34 oranında, faiz giderleri %4,5 oranında artış



göstererek diğer yatırımlar alt kalemi artış göstermiştir. 2007 yılında cari işlemler hesabı açığı bir önceki yıla göre %1,3 oranında artış göstererek 32,758 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Aşağıda Tablo 16’da 2002-2006 döneminde Dış Ticaret Açığı/ GSMH, Cari İşlemler Hesabı/GSMH ve reel döviz kuru endeksi gösterilmektedir.

Tablo 16. Dış Ticaret Açığı/GSMH, Cari İşlemler Hesabı/GSMH, Reel Döviz Kuru Endeksi (2001-2006)

Yıllar	2002	2003	2004	2005	2006
Dış Ticaret Açığı/GSMH (%)	4.0	5.9	7.9	9.1	10.2
CİD/GSMH (%)	-0.8	-3.4	-5.2	-6.3	-8.0
Reel Döviz kuru Endeksi	117.1	126.2	131.3	147.2	139.3

Kaynak: DPT, <http://www.dpt.gov.tr>, TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr>

Not: Reel Döviz Kuru Endeksi Yıllıktır.

Tablo 16’te ifade edildiği gibi 2001 kriz döneminden sonra 2002 yılında reel döviz kuru endeksi artış göstererek 117,1 olarak gerçekleşirken, dış ticaret açığının milli gelire oranı ise %4 olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde cari işlemler hesabının milli gelire oranı ise % 0,8 olarak gerçekleşmiştir. 2003 yılında ise reel döviz kuru endeksi bir önceki yıla göre artış göstererek 126,2 olarak gerçekleşirken, dış ticaret açığının milli gelire oranı ise %5,9 olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde cari işlemler hesabı açığının milli gelire oranı ise %3,4 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 16’te ifade edildiği gibi 2004 yılında reel döviz kuru endeksi bir önceki yıla göre artış göstererek 131,3 olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde dış ticaret açığının milli gelire oranı ise %7,9 olarak gerçekleşirken, cari işlemler hesabı açığının milli gelire oranı ise %5,2 olarak gerçekleşmiştir. 2005 yılında ise reel döviz kuru endeksi bir önceki yıla göre artış göstererek 147,2 olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde dış ticaret açığının milli gelire oranı ise %9,1 olarak gerçekleşirken, cari işlemler hesabı açığının milli gelire oranı ise %6,3 olarak gerçekleşmiştir.

2006 yılında reel döviz kuru endeksi bir önceki yıla göre azalarak 139,3 olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde dış ticaret açığının milli gelire oranı bir önceki yıla göre artış göstererek %10,2 olarak gerçekleşirken, cari işlemler hesabı açığının milli gelire oranı ise %8 olarak gerçekleşmiştir. 2007 yılında ise reel döviz kuru

endeksi bir önceki yıla göre artış göstermiştir. Bu dönemde cari işlemler açığının milli gelire oranı ise %5,3 olarak gerçekleşmiştir.

## 5.2. TÜRKİYE’DE 2001 KRİZ SONRASI DÖNEM SERMAYE HAREKETLERİNDEKİ GELİŞMELER

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 yoğun biçimde kaçışını önlemiştir (Cihan,2005:128). Aşağıda Tablo 17’de Türkiye ekonomisinde 2001-2007 kriz sonrası dönemde sermaye hareketlerindeki gelişmeler gösterilmiştir.

Tablo 17. Sermaye Hareketleri Ana Kalemlerindeki Gelişmeler  
( 2001-2007; Milyon Dolar)

Yıllar	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
I. Sermaye Hesabı	-1633	1403	3095	13388	20302	32066	36503
A. Doğrudan Yatırımlar	2855	958	1252	2005	8967	19065	19924
B. Portföy Yatırımları	-4515	-593	2465	8023	13437	7373	717
1. Hisse Senetleri	-79	-16	905	1427	5669	1939	5138
2. Borç Senetleri	-3648	1519	2946	7984	9001	9463	-2358
C. Diğer Yatırımlar	-2667	7191	3425	4184	15745	11742	23894
1. Krediler	614	5040	754	6133	11610	19601	27420
1.1. Merkez Bankası	10229	-6138	-1479	-4414	-2881	0	0
1.2. Genel Hükümet	-1977	11834	-765	-267	-4637	-5223	-3901
1.3. Bankalar	-8076	-1028	1975	5708	9248	5814	5607
1.4. Diğer Sektörler	438	372	1023	5106	9880	19010	25714
D. Rezerv Varlıklar	2694	-6153	-4047	-824	-17847	-6114	-8032
II. Kısa Vadeli Sermaye	-12880	-3192	3159	13069	6641	11082	-3504

Kaynak:TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr>

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

Tablo 17’de ifade edildiği gibi 2001 kriz döneminden sonra sermaye hareketleri 2002-2007 döneminde artış göstermiştir. 2001 yılında sermaye hesabında 1,633 milyar dolar açık gerçekleşirken, 2001 yılında gerçekleştirilen Güçlü Ekonomiye Geçiş programının etkisiyle 2002 yılında 1,4 milyar dolar fazla gerçekleşmiştir. 2001 krizinin etkisiyle doğrudan yatırımlar bir önceki yıla göre %66,4 oranında azalarak 958 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde borç senetlerinin bir önceki yıla göre artmasıyla portföy yatırımları %86,8 oranında artış

göstermiştir. Genel hükümetin kullandığı kredilerin bir önceki yıla göre artış göstermesiyle Türkiye diğer yatırımlar adı altında kaynak kullanmıştır. Rezerv varlıklar 6,153 milyar dolara yükselirken, kısa vadeli sermaye hareketleri bir önceki yıla göre %75 oranında azalarak 3,192 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

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, 2007:429). 2003 yılında doğrudan yatırımlar bir önceki yıla göre %30,6 oranında artış göstererek 1,252 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde hisse senetleri ve borç senetleri bir önceki yıla göre artış göstererek portföy yatırımları 2,465 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Banka kredileri ve diğer sektör kredileri bir önceki yıla göre artış gösterirken genel hükümet kredilerinin bir önceki yıla göre azalmasıyla krediler alt kalemi azalarak 754 milyon dolar, kısa vadeli sermaye girişi 3,159 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 2003 yılında sermaye hesabı bir önceki yıla göre %120,6 oranında artış göstererek 3,095 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

2004 yılında ise yaşanan Kıbrıs sorunu, Amerikan Merkez Bankasının faizleri arttırması gibi dışsal gelişmeler sonucunda portföy yatırımlarında oluşan şoklar döviz kurunun tepkisiyle durdurulmuştur (Cihan, 2005:130). 2004 yılında iyileşen makroekonomik temeller ve Avrupa Birliğine üyelik sürecinin yaşanmasıyla portföy yatırımları bir önceki yıla göre %225,5 oranında artış göstererek 8,023 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Banka kredileri ve diğer sektör kredilerinin kullanımının artış göstermesi dolayısıyla krediler alt kalemi artış göstermiştir. Bu dönemde doğrudan yatırım teşvikleri devam ederek doğrudan yatırımlar bir önceki yıla göre %60,1 oranında artış göstermiştir. Maliye Bakanlığı (2006)'na göre doğrudan yatırımların artışında şirket birleşmeleri ve özelleştirme programından kaynaklanan ödemelerin devam etmesi etkili olmuştur. Ekonomideki beklentilerin olumlu yönde olması dolayısıyla bu dönemde 13,069 milyar dolar kısa vadeli sermaye girişi gerçekleşmiştir.

TCMB, 2005 yılını para politikasını fiyat istikrarını temel alan hedef çerçevesinde belirlemiştir. Bu durum ekonomideki beklentilerin olumlu yönde

ilerlemesini sağlamıştır. Bu dönemde yapısal reformlar ve Türkiye –Avrupa Birliği arasındaki müzakere süreci devam etmiştir. Dolayısıyla doğrudan yatırımlar bir önceki yıla göre %347 oranında artış göstererek 8,967 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bankaların ve reel sektörün kullanmış olduğu krediler bir önceki yıla göre artış göstererek krediler alt kalemi %89,3 oranında artış göstermiştir. 2005 yılının tamamında, Merkez Bankası kademeli olarak faizleri indirerek, kısa vadeli faizler yüzde 18'den yüzde 13.25'e gerilemiştir (Gürses, 2007:1). Bu dönemde bir önceki yıla göre, rezerv varlıklar artış gösterirken, kısa vadeli sermaye hareketi %49,1 oranında azalarak 6,641 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Tüm bunların sonucunda 2005 yılında sermaye hareketi bir önceki yıla göre %51,65 oranında artış göstererek 20,302 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

2006 yılında ise doğrudan yatırım teşviklerinin devam etmesiyle doğrudan yatırımlar bir önceki yıla göre %112,6 oranında artış göstererek 19,065 milyar dolar, hisse senedi yatırımlarının bir önceki yıla göre azalmasıyla portföy yatırımları %45,1 oranında azalarak 7,373 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Diğer sektörlerin kullandığı krediler bir önceki yıla göre artış göstererek krediler alt kalemi bir önceki yıla göre %40,7 oranında artış göstermiş, 19,601 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde Merkez Bankası'nın faizleri artırmasıyla kısa vadeli sermaye girişi bir önceki yıla göre %66,9 oranında artış göstererek 11,082 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Sermaye hareketleri 2006 yılında bir önceki yıla göre %58 oranında artış göstererek 32,066 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

2007 yılında dünya mortgage piyasalarından kaynaklanan ekonomik dalgalanmalardan etkilenirken, Türkiye'de 21,873 milyar dolar yabancı sermaye yatırımı gerçekleşmiştir. Bu yatırımının 2,952 milyar doları yabancılara gayrimenkul satışından sağlanmıştır. Yabancılara banka satışlarının gerçekleşmesi yabancı sermaye girişinin yüksek olmasında etkili olmuştur (Ergen, 2008:1). Bu dönemde borç senetlerinde 2,358 milyar dolarlık çıkışın gerçekleşmesi dolayısıyla portföy yatırımları bir önceki yıla göre %90 oranında azalarak 717 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Diğer sektör kredileri bir önceki yıla göre %35,2 oranında artış göstererek 25,714 milyar dolar, rezerv varlıklar bir önceki yıla göre %31,4 oranında artış göstererek 8,032 milyar dolar gerçekleşmiştir. Bu dönemde Merkez Bankasının faizleri indirmesiyle 3,504 milyar dolar kısa vadeli sermaye çıkışı gerçekleşmiştir.

2007 yılında sermaye hesabı bir önceki yıla göre %13,8 oranında artış göstererek 36,503 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

### 5.3. TÜRKİYE'DE 2001 KRİZ SONRASI DÖNEM CARİ İŞLEMLER HESABI FİNANSMANINDA SERMAYE HAREKETLERİNİN ROLÜ

Türkiye ekonomisinde 2002-2007 alt döneminde cari işlemler hesabı açığının finansmanında sermaye hareketlerinin etkisi Tablo 18'de gösterilmiştir.

Tablo 18. Cari İşlemler Hesabı Finansman Kalemleri  
(2002-2007, Milyon Dolar)

Yıllar	2002	2003	2004	2005	2006	2007
1.Cari İşlemler Dengesi	-626	-7515	-14431	-22137	-31893	-37575
2. Net Hata Noksan	-777	4420	1043	1835	-173	1072
Toplam Finansman İhtiyacı(1+2)	-1403	-3095	-13388	-20302	-32066	-36503
Toplam Finansman (A+B+C)	291	2624	10177	16627	34536	33586
A-Sermaye Hareketleri Net	-515	5997	20484	40169	55454	49073
Doğrudan Yatırımlar	958	1252	2005	8967	19065	19924
Portföy Yatırımları	1503	3851	9411	14670	11402	2780
Hükümetin Yurtdışı Tahvil İhracı	-42	-33	-25	-20	-42	-116
Yabancıların Hisse Senedi Alımı	-16	905	1427	5669	1939	5138
Yabancıların Bono-Tahvil Alımı	1519	2946	7984	9001	9463	-2358
Krediler (IMF Kredileri Hariç)	-1325	804	9651	16963	24112	31403
Genel Hükümet	-669	-2194	-1163	-2165	-712	82
Bankalar	-1028	1975	5708	9248	5814	5607
Reel Sektör	97	108	158	313	282	352
Mevduat ve Diğerleri	445	1476	805	802	4904	-2971
B-IMF Kredileri	6365	-50	-3518	-5353	-4511	-3983
Merkez Bankası	-6138	-1479	-4414	-2881	0	0
Genel Hükümet	12503	1429	896	-2472	-4511	-3983
C- Rezerv Değişimi	-5559	-3323	-6789	-18189	-16407	-11504
Bankaların Döviz Varlıkları	594	724	-5965	-342	-10293	-3472
Resmi Rezervler	-6153	-4047	-824	-17847	-6114	-8032

Kaynak: TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr>

Tablo 18'de ifade edildiği gibi Türkiye ekonomisinde 2001 kriz döneminin etkisiyle 2002 döneminde cari işlemler hesabında 629 milyar dolar açık gerçekleşmiştir. Bu dönemde doğrudan yatırımlar bir önceki yıla göre %66,44 oranında azalarak 958 milyon dolar, yabancıların bono tahvil alımı bir önceki yıla göre artış göstererek 1,519 milyar dolar, mevduat ve diğerleri bir önceki yıla göre artış göstererek 445 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde IMF'den sağlanan krediler bir önceki yıla göre %37,78 oranında azalarak 6,365 milyar dolar, bankaların döviz varlıkları bir önceki yıla göre %35,9 oranında azalarak 594 milyon

dolar olarak gerçekleşmiştir. 2002 yılında toplam finansman ihtiyacı 1,403 milyar dolar olarak gerçekleşirken, toplam finansman 292 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

2003 yılında ise cari işlemler hesabı 7,515 milyar dolar açık vermiştir. Bu dönemde doğrudan yatırımlar, yabancıların bono-tahvil alımı, bankaların kredi kullanımı, mevduatlar bir önceki yıla göre artış göstererek net sermaye hareketleri 5,997 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde hükümetin kullandığı IMF kredileri ve resmi rezervlerde bir önceki yıla göre azalma gözlenmiştir. 2003 yılında toplam finansman portföy yatırımları, doğrudan yatırımlar ve krediler tarafından gerçekleşmiştir. 2003 yılında toplam finansman ihtiyacı 3,095 milyar dolar olarak gerçekleşirken, toplam finansman 2,624 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

2004 yılında cari işlemler hesabı 14,431 milyar dolar açık vermiştir. Bu açığın finansmanında 1,043 milyar dolar net hata noksan kalemi kullanılmıştır. Doğrudan yatırımlar, yabancıların bono-tahvil alımı, banka kredileri bir önceki yıla göre artış göstererek net sermaye hareketleri 20,484 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde merkez bankası ve hükümetin IMF'den sağladığı krediler, bankaların döviz varlıkları bir önceki yıla göre azalmıştır. Toplam finansman 2004 yılında doğrudan yatırımlar, yabancıların bono tahvil alımı ve banka kredileri tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu dönemde cari işlemler hesabı açığı her an kaçabilecek yabancı sermayeyle finanse edilmiştir (ATO, 2005:2). Bu dönemde toplam finansman ihtiyacı 13,388 milyar dolar iken, toplam finansman 10,177 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

2005 yılında cari işlemler hesabı 22,137 milyar dolar açık vermiştir. Net hata noksan kalemi 1,835 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde doğrudan yatırımlar, yabancıların hisse senedi alım, yabancıların bono tahvil alımı, banka kredileri, reel sektör kredileri artış göstererek net sermaye hareketleri 40,169 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. IMF kredileri ve resmi rezervler bir önceki yıla göre azalmıştır. Toplam finansman doğrudan yatırımlar, yabancıların hisse senedi alımı, yabancıların bono tahvil alımı ve krediler tarafından gerçekleştirilmiştir. 2001 krizinden sonra doğrudan yabancı sermayeyi yeteri kadar çekemeyen Türkiye ekonomisi 2003, 2004, 2005 yıllarında oluşan yüksek cari açıkları yüksek menkul

kıymet satışı, kısa vadeli krediler ile finanse etmiştir (ATO, 2005: 2). Dolayısıyla 2005 yılında toplam finansman ihtiyacı 20,302 milyar dolar iken, toplam finansman 16,627 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

2005 yılında toplam finansman ihtiyacının karşılanmamasıyla cari işlemler hesabı açığı artış göstererek 31,893 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Net hata noksan kaleminde ise 173 milyon dolar açık gerçekleşmiştir. 2005 ve 2006 yıllarında IMF'den sağlanan kredilerin geri ödenecek olması nedeniyle cari işlemler hesabı açığının finansmanı risk oluşturmuştur (ATO,2005:2). Bu dönemde doğrudan yatırımlar, yabancıların bono tahvil alımı, mevduat ve diğerleri bir önceki yıla göre artış göstererek net sermaye hareketleri 55,454 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bankaların döviz varlıkları bir önceki yıla göre azalarak rezerv değişimi azalmıştır. Bu dönemde toplam finansman ihtiyacı 32,066 milyar dolar iken toplam finansman 34,536 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

2006 yılında toplam finansman ihtiyacı karşılanmasına rağmen 2007 yılında cari işlemler hesabı açığı artış göstererek 37,575 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Yabancıların hisse senedi alımları bir önceki yıla göre artış gösterirken, yabancıların bono tahvil alımı bir önceki yıla göre azalmıştır. Banka kredisi kullanımı devam etmiş, genel hükümet, reel sektör kredileri bir önceki yıla göre artış göstermiş, mevduat ve diğerleri bir önceki yıla göre azalmıştır. Bu dönemde net sermaye hareketi bir önceki yıla göre %11,5 oranında azalarak 49,073 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde bankaların döviz varlıkları bir önceki yıla göre artış gösterirken, resmi rezervler azalmıştır. Bu dönemde toplam finansman ihtiyacı 36,503 milyar dolar iken, toplam finansman 33,586 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Cari işlemler hesabı açığı ister kısa vadeli, ister uzun vadeli sermaye ile finanse edilsin sonsuza kadar sürdürülemez. Bu durumda kısa dönemde açığın kısa/uzun vadeli sermaye ile finansmanı tartışma konusudur. Türkiye ekonomisinde cari işlemler hesabı açığının nasıl finanse edileceğinin yanı sıra bu finansmanın uzun vadede sürdürülüp sürdürülememesi önem taşımaktadır. Türkiye'de cari açık kalıcı şekilde uzun vadeli sermaye ile finanse edilemediğinden kısa vadeli sermaye ile

finanse edilmek zorunda kalınmaktadır. Bu durum ekonomide önemli bir risk oluşturmaktadır.



## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### CARİ İŞLEMLER HESABI VE SERMAYE HAREKETLERİ ARASINDAKİ İLŞKİ ANALİZİ; 1992-2007 TÜRKİYE UYGULAMASI

#### 1. UYGULAMANIN AMACI

Bu bölümde, Türkiye’de cari işlemler hesabı ve sermaye hareketleri arasındaki ilişki incelenmeye çalışılacaktır. Bu çalışmanın amacı Türkiye’de cari işlemler dengesinde oluşan bir olumsuzlukta sermaye hareketlerinin durumunu araştırmaktır.

İlk olarak uygulanacak test yönteminin teorik çerçevesi çizildikten sonra, 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.

#### 2. UYGULAMADA İZLENEN YÖNTEM

Türkiye’de cari işlemler hesabında oluşan bir olumsuzlukta sermaye hareketlerinin durumunun incelenmesinin ilk aşaması, serilerin durağan olup olmamasının belirlenmesidir. Bu aşamada kullanılacak değişkenlerin durağan olup olmadığının incelenmesi için Genişletilmiş Dickey Fuller (Augmented Dickey Fuller-ADF) birim kök testi kullanılacaktır.

##### 2.1. GENİŞLETİLMİŞ DİCKEY FULLER BİRİM KÖK TESTİ

Birim kök testi zaman serilerinin durağan olup olmamasını araştırmak için kullanılan bir testtir. Bir zaman serisinin ortalamasında ve varyansında sistematik bir değişme gerçekleşmiyorsa ve düzenli periyodik değişmeler ortaya çıkarmıyorsa seri

durağandır (Sevüktekin ve Nargeleçekenler, 2005:46). Bir zaman serisinde birim kök olması ise, o zaman serisinin durağan olmadığı anlamına gelmektedir.

Zaman serilerinin ortalaması ve varyansının zaman içinde değişmemesi ve iki dönem arasındaki ortak varyansın hesaplandığı döneme değil sadece iki dönem arasındaki uzaklığa bağlı olması durumundaki olasılıklı sürece zayıf durağan olasılıklı süreç adı verilmektedir (Gujaratti, 2001: 713). Yani durağanlık, bir stokastik sürecin ortak ve şartlı olasılık dağılımının zaman içerisinde değişmemesi durumu olarak ifade edilmektedir.

Zaman serisi verilerinin istatistiki özellik bakımından zaman içinde sabit olması durumunda zayıf durağanlık söz konusu olmaktadır. Dolayısıyla zaman serisi verilerinin ortalamaları ve varyansları zaman içinde değişmemektedir. Bir zaman serisinin ortalaması, varyansı ve otokovaryansı zamandan bağımsız ve sonlu bir durum içeriyorsa zaman serisi kovaryansı durağandır denilebilmektedir (Doğanlar,1999:695). Bir zaman serisinin zayıf durağanlık özelliklerinin yanı sıra, dağılımın zaman içerisinde değişmemesi özelliğine sahip olması durumunda güçlü durağanlık söz konusu olabilmektedir. Bir zaman serisinin  $n$  sayıda gözleminin  $Y_{t_1}, \dots, Y_{m+k}$  zaman serisinin herhangi bir setinin bileşik dağılımı,  $k$  sayıda gecikmesi dikkate alındığında tüm  $n$  ve  $k$  için  $Y_{t_1+k}, \dots, Y_{m+k}$  'ın bileşik dağılımı ile aynı ise zaman serisinin kesin durağan olduğu söylenebilmektedir (Sevüktekin, Nargeleçeken, 2005:49).

Bir zaman serisinin uzun dönemde gösterdiği ana eğilime trend yada uzun devre eğilimi adı verilmektedir (Serper,1986:210). Değişkenler arasında ekonometrik anlamda ilişkiler araştırılıyorsa araştırma yapılan serilerin kuvvetli bir trend taşımaması gerekmektedir (Uzgören ve Uzgören, 2005:3).

İktisadi zaman serilerinin çoğu trend içerdiği için tahmin yapmadan önce serilerin trendlerinin arındırılması gerekmektedir. Serilerin trendlerinin arındırılması işlemi durağanlığı sağlamak için yapılmaktadır. Ayrıca serilerin trendlerinden arındırılması için serilerin birden fazla farklarının alınması söz konusu olabilmektedir..

Serilerin durağanlığını test etmek amacıyla kullanılan yöntemlerden biri Dickey-Fuller (DF) testidir. DF testi, stokastik ve deterministik trendleri birlikte kullanabilen bir testtir. Aşağıdaki denklem DF testini ifade etmektedir.

$$\Delta X_t = \mu + \alpha t + \delta X_{t-1} + \varepsilon_t \quad (34)$$

$\Delta X_t : X_t - X_{t-1}$  Zaman Serisinin Birinci Farkı

$\mu$  : Sabit Terim

$\varepsilon_t$  : Hata Terimi

$\varepsilon_t$  hata terimi, ortalaması sıfır, varyansı sabit, ardışık bağımlı olmayan olasılıklı hata terimidir. Böyle bir hata terimi beyaz gürültü hata terimi olarak adlandırılmaktadır (Gujaratti, 2001:718).

DF testi, regresyon analizi ile  $\delta$ 'nin negatif olup olmadığını test etmektedir. Yani;

$$H_0 : \delta = 0 \quad (X_t \text{ durağan olmayan bir seridir})$$

$$H_a : \delta < 0 \quad (X_t \text{ durağan olmayan bir seri değildir})$$

$\delta$  için hesaplanmış olan t istatistiğinin, Dickey-Fuller kritik t değerinden küçük olması durumunda boş hipotez kabul edilebilmektedir. Yani  $H_0$  boş hipotezinin rededilmemesi, değişkenin sıfırcı dereceden çok yüksek bir sıradan entegre olması ya da hiçbir şekilde entegre olmaması durumunda geçerli olmaktadır.

Yukarıdaki denklemde stokastik trendin yokluğu yani  $\delta < 0$  ve deterministik trendin varlığı yani  $\alpha \neq 0$  aynı anda test edilir. Kritik değerler için Dickey-Fuller tablosu kullanılmaktadır.

Charemza ve Deadman (1993)'de ifade edildiği gibi, DF testine serilerin kaçınıcı derecede durağan oldukları önemlidir. Fakat hata terimindeki otokorelasyon dikkate alınmamaktadır. Hata terimi  $\varepsilon_t$ , otokorelasyon içeriyorsa DF testi geçersizdir. Bu durumda açıklayıcı değişkenlere bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerinin ilave edildiği Genişletilmiş Dickey -Fuller (Augmented Dickey-Fuller

yani ADF) testi kullanılmaktadır. ADF testinde kullanılan kritik değerler tablosu, DF testlerinde kullanılan tablo ile aynı olmaktadır.

Dickey ve Fuller (1981), serilerinin durağanlığının belirlenmesinde kullanılan en yaygın test olan ADF testini aşağıdaki denkleme dönüştürmüşlerdir.

$$\Delta X_t = \mu + \alpha t + \delta X_{t-1} + \sum_{i=1}^k \delta_i \Delta X_{t-1} + \varepsilon_t \quad (35)$$

$$\Delta X_t = X_t - X_{t-1}$$

$t$  : Trend Değişkeni

$\varepsilon_t$  : Stokastik Hata Terimi

$\varepsilon_t$  hata terimi için;

$$E(\varepsilon_t) = 0$$

$$Var(\varepsilon_t) = \sigma_{\varepsilon_t}^2$$

$$cov(\varepsilon_t, \varepsilon_s) = 0$$

$$t \neq s$$

Ekonometri paket programları, geliştirilmiş Dickey- Fuller yani ADF testi için test edilen seriyeye ait ADF test istatistiğini vermektedir.

Bilgisayar programları ayrıca, Mac-Kinnon tarafından hesaplanmış olan %1, %5 ve %10 anlam seviyelerinde serilerin durağan olup olmadığına karar vermemizi sağlayan Mac-Kinnon kritik değerlerini de vermektedir. ADF test istatistiği bu değerlerle karşılaştırılarak herhangi bir zaman serisinin durağan olup olmadığına karar verilebilmektedir.

ADF test istatistiği mutlak değer olarak Mac-Kinnon Kritik değerinden büyük ise, serinin o anlam seviyesinde durağan olduğuna karar verilebilir.

Ekonometrik çalışmalarda durağan olmayan zaman serilerinin kullanılması sorunlara neden olabilmektedir. Bu nedenle durağan olmayan serilerin durağan hale getirilmesi gerekmektedir. Durağan olmayan zaman serilerinin durağan hale

getirilmesi için fark alma, filitreleme, trendden arındırma, logaritma alma gibi yöntemler kullanılmaktadır (Işığışok,1994:48).

## 2.2. VEKTÖR OTOREGRESİF MODEL (VAR)

Özgen ve Güloğlu (2004)'nda ifade edildiği gibi VAR modelleri makro ekonomik değişkenler arasındaki ilişkilerin incelenmesinde ve rassal şokların değişkenler sistemine olan dinamik etkisinin araştırılmasında kullanılmaktadır. VAR tekniği, ekonometrik modelin kurulması sırasında modeli kısıtlayan çeşitli varsayımların kullanılmasını gerektirmemektedir. Dolayısıyla model, mümkün olduğunca iktisat teorilerinden bağımsız oluşturulabilmektedir. Bu sayede ekonometrik modeller daha doğru tanımlanmakta, yapılan nedensellik testlerinin güvenilirliği artmakta ve değişken seçiminden kaynaklanan sorunların dışındaki sorunlar, büyük ölçüde azaltılabilmektedir.

Kibritçioğlu (1999) ve Kenar (2000)'ın da ifade ettiği gibi 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.

VAR analizi basit bir şekilde aşağıdaki gibi ifade edilebilmektedir (Öztürkler, 2002:68-71).

VAR modeli, yapısal ve standart olmak üzere iki şekilde sunulabilmektedir. Yapısal VAR modeli matris notasyonu ile 36 nolu denklemdeki gibi yazılabilir.

$$BX_t = r_0 + r_1 X_{t-1} + r_2 X_{t-2} + \dots + r_p X_{t-p} + u_t \quad (36)$$

36 nolu denklemde

$X_t$  : Modele dahil edilen n değişkenin her birini içeren ( $n * 1$ ) boyutundaki vektördür.

$r_0$  : Sabit terimler ( $n * 1$ ) boyutundaki vektördür.

$r_i$  :  $i=1, \dots, p$  ( $n * 1$ ) boyutundaki katsayılar vektörüdür.

$u_t$  : Modeldeki değişkenlere olan şokları ifade etmektedir.

$B$  :  $X_t$ 'nin elemanları arasındaki eş-anlı geribildirimini ifade etmektedir.

36 nolu denklem de,  $X_t$ 'nin durağan olduğu varsayılmıştır. 36 nolu denklemde bulunan hata terimleri  $u_t$ 'ler ortalaması, varyansı ve kovaryansı sabit olan durağan hata terimlerini ifade etmektedir.

37 nolu denkleminin her iki yanını  $B^{-1}$  ile çarpılarak model standart VAR biçimine dönüştürülebilir.

$$X_t = A_0 + A_1 X_{t-1} + A_2 X_{t-2} + \dots + A_p X_{t-p} + e_t \quad (37)$$

Burada,  $A_0 = B^{-1}r_0$ ,  $A_1 = B^{-1}r_1$ ,  $\dots$ ,  $A_p = B^{-1}r_p$  ve  $e_t = B^{-1}u_t$ 'dir.

37 nolu denklemde

$A_0$  : ( $n * 1$ ) boyutundaki vektördür.

$A_1$  : ( $n * n$ ) boyutundaki katsayıların matrisidir.

$e_t$  : ( $n * 1$ ) boyutunda hata terimlerinin vektörüdür.

37 nolu denklem 36 nolu denklemin indirgenmiş biçimidir.  $e_t$ 'de bulunan hata terimleri  $u_t$ 'de bulunan hata terimlerinin bileşeni olarak ifade edilebilmektedir.  $u_t$ 'de bulunan hata terimleri beyaz gürültülü olduğundan,  $e_t$ 'de bulunan hata terimlerinin ortalaması sıfır ve varyansı sabit olmaktadır. Aynı zamanda değişkenlerin birbirleri üzerinde cari etkilerinin olmamasından dolayı  $e_t$ 'de bulunan hata terimleri varyans kovaryans matris  $\Sigma$  ile ifade edilen bir korelasyona sahip olmaktadır.

37 nolu denklemde  $A_0$  matrisi,  $n$  sabit terimini göstermektedir. Ayrıca her bir  $A_i$  matrisi  $n^2$  katsayılarını içermektedir. Bu yüzden  $n + pn^2$  terimlerinin tahmin edilmesi gerekmektedir. 37 nolu denklemin sağ tarafı sadece önceden belirlenmiş

değişkenleri içermektedir. Hata terimlerinin sabit varyansa sahip oldukları ve aralarında korelasyon olmadığı varsayılmaktadır. Bu yüzden modeldeki her bir denklem En Küçük Kareler Yöntemi (EKK) kullanılarak tahmin edilebilmektedir. Ancak bu durumda belirlenme problemleriyle karşı karşıya kalılabilmektedir. Çünkü standart VAR formunu kullanarak tahmin edilen parametrelerin sayısı, yapısal VAR modeli parametreleri elde etmek için her zaman yeterli olmamaktadır.

Ayrıca VAR modeli vektör hareketli ortalama (VMA) formunda da yazılabilmektedir. VMA gösterimi, VAR sistemine dahil edilen değişkenler üzerinde çeşitli şokların zaman içerisindeki rotasını izlememize izin vermektedir. Örneğin, VMA etki-tepki fonksiyonlarını elde etmemizi sağlayabilmektedir. 37 nolu denklemin VMA gösterimi aşağıdaki gibi yazılabilir.

$$X_t = \mu + \sum_{j=0}^{\infty} \Phi_j e_{t-1} \quad (38)$$

$e_t = B^{-1}u_t$  olarak gösterilmektedir. Bu ilişkiyi 38 nolu denklemde değiştirirsek aşağıdaki form elde edilebilmektedir.

$$X_t = \mu + \sum_{j=0}^{\infty} \Phi_j B^{-1}u_t \quad (39)$$

(39) nolu denklemi aşağıdaki şekilde yazabilmek için  $\Psi_j = \Phi_j B^{-1}$  olarak ifade edelim.

$$X_t = \mu + \sum_{j=0}^{\infty} \Psi_j u_t \quad (40)$$

$\Psi_j$ 'nin katsayıları etki-tepki fonksiyonu olarak adlandırılmaktadır.  $\Psi_j$ 'nin katsayıları  $X_t$  deki değişikliklerin tüm rotasının üzerindeki yapısal  $u_t$  şoklarının etkilerini ortaya koymakta kullanılabilir.  $\Psi_j$ 'nin katsayılarından, ayrıca diğer değişkenler üzerindeki her bir şokun toplam etkileri veya etki çarpanlarına ulaşılabilir. Fakat bu durumda tekrar belirleme problemiyle karşı karşıya kalınabilir. Bu yüzden etki-tepkilerini belirlemek için ek sınırlamalar koymak gerekmektedir. Kullanılabilecek bir çeşit sınırlama Choleski ayrıştırmasıdır.

37 nolu denklemdeki hatanın  $n$  dönem ileriye yönelik tahmin hatası şöyle yazılabilir.

$$X_{t+n} - EX_{t+n} = \sum_{j=0}^{\infty} \Psi_j u_{t+n-1} \quad (41)$$

41 nolu denklem kullanılarak  $X$ 'te yer alan her bir değişkenin  $n$  dönem ileriye yönelik tahmin hatası,  $u$  şoklarının varyanslarının doğrusal bir fonksiyonu olarak yazılabilir. Tahmin hatası varyansının bu şekilde ayrıştırılması tahmin hatası varyans ayrıştırması olarak adlandırılmaktadır.

### 3. UYGULAMA AŞAMASI

Bu alt bölümde amaç cari işlemler hesabı ve sermaye hareketleri arasındaki ilişkiyi araştırmaktır. Uygulama yöntemi olarak yukarıda ana hatları itibariyle açıklanan VAR analizi kullanılacaktır. Bu yöntemin seçilmesinin nedeni yukarıda da açıklandığı gibi, bu yöntemin araştırmanın konusu olan değişkenler arasındaki davranışsal ilişki üzerinde herhangi bir ön kısıtlama koymamasıdır. Cari işlemler hesabı ve sermaye hareketlerinin davranışsal ilişkilerinin modellenmesindeki güçlük de dikkate alındığında, VAR yönteminin bizim analizimiz açısından uygunluğu daha iyi anlaşılmaktadır.

#### 3.1. VERİ SETİ

Bu çalışmada yapılan ampirik inceleme Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) (\$), Cari İşlemler Açığı (CA) (\$), Londra Bankalararası Para Piyasası Faiz Oranı(LİBOR)(LB) (%), Bankalararası Para Piyasası Faiz Oranı (BPPF) (%), reel döviz kuru (RDK) (ÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru, 1995=100), kısa vadeli sermaye hareketi (KVSH) (\$), portföy yatırımları (PY) (\$) ve doğrudan yatırımlar (DY) (\$) verileri kullanılmıştır. Aynı zamanda bu çalışma 1992:1- 2007:4 dönemi üç aylık verilerinden hareketle yapılmıştır.

Libor verileri için İngiltere Bankalar Birliği (<http://www.bba.org.uk/bba/jsp/polopoly.jsp?d=141>), diğer veriler için Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS) (<http://www.tcmb.gov.tr>) kullanılmıştır.



Dünya faiz oranı için İngiltere Bankalar Birliğinin açıklamış olduğu LIBOR faiz serileri gösterge olarak seçilmiştir. Türkiye’de banka ve özel kesimin yurtdışından borçlanmasında çoğu kez LIBOR seçildiğinden model için LIBOR uygun bir seçimdir. Bankalar arası para piyasası faiz oranı ile libor arasındaki fark olarak tanımladığımız faiz farkı (FF) modele dahil edilmiştir.

Reel döviz kuru olarak IMF tanımına göre Belçika, İspanya, İsviçre, Fransa, Hollanda, İtalya, ABD, İngiltere, Almanya, İsveç, Avusturya, Kanada, Japonya, Kore, İran, Brezilya ve Yunanistan’dan oluşan ülkelere göre hesaplanmış 1995 baz yılı ile reel efektif döviz kuru endeksi kullanılmıştır. Hesaplamalarda Eviews paket programından yararlanılmıştır.

### 3.2.ARAŞTIRMA BULGULARI

Çalışmadaki sonuçların güvenilir olması açısından ele alınan serilerin durağanlığının test edilmesi gerekmektedir. Modelde durağan olmayan seriler kullanıldığı zaman, modelde yer alan değişkenler arasında gerçekte var olmayan ilişkinin ortaya çıkmasına neden olabilmektedir. Serilerin durağanlığının incelenebilmesi için ADF birim kök testi uygulanmıştır. Tablo 19’da modelde kullanılan değişkenlere ait ADF birim kök testi sonuçları verilmiştir.

Tablo 19. ADF Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	ADF Test İstatistiği	Kritik Değer
GSYIH	1,712476	-1,613346
CA	-4,654388	-2,90766
BPPF	-3,820477	-3,168695
LB	-3,426161	-3,3169372
RDK	-5,88153	-2,591396
KVSH	-6,788225	-2,591396
PY	-5,484976	-2,591396
DY	-5,128423	-2,591396

Not: Kritik Değerler Mackinnon %10 kritik değerlerini ifade etmektedir.

Tablo 19; GSYIH, CA, BPPF, LB, RDK, KVSH, PY, DY değişkenleri için yapılan ADF birim kök testi değişkenlerin durağan ilk test sonuçlarını vermektedir. CA ve RDK değişkenleri birinci fark seviyesinde durağandır. Yani CA ve RDK,

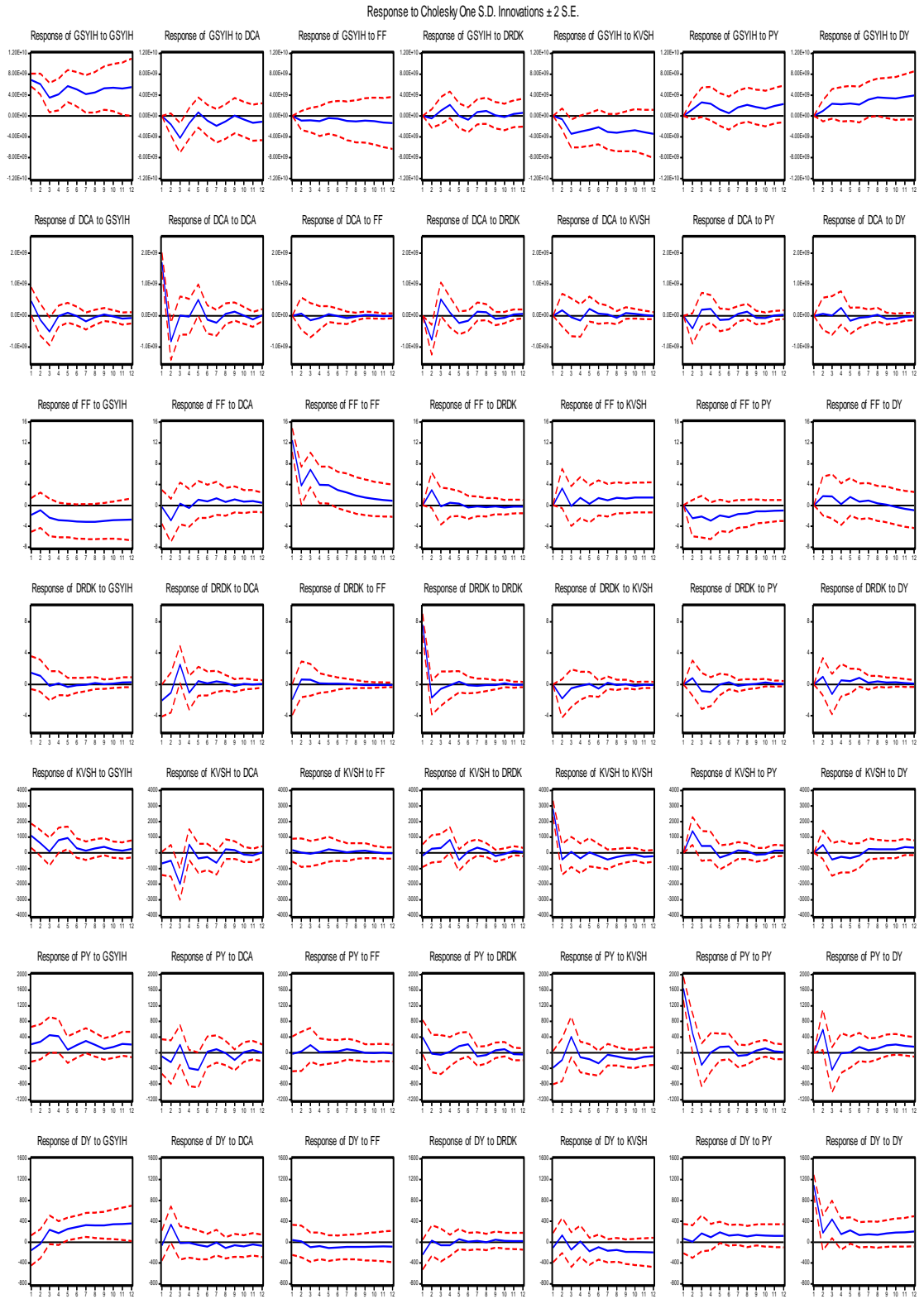
DCA ve DRDK ise durağandır. CA ve RDK değişkenleri dışındaki değişkenler ise  $I(0)$  'dır. Yani modele katıldıkları biçimleriyle durağandır.

Türkiye'de cari işlemler hesabı ile sermaye hareketleri arasındaki ilişkiyi ortaya koymak amacıyla yedi değişkenli bir VAR modeli oluşturulmuştur. Cari işlemler hesabı ile sermaye hareketleri arasındaki ilişkide faiz farkı değişkeni bağlantı/geçiş değişkeni olarak modele dahil edilmiştir.

VAR modeli tahmin sonuçları 12 çeyrek yıllık dönem için Etki –Tepki (Impulse- Response) fonksiyonu yöntemiyle yorumlanmaktadır. Etki –Tepki fonksiyonunda bir değişkene bir standart sapma şok verilerek model içerisinde yer alan değişkenlerin bu şoka karşı ne yönde ve ne ölçüde tepki gösterdikleri belirlenmeye çalışılmaktadır.

VAR modeli tahmini sonucu Etki-Tepki Fonksiyonu 12 çeyrek yıl tahmin grafikleri Tablo 20'de verilmiştir.

Tablo 20. Etki – Tepki Fonksiyonu Sonuçları (12 Çeyrek Yıl)



Tablo 20’de Etki-Tepki fonksiyonları sonuçlarına göre modelimizin bulguları şöyle açıklanabilir.

Tablo 20’de birinci satırdaki grafikler gayrisafi yurt içi hasılanın, cari işlemler açığı, faiz farkı, reel döviz kuru, kısa vadeli sermaye hareketleri, portföy yatırımları ve doğrudan yatırımlarda ortaya çıkan şoklara gösterdiği tepkileri yansıtmaktadır.

Etki tepki fonksiyonu tahmin sonuçlarına göre içinde bulunulan dönemde büyümede ortaya çıkan pozitif bir şok ekonomik büyüme üzerinde arttırıcı etkide bulunmaktadır.

Cari işlemler açığında ortaya çıkan bir şok durumunda ekonomik büyüme olumsuz etkilenmektedir. Cari işlemler açığındaki artış toplam harcamalarda ortaya çıkan bir sızıntıyı ifade ettiğinden ekonomik büyüme olumsuz etkilenebilmektedir. Bu sonuç bir yandan makroekonomik denge kuramının öngörüsü ile uyumlu olması yanında, cari işlemler açığına yönelik ekonomik politika yaklaşımına ilişkin ipuçları da taşımaktadır. Bu sonuca göre Türkiye istikrarlı pozitif bir büyüme oranına sahip olabilmesi için cari işlemler açığını giderecek yapısal dönüşüm gerçekleştirilmelidir.

Faiz farkında ortaya çıkan bir şok durumunda ekonomik büyüme hızı olumsuz etkilenmektedir. Bu durum şöyle açıklanabilir. Faiz oranlarındaki artışın iki etkisi bulunmaktadır. Reel faiz oranlarının artması yurtiçi yatırımları olumsuz etkilemektedir. Fakat yurtiçi reel faiz oranının dünya faiz oranından büyük olması durumunda doğrudan yatırımlar olumlu etkilenmektedir. Yurtiçi yatırımlarda gerçekleşen olumsuz etki, doğrudan yatırımlar tarafından gerçekleşen olumlu etkiden daha fazla olması durumunda ekonomik büyüme hızı olumsuz etkilenmektedir.

Reel döviz kurunda ortaya çıkan bir şok durumunda ekonomik büyüme hızında artış meydana gelmektedir. Bu sonuç şöyle açıklanabilir. Reel döviz kurunun artması sonucunda ihracat artmakta, ithalat azalmaktadır. Bu durumda net ihracat artmakta dolayısıyla gayri safi yurtiçi hasıla artmaktadır.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinde ortaya çıkan bir şok durumunda ekonomik büyüme hızı olumsuz etkilenmektedir. Bu durumu şöyle açıklayabiliriz. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin artmasının bir nedeni ülkede faiz oranlarının artmasıdır.

Ülkede faiz oranlarının artması yurtiçi yatırımları düşürebileceğinden gayri safi yurtiçi hasıla azalmaktadır.

Portföy yatırımlarında ve doğrudan yatırımlarda ortaya çıkan bir şok durumunda ekonomik büyüme hızında artış meydana gelmektedir. Portföy yatırımlarının ve doğrudan yatırımların artması ekonomideki beklentilerin olumlu olduğunun bir göstergesi olmaktadır. Bu durumda ekonomik büyüme hızı artmaktadır.

Tablo 20’de ikinci satırdaki grafikler cari işlemler açığının, gayrisafi yurt içi hasıla, cari işlemler açığı, faiz farkı, reel döviz kuru, kısa vadeli sermaye hareketleri, portföy yatırımları ve doğrudan yatırımlarda ortaya çıkan şoklara gösterdiği tepkileri yansıtmaktadır.

Etki tepki fonksiyonu tahmin sonuçlarına göre içinde bulunulan dönemde büyümede ortaya çıkan pozitif bir şok durumunda cari işlemler açığı dalgalı bir seyir izlemiştir. Bu duruma göre ekonomik büyüme dolayısıyla ekonomiye olan güven artmaktadır. Ekonomiye güvenin artması sermaye girişlerini teşvik etmektedir. Dolayısıyla cari işlemler açığı finanse edilebilmekte ve cari işlemler açığı azalmaktadır. Ayrıca ekonomik büyümenin gerçekleştiği bazı dönemlerde ekonomiye güvenin artması durumunda daha yüksek kar beklentisi ortaya çıkmaktadır. Bu durum yatırımları arttırıp, tasarrufları geçici olarak düşürmektedir. Tasarrufların düşmesi sonucu ortaya çıkan tasarruf açığı ulusal kaynaklarla giderilemediği sürece cari işlemler açığı ortaya çıkmaktadır.

Cari işlemler açığında ortaya çıkan bir şok durumunda cari işlemler açığı dalgalı bir seyir izlemektedir. Bu durumu şöyle açıklayabiliriz. Ekonomide cari işlemler açığının artması dolayısıyla ekonomiye güven azalmaktadır. Bu durumda cari işlemler açığını finanse eden sermaye hareketlerinde azalma meydana gelmektedir. Cari işlemler açığının finanse edilememesi dolayısıyla cari açık artmaktadır. Ayrıca bazı dönemlerde cari işlemler açığının finanse edilebilmesi için hükümet önlemler almaktadır. Bu durumda cari işlemler açığı azalmaktadır.

Faiz farkında ortaya çıkan bir şok durumunda projeksiyon döneminin tamamı dikkate alındığında faiz farkı ile cari işlemler açığı arasında belirgin sistematik bir ilişki gözlenmemektedir.

Reel döviz kurunun artması durumunda cari işlemler açığının dalgalı bir seyir izlediği gözlenmektedir. Bu durumu şöyle açıklayabiliriz Döviz kurunun yükseldiği ya da olması gereken gerçek değere yaklaştığı dönemlerde ihracat artmakta, ithalat azalmaktadır. Dolayısıyla dış ticaret açığı ve cari işlemler açığı azalmaktadır.

Projeksiyon döneminin tamamı dikkate alındığında kısa vadeli sermaye hareketleri, portföy yatırımları ve doğrudan yatırımların artması durumunda cari işlemler açığında belirgin bir değişiklik gözlenmemektedir.

Tablo 20’de üçüncü satırdaki grafikler faiz farkının, gayrisafi yurt içi hasıla, cari işlemler açığı, faiz farkı, reel döviz kuru, kısa vadeli sermaye hareketleri, portföy yatırımları ve doğrudan yatırımlarda ortaya çıkan şoklara gösterdiği tepkileri yansıtmaktadır.

Etki tepki fonksiyonu tahmin sonuçlarına göre gayri safi yurtiçi hasılanın artması durumunda bankalar arası para piyasası faiz oranı ile LIBOR arasındaki fark olarak tanımladığımız faiz farkı azalmaktadır. Bu durumu şöyle açıklayabiliriz. Gayri safi yurtiçi hasılanın artması ekonomide istikrarı arttırmaktadır. Dolayısıyla ülkedeki faiz oranı ile dünya faiz oranı arasındaki fark azalmaktadır. Bu durumda faiz farkı azalmaktadır.

Cari işlemler açığının arttığı dönemlerde faiz farkı artma eğilimi göstermektedir. Bu durumu şöyle açıklayabiliriz. Bir ülkede cari işlemler açığının bulunması, ülkede tasarruf açığının bulunduğu anlamına gelmektedir. Ulusal yatırımların ulusal tasarrufları aşması durumunda ülkede faizler üzerinde baskı yaratmaktadır.

Faiz farkının artması durumunda faiz farkı artma eğilimi göstermektedir. Bu durumu şöyle açıklayabiliriz. Faiz oranlarının yükselmesi dolayısıyla ülkeye sermaye girişi gerçekleşmektedir. Sermaye girişi Türk Lirasına olan talebi arttırmaktadır. Para talebinin artması dolayısıyla faiz oranları artmaktadır. Ayrıca faiz farkının artması dolayısıyla gerçekleşen sermaye girişini sürdürebilmek için faiz farkı artmaktadır.

Reel döviz kurunun artması durumunda faiz farkı azalmaktadır. Bu durumu şöyle açıklayabiliriz. Reel döviz kurunun artması dolayısıyla ihracat artmakta, ithalat azalmaktadır. Bu durumda ortaya çıkan cari işlemler açığı azalmaktadır. Dolayısıyla ülkede tasarruf açığı bulunmamaktadır. Bu durumda faiz oranları azalmaktadır.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin artması durumunda faiz farkı artma eğilimi göstermektedir. Bu durumu şöyle açıklayabiliriz. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin artması sonucunda kısa vadeli sermayeyi sürdürebilmek için faiz farkı artma eğilimi göstermektedir.

Portföy yatırımlarının artması durumunda faiz farkı azalmaktadır. Bu durumu şöyle açıklayabiliriz. Portföy yatırımlarının artması sonucunda ülkeye sermaye girişi gerçekleşmektedir. Bu durumda ülkedeki tasarruf açığı azalabilmekte dolayısıyla faiz farkı azalmaktadır.

Doğrudan yatırımların artması durumunda faiz farkı önce artma eğilimi, ilerleyen yıllarda azalma eğilimi göstermektedir. Bu durumu şöyle açıklayabiliriz. Faiz farkının artması dolayısıyla ülkeye sermaye girişi gerçekleşmektedir. Bu durum ekonomide olumlu beklentiler yaratmakta ve doğrudan yatırımları artmaktadır. Ayrıca faiz farkının artması dolayısıyla ekonomide yatırımcılar faiz farkının yarattığı kazancı elde etmek isteyebileceklerdir. Bu durum doğrudan yatırımları azaltmaktadır.

Tablo 20’de dördüncü satırdaki grafikler reel döviz kurunun, gayrisafi yurt içi hasıla, cari işlemler açığı, faiz farkı, reel döviz kuru, kısa vadeli sermaye hareketleri, portföy yatırımları ve doğrudan yatırımlarda ortaya çıkan şoklara gösterdiği tepkileri yansıtmaktadır.

Etki tepki fonksiyonu tahmin sonuçlarına göre gayri safi yurtiçi hasılanın artması durumunda reel döviz kuru artma eğilimi göstermektedir. Bu durumu şöyle açıklayabiliriz. Büyümenin artması ile ithal mallara olan talep artmaktadır. İthal mallara olan talebin artması dolayısıyla dövize talep artmakta ve reel döviz kuru artmaktadır.

Cari işlemler açığının artması durumunda reel döviz kuru azalmaktadır. Bu durumu şöyle açıklayabiliriz. Cari işlemler açığının arttığı dönemlerde ithalat artma eğilimi göstermekte, ihracat azalma eğilimi göstermektedir. Dolayısıyla ihracatın ithalattan daha az olduğu dönemlerde reel döviz kuru düşük olmaktadır.

Faiz farkının artması durumunda reel döviz kuru azalma eğilimi göstermektedir. Bu durumu şöyle açıklayabiliriz. Faiz farkının artması dolayısıyla

ülkeye sermaye girişi gerçekleşmektedir. Bu durumda döviz arzı artmakta, reel döviz kuru azalmaktadır.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin artması durumunda reel döviz kuru azalmaktadır. Bu durumu şöyle açıklayabiliriz. Kısa vadeli sermaye girişinin gerçekleşmesi dolayısıyla döviz arzı artmaktadır. Döviz arzının artması reel döviz kurunun azalmasına neden olmaktadır.

Projeksiyon döneminin tamamı dikkate alındığında portföy yatırımlarının artması durumunda reel döviz kurunda belirgin bir değişiklik gözlenmemektedir.

Doğrudan yatırımların artması durumunda reel döviz kuru artma eğilimi göstermektedir. Doğrudan yatırımlar ülkenin ihracatını olumlu etkilemektedir. İhracatın artması dolayısıyla döviz kuru artma eğilimi göstermektedir.

Tablo 20’de beşinci satırdaki grafikler kısa vadeli sermaye hareketlerinin, gayrisafi yurt içi hasıla, cari işlemler açığı, faiz farkı, reel döviz kuru, kısa vadeli sermaye hareketleri, portföy yatırımları ve doğrudan yatırımlarda ortaya çıkan şoklara gösterdiği tepkileri yansıtmaktadır.

Etki tepki fonksiyonu tahmin sonuçlarına göre, gayri safi yurtiçi hasılanın artması durumunda kısa vadeli sermaye hareketleri artma eğilimi göstermektedir. Bu durumu şöyle açıklayabiliriz. Büyüme hızının artması ekonomiye güveni artmakta dolayısıyla sermaye hareketleri artma eğilimi göstermektedir.

Cari işlemler açığının artması durumunda kısa vadeli sermaye hareketleri dalgalı bir seyir izlemektedir. Bu durumu şöyle açıklayabiliriz. Cari işlemler açığının artması ekonomiye güveni azaltmaktadır. Ekonomiye güvenin azalması dolayısıyla kısa vadeli sermaye hareketleri azalmaktadır. Ayrıca cari işlemler açığının artması dolayısıyla hükümet önlemler almaktadır. Cari işlemler açığını finanse etmek için sermaye girişi özendirilmektedir. Bu durumda kısa vadeli sermaye hareketleri artmaktadır.

Faiz farkının artması durumunda kısa vadeli sermaye hareketlerinde pozitif fakat düşük bir etki gözlenmektedir. Bu durumu şöyle açıklayabiliriz. Faiz farkının artması kısa vadeli sermaye hareketlerini özendirebilmektedir. Dolayısıyla faiz farkının artması kısa vadeli sermaye hareketlerini arttırmaktadır. Fakat uluslararası



yatırımcı faiz farkı kadar döviz kuruna ve ekonomik ve siyasal risklerin belirlediği ülke riskine göre hareket etmektedir. Bu yüzden etkinin düşük olduğu gözlenmektedir.

Reel döviz kurunun artması durumunda kısa vadeli sermaye hareketleri artma eğilimi göstermektedir. Bu durumu şöyle açıklayabiliriz. Reel döviz kurunun artması Türk Lirası cinsinden yatırım potansiyelini arttırmaktadır. Bu durum kısa vadeli sermaye hareketlerini özendirir.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin artması durumunda kısa vadeli sermaye hareketleri önce artma eğilimi göstermekte, daha sonra azalma eğilimi göstermektedir. Bu durumu şöyle açıklayabiliriz. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin artmasının sürdürülebilmesi için faiz farkı artmaktadır. Dolayısıyla doğrudan yatırımlar azalmaktadır. Bu durum ekonomideki beklentilerin olumsuz olmasına yol açmakta ve kısa vadeli sermaye hareketleri azalmaktadır.

Portföy yatırımlarının artması durumunda kısa vadeli sermaye hareketleri dalgalı bir seyir izlemektedir. Kısa vadeli sermaye hareketleri portföy yatırımları içerisinde yer alan varlıklar kalemini de içermektedir. Dolayısıyla kısa vadeli sermaye hareketlerinin arttığı bazı dönemlerde portföy yatırımları artma eğilimi göstermektedir. Ayrıca kısa vadeli sermaye hareketleri ve portföy yatırımları birbirinin alternatif yatırım biçimidir. Bu durumda portföy yatırımlarının artması kısa vadeli sermaye hareketlerinin azalmasına neden olmaktadır.

Doğrudan yatırımların artması durumunda kısa vadeli sermaye hareketleri artma eğilimi göstermektedir. Bu durumu şöyle açıklayabiliriz. Doğrudan yatırımlarının artması ekonomiye güvenin arttığına bir göstergesidir. Ekonomiye güvenin artması dolayısıyla kısa vadeli sermaye hareketleri artma eğilimi gösterebilmektedir.

Tablo 20’de altıncı satırdaki grafikler portföy yatırımlarının, gayrisafi yurt içi hasıla, cari işlemler açığı, faiz farkı, reel döviz kuru, kısa vadeli sermaye hareketleri, portföy yatırımları ve doğrudan yatırımlarda ortaya çıkan şoklara gösterdiği tepkileri yansıtmaktadır.

Etki tepki fonksiyonu tahmin sonuçlarına göre, gayri safi yurtiçi hasılanın artması durumunda portföy yatırımları artma eğilimi göstermektedir. Bu durumu

şöyle açıklayabiliriz. Ekonomik büyümenin artması ekonomiye güvenin artmasına yol açmakta ve yatırımların artmasına neden olmaktadır.

Cari işlemler açığının artması durumunda portföy yatırımları genelde azalma eğilimi göstermektedir. Bu durumu şöyle açıklayabiliriz. Cari işlemler açığının artması ekonomiye güvenin azalmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla portföy yatırımları azalma eğilimi göstermektedir.

Projeksiyon döneminin tamamı dikkate alındığında faiz farkının artması ve reel döviz kurunun artması durumunda portföy yatırımlarında belirgin bir değişiklik gözlenmemektedir.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin artması durumunda portföy yatırımları azalma eğilimi göstermektedir. Bu durumu şöyle açıklayabiliriz. Kısa vadeli sermaye ve portföy yatırımları birbirinin alternatif yatırım biçimidir. Dolayısıyla kısa vadeli sermaye hareketlerinin artması, portföy yatırımlarını azaltmaktadır.

Portföy yatırımlarının artması durumunda portföy yatırımları önce artmakta, ilerleyen dönemde belirgin bir değişiklik gözlenmemektedir.

Doğrudan yatırımların artması durumunda portföy yatırımları artma eğilimi göstermektedir. Bu durumu şöyle açıklayabiliriz. Doğrudan yatırımların artması ekonomiye güveninin artmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla portföy yatırımları artma eğilimi göstermektedir.

Tablo 20’de yedinci satırdaki grafikler doğrudan yatırımların, gayrisafi yurt içi hasıla, cari işlemler açığı, faiz farkı, reel döviz kuru, kısa vadeli sermaye hareketleri, portföy yatırımları ve doğrudan yatırımlarda ortaya çıkan şoklara gösterdiği tepkileri yansıtmaktadır.

Etki tepki fonksiyonu tahmin sonuçlarına göre, gayri safi yurtiçi hasılanın artması durumunda doğrudan yatırımlar artma eğilimi göstermektedir. Bu durumu şöyle açıklayabiliriz. Ekonomik büyümenin artması ekonomiye güvenin artmasına yol açmakta ve yatırımların artmasına neden olmaktadır.

Cari işlemler açığının artması durumunda doğrudan yatırımlar azalmaktadır. Bu durumu şöyle açıklayabiliriz. Cari işlemler açığının artması ekonomiye güveni azaltabilmektedir. Dolayısıyla doğrudan yatırımlar azalma eğilimi göstermektedir.

Faiz farkının artması durumunda doğrudan yatırımlar azalmaktadır. Bu durumu şöyle açıklayabiliriz. Faiz farkının artması dolayısıyla uluslararası yatırımcılar faiz farkından getiri elde etmeyi tercih edebilmektedir. Bu durumda doğrudan yatırımlar azalmaktadır.

Reel döviz kurunun artması durumunda doğrudan yatırımlar artmaktadır. Bu durumu şöyle açıklayabiliriz. Reel döviz kurunun artması ihracatı özendirip, ithalatı caydırarak, cari işlemler açığı azalmaktadır. Bu durum ekonomiye güveni arttırarak doğrudan yatırımları özendirilmektedir.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinde ortaya çıkan bir artış durumunda doğrudan yatırımlar azalmaktadır. Bu durumu şöyle açıklayabiliriz. Kısa vadeli sermaye hareketlerindeki artış reel faiz oranlarının yükselmesi sonucunda ortaya çıkmaktadır. Reel faizlerin yükselmesi yurtiçi yatırımları azaltmaktadır. Yurtiçi yatırımların faiz etkisiyle azalması, kısa vadeli sermaye hareketlerinin faiz etkisiyle artmasından daha fazla olduğu dönemlerde ekonomik büyüme olumsuz etkilenmektedir. Ekonomik büyümenin olumsuz etkilenmesi dolayısıyla ekonomiye güven azalmakta ve doğrudan yatırımlar azalmaktadır.

Portföy yatırımlarının artması durumunda doğrudan yatırımlar artma eğilimi göstermektedir. Bu durumu şöyle açıklayabiliriz. Portföy yatırımlarının artması genelde firmaların ekonomideki olumlu beklentilerini yansıttığından doğrudan yatırımlar artmaktadır.

Doğrudan yatırımların artması durumunda doğrudan yatırımlar artmaktadır. Bu durumu şöyle açıklayabiliriz. Doğrudan yatırımların artması ekonomide olumlu beklentilerin olduğunun göstergesidir. Bu durumda doğrudan yatırımların artması doğrudan yatırımları özendirilmektedir.

## SONUÇ

Ülkeler için cari işlemler hesabı ve sermaye hareketleri arasındaki ilişki konusunda iki görüş hakim olmaktadır. Bunlardan ilk görüş, sermaye hareketlerinin serbest olduğu ülkelerde sermaye hareketleri ile cari işlemler hesabı arasında birebir ilişki bulunmamasıdır. Cari işlemler hesabının fazla verdiği dönemlerde ülkede yüksek faizlerin olması durumunda ülkeye sermaye girişi gerçekleşmektedir. Dolayısıyla cari işlemler hesabının fazla verdiği dönemlerde sermaye hareketleri fazla vermektedir.

Cari işlemler hesabı ve sermaye hareketleri arasındaki ilişki konusundaki ikinci görüş ise; cari işlemler açığı veren bir ülkede sermaye hareketlerinin fazla vermesidir. Cari işlemler açığı veren bir ülkede tasarruf açığı bulunmaktadır. Bu tasarruf açığı ulusal kaynaklarla giderilemediği sürece faizler üzerinde artış yönünde baskı yapmaktadır. Faizlerin artması sermaye girişini özendirerek sermaye hareketleri fazla vermesine yol açmaktadır. Dolayısıyla cari işlemler hesabının açık verdiği dönemlerde sermaye hareketleri fazla vermektedir.

Bu iki görüşten yola çıkarak bu çalışmada Türkiye’de cari işlemler hesabı ve sermaye hareketleri arasındaki ilişki açıklanmaya çalışılmıştır. Bu çalışmanın amacı VAR modeli yöntemi kullanılarak Türkiye’de cari işlemler hesabında oluşan bir olumsuzluk durumunda sermaye hareketlerinin durumunu araştırmaktır.

Uygulanan etki tepki fonksiyonu sonucuna göre gayri safi yurtiçi hasıladaki bir artış durumunda cari işlemler açığı artma eğilimi göstermektedir. Cari işlemler açığındaki artış durumunda faiz farkı artma eğilimi göstermektedir. Bankalar arası para piyasası faiz oranı ve LIBOR arasındaki fark olarak tanımlanan faiz farkının artması durumunda reel döviz kuru azalma eğilimi göstermektedir. Reel döviz kurunun artması durumunda kısa vadeli sermaye hareketleri artma eğilimi göstermektedir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin artması durumunda portföy yatırımları azalma eğilimi göstermektedir. Portföy yatırımlarının artması durumunda doğrudan yatırımlar artma eğilimi göstermektedir.

Uygulanan model sonuçlarına göre; ekonomik büyüme hızındaki artış ekonomiyi güveni arttırarak daha yüksek kar beklentisi ortaya çıkarmaktadır. Bu durum yatırımları arttırmaktadır. Yatırımlardaki hızlı artış sonucunda tasarruf açığı

ortaya çıkmaktadır. Tasarrufların düşmesi sonucu ortaya çıkan tasarruf açığı ulusal kaynaklarla giderilemediği sürece cari işlemler açığı ortaya çıkmaktadır. Cari işlemler açığının artması faiz farkını arttırmaktadır. Bu durumu şöyle açıklayabiliriz. Cari işlemler açığı veren bir ülkede tasarruf açığı bulunmaktadır. Bu tasarruf açığı faizleri arttırmaktadır. Faiz farkının artması reel döviz kurunu azaltmaktadır. Bu durumu şöyle açıklayabiliriz. Faiz oranlarının artması sonucunda ülkeye sermaye girişi gerçekleşmektedir. Bu durumda döviz arzı artmakta ve reel döviz kuru düşmektedir. Reel döviz kurunun düşmesi sonucunda kısa vadeli sermaye hareketleri azalmaktadır. Bu durumu şöyle açıklayabiliriz. Reel döviz kurunun düşmesi ihracatı caydırıp, ithalatı özendirinceğinden cari işlemler açığının artmasına neden olmaktadır. Bu durum ekonomiye güvenin azalmasına ve kısa vadeli sermaye girişinin azalmasına neden olmaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin azalması durumunda portföy yatırımları ve doğrudan yatırımlar artma eğilimi göstermektedir.

Sonuç olarak Türkiye ekonomisinde ekonomik büyüme, cari işlemler açığı, bankalar arası para piyasası faiz oranı ile LIBOR arasındaki fark olarak tanımlanan faiz farkı, reel döviz kuru, kısa vadeli sermaye hareketleri, portföy yatırımları, doğrudan yatırımlar değişkenleri ile gerçekleştirilen VAR modelinde cari işlemler açığının arttığı dönemlerde sermaye hareketlerinin artma eğilimi gösterdiği gözlenmektedir.

## KAYNAKÇA

- Adriamananjara, S. ve Nash, J. , (1997). Have Trade Policy Reforms Led to Greater Openess in Development Countries? Evidence from Readily Available Tarde Data, IMF Working Paper. No:1730.
- Akdiş, M. , (2004). Kısa Vadeli Sermayenin Yol Açtığı Finansal Krizler ve Bu Krizleri Önlemede Araçlar: Tobin Vergisi, Active Dergisi, İstanbul.
- Aklin, E. , (1978). Uluslararası Ekonomik İlişkiler, İstanbul Üniversitesi Yayınları No:2889, İktisat Fakültesi Yayınlarından No:404, İstanbul.
- Aklin,E. ,(2007). Büyüme İstikrar ve Yabancı Sermaye İlişkisi, [http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/kitap2/buyumeistikrar\\_yabser.doc](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/kitap2/buyumeistikrar_yabser.doc) (04.06.07).
- Akyüz, Y. ve Boratav, K. , (2002). Türkiye’de Finansal Krizin Oluşumu,İktisat, İşletme ve Finans, Yıl 17, s. 14-46.
- Alexander, S., (1952). Effects of a Devaluation on a Trade Balance, International Monetary Fund Staff Papers, 2:263-78.
- Alp, A. , (2002). Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye, Ankara: IMKB Yayınları.
- Appleyard, D.R ve Field, A.J., (1992). International Economics, USA: R.R. Donnelly & Sons Company.
- Ardıç, O., ve Yılmaz, P., (2002). Para- Banka Uluslararası İktisat Türkiye Ekonomisi, 1.B, Ankara: Seçin Yayınları.
- Arın, T. ve Kirmanoğlu, H., (2001). Krizin Yapısı ve Geleceği, İktisat Dergisi, Sayı:410-411, Şubat Mart, s.4-15.
- Arslanoğlu, E., (2003). Türkiye Ekonomisinin Yapısal Sorunları ve Mevcut Durum, İktisat İşletme ve Finans, Yıl 18, Nisan 2003, s.62-77.
- ATO, (2005). Cari Açıklar Tarihi Raporu <http://www.atonet.org.tr/turkce/bulten/bulten.php3?sira=398> (05.02.08).

- ATO, (2007). Sıcak Paranın Türkiye Serüveni Raporu  
<http://www.atonet.org.tr/turkce/bulten/bulten.php3?sira=489> (10.06.08).
- Aydoğuş, İ. ve Öztürkler, H., (2006). Türkiye’de Cari İşlemler Açığı Sorununun Analizi , Ankara: Gazi Kitabevi.
- Babaoğlu, B. , (2005). Türkiye’de Cari İşlemler Dengesi Sürdürülebilirliği, Uzmanlık ve Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası İstatistik Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Balkan, E. , Biçer, F. G , A. E. Yeldan, (2002). Patterns of Financial Capital Flows and Accumulation in The Post-1990 Turkish Economy, The International Development Economics Associates Session at METU International Conference on Economics ,VI, Ankara.
- Balkan, E. ve Yeldan, E., (1996). Financial Liberalization in Developing Countries: The Turkish Experience, International workshop on “Financial Liberalization in Developing Countries”,Seminerinde Sunulan Çalışma, Bilkent Üniversitesi, Ankara.
- Berksoy, T. , (1982). IMF İstikrar Politikaları ve Türkiye, 1.B, Ankara: Savaş Yayınları.
- Berksoy, T.ve Saltoğlu, B. , (1998). Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri, İstanbul Ticaret Odası, Yayın No: 1998-58, İstanbul.
- Berksoy, T., 2005, Faiz Kur ve Cari Açık ,(10 Aralık 2005), Radikal.  
<http://makale.turkcabılgı.com/kose-yazısı-46280-taner-berksoy-faiz-kur-cari-acık.h>  
(25.03.08).
- Boratav, K. ve Türkcan, E. , (1993). Türkiye’de Sanayileşmenin Yeni Boyutları ve KİT’ler, İktisat Politikası Seçenekleri, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, İstanbul.
- Boratav, K. , (2001). 2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri, Mülkiye Dergisi, Cilt No XXV, Sayı: 230, s.207-215.
- Calvo, G., (1994). The Management of Capital Flow:Domestic Policy and International Monetary and Financial Issues for The 1990’s. Vol.IV.

- Ceylan, A. ve Korkmaz, T., (2000). Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi, Bursa: Ekin Kitapevi.
- Chacholiades, M., (1990). International Economics, İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Charemza, W. W. ve Deadman, D.F., (1993). New Directions in Econometric Practise, England: Edward Elgar Publishing.
- Cihan, Ö. (2005). Gelişmekte Olan Ülkelere ve Türkiye'ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Uzmanlık Tezi, Banka ve Kambiyo Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Coşkun, K. , T. , (2004). Ekonomik Krizler, Vergi Denetleme Derneği Eğitim Yayınları Serisi:11, Ankara.
- Çarıkçı, E. , (1996). Türkiye'de İç ve Dış Ekonomik Gelişmeler, 1.B., Adım Yayınları, Ankara, s. 53-60.
- Delice, G., (2002). Uluslar arası Finansal Sermaye Akımlarını Belirleyen Faktörler, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, Cilt 39, Sayı:9, ss.9-51.
- Dickey, D. A. ve Fuller, W. A., (1981). The Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time-Series With a Unit Root, *Econometrica*, vol. 49, s. 1057-1072.
- Doğanlar, M., (1999). Türk Ekonomisi İçin İhracat Talep Fonksiyonlarının Tahmini: Koentegrasyon Yaklaşımı, IV. Ulusal Ekonometri ve İstatistik Sempozyumu Bildirileri, s.695-705.
- Dornbush, R., (1980). Open Economy Macroeconomics, Basic Books, New York: Inc.Publishers.
- Edwards,S., (1997). Openness, Productivity and Growth: What Do We Really Know?, NBER Working Paper Series, Working Paper 5978.
- Edwards, S., (2001). Does The Current Account Matter, National Bureau of Economics Resarch, Cambridge, MA: 02138 ,USA.
- Eğilmez, M. ve Kumcu, E. , (2004). Ekonomi Politikası Teori ve Uygulama, İstanbul: Remzi Kitabevi.



- Erbaykal, E., (2007). Türkiye’de Ekonomik Büyüme ve Döviz Kuru, Cari Açık Üzerinde Etkili midir? Bir Nedensellik Analizi, ZKÜ, Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt 3, Sayı 6, ss.81-88.
- Ergen, A., ( 2008). Yabancı Sermaye 2007’de Rekor Kırdı.  
<http://www.ntvmsnbc.com/news/450118.asp> (17.06.08).
- Ersel, H., (2008). Petrol Fiyatları ve Talep Artışı, 02.11.07, Referans.  
[http://www.referansgazetesi.com/haber.aspx?HBR\\_KOD=82483&YZR\\_KOD=5&ForArsiv=1](http://www.referansgazetesi.com/haber.aspx?HBR_KOD=82483&YZR_KOD=5&ForArsiv=1) (17.06.08)
- Eser, R. , (2001). Finansal Piyasalarda Düzenleme ve Sermaye Piyasasında Düzenleyici Kurumlar, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, AD/1-RE/1.
- Eşiyok, A. , (2004). Türkiye Ekonomisinde Kalkınma Stratejileri ve Sanayileşme, Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş., GA/04-02-9, Ankara.
- Fernandez-Corugedo, E. , (2004). Consuption Theory, Bank of England, Handbooks in Central Banking, 23.
- Frankel, J. A. ve Razin, A. , (1987). The Mundell Fleming Model: A Quarter Century Later, NBER Working Paper, No 2321.
- Gujarati, D. N., (Çev. Ümit ve Gülay Şenesen), (2001). Temel Ekonometri, Literatür Yayıncılık, İstanbul.
- Güloğlu B., (2001). İstikrar Programından İstikrarsızlığa, Yeni Türkiye Dergisi, Sayı:1, s.1-7.
- Gündüz, O. ve Esengün, K., (2007). Gümrük Birliğinin Türkiye’nin Avrupa Birliği (15) İle Dış Ticareti Üzerine Etkileri, Gaziosmanpaşa Üniversitesi, Ziraat Fakültesi Dergisi, 24 (1), 43-49.
- Güran, N. , (1987). Döviz Kurları ve Cari İşlemler Bilançosu, Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt :2, Sayı :2.
- Gürses, U., (2007). Faiz ve Portföy Yatırımları, Radikal.

<http://www.radikal.com.tr/haber.php?haberno=238542&tarih=12/11/2007>  
(17.06.08).

Gürses, U., (2007). Dış Finansman Gelişmeleri, Radikal.

<http://www.radikal.com.tr/haber.php?haberno=238774&tarih=14/11/2007>(20.07.08).

Güven, S. , (2001). Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Türkiye Örneği, İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, Ağustos 2001, Sayı: 185, s.94.

Hepaktan, E. , (2007). Türkiye'nin Dış Ticaretinin Gelir Yönlü Analizi, Uluslararası Ekonomi ve Dış Ticaret Politikaları 1 (2), 2007:79-112, TC. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı.

Işığışok, E., (1994). Zaman Serilerinde Nedensellik Çözümlemesi, Birinci Baskı, Bursa: Uludağ Üniversitesi Basım Evi.

İnandım, Ş., (2005). Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Reel Döviz Kuru Etkileşimi, Uzmanlık ve Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.

İnsel, A. ve Sungur, N., (2003). Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği-1989: III- 1999:IV, Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, 2003/8.

İyibozkurt, M. E. , (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 NewSeries, Vol:44, No175, 217-229.

Karaca, O. , (2005). Türkiye'de Faiz Oranı ile Döviz Kuru Arasındaki İlişki, Faizlerin Düşürülmesi Kurları Yükseltir mi?, Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni 2005/4.

Kasman, S. K. ve Kasman A. , (2004). Turizm Gelirleri ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Eş Bütünleşme ve Nedensellik İlişkisi, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, 19 (220), s.122-131.

- Kavrakoğlu, İ. , (1990). Dengeli Gelişme İçin Ekonomi Politikaları, Boğaziçi Üniuersitesi, Yayın No: 465, İstanbul.
- Kaya, Y. T., (1998). Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği, Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü Ekonomik Modeller Dairesi, Yayın No: DPT: 2487, Ağustos 1998.
- Kazgan, G., (2002). Türkiye’de Ekonomik Krizler: (1929-2001) Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Karşılaştırmalı Bir İrdeleme, DEGEV, Türkiye İş Bankası.
- Kenar, N., (2000). Kamu Harcamalarının Ekonomiye Etkileri: Türkiye Üzerine Uygulamalı Bir Çalışma, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Ana bilim dalı, Doktora Tezi.
- Keyder, N. , (2001). Türkiye’de 2000-2001 Krizleri ve İstikrar Programları, İktisat,İşletme ve Finans Dergisi, Sayı:183. s.35-45.
- Kibritçioğlu, A., (1999). Türkiye’de Akaryakıt Ürünü Fiyat Gelişmeleri ve Enflasyon: Yeni Bulgular, AÜSBF-GETA, Tartışma Metinleri.
- Kibritçioğlu, A. , (2001). Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler,1969-2001, Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı, 1,(Eylül/Ekim), 174-182.
- Kindleberger, C. P., (1970). Uluslar arası İktisat, Çev.Necdet Serin, Ankara: Doğan Yayınevi.
- Knight, M. ve Scacciavillani, F., (1998). International Monetary Fund Staff Papers, WP/98/71, Mayıs 1998.
- Kopurlu, B. S., (2006). Cari İşlemler Hesabının Belirleyicileri : Dönemlerarası Bir Yaklaşım, Yüksek Lisans Tezi.
- Köse, S. , (2002). 24 Ocak 1980 ve 5 Nisan 1994 İstikrar Programlarının Karşılaştırılması, Planlama Dergisi (Özel Sayı DPT’nin kuruluşunun 42. yılı), s.119-128.
- Krugman, P. R. ve Obstfeld, M., (2000). International Economics Theory and Policy, United States of America: Addison- Wesley Publishing Company.
- Londra Bankalararası Para Piyasası Faiz Oranı (LIBOR), İngiltere Bankalar Birliği,

<http://www.bba.org.uk/bba/jsp/polopoly.jsp?d=141>.

Maliye Bakanlığı, (2006). Yıllık Ekonomik Rapor, Ankara.

Mann, C. L., (2002). Perspectives On The US. Current Account Deficit And Sustainability Journal of Economic Perspectives, 16,3,131-152.

Marrewick, C. , (2005). Basic Exchange Rate Theories, Tinbergen Institute Discussion Papers, TI 2005-024/2.

Menan, J., (2000). How Open is Malaysia? An Analysis of Trade Capital and Labour Flows, The World Economy, Vol 23(2), 235-255.

Moskow, H. M., (2000). Distruptions in Global Financial Markets: The Role of Public Policy, Chicago FED, Economic Perspectives, Third Quarter 2000.

Milesi-Ferretti, G. M. ve Razin, A. , (1996). Current Account Sustainability., Princeton Studies in International Finance, 81, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University.

Neftçi, S. , (1993). Ekonomik İstikrar, 1992'den 2001'e Ekonomik Kriz, Sayı 12.

Obstfeld, M. ve Rogoff, K., (1994). The Intertemporal Approach To The Current Account, National Bureau of Economics Resarch, MA: 02138, Cambridge.

Obstfeld, M. ve Rogoff, K., (1996). Foundations of International Macroeconomics, Boston: Mit Press.

Obstfeld, M., (2001). International Macroeconomics: Beyond The Mundell-Fleming Model, International Monetary Fund Staff Papers, Vol:47.

Onursal, E. , (1991). 1980-1990 Döneminde Türkiye'de Ekonomik Politika ve Uygulamalar, Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı Araştırma Dizisi, Ankara.

Oskooee, M. B. ve Kutan, A. M. , (2006). The J Curve in The Emerging Economics of Eastern Europe, Emerging Markets Group Working Paper Series, London.

Özatay, F. , (1995). 1994 Krizinden Alınacak Dersler: Kamu İç Borç Yönetiminde Yapılan Yanlışlıklar ve Güven Bunalımı, İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, 10, 109f, 17- 33.

- Özer, M., (1999). Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar, Anadolu Üniversitesi Yayınları, No: 1096, No:02, Eskişehir: İktisat Fakültesi Yayınları.
- Özgen, B. F. ve Güloğlu, B., (2004). Türkiye’de İç Borçların İktisadi Etkilerinin VAR Tekniğiyle Analizi, METU Studies in Development, vol. 31, s. 93-114.
- Özmen, E. , (2004) Cari Açık ve Ekonomi Politikaları Üzerine, İktisat, İşletme ve Finans İnceleme-Araştırma.
- Öztürkler, H., (2002). Transmission Mechanisms: An Empirical Application to The Turkish Economy, The American University, College of Arts and Sciences, Department of Economics, Washington D.C. USA.
- Proudman, J., Redding S. and Bianchi, M. , (1997). Is International Openness Associated with Faster Economic Growth?, Bank of England Working Paper, No:63.
- Reinhart, M. C., (2005). Some Perspective on Capital Flows to Emerging Market Economies, NBER Reporter, Research Summary Summer 2005, s.3.
- Romer, D. , 2001, Advanced Macroeconomics, 2.nd.ed.,Mc Grow-Hill, Newyork.
- Roubini, N. , Wachtel, P. , 1998, Current Account Sustainability in Transition Economies, NBER Working Paper No: W6468.
- Saatçioğlu, C .,( 2008). Devalüasyon ve Etkileri  
<http://archive.ismmmo.org.tr/docs/malicozum/54malicozum/11%20%2054%20cem%20saat%C3%87%C4%B0o%C4%9Elu.doc>. (06.06.08)
- Saleh, A. , S. , (2003). The Budget Deficit and Economic Performance: A Survey, The University of Wollongog, Economics Working Paper Series, WP 03–12, pp.1–54.
- Sarıkaş, C., (1998). Sermaye Pazarları, İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım.
- Saybaşı, K. , (1986). Türkiye’de Planlı Ekonomik Kalkınma Devletin Ekonomiye Müdahalesi, Birey ve Toplum yayınları, Siyasal İktisat Dizisi :2, Ankara.
- Selimata, S. , (2003). Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Active Dergisi, 32,1-16.

- Serper, Ö., (1986). Uygulamalı İstatistik, İstanbul: Filiz Kitabevi.
- Sevüktekin, M. Ve Nargeleşken, M., (2005). Zaman Serileri Analizi, Ankara: Nobel Yayınevi.
- Seyidoğlu, H., (1999). Uluslar arası iktisat, Teori, Politika ve Uygulama, İstanbul: Güzem Yayınları.
- Seyidoğlu, H., (2003). Uluslar arası İktisat Teori Politika ve Uygulama, İstanbul: Güzem Can Yayınları.
- Shaw, E. S. , (1973). Financial Deepening in Economic Development, Newyork: Oxford University Press.
- Soyak, A. ve Bahçekapılı, C. , (1998). İktisadi Krizler-IMF Politikalı İlişkisi ve Finance and Development Dergisindeki Yansımaları, İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, Yıl.13, Say,144, ss.48–61.
- Şahin, H., (2007). Türkiye Ekonomisi, Tarihsel Gelişimi ve Bugünkü Durumu, Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Tağraf, H. , (2002). Küreselleşme Süreci ve Çok Uluslu İşletmelerin Küreselleşme Sürecine Etkisi, C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt 3, Sayı 2.
- Tarı, R. ve Bozkurt, H. ,(2006). Türkiye’de İstikrarsız Büyümenin VAR Modelleri İle Analizi (1991.fm 2004.3) , İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonomi Ekonometrive İstatistik Dergisi, Sayı 4, 2006-12-28.
- Taş, S. , (2001). Finansal Liberalizasyon, Uluslar arası Sermaye Hareketleri ve Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Afyon.
- T.C.M.B, (2007). Ödemeler Dengesi Metodolojisi ve Türkiye Uygulaması  
[http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/odemeler\\_dengesi.htm](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/odemeler_dengesi.htm) (25.04.07).
- T.C.M.B, (2007). T.C Merkez Bankası İstatistik Genel Müdürlüğü, Ödemeler Dengesi İstatistikleri Tanım Ve İlkeleri İle Türkiye Uygulaması,  
<http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/odeme.pdf> (26.04.07).
- Tezcanlı, Varış, M. , Kumbasar, Bayraktar, S. , Erdoğan, O. , Görgünay, H. , Tan, E. , Uytun, E. , (1994). Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy

Yatırımları ve Türkiye, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Araştırma Müdürlüğü, İstanbul.

Theberge, A. , (1999). The Latin American Debt Crisis of The 1980's and Its Historical Precursors. <http://www.columbia.edu/%7Ead245/theberge.pdf> (31.07.07).

Timur, Y. , (2005). Cari İşlemler ve Bütçe Açığı Arasındaki Nedensellik ilişkisi: Teori ve Uygulama, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

Tiryaki, S. T. ,(2002). Cari İşlemler Hesabına Çeşitli Yaklaşımlar, Sürdürülebilirlik ve Türkiye Örneği, Araştırma Genel Müdürlüğü Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Ankara.

Ulusoy, A. ve Karakurt B., (2004). Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri: Nedenleri ve Etkileri, İktisat İşletme ve Finans, 19.Yıl.

Uygur, E. , (1995). Türkiye'de Kriz ve İstikrar Arayışı: Makroekonomik Bir İnceleme, Türkiye İçin Yeni Bir İstikrar Programına Doğru, TÜSİAD, Yayın No: TÜSİAD-T/95, 6-180,s.19-48.

Uygur, E. ,( 2004). Türkiye' de Cari Açık Tartışması, GAP Bölgesinde Dış Ticaret ve Tarım, Türkiye Ekonomi Kurumu.

Uzgören, N.ve Uzgören, E., (2005). Zaman Serilerinde Sahte Regresyon Sorunu ve Reel Kamu Harcamalarına Yönelik Bir Ekonometrik Model Uygulaması, s.1-20.

<http://www.tdcif.org/img/makale/zamanserisi.doc>.

Uzunoğlu, S. , Aklin, K. , Gürlesel, C. F. ,(1995). Uluslar arası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makro Ekonomik Etkileri ve Türkiye, IMKB Araştırma Yayınları.

Ünsal, E.,( 2007). Makro İktisat, Ankara: İmaj Yayınevi.

Vergil, H. , (2002). Sermaye Hareketlerinin Kontrolü ve Özel Yatırım Üzerine Etkileri Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi(3), 2002/1:19-33.

Winters, L. A. , (1991). International Economics, Routledge.

Yased, (1988). Dünyada ve Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Beklentiler, İnceleme Yarışması, İstanbul.

Yay, T. , Gürkan Yay, G., Yılmaz, E. , (2001). Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler, İstanbul Ticaret Odası, Yayın No: 2001-47, İstanbul.

Yeldan, E., (1996). Az Gelişmiş Ülkelere Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Makroekonomik Etkileri Üzerine Gözlemler, İktisat Dergisi, Ekim-Kasım 1996,sf:49-57.

Yentürk, N. ve Çimenoğlu, A., (2002). Impacts of International Capital Inflows on the Turkish Economy", ODTÜ Uluslararası İktisat Kongresinde Sunulmuş Bildiri, 11-12 Eylül. 2002, Ankara.

Yıldırım, K. ve Karaman, D. , (2003). Makroekonomi, Eğitim, Sağlık ve Bilimsel Araştırma Çalışmaları Vakfı, Yayın No:145, Eskişehir.

Yücel, F. ve Yanar, R. , (2005). Türkiye’de Cari Açık Sürdürülebilir mi? Zaman Serileri Perspektifinden Bir Bakış, Ç.Ü Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt 14, Sayı 2.

<http://www.tcmb.gov.tr>

<http://www.dpt.gov.tr>



## EKLER

EK 1

### KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİ OLUŞTURAN ÖDEMELER DENGESİ KALEMLERİ

ÖDEMELER DENGESİ AYRINTILI SUNUM					
II-	SERMAYE VE FİNANS HESABI				
A.	SERMAYE HESABI				
1	Göçmen Transferleri				
B.	FİNANS HESAPLARI				
3	Diğer Yatırımlar				
3.1.	Varlıklar				+
3.1.1.	Ticari Krediler				
3.1.1.1.	Verilen Krediler				
3.1.1.2.	Geri ödeme				
3.1.2.	Krediler				
3.1.2.1.	Merkez Bankası				
3.1.2.2.	Bankalar				
3.1.3.	Bankaların Döviz Varlıkları				-
3.1.4.	Diğer Varlıklar				
3.1.4.1.	Merkez Bankası				
3.1.4.2.	Diğer Sektörler				
3.2.	Yükümlülükler				
3.2.1.	Ticari Krediler				
3.2.1.1.	Uzun Vade				
3.2.1.1.1.	Kullanım				
3.2.1.1.2.	Geri Ödeme				
3.2.1.2.	Kısa Vade				+
3.2.1.2.1.	Kullanım				
3.2.1.2.2.	Geri Ödeme				
3.2.2.	Krediler				
3.2.2.1.	Merkez Bankası				
3.2.2.1.1.	Uluslar arası Para Fonu Kredileri				
3.2.2.1.1.1.	Kullanım				
3.2.2.1.1.2.	Geri Ödeme				
3.2.2.1.2.	Uzun Vade				
3.2.2.1.2.1.	Kullanım				
3.2.2.1.2.2.	Geri Ödeme				
3.2.2.1.3.	Kısa Vade				+
3.2.2.2.	Genel Hükümet				
3.2.2.2.1.	Uluslar arası Para Fonu Kredileri				
3.2.2.2.1.1.	Kullanım				
3.2.2.2.1.2.	Geri Ödeme				
3.2.2.2.2.	Uzun Vade				

3.2.2.2.2.1.	Kullanım					
3.2.2.2.2.2.	Geri Ödeme					
3.2.2.2.3.	Kısa Vade					+
3.2.2.3.	Bankalar					
3.2.2.3.1.	Uzun Vade					
3.2.2.3.1.1.	Kullanım					
3.2.2.3.1.2.	Geri Ödeme					
3.2.2.3.2.	Kısa Vade					+
3.2.2.4.	Diğer Sektörler					
3.2.2.4.1.	Uzun Vade					
3.2.2.4.1.1.	Kullanım					
3.2.2.4.1.2.	Geri Ödeme					
3.2.2.4.2.	Kısa Vade					+
3.2.3.	Mevduatlar					
3.2.3.1.	Merkez Bankası					
3.2.3.1.1.	Uzun Vade					
3.2.3.1.2.	Kısa Vade					+
3.2.3.2.	Bankalar					+
3.2.3.2.1.	Yurtdışı Bankalar					
3.2.3.2.2.	Yurtdışı Kişiler					
3.2.4.	Diğer Yükümlülükler					+

Kaynak: TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr>

## YILLIK ORTALAMA HAM PETROL VARİL FİYATI US(\$)

Yıllar	Petrol Fiyatı US(\$)*
1961	2.1
1962	2.2
1963	2.3
1964	2.3
1965	2.1
1966	2.0
1967	2.0
1968	1.9
1969	1.9
1970	1.9
1971	2.3
1972	2.5
1973	3.5
1974	9.0
1975	10.9
1976	11.8
1977	13.3
1978	13.1
1979	18.1
1980	33.0
1981	38.1
1982	34.6
1983	30.7
1984	29.5
1985	29.0
1986	14.6
1987	18.7
1988	15.2
1989	17.9
1990	23.9
1991	19.0
1992	18.7
1993	15.9
1994	15.6
1995	16.7
1996	20.3
1997	18.6
1998	12.0
1999	16.5
2000	27.0
2001	22.7
2002	23.4
2003	26.9

2004	34.5
2005	50.1
2006	60.9

Kaynak: DPT, <http://www.dpt.gov.tr>

## BİRİM KÖK TEST SONUÇLARI

## GSYIH

Null Hypothesis: GSYIH has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 9 (Automatic based on AIC, MAXLAG=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	1.712476	0.9780
Test critical values: 1% level	-2.603423	
5% level	-1.946253	
10% level	-1.613346	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(GSYIH)  
 Method: Least Squares  
 Date: 03/21/08 Time: 01:53  
 Sample (adjusted): 1992Q3 2007Q3  
 Included observations: 61 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GSYIH(-1)	0.027531	0.016077	1.712476	0.0929
D(GSYIH(-1))	0.131455	0.137413	0.956647	0.3433
D(GSYIH(-2))	-0.175350	0.133992	-1.308663	0.1965
D(GSYIH(-3))	-0.199780	0.135480	-1.474614	0.1465
D(GSYIH(-4))	0.229135	0.139030	1.648103	0.1055
D(GSYIH(-5))	-0.095188	0.142916	-0.666042	0.5084
D(GSYIH(-6))	-0.129418	0.141582	-0.914083	0.3650
D(GSYIH(-7))	0.018714	0.140715	0.132996	0.8947
D(GSYIH(-8))	0.499447	0.136980	3.646143	0.0006
D(GSYIH(-9))	-0.309083	0.151870	-2.035180	0.0470
R-squared	0.755043	Mean dependent var		1.59E+09
Adjusted R-squared	0.711816	S.D. dependent var		9.41E+09
S.E. of regression	5.05E+09	Akaike info criterion		47.67192
Sum squared resid	1.30E+21	Schwarz criterion		48.01796
Log likelihood	-1443.993	Durbin-Watson stat		2.032547

## DCA

Null Hypothesis: D(CA) has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 6 (Automatic based on AIC, MAXLAG=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.654388	0.0003
Test critical values:		
1% level	-3.536587	
5% level	-2.907660	
10% level	-2.591396	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(CA,2)  
 Method: Least Squares  
 Date: 07/22/08 Time: 16:01  
 Sample: 1992Q1 2007Q4  
 Included observations: 64

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(CA(-1))	-2.336192	0.501933	-4.654388	0.0000
D(CA(-1),2)	1.032991	0.458991	2.250568	0.0284
D(CA(-2),2)	0.734746	0.412776	1.780009	0.0805
D(CA(-3),2)	0.431281	0.369275	1.167912	0.2478
D(CA(-4),2)	0.710174	0.281630	2.521654	0.0146
D(CA(-5),2)	0.532174	0.209938	2.534917	0.0141
D(CA(-6),2)	0.318996	0.137991	2.311714	0.0245
C	-2.96E+08	1.83E+08	-1.619336	0.1110
R-squared	0.849643	Mean dependent var		2546875.
Adjusted R-squared	0.830848	S.D. dependent var		3.36E+09
S.E. of regression	1.38E+09	Akaike info criterion		45.04529
Sum squared resid	1.07E+20	Schwarz criterion		45.31516
Log likelihood	-1433.449	F-statistic		45.20674
Durbin-Watson stat	1.913924	Prob(F-statistic)		0.000000

### BPPF

Null Hypothesis: BPPF has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 5 (Automatic based on AIC, MAXLAG=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.820477	0.0217
Test critical values: 1% level	-4.107947	
5% level	-3.481595	
10% level	-3.168695	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(BPPF)  
 Method: Least Squares  
 Date: 03/21/08 Time: 01:48  
 Sample: 1992Q1 2007Q4  
 Included observations: 64

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BPPF(-1)	-0.613588	0.160605	-3.820477	0.0003
D(BPPF(-1))	-0.053322	0.162966	-0.327200	0.7447
D(BPPF(-2))	0.469943	0.151287	3.106295	0.0030
D(BPPF(-3))	0.190742	0.150958	1.263549	0.2116
D(BPPF(-4))	0.146511	0.150845	0.971271	0.3356
D(BPPF(-5))	0.275051	0.125633	2.189312	0.0328
C	35.26240	9.922645	3.553729	0.0008
@TREND(1992Q1)	-0.407194	0.132925	-3.063340	0.0034
R-squared	0.508662	Mean dependent var	-0.687500	
Adjusted R-squared	0.447245	S.D. dependent var	15.64823	
S.E. of regression	11.63407	Akaike info criterion	7.862221	
Sum squared resid	7579.688	Schwarz criterion	8.132082	
Log likelihood	-243.5911	F-statistic	8.282068	
Durbin-Watson stat	1.977365	Prob(F-statistic)	0.000001	

**LB**

Null Hypothesis: LB has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 8 (Automatic based on AIC, MAXLAG=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.426161	0.0570
Test critical values: 1% level	-4.110440	
5% level	-3.482763	
10% level	-3.169372	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(LB)  
 Method: Least Squares  
 Date: 03/21/08 Time: 01:49  
 Sample (adjusted): 1992Q2 2007Q4  
 Included observations: 63 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LB(-1)	-0.173410	0.050614	-3.426161	0.0012
D(LB(-1))	0.489872	0.127313	3.847768	0.0003
D(LB(-2))	0.208106	0.135903	1.531285	0.1318
D(LB(-3))	0.296437	0.139075	2.131487	0.0378
D(LB(-4))	-0.162768	0.141456	-1.150661	0.2551
D(LB(-5))	-0.002256	0.136019	-0.016586	0.9868
D(LB(-6))	0.196774	0.134991	1.457685	0.1509
D(LB(-7))	-0.066314	0.136467	-0.485936	0.6291
D(LB(-8))	0.277476	0.128641	2.156979	0.0357
C	1.121180	0.339328	3.304117	0.0017
@TREND(1992Q1)	-0.009268	0.003790	-2.445491	0.0179
R-squared	0.492470	Mean dependent var		-0.001905
Adjusted R-squared	0.394868	S.D. dependent var		0.498070
S.E. of regression	0.387450	Akaike info criterion		1.098855
Sum squared resid	7.806103	Schwarz criterion		1.473053
Log likelihood	-23.61392	F-statistic		5.045698
Durbin-Watson stat	1.937900	Prob(F-statistic)		0.000041



### DRDK

Null Hypothesis: D(RDK) has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 3 (Automatic based on AIC, MAXLAG=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.881530	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.536587	
5% level	-2.907660	
10% level	-2.591396	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(RDK,2)  
 Method: Least Squares  
 Date: 03/21/08 Time: 01:51  
 Sample: 1992Q1 2007Q4  
 Included observations: 64

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RDK(-1))	-1.828679	0.310919	-5.881530	0.0000
D(RDK(-1),2)	0.596554	0.260456	2.290423	0.0256
D(RDK(-2),2)	0.435459	0.199199	2.186054	0.0328
D(RDK(-3),2)	0.298617	0.126070	2.368662	0.0211
C	1.218726	1.030170	1.183034	0.2415
R-squared	0.631853	Mean dependent var		0.143750
Adjusted R-squared	0.606893	S.D. dependent var		12.98853
S.E. of regression	8.143576	Akaike info criterion		7.107240
Sum squared resid	3912.752	Schwarz criterion		7.275903
Log likelihood	-222.4317	F-statistic		25.31546
Durbin-Watson stat	2.041245	Prob(F-statistic)		0.000000

## KVSH

Null Hypothesis: KVSH has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 0 (Automatic based on AIC, MAXLAG=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.788225	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.536587	
5% level	-2.907660	
10% level	-2.591396	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(KVSH)  
 Method: Least Squares  
 Date: 03/21/08 Time: 01:43  
 Sample: 1992Q1 2007Q4  
 Included observations: 64

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KVSH(-1)	-0.856191	0.126129	-6.788225	0.0000
C	892.2036	523.7365	1.703535	0.0935
R-squared	0.426351	Mean dependent var		-67.35938
Adjusted R-squared	0.417098	S.D. dependent var		5284.222
S.E. of regression	4034.397	Akaike info criterion		19.47385
Sum squared resid	1.01E+09	Schwarz criterion		19.54132
Log likelihood	-621.1633	F-statistic		46.08000
Durbin-Watson stat	2.026388	Prob(F-statistic)		0.000000

**PY**

Null Hypothesis: PY has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 0 (Automatic based on AIC, MAXLAG=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.484976	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.536587	
5% level	-2.907660	
10% level	-2.591396	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(PY)  
 Method: Least Squares  
 Date: 03/21/08 Time: 01:45  
 Sample: 1992Q1 2007Q4  
 Included observations: 64

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PY(-1)	-0.690259	0.125845	-5.484976	0.0000
C	344.1060	266.8820	1.289356	0.2021
R-squared	0.326709	Mean dependent var		-71.79688
Adjusted R-squared	0.315849	S.D. dependent var		2474.894
S.E. of regression	2047.070	Akaike info criterion		18.11696
Sum squared resid	2.60E+08	Schwarz criterion		18.18442
Log likelihood	-577.7426	F-statistic		30.08496
Durbin-Watson stat	1.897272	Prob(F-statistic)		0.000001

**DY**

Null Hypothesis: DY has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 6 (Automatic based on AIC, MAXLAG=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.128423	0.0001
Test critical values: 1% level	-3.536587	
5% level	-2.907660	
10% level	-2.591396	

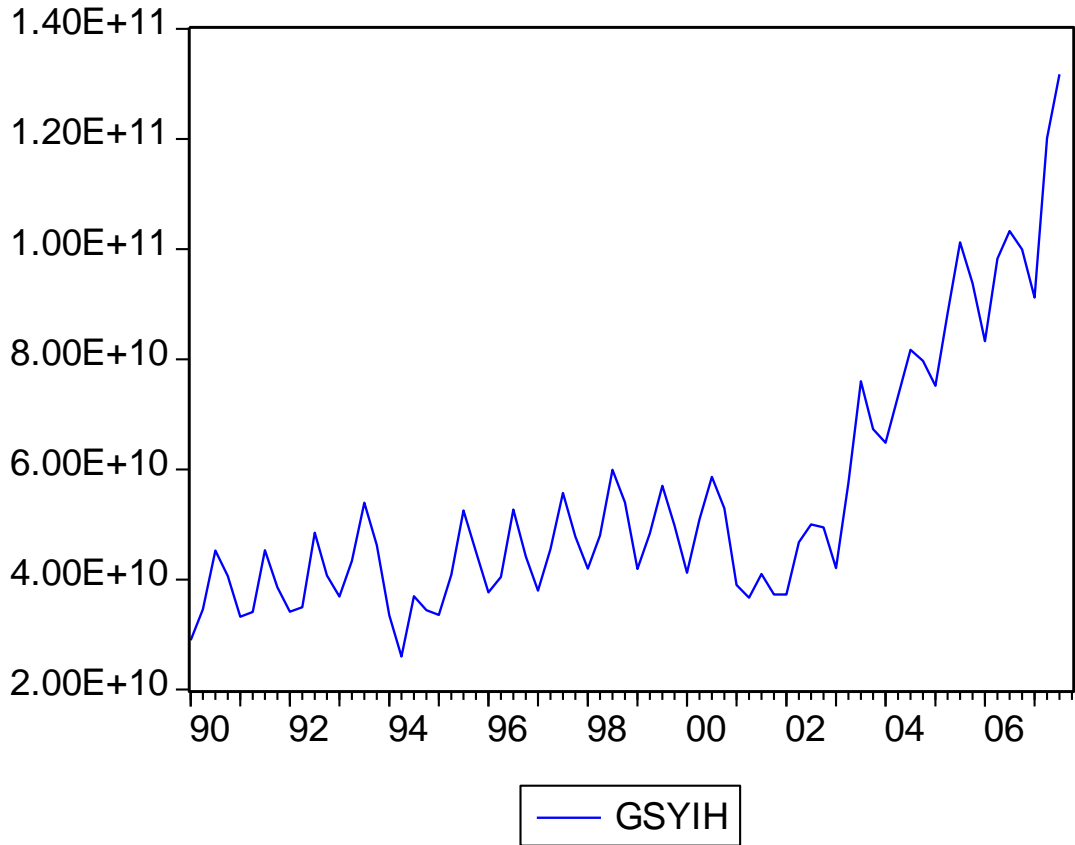
\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(DY)  
 Method: Least Squares  
 Date: 03/21/08 Time: 01:46  
 Sample: 1992Q1 2007Q4  
 Included observations: 64

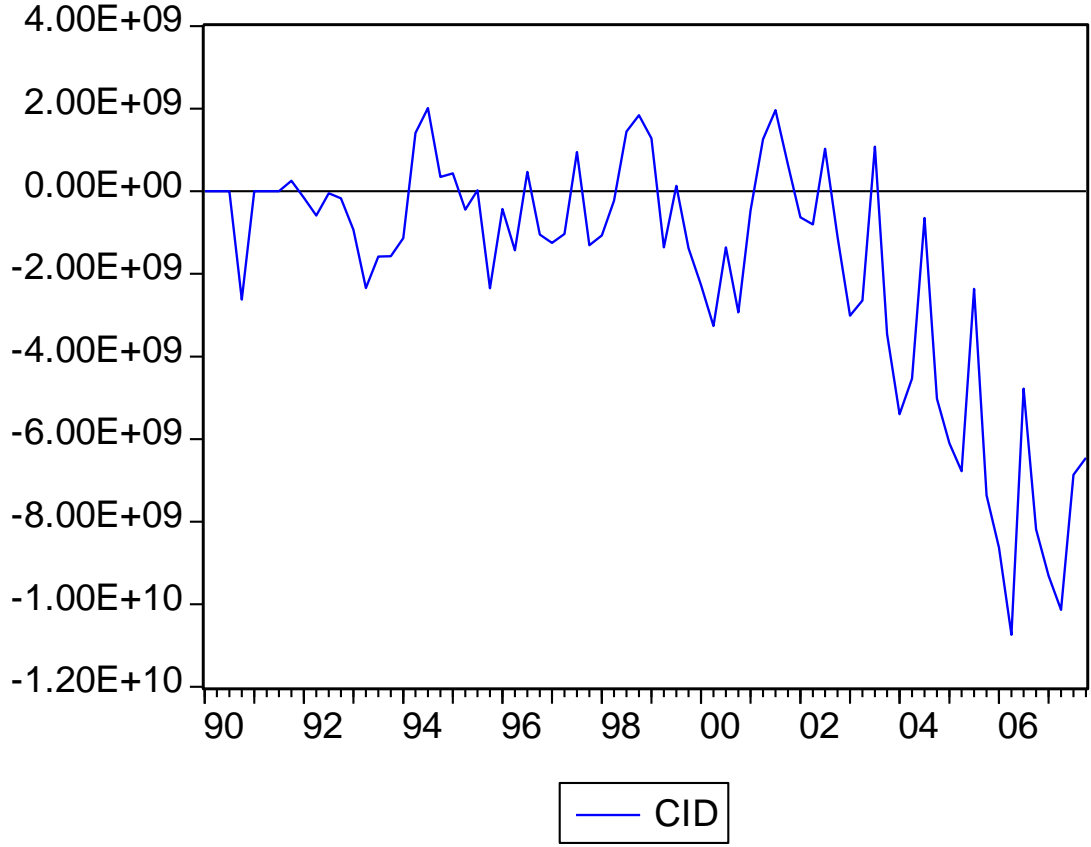
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DY(-1)	-0.964665	0.188102	-5.128423	0.0000
D(DY(-1))	0.178915	0.181730	0.984510	0.3291
D(DY(-2))	1.135130	0.237971	4.770039	0.0000
D(DY(-3))	1.650151	0.308584	5.347496	0.0000
D(DY(-4))	1.144513	0.349273	3.276842	0.0018
D(DY(-5))	1.042106	0.332325	3.135804	0.0027
D(DY(-6))	0.848830	0.251233	3.378659	0.0013
C	299.9414	136.0699	2.204318	0.0316
R-squared	0.665724	Mean dependent var		4.781250
Adjusted R-squared	0.623940	S.D. dependent var		1516.004
S.E. of regression	929.6703	Akaike info criterion		16.62401
Sum squared resid	48400068	Schwarz criterion		16.89387
Log likelihood	-523.9682	F-statistic		15.93233
Durbin-Watson stat	2.007489	Prob(F-statistic)		0.000000

## VERİLERİN GRAFİKSEL ANALİZİ

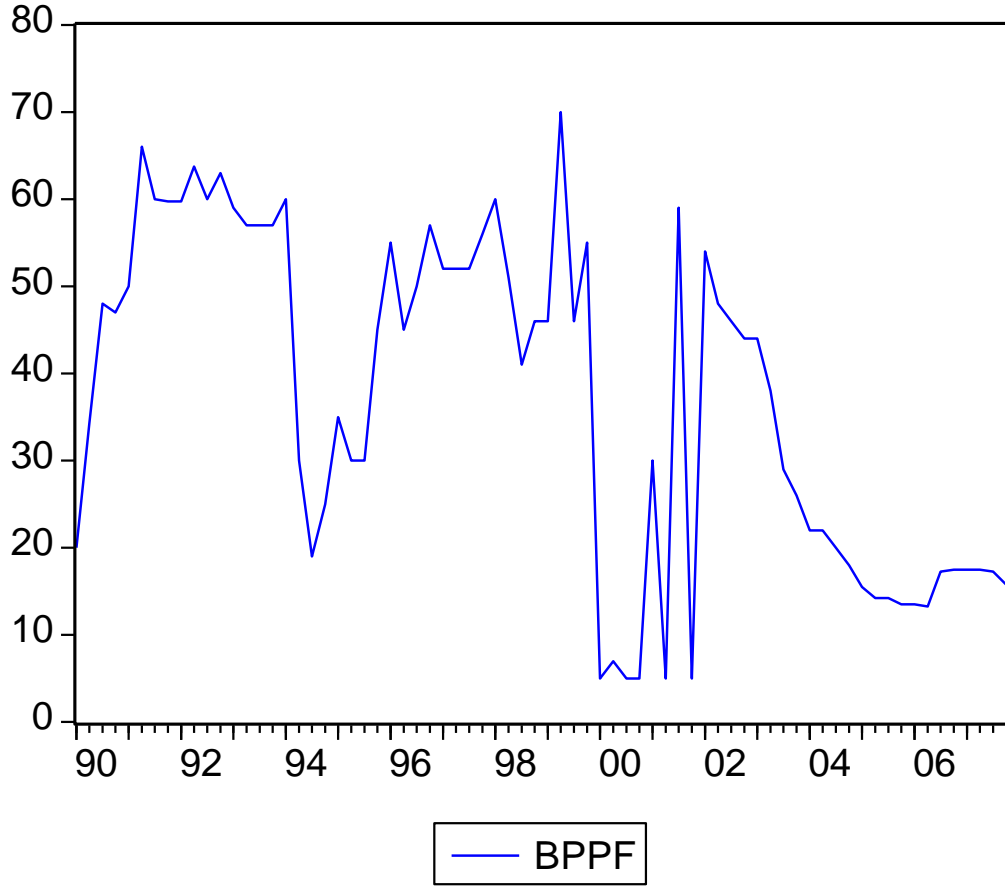
## GAYRİ SAFİ YURTIÇİ HASILA (DOLAR)



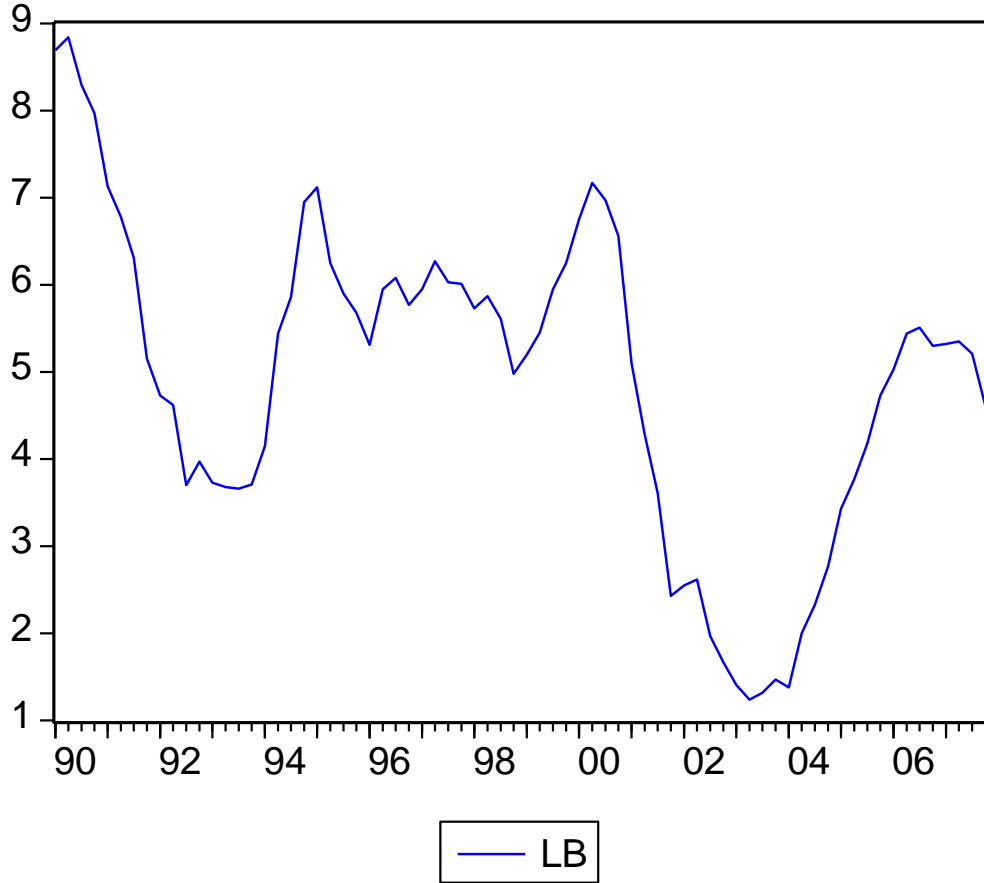
### CARİ İŞLEMLER DENGESİ (DOLAR)



### BANKALAR ARASI PARA PİYASASI FAİZ ORANI (%)

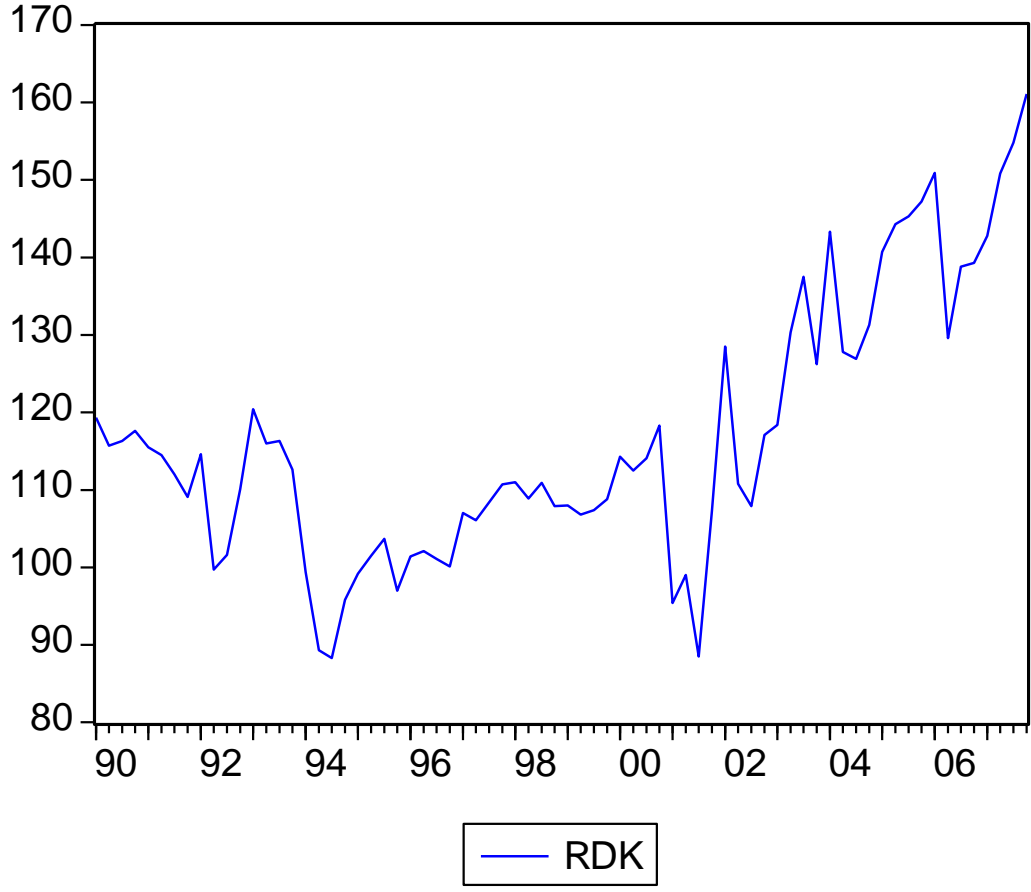


**LIBOR (12 aylık USD-üç aylık)**

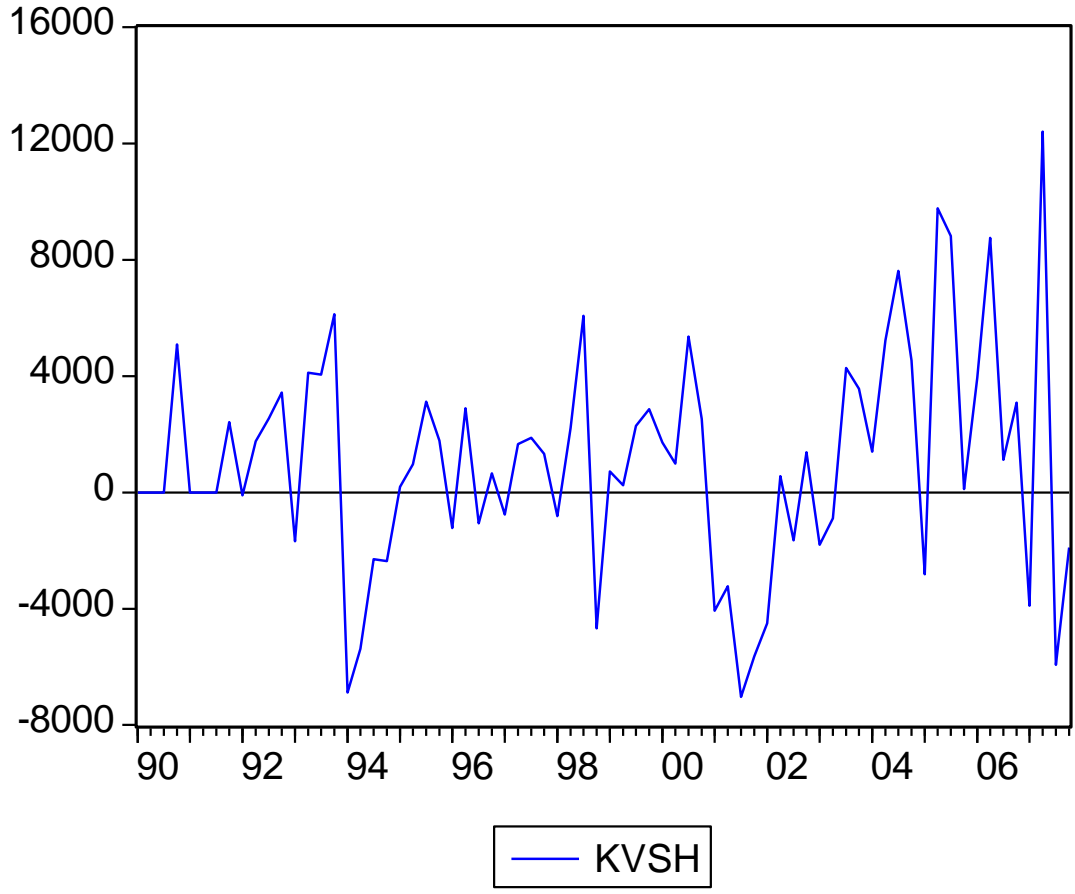




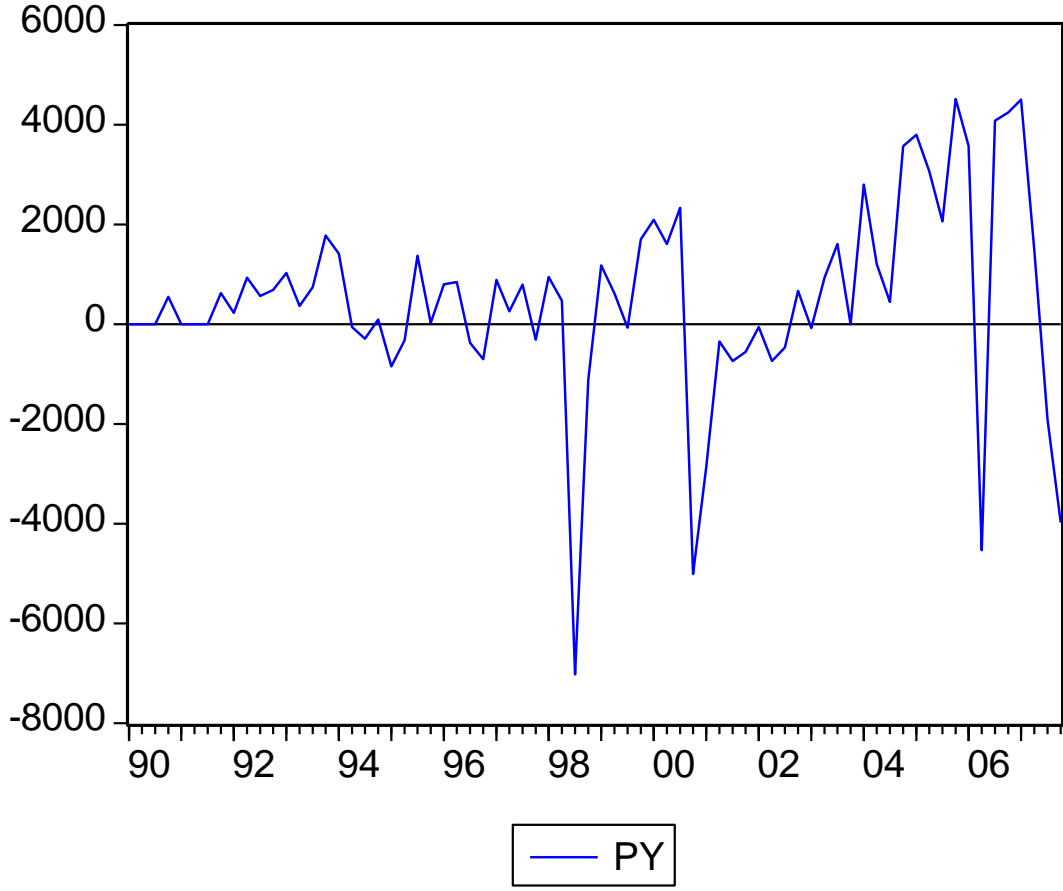
### ÜFE BAZLI REEL EFEKTİF DÖVİZ KURU (1995=100)



### KISA VADELİ SERMAYE HAREKETİ (MİLYON DOLAR)



### PORTFÖY YATIRIMI (MİLYON DOLAR)



### DOĞRUDAN YATIRIMLAR (MİLYON DOLAR)

