

T.C.  
Mersin Üniversitesi  
Sosyal Bilimler Enstitüsü  
İktisat Anabilim Dalı

TÜRKİYE'DE CARİ AÇIK VE KISA SÜRELİ SERMAYE HAREKETLERİ

Bedia GÖK

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Mersin, 2008



T.C.  
Mersin Üniversitesi  
Sosyal Bilimler Enstitüsü  
İktisat Anabilim Dalı

TÜRKİYE'DE CARİ AÇIK VE KISA SÜRELİ SERMAYE HAREKETLERİ

Bedia GÖK

Danışman: Yrd. Doç. Dr. Ahmet ŞENGÖNÜL

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Mersin, 2008

## ÖNSÖZ

Dünya ekonomisinde sermaye akımları mal ve hizmet ticaretinin üzerinde bir boyuta ulaşmıştır. Kısa vadeli, spekülâtif para olarak adlandırılan bu akımlar, dünya genelinde bir sınırlandırma olmadan rahatlıkla hareket edebilmektedir. Özellikle Türkiye gibi cari işlemler dengesi sürekli açık veren ülkeler için kısa vadede bir kaynak niteliğinde iken uzun vadede ekonominin genel dengesinde var olan kırılganlıklar nedeniyle ekonomik krizler şeklinde geri dönmüştür. Bu tür sermaye hareketlerinin özellikle cari işlemler hesabı üzerindeki etkisinin belirlenmesi önemlidir. Bu çalışma, Türkiye ekonomisi üzerine yapılacak araştırma ve incelemelere küçük de olsa bir katkı yapabilme çabası taşımaktadır.

Kısa süreli sermaye hareketlerinin cari işlemler dengesi hesabına etkilerinin incelendiği bu çalışmanın ortaya çıkmasında emeği geçen Yrd. Doç. Dr. Ahmet ŞENGÖNÜL'e, Doç. Dr. İsmail TUNCER'e ve Doç. Dr. Hüseyin Mualla YÜCEOL'a sonsuz teşekkür ederim.

## ÖZET

Türkiye'nin cari işlemler açığı ve bu açığın sürdürülebilirliği problemi son yıllarda ekonomi gündeminin değişmez maddesi haline gelmiştir. Cari açığın ortaya çıkışı konusunda genel anlamda iki görüş bulunmaktadır. İlk görüşe göre cari açığın nedeni ekonomik büyümeden kaynaklanan talep artışıdır. Bu görüşe göre cari açık 2001 krizi sonrası yaşanan ekonomik iyileşmenin doğal bir sonucudur. Ekonomideki bu hızlı hareketlilik yavaşlayacak ve doğal hızına geri dönerek dış açık sorunu kendiliğinden çözüme sürecine girecektir.

Alternatif bir görüşe göre, mevcut cari hesap gerçekten kısa vadeli spekülasyon sermaye akışını tetikleyen daha yüksek faiz oranlarının desteği ile aşırı değerlendirilmiş yerli paradan kaynaklanmaktadır. Öte yandan, cari hesap açığı genel olarak milli tasarruf ve yatırımlar arasındaki olumsuz fark olarak tanımlanmakta ve yetersiz iç tasarrufların dolayı yatırımın dış borçlanma ile finanse edilmesi gereksiniminden dolayı meydana gelmektedir.

Türkiye'nin yakın tarihte yaşadığı krizlerin ödemeler bilançosu kaynaklı olması ve krizler öncesi cari işlemler hesabına yönelik göstergelerin giderek bozulması, benzer bir kriz endişesini gündeme getirmektedir.

Bu tezde, Türkiye'de özellikle 1990'lı yıllarda gerçekleşen liberalizasyon politikaları ile birlikte cari işlemler dengesini etkileyen makroekonomik göstergelerin gelişimi kısa süreli sermaye hareketleri ve sürdürülebilirlik çerçevesinde incelenmiştir. Bu bağlamda, cari işlemler açığının kısa süreli sermaye ile finansmanının sağlanması uzun vadede başarılı sonuçlar vermemiş ve bu şekilde finansman ile cari açık sürdürülememiş ve nihayetinde finansal krizlerle son bulmuştur. Ancak son dönemde cari açığın finansmanında sıcak para olarak nitelenen kısa süreli sermaye hareketlerinin yerini uzun vadeli yatırımlara bırakması olumlu bir gelişme olarak değerlendirilmektedir. Reel kur

değerlenmesi, yatırımların kompozisyonu, cari işlemler dengesinin kompozisyonu olumsuz sinyaller verirken, kamu kesimi açığındaki azalma, milli gelirdeki büyüme, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarındaki artışlar sürdürülebilirlik açısından yaşanan olumlu gelişmelerdir.

Anahtar kelimeler: Cari İşlemler Açığı, Sürdürülebilirlik, Kısa Süreli Sermaye Hareketleri.

## **SUMMARY**

The current account deficit and its sustainability problem in Turkey have been kept in agenda of the economy for several years. There are two main approaches of raising the current account deficit: The first one is that the expanding of demand due to economic growth. Accordingly, the current account deficit is the natural outcome of the economic development observed after 2001 crisis. The higher economic growth movement would decline and by returning its natural path, the external deficit problem will automatically be resolved.

According to an alternative view, the current account is due to overvalued domestic currency with the support of higher real interest rates that stimulate short-term speculative capital inflows. On the other hand, the current account deficit is generally defined as the negative difference between national savings and investment and arises from the necessity of financing of investment by foreign borrowing because of insufficient domestic savings.

Within this context, in this study, the macroeconomic determinants of the current account deficit and its sustainability are analyzed along with the liberalization policies of capital account in Turkey starting from 1990s. Accordingly, the finance of current account deficit by short-term capital inflows has not succeeded in the long-term; the current account has not been sustained and eventually ended with financial crises. However, the structural change of financing current account from short-term capital inflows to relatively long term capital is evaluated as a positive development.

While real depreciation of domestic currency, the composition of the investment spending, and current account imbalance gives negative signals, declining of

budget deficit, higher economic growth rates and increase in the rate of direct capital inflows are positive developments in terms of sustainability of the current account deficit.

Key words: Current Account Deficit, Current Account Sustainability, Short-term Capital Inflows.



<b>İÇİNDEKİLER</b>	<b>Sayfa No</b>
ÖNSÖZ	i
ÖZET	ii
İÇİNDEKİLER	vi
TABLolar LİSTESİ	ix
GRAFİKLER LİSTESİ	xi
GİRİŞ	1
I. BÖLÜM: ÖDEMELER BİLANÇOSUNUN TANIMI VE İLKELERİ	3
I.1. Ödemeler Bilançosunun Tanımı	3
I.2. Ödemeler Bilançosunun Yapısı	6
I.2.1. Cari İşlemler Hesabı	9
I.2.1.1. Dış Ticaret Dengesi Hesabı	12
I.2.1.2. Hizmetler Dengesi Hesabı	13
I.2.1.3. Yatırım Geliri Dengesi Hesabı	13
I.2.1.4. Cari Transferler Hesabı	14
I.2.2. Sermaye Hesabı	14
I.2.2.1. Doğrudan Yatırımlar Hesabı	18
I.2.2.2. Portföy Yatırımları Hesabı	18
I.2.2.3. Diğer Yatırımlar Hesabı	20
I.2.2.4. Rezerv Varlıklar Hesabı	21
I.2.3. İstatistiki Farklar (Net Hata ve Noksan) Hesabı	22

II. BÖLÜM: CARİ AÇIK VE KISA SÜRELİ SERMAYE HAREKETLERİ	23
ARASINDAKİ İLİŞKİNİN TEORİK TEMELLERİ	
II.1. Cari İşlemler Hesabına Çeşitli Yaklaşımlar	23
II.1.1. Esneklikler Yaklaşımı	23
II.1.2. Toplam Harcama Yaklaşımı	26
II.1.3. Mundell-Fleming Modeli	27
II.1.4. Tüketimin Dönemler Arası İkamesi Yaklaşım	28
II.2. Sürdürülebilirlik Kavramı ve Göstergeleri	29
III. BÖLÜM: TÜRKİYE’DE CARİ AÇIK VE	34
KISA SÜRELİ SERMAYE HAREKETLERİ	
III.1. Cari İşlemler Dengesine Tarihsel Bakış	34
III.2. Cari İşlemler Dengesi ve Ekonomik Büyüme	40
III.3. Cari İşlemler Dengesi ve Tasarrufların Yetersizliği	43
III.4. Cari İşlemler Dengesi ve Dış Ticaretin Kompozisyonu	46
III.5. Cari Denge ve Hizmetler Dengesi	61
III.6. Cari Açığın Finanse Edilmesi	62
III.6.1. Sermayenin Yapısı	62
III.6.2. Sermayenin Kullanılış Şekli	79
III.7. Cari İşlemler Dengesi ve Dış Borç Miktarı	80
III.8. Cari İşlemler Dengesi İle Bütçe Açığı Arasındaki İlişki	84
III.9. Cari İşlemler Açığına Çeşitli Yorumlar	89

IV. BÖLÜM: TÜRKİYE İÇİN EKONOMETRİK BİR UYGULAMA	91
SONUÇ	110
KAYNAKÇA	114
EKLER	122

<b>TABLolar LİSTESİ:</b>	<b>Sayfa No</b>
Tablo1: Ödemeler Dengesinin Yapısı	6
Tablo2: Cari İşlemler Hesabı/GSYİH	31
Tablo3 : GSYİH, Cİ, Cİ/GSYİH	38
Tablo4: Cari Denge ve Milli Gelir Artışı	47
Tablo5: Ödemeler Dengesi, Cari İşlemler Dengesi	49
Tablo6: Cari İşlemler Dengesi	52
Tablo7: İhracat ve İthalat Değerleri ve Değişim Oranları	53
Tablo8:Ekonomik Gruplara Göre İthalat	55
Tablo9: EURO/DOLAR Paritesi	59
Tablo10: Ülke Gruplarına Göre İhracat	59
Tablo11: Ülke Gruplarına Göre İhracat Devamı	60
Tablo12: Ülke Gruplarına Göre İthalat	61
Tablo13: Sermaye ve Finans Hesapları	64
Tablo14: Ödemeler Dengesi Alt Kalemleriyle Cari İşlemler Dengesinin Finansmanı	65
Tablo15: Cari İşlemler Açığı ve DİBS	69
Tablo16: Türkiye'ye Gelen Doğrudan Yatırımların (Sermaye) Sektörel Dağılımı	80
Tablo17: Toplam Borçlar	81
Tablo18: Dış Borç Stokunun GSMH'ye Oranı	83
Tablo19: Dış Borç Stokunun Döviz Kompozisyonu (%)	84
Tablo20: Gerçekleşen ve Senaryo "d" Değerleri	97
Tablo21: Brim Kök Testi	100

Tablo22: Eş Bütünleşme Testi	103
Tablo23: Pesaran (2001)'e Göre Referans Alınan Sınır Değerler	103
Tablo24: ARDL Yaklaşımının Kullanılarak Uzun Dönem Etkilerinin Tahmin Edilmesi	105
Tablo25: ARDL Yaklaşımının Kullanılarak Kısa Dönem Etkilerinin Tahmin Edilmesi	107

<b>GRAFİKLER LİSTESİ:</b>	<b>Sayfa No</b>
Grafik1: Üretici Fiyatlarına Göre Gayri Safi Milli Hasıla	42
Grafik2: Cari İşlemler Dengesi	42
Grafik3: Tüketim ve Tasarruf	44
Grafik4: Tasarrufların GSYİH'ye oranı	45
Grafik5: Tüketimin GSYİH'ye Oranı	46
Grafik6: İthalat Ana Kalemleri	56
Grafik7: Ham Petrol Fiyatları	57
Grafik8: EURO/DOLAR Paritesi	58
Grafik9: Turizm Gelirleri	62
Grafik10: Yurtdışı Tahvil İhracı	68
Grafik11: Portföy Yatırımları	70
Grafik12: Diğer Yatırımlar	72
Grafik13: Gecelik Borç Alma Faiz Oranları	72
Grafik14: Tüfe Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru	75
Grafik15: Toplam İhracat	76
Grafik16: Ücret Endeksi-İmalat Sanayi-Üretimde Çalışılan Saat Başına	76
Grafik17: İmalat Sanayinde Çalışılan Saat Başına Verimlilik	77
Grafik18: Dış Borç Stoku ve Yapısı	82
Grafik19: Bütçe Dengesi	88

## GİRİŞ

Ekonomi gündeminin en çok tartışılan konularından biri küreselleşmedir. Küreselleşme bir yönüyle malların serbest dolaşımını ifade ederken diğer taraftan sermaye hareketlerinin serbestliğini ifade etmektedir. Küreselleşme süreciyle birlikte öncelikle ticari işlemler, ardından finansal işlemler küreselleşmiş ve iletişim teknolojisindeki gelişmelerin etkisiyle sermaye dünya genelinde bulunduğu en avantajlı ortama doğru hareket etmiştir. Türkiye, özellikle 1980'li yıllar sonrası gerçekleştirdiği liberal politikalarla küreselleşme sürecinde yer almıştır. 24 Ocak 1980 Kararları ile mal piyasalarında ve yurtdışı finansal piyasalarda başlayan serbestleşme sürecini, 1989 yılında konvertibiliteye geçiş süreci ile tamamlamıştır.

Bu çalışmada 1990'lı yıllar itibarı ile oluşan kısa süreli sermaye akımlarının, makro ekonomik değişkenlerle birleşerek cari işlemler dengesi üzerindeki etkisi araştırılmaktadır. Finansal serbestleşmenin gerçekleşmesinin ardından, uluslararası sermaye gelişmekte olan ülkelere yönelmiştir. Bu süreçte gerçekleşen sermaye hareketleri daha çok kısa vadeli olmuş ve spekülasyon niteliğiyle sermaye olarak nitelendirilmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin tasarruf açıklarından kaynaklanan sermaye ihtiyaçları yüksek faiz politikası izlemelerine yol açmış ve uluslararası sermayenin bu ülkelere ilgisi büyük olmuştur.

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler dış ticaret işlemlerinden kaynaklanan döviz açıklarını kısa süreli sermaye hareketleri ile finanse etmek zorunda kalmış, bu durumun uzun vadede yansıması ekonomik krizler şeklinde olmuştur. Bu nedenle çalışmanın son bölümünde, kısa süreli sermaye hareketlerinin cari işlemler hesabı üzerine etkisi kısa süreli sermaye hareketlerini belirleyen uluslararası faiz oranı, ulusal paranın

değerlenme oranı, dış borç ve ekonomik büyüme oranı gibi makro ekonomik büyüklüklerle açıklanmaya çalışılmıştır.



## **I. BÖLÜM: ÖDEMELER BİLANÇOSUNUN TANIMI VE İLKELERİ**

### **I.1. Ödemeler Bilançosunun Tanımı**

İktisat politikası amaçlarından bir tanesi ekonomide iç dengenin sağlanmasının yanı sıra dış dengenin de yani ödemeler bilançosu dengesinin sağlanmasıdır. Ödemeler bilançosu belli bir dönemde yurt içindeki yerleşiklerce yurt dışı yerleşik ekonomik birimler arasındaki mal, hizmet ile sermaye ve finans hareketlerini gösteren analitik bir tablodur. Tarihsel süreç içinde toplumlar çeşitli faaliyetlerle bu dengenin sağlanması için çalışmışlardır. Örneğin merkantilistlerin ticaret ve sanayileşme ile bu amaca ulaşmaya çalıştıklarını görüyoruz. Merkantilizm, 16. ve 17. yüzyıllarla 18. yüzyılın başında ticaret yapan ulusların büyük bir kısmında uygulanan iktisat politikasıdır. Bu politikanın ana amacı, ihracatı teşvik yoluyla altın birikimini sağlamak ve ulusun servetini ve gücünü artırmaktır. Merkantilistler ödemeler bilançosu fikrini geliştirerek ihracatın ithalatı karşıladıktan sonra bir fazlalık vermesini ve ülkeye değerli maden sağlanmasını amaçlamışlardır. Bunun için, merkantilist programın bir parçası olarak hükümetler, ihraç endüstrilerinde büyük yatırımların yapılmasını teşvik etmişler, içte üretilebilecek malların ithalini kısmak için yüksek gümrük duvarları kurmuşlar, yerli endüstri tarafından kullanılacak yerli hammaddelerin ihracatını yasaklamışlar, nitelikli işçilerin göç etmesine engel olmuşlar, nitelikli işçilerin yurt dışından ülkeye gelmesini teşvik etmişler, değerli madenlerin yabancılara satılmasını yasaklamışlardır.

Genel bir tanım olarak, ödemeler bilançosu, ana ülkede yerleşik gerçek kişi, işletme veya kurumları yabancı ülkelerle yürüttükleri ekonomik ilişkilerin sistematik olarak tutulan kayıtlarıdır. Ödemeler bilançosu ilke olarak yıllık hazırlanır. Ödemeler bilançosuna kaydedilen işlemler, ülkede yerleşik (resident) kişi veya kurumlarla yabancılar arasında yapılır. Ülkede “yerleşik” olanlar genellikle o ülke yurttaşlarıdır. Ama ödemeler

bilançosu açısından yurttaş olmak gerekli değildir. Ülkede yerleşik olma deyiminden ülkede sürekli oturmak, işletme merkezinin o ülkede bulunması veya faaliyetlerinin o ülkede yürütülmesi anlaşılır. Buna göre yurttaş olmamakla birlikte ülkede sürekli oturanlar ve merkezi yurtdışında bulunan çokuluslu şirketlere bağlı yabancı sermaye işletmeleri de faaliyette buldukları ülkede yerleşik sayılırlar (Seyidoğlu, 2003 :56). Ödemeler bilançosu, belli bir tarihteki durumu gösteren bir rapor değil, belli bir dönem boyunca gerçekleşen olayların kayıdır.

Karluk (1996)'a göre bir ülkenin ödemeler dengesi genellikle bir yıl içinde bir ekonominin yerleşikleri ile yurt dışında yerleşik ekonomik birimler arasında meydana gelen ekonomik akımlara bağlı değerlerin, transfer ödemelerin ve rezervlerde meydana gelen değişikliklerin sistematik ve muhasebe kayıtlarına uygun olarak gösterildiği bir bilançodur (Karluk, 1996 :373).

Ödemeler dengesi tanımında iki temel kavram bulunmaktadır. Bunlar “ekonomi” ve “yerleşik”tir. “Ekonomi” sözcüğü bir hükümet tarafından idare edilen coğrafi bölgeyi ifade ederken, “yerleşikler” deyimini ile bir ekonomide bir yıldan fazla süre ile devamlı ve düzenli olarak ikamet eden, o ekonomi içerisinde faaliyette olan kurum ve kişiler ifade edilmektedir (TCMB, 2005 :1). Ödemeler dengesinde ana ilke, her bir işlemin eşit değerde iki ayrı kaleme iki kayıt ile çift muhasebe sistemine uygun olarak kaydedilmesidir. Bu kalemlerin biri pozitif (+) işaretle gösterilen alacak kaydı, diğeri ise negatif (-) işaretle gösterilen borç kayıdır. Başka bir deyişle, çift muhasebe sistemine göre her ekonomik işlemin bir “Alacak” bir de “Borç” olmak üzere iki kaydı gerekmektedir (TCMB, 2007 :4). Böylece, esas itibariyle, pozitif işaretli bütün kayıtların toplamı negatif işaretli bütün kayıtların toplamına eşittir ve rapordaki bütün kayıtların net bakiyesi sıfırdır (Tablo 1).

Ödemeler dengesi istatistiklerinde;

Alacak (+) kayıtlar;

- Cari işlemlerde, reel kaynak (mal ve hizmet) ihracını
- Sermaye işlemlerinde, yükümlülük artışını veya varlık azalışını

Borç (-) kayıtlar;

- Cari işlemlerde, reel kaynak (mal ve hizmet) ithalini
- Sermaye işlemlerinde, yükümlülük azalışını veya varlık artışını gösterir

(Ödemeler Dengesi Müdürlüğü, 2005 :1-2).

Ödemeler bilançosundaki çoğu kayıt ekonomik değerlerin bir diğer ekonomik değer karşılığında alındığı ya da verildiği işlemlere göndermede bulunur; bu değerler gerçek kaynaklar (mal, hizmet ve gelir) ve mali kalemlerden oluşur. Bu nedenle, kayıt sisteminin gerektirdiği dengeleyici alacak ve borç kayıtları genellikle, birbiriyle değişilen iki kalem için eşit tutarlarda kayıt yapmanın sonucunda oluşurlar. Kalemler değişilmek yerine karşılıksız olarak verildiğinde, ya da diğer nedenlerden ötürü kayıtlar tek taraflı olduğunda, gereken karşılıkları sağlamak üzere sırasıyla, karşılıksız transferler ve karşılıklar olarak adlandırılan- özel tipte kayıtlar yapılır (Ödemeler Dengesi Müdürlüğü, 2005 :6-7).

**Tablo 1: Ödemeler Dengesinin Yapısı**

İşlem Grupları	Alacak	Borç
I. CARİ İŞLEMLER HESABI		
A. Mal İhracat ve İthalatı	(+)	(-)
DIŞ TİCARET DENGESİ		
B. Hizmet İhracatı ve İthalatı	(+)	(-)
C. Tek-Yanlı Transferler	(+)	(-)
1. Özel bağış ve Hediyeler	(+)	(-)
2. Hükümet Transferleri	(+)	(-)
CARİ İŞLEMLER DENGESİ	(+)	(+)
II. SERMAYE HAREKETLERİ HESABI		
A. Uzun-Sürelili Sermaye	(+)	(-)
1. Dolaysız Özel Sermaye Yatırımları	(+)	(-)
2. Özel Portfolyo Yatırımları	(+)	(-)
3. Resmi Sermaye İşlemleri	(+)	(-)
B. Kısa Sürelili Sermaye (Denkleştirici Olmayan)	(+)	(-)
SERMAYE HAREKETLERİ DENGESİ		
III. RESMİ REZERVLER HESABI		
1. Kısa-Sürelili Resmi Sermaye	(+)	(-)
2. Döviz	(+)	(-)
3. Parasal Altın	(+)	(-)
4. SDR ve IMF Rezerv Pozisyonu	(+)	(-)
RESMİ REZERVLER DENGESİ		
IV. İSTATİSTİK FARKLAR (Net Hata ve Noksan)		
ÇİZGİ ÜSTÜ İŞLEMLERİ		

**Kaynak:** Halil Seyidoğlu, Uluslararası İktisat, s.392.

## I.2. Ödemeler Bilançosunun Yapısı

Ödemeler bilançosu bir ülkenin belirli bir dönemde dış alemde sağladığı gelirlerle, dış aleme yaptığı ödemelerin yer aldığı bir tablodur. Uluslararası ekonomik işlemlerin içine mal ve hizmetlerle birlikte üretim faktörleri üzerindeki işlemler de girer. Buna göre, sınır ötesi mal ve hizmet ticareti veya üretimi, ülkelerarası kısa ve uzun süreli mali sermaye ve dolaysız sermaye hareketleri, uluslararası emek hareketleri ile teknoloji transferleri de bu tanımın kapsamına girer.

Çift taraflı kayıt ilkesine göre düzenlenen ödemeler bilançosu dengesi, muhasebe anlamında borç ve alacak tarafın denk olması anlamına gelmektedir. Uygulamada genellikle bir açık veya fazla oluşabilmektedir. Bu nedenle ödemeler bilançosu işlemleri ekonomik anlamda bir açık veya fazla doğuran otonom ya da dengesizlik doğuran işlemlerle, resmi rezerv değişmelerinden oluşan denkleştirici işlemlerden oluşmaktadır (Şen, 2005 :17). Bu bakımdan ödemeler dengesi tablosu üç temel hesap grubundan oluşmaktadır. Cari işlemler (dış ticaret dengesi), sermaye hesabı ve resmi rezervler hesabı.

Ödemeler dengesinde dengesizlik sorunu yeterli derecede altın ve döviz rezervlerine sahip olan ya da uygun koşullarda dış borçlanma kapasiteli olan ülkeler için önemli bir problem teşkil etmemektedir. Dengesizlik sürekli olduğunda ülke mevcut döviz rezervlerinin ve borçlanma kapasitesinin sınırına yaklaştığı zaman ödemeler dengesi sorunu yeniden ortaya çıkmaktadır. Ödemeler dengesinde meydana gelen dengesizlikleri geçici ve temel dengesizlik olarak ikiye ayırmak mümkündür. Geçici dengesizlikler genelde olağan dışı koşullardan dolayı cari işlemlerde meydana gelen artış veya azalışlar sonucu ortaya çıkan ve zamanla kaybolan ödemeler dengesi açıklarıdır. Bu tür durumlarda dengeyi bozucu durum ortadan kalkınca iktisat politikasında bir ayarlama yapılamadan denge yeniden sağlanmaktadır. Ödemeler dengesinde dengesizlik sorunu ile asıl kastedilen temel dengesizliktir. Kronik nitelikteki temel dengesizlik, talebin ve sermaye stokunun yapısı arasındaki uyumsuzluktan doğmaktadır. Temel dengesizlik uluslararası ticarete meydana gelen kaymalar, teknolojik ilerlemeler ve tüketici tercihlerinde meydana gelen değişimler sonucu ülkelerin karşılaştırmalı üstünlüğünün kaybolması, uluslararası ticareti engelleyici ve ulusal üretim sektörlerini koruyucu önlemler nedeniyle ortaya çıkabileceği

gibi, enflasyon ve ona bağılı olarak ulusal paranın aşırı değerlenmesi sonucunda meydana gelebilir (Saatçioğlu, 2005 :5).

Ödemeler bilançosu denkliğinin sağlanması için, cari işlemler bilançosundaki bir açığın sermaye bilançosundaki bir fazlalıkla karşılanması gerekir. Burada denge koşulu, resmi rezerv değişimlerinin sıfır olması anlamına gelir ve dış denge şu şekilde yazılır.

Ödemeler bilançosu = Cari işlemler bilançosu açığı (fazlası) + Sermaye bilançosu fazlası (açığı) = 0

Herhangi bir ödemeler dengesizliği durumunda öncelikle otomatik mekanizmalar devreye girerler. Bu mekanizmalar serbest kur rejiminde “kur mekanizması”, sabit kur rejiminde ise “parasal denkleşme mekanizmalarıdır”. Otomatik denkleşme mekanizmalarının işleyişi bir şekilde engellenmiş ve dış ödeme dengesizlikleri kronik hale gelmişse, hükümetler denkleştirici politika önlemleri almak zorunda kalırlar. Bu politikalardan birisi toplam harcamaları etkileyerek dış dengeyi sağlamaya çalışan “harcama değiştirici” politikalardır. Bu politikaların araçları para ve maliye politikalarıdır. Bir dış açık durumunda daraltıcı, dış fazla durumunda ise genişletici para ve maliye politikaları uygulanır. Denkleştirici politika önlemlerinden bir diğeri, harcamaların yerli ve yabancı mallar arasındaki dağılışını etkileyerek dış ödemeler dengesizliklerini gidermeye çalışan “harcama kaydırıcı” politikalardır. Bir dış açık durumunda harcamalar ithal mallardan yerli mallara doğru kaydırılarak dış ödemeler dengesizlikleri giderilmeye çalışılır. Bu politika, dış ticaret kısıtlamaları (gümrük vergisi, kota vb.), döviz kontrolü ve kur ayarlamaları gibi önlemleri kapsar. Ülkeler bazı nedenlerle gümrük tarifelerini ve kambiyo denetimini bir politika aracı olarak kullanma imkanına sahip olmayabilirler. Sonuç olarak dış ödemeler dengesizliğini gidermek için geriye döviz kuru ayarlamaları kalmaktadır. (Seyidoğlu, 2001 :458).

Eğer cari işlemler ve sermaye hesapları ile net hata noksan kalemlerinin toplamı sıfırdan farklı bir rakam veriyorsa, bu rakam döviz rezervlerine aktarılır. Eğer ilk üç kalemde bir pozitif bakiye var ise (döviz girişleri çıkıştan fazla ise) bu kalem rezervlere aktarılır. Söz konusu pozitif bakiye ödemeler dengesi istatistiklerine eksi olarak girer ve rezerv artışlarına kaydedilir. Buradaki mantık, fazla veren döviz hesabının ödemeler dengesi istatistiklerinden çıkartılarak, rezervlere eklenmesine dayanır. Dolayısıyla ödemeler dengesi istatistiklerinde rezerv hareketlerinde eksi ifadesi rezervlerin artmakta olduğunu (ödemeler dengesindeki hesabın eksildiğini) ifade eder (Yeldan, 2005 :54).

### **I.2.1. Cari İşlemler Hesabı**

Ödemeler dengesinin ilk hesap grubu olan “cari işlemler hesabı”, net hata ve noksan kalemi gözardı edilerek düşünüldüğünde, Merkez Bankası’nın muhabir hareketlerini gösteren döviz rezervlerindeki değişimin de dahil olduğu sermaye ve finans hareketleri dengesine mutlak değer cinsinden eşittir. Cari işlemler hesabı açık verdiğinde ülke, yurt dışında kazandığı paradan daha fazlasını, yurt dışına göndermiş demektir. Dolayısıyla oluşturulan açık, dışardan borçlanılarak veya yurt içi varlıkların satılması suretiyle kapanır. Bunun tersi durumda da, yani cari işlemler hesabı fazla verdiğinde yurtiçi yerleşiklerce yurt dışına sermaye transferi gerçekleştirilir. Sonuç olarak cari işlemler hesabı, yurt dışı yerleşiklere karşı olan toplam yükümlülüklerimizdeki veya yurt dışı yerleşik bir ülkede bulunan varlıklardaki değişimi göstermektedir (Obstfeld ve Rogoff, 1997).

Cari işlemler dengesi, dış ticaret dengesi, hizmetler dengesi, yatırım geliri dengesi ve cari transferler hesabından oluşmaktadır. Cari işlemler dengesi (dış ticaret dengesi) iç ve dış ekonomik birimler arasındaki mal, hizmet ve mülkiyeti el değiştirmek

şartıyla (geri ödemesi olmayan) para hareketlerini gösterir. Mal ve hizmet ihracatı (X) ithalattan (M) fazla ise dış ticaret fazla, ithalat ihracattan fazla ise dış ticaret açık verir. İhracatımız yabancı ülkelerin ithalatı olduğundan onların milli gelirinin ( $Y_f$ ) bir fonksiyonu, ithalat ise ülkenin milli gelirinin ( $Y$ ) bir fonksiyonudur.  $(X-M) = X(Y_f, R) - M(Y, R)$ . Diğer yandan hem ihracat hem de ithalat reel döviz kurundan ( $R$ ) etkilenir (Doğan, 2004 :7).

Matematiksel olarak cari işlemler dengesinin elde edilmesi için ise iki yol mevcuttur. Birinci yöntemde, ödemeler dengesi veri toplama yöntemine göre, mal ve hizmetler dengesine net yatırım gelirleri (veya giderleri) ile cari transferlerin eklenmesiyle bulunur. Burada cari işlemler dengesi ödemeler bilançosu kayıtlarından elde edildiği şekilde net mal ve hizmet ihracatı ile karşılıksız transferler dengesinin toplamından oluşmaktadır. Mal ticaretinden kaynaklanan net ihracata transit ticaret gelirleri, navlun, sigorta ve taşımacılık gibi ticaretin gerçekleşmesini olası kılıcı çeşitli hizmet gelirleri de dahil edilmektedir. Hizmetler dengesinde ise ülkenin turizm gelir ve harcamaları, yabancı yatırım gelirleri ve ülkenin dış borçluluk konumuna bağlı olarak dış borç faiz ödemeleri veya gelirleri dahil edilmektedir.

Diğer hesaplama yöntemi ise milli gelir hesaplamaları yoluyla olmaktadır. Bu yöntem, (1.1)'de verilen temel milli gelir denkleminde yola çıkılarak:

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

Gayri safi yurt içi hasıla (GSYİH); özel sektörün tüketim harcamaları (C), özel sektörün ve kamu sektörünün yatırım amaçlı harcamaları (I), kamu kesimi harcamaları (G) ve dış ticaret gelir ve giderlerinden (X ve M) oluşmaktadır. GSMH ve GSYİH arasındaki tanım farkının toplam faktör ödemelerinden kaynaklandığı varsayımıyla



$$(GSMH = GSYİH + rF)$$

$$GSMH = C + I + G + X - M + rF \quad (1.2)$$

eşitliği bulunur. Burada  $r$  uluslararası reel faiz oranını,  $F$  ise net yabancı varlıkları (veya yükümlülükleri) gösterir. Eşitlik şu şekilde yazılabilir:

$$GSMH - C - G = I + X - M + rF \quad (1.3)$$

$(C + G)$  ifadesi toplam tüketime eşit olduğu için (1.3) eşitliğinin sol tarafı tasarrufa eşir olur (Mankiw, 1994 :60).  $X - M + rF$ 'nin cari dengeye eşit olduğu göz önüne alınarak eşitlik şu şekle dönüşür:

$$GSMH - C - G - I = CA \quad \text{veya} \quad S - I = CA \quad (1.4)$$

Burada  $S$  toplam tasarruf miktarını sembolize eder ve iki kısımdan oluşur:

$$S = S_p + S_g = (GSMH - T - C) + (T - G) \quad (1.5)$$

Toplam tasarrufları oluşturan ilk değişken ( $S_p$ ), tüketim ( $C$ ) ve vergiler ( $T$ )'den arındırılmış kullanılabilir gelirdir ve özel kesimin tasarruflarını gösterir. İkinci terim ( $S_g$ ) de kamu kesimi net tasarruflarını gösterir ve duruma göre bütçe açığı veya fazlası olarak adlandırılır. Dolayısıyla cari işlemler açığı, kamu kesiminin tasarruf eksikliği

(ya da fazlası) ile özel kesimin tasarruf fazlası (ya da eksigi) toplamına eşittir. Yukarıdaki denklemlerde toplam olarak ifade edilen cari denge denklemi şu şekilde de yazılabilir:

$$C_A = (S_g - I_g) + (S_p - I_p) \quad (1.6)$$

Her ne kadar, Türkiye için tasarruf-yatırım farkından elde edilen cari denge rakamı, ödemeler dengesi tablosunda görünen cari denge rakamına matematiksel olarak eşit olmasa da cari açığın hangi değişkenden kaynaklandığını göstermesi açısından önemlidir. Cari dengenin tasarruf veya yatırımlara göre alacağı değer, sürdürülebilirlik analizinde önemli bir yer tutacaktır (Babaoğlu, 2005 :6).

#### **I.2.1.1. Dış Ticaret Dengesi Hesabı**

Bu hesap grubu ihracat gelirlerini, bavul ticareti gelirlerini ve altın dahil ithalat harcamalarını göstermektedir. Mallar, genel mal ticareti, işlem gören mallar, onarım gören mallar, taşıtlar için limanlarda sağlanan mallar ve parasal olmayan (ticari altın) altını kapsar. Dış ticaret akımları “Özel Ticaret” veya “Genel Ticaret” sistemleri çerçevesinde belirlenmekte olup ülkelere göre değişim gösterebilmektedir. Özel ticaret sistemi gümrüklerden giriş çıkış yapan malları kapsamakta bu nedenle, ülke sınırları içerisinde yer alan serbest bölgelere sınır dışından gelen ve giden mallar sistem dışı bırakılmaktadır. Oysa genel ticaret sistemi milli sınırlardan giren ya da çıkan tüm malları dikkate almaktadır (TCMB, 2005 :4).

Bu bağlamda dış ticaret politikasının dış ödemeler dengesizliklerinin giderilmesi, dış rekabetten korunma, ekonomik kalkınma, piyasa aksaklıklarının

giderilmesi, ekonominin liberalleştirilmesi, iç ekonomik istikrarın sağlanması gibi amaçları vardır. Bu amaçları ulaşmak için gümrük tarifeleri, tarife dışı araçlar, ihracatın özendirilmesi gibi politika araçları kullanılır.

### **I.2.1.2. Hizmetler Dengesi Hesabı**

Hizmet ithal ve ihracına ilişkin gelir ve giderlerin kaydedildiği ana hesaptır. Kapsamını, Taşımacılık (navlun dahil), Turizm gelir ve giderleri, Haberleşme hizmetleri, İnşaat hizmetleri, Sigorta hizmetleri, Finansal hizmetler, Bilgisayar ve Bilgi hizmetleri, Patent ve Lisans Komisyonları, Ticaret ve Ticaret Bağlantılı Diğer hizmetler, Finansal Kiralama hizmetleri, Çeşitli Teknik hizmetler, Kişisel, Kültürel ve Eğitsel hizmetler ile Resmi hizmetler oluşturur (TCMB, 2005 :5).

### **I.2.1.3. Yatırım Geliri Dengesi Hesabı**

Bu hesap grubu doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve faiz geliri ve giderinden oluşan diğer yatırımlar hesabından oluşmaktadır. Çalışanların ücretleri, doğrudan yatırım, portföy yatırımları ve diğer yatırımlardan elde edilen gelir ve ödenen tutarları içermektedir. Bu kalem doğrudan yatırımlar ile ilgili olarak hisse gelirleri, kar payları, sermayeye katılan kazançlar ile şirketler arası diğer yatırımlardan doğan gelir ve giderleri içermektedir. Portföy yatırımlarında da hisse senetlerinden elde edilen gelirler (kar), tahvil ve benzeri borç enstrümanları ile ilgili gelir ve giderleri (faiz) kapsamaktadır. Diğer yatırımlarda ise diğer borçlanma ile ilgili gelir ve giderler (faiz) kaydedilmektedir (TCMB, 2005 :6).

Uluslararası yatırım gelir ve giderlerinin gösterildiği hesap grubu net yatırım geliri hesabıdır. Bu hesapta yabancı ülkelerdeki doğrudan yatırımlardan ülkemize yapılan kar transferleri, yine yabancı ülkelerde alınmış olan hisse senetleri ve tahvillerden (portföy yatırımları) elde edilen kazançlar, diğer ülkelere verilen borçlardan kazanılan faiz gelirleri ile bu faaliyetlerden yabancıların elde ettiği gelirler yer almaktadır. Artan dış borç stoku nedeniyle faiz ödemelerinin ve yine yabancıların ülkemizde hisse senedi ve devlet tahvili yatırımlarından elde ettikleri kazançların artması sonucunda ülkemizin net yatırım geliri negatif bakiye vermektedir (Uysal, 2006 :1).

#### **I.2.1.4. Cari Transferler Hesabı**

Cari Transferler hesabı işçi gelirleri ve resmi transferlerden oluşmaktadır. Ekonomiye mal, hizmet ya da para girişi gerçekleşti halde, bu girişler karşılığında kaynak transferi yapılmayan transferleri içermektedir. Bu kalemin sektörlere göre dağılımı; Genel Hükümet (hibe, vb.), Diğer Sektörler (işçi havaleleri ve diğer transferler) şeklinde yapılmaktadır (TCMB, 2005 :6).

#### **I.2.2. Sermaye Hesabı**

Ödemeler bilançosu hesabında ikinci hesap grubu sermaye bilançosu hesabıdır. Bu hesap grubu yurt içi yerleşiklerle yurt dışı yerleşik ekonomik birimler arasındaki borç alıp verme faaliyetleri ile sabit sermaye yatırımlarını içerir. Yurt içi yerleşiklerin tasarruf açıkları ya da ortalama gelir düzeylerinden daha fazla harcama yapmaları, yurt dışından ek finansman ihtiyacını doğurur. Bu ek finansman ihtiyacı, ödemeler dengesi tablosunda “sermaye ve finans hareketleri” kalemi altında takip edilmektedir. Türkiye’ye sermaye akımlarını gösteren işlemler, “finans hareketleri” altında “doğrudan yatırımlar”, “portföy

yatırımları”, kredi ve mevduattan oluşan “diğer yatırımlar” kalemi ile resmi rezerv hareketlerinden oluşan “rezerv varlıklar” kalemleri altında izlenmektedir. Sermaye ve finans hesabı altında bulunan kalemler, muhasebe sistemindeki gibi varlık ve yükümlülük ayırımına tabi tutulurlar. Varlıklar kalemi, yurt içi yerleşiklerin yurt dışındaki yatırımlarını ve yurt dışına verilen kredileri içermektedirken yükümlülükler kalemi, yurt dışı yerleşiklerin yurt içindeki yatırımlarını ve yurt içine verdikleri kredileri göstermektedir (Babaoğlu, 2005 :38).

Genel olarak sermaye bilançosu iç ve dış faiz oranları farkına bağlıdır ve şu şekilde gösterilir.  $SB = (\dot{I} - \dot{I}_f)$ . Dünya faiz oranları ( $\dot{I}_f$ ) sabitken yurt içi faiz oranları ( $\dot{I}$ ) yükselirse ülkeye sermaye girişi olur ve sermaye bilançosu iyileşir. Yurt içi faizlerin düşmesi durumunda bu süreç tersine işler (Doğan, 2004 :7).

Sermaye hareketleri sonucunda oluşan faiz ve kar payları sermaye hesabında değil cari işlemler hesabında hizmet ticaretinin altındaki faiz kaleminde incelenir.

Ödemeler dengesi açısından ülkeye yurtdışından sermaye girişi bir alacak işlemleri, ülkeden sermaye çıkışı da bir borç işlemleridir. Ayrıca sermaye hesabını işlemlerin vadelerine göre “Kısa ve Uzun Vadeli Sermaye İşlemleri” ya da işlemleri yapanın kişiliğine göre “Özel ve Resmi Sermaye” şeklinde ayırmak mümkündür. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri; vadesi bir yıldan az olan bankadaki mevduatları, tahvil ve mevduat sertifikalarından oluşan özel ve resmi nitelikteki uluslararası sermaye akımlarını kapsarken, vadesi bir yıldan daha uzun olan hisse senedi ve tahvil alımı gibi uluslararası portfolyo yatırımları ile dolaysız sermaye yatırımları ise uzun vadeli sermaye hareketleri içinde yer almaktadır (Livingston, 1996 :371-372).

Bu kalemi Sermaye Hesapları ve Finans Hesapları olarak da iki grupta inceleyebiliriz. Sermaye hesabı<sup>1</sup>,

- sermaye transferleri (borcun bağışlanması, göçmen transferleri gibi),
- üretilmeyen, finansal olmayan varlıklar (kara parçası gibi üretilmeyen varlıkların alım / satımı ile patent yayımlama hakkı gibi maddi olmayan varlıklar) olarak sınıflandırılmaktadır.

Ödemeler dengesinin diğer önemli bir bölümü sermaye (finansman) hareketleridir. Özel ve kamu kuruluşları tarafından yapılan kısa ve uzun vadeli uluslararası sermaye akımları bu hesapta incelenmektedir. Sermaye hareketleri temel olarak, bir ülkenin dış mali varlıkları ve yükümlülüklerindeki değişimler ve bu değişimlerin karşılıklı kayıtlarını içermektedir. Finans hesapları sermaye şekline göre;

- Doğrudan yatırımlar
- Portföy yatırımları
- Finansal Türevler
- Diğer yatırımlar
- Rezerv varlıklar olarak ayrılmaktadır.

Bunlardan “Rezerv Varlıklar” hariç diğer kalemler, Varlık ve Yükümlülük ayırımında,

- “Doğrudan Yatırımlar” yatırımın yönüne göre;
- “Portföy Yatırımları” sektör ve enstrümana göre;
- “Finansal Türevler” sektörlere göre;
- “Diğer Yatırımlar” ise enstrüman, sektör ve vadeye göre;

---

<sup>1</sup> Bu bölümde çoğunlukla T.C. Merkez Bankası İstatistik Genel Müdürlüğü Ödemeler Dengesi Müdürlüğü yayınlarından “Ödemeler Dengesi İstatistikleri Tanım ve İlkeleri ile Türkiye Uygulaması” çalışmasından yararlanılmıştır.

alt gruplara ayrılmaktadır.

Sektörler,

- Parasal Otorite (Merkez Bankası)
- Merkezi Hükümet (Hükümet ve ona bağlı teşkilatlar, mahalli idareler vb.)
- Bankalar (Kamu ve özel bankalar)
- Diğer sektörler (Kamu ve özel kuruluşlar)
- 

Vadeler ise,

- Vadesi 1 yıla kadar olanlar kısa vade
- Vadesi 1 yıldan uzun olanlar ise uzun vade olarak belirlenmektedir.

Uzun vadeli ve kısa vadeli sermaye ayırımında ise uzun vadeli sermaye hareketleri bankaların, kamu sektörünün ve özel şirketlerin, uluslararası finans kuruluşlarından, yabancı hükümetlerden aldıkları kredileri ifade eder. Yatırım bankaları, IMF ve Dünya Bankası, bankaların oluşturduğu konsorsiyumlar ve diğer kuruluşlar bu tür fonların kaynağını oluşturmaktadırlar. Genellikle proje finansmanı ve makro ekonomik dengelerin düzeltilmesi amacıyla verilen bu krediler, verimli alanlarda kullanıldığı takdirde faydalı olabilmekte ve vadelerinin uzunluğu dolayısıyla istikrarsızlıklar yaratmayabilmektedirler (Kont, 1998 :694). Uzun vadeli sermaye hareketlerinin (-) olduğu yıllar kredi ödemelerin fazla olduğunu yani çıkışları, (+) olduğu yıllar ise kredi yoluyla sermaye girişlerinin fazla olduğunu göstermektedir (Kar, 2003 :11).

Kısa vadeli sermaye ekonominin gelişim potansiyeline göre değil, genellikle finansal aktiflerdeki yüksek getiriden ve faiz-kur arbitrajından yararlanmak amacıyla gelebilmektedir. Bu nedenle bu tür sermaye büyük ölçüde spekülatifdir ve sıcak para

özelliği taşıyabilmektedir. Vadelerinin kısalığı nedeniyle uzun dönemli ekonomik büyümeye katkıda bulunamamakta, geçici olarak ödemeler dengesi ve kamu açıklarını finanse etmektedir. (Kont, 1998 :695-707).

### **I.2.2.1. Doğrudan Yatırımlar Hesabı**

Doğrudan yatırımlar kalemi altında, Türkiye'deki yabancı sermayeli şirketlerin yurtdışındaki ortaklarından kullandıkları kredileri ve yurtdışında yerleşik kişilerin Türkiye'de gerçekleştirdikleri gayrimenkul alımlarını da içeren yurtdışında yerleşik kişilerin yurtiçinde yaptıkları net yatırımlar ifade edilmektedir. Doğrudan yatırım, yatırımcının yerleştiği olduğu ekonomi dışındaki bir ekonomide yaptığı uzun vadeli yatırımı gösterir. Yabancı ülkelerde yapılan yatırımlar fiziki ya da mali nitelikte olabilmektedir. Tahvil ve hisse senedi şeklindeki portföy yatırımları, mali nitelikli yatırımlar iken, bina, fabrika, arazi, tesis gibi fiziki değerlere karşılık gelen yatırımlar doğrudan yabancı sermaye yatırımlarıdır (Seyidoğlu, 2003 :567). Burada yatırımcının kuruluşun sermayesinde % 10 ve üzeri paya sahip olması veya yönetiminde söz sahibi olması gerekir.

### **I.2.2.2. Portföy Yatırımları Hesabı**

Uluslararası özel sermaye hareketleri, ticari koşullar altında sermayenin bir ülkeden diğerine hareketini ifade eder. Bu fonların sahiplerinden belirli bir gelir karşılığında talep edenlere aktarılması işlemine mali işlem denir. Bu mali işlem, bir ülke yerleşiklerinin diğer ülke yerleşiklerine fon sağlamaları şeklinde gerçekleşirse uluslararası mali işlem adını alır. Mali işlemlerin gerçekleştirildikleri piyasalar ise para piyasaları ve sermaye piyasalarıdır (Kar, 2003 :1). Net portföy yatırımları ise ülkemize hisse senetleri ve



devlet tahviline yatırım yapmak amacıyla gelen dövizler ile bu amaçla ülkemizden çıkan dövizlerin kalanından oluşmaktadır.

Para ve sermaye piyasalarında uluslararası mali işlem şeklinde gerçekleşen, uluslararası özel sermaye hareketleri “kısa”(1 yıldan az) “orta”(1-5 yıl) ve “uzun” (5 yıldan çok) vadeli olarak gerçekleşmektedir. Sermaye piyasası işlemleri tahvil ve hisse senedi gibi menkul değerlerin alım satımıyla gerçekleşmekte ve portföy yatırımları olarak adlandırılmaktadır (Karluk, 1996 :538).

Uluslararası portföy yatırımlarının açıklanmasında portföy teorisi önemli bir yere sahiptir. Bu teoriye göre; yatırımcı sermaye fonlarını çeşitli menkul değerler arasında, belirli bir risk düzeyinde en yüksek geliri elde edecek biçimde dağıtacaktır. Yatırımcı en yüksek geliri hedefler iken tüm fonlarını tek bir menkule yatırmanın getireceği riskten korunmak amacıyla yatırım araçlarını çeşitlendirecek ve böylelikle yatırımcı yerli menkullerin yanında bir miktarda yabancı menkul alma yoluna gidebilecektir. Menkullerin risk ve gelir seviyesindeki beklenti ve değişimler ise uluslararası özel sermaye hareketlerini etkileyebilecektir (Aslan, 1997 :52).

Portföy yatırımları kaleminde, alt kalemler itibariyle incelendiğinde varlıklar başlığı altında yurtiçi yerleşiklerin yurtdışından menkul değer satımları ifade edilmektedir. portföy yatırımlarının yükümlülükler bölümünde hisse senetleri ve tahvil ihracı şeklinde gerçekleştirilen borçlanmalar gösterilmektedir. Doğrudan yatırımlar dışında, tahvil dışsatımı ya da menkul kıymetler alım satımı portföy yatırımı olarak tanımlanmaktadır (Kepenek ve Yentürk, 2000 :299). Ödemeler dengesi sermaye hareketleri içerisinde portföy yatırımları, varlıklar ve yükümlülükler olmak üzere iki ana başlıktan oluşmaktadır. Varlıklar kısmında yurt içi yerleşiklerin dış piyasalardan menkul alım ve satımları gösterilmekte ve varlıkların (-) bakiye vermesi dış piyasalardan alımların satımlardan fazla

olduğunu, (+) bakiye vermesi ise satımların alımlardan fazla olduğunu göstermektedir. Yükümlülükler kısmında ise iki alt başlık yer almaktadır. Bunlardan birincisi bankalar, kamu sektörü ve diğer kurumların tahvil ihracı yoluyla borçlandığı miktarlar, diğeri ise yurt dışı yerleşiklerin yurt içi piyasalarda yapmış oldukları menkul kıymet alım satımlarıdır (Kar, 2003 :10).

Kısaca menkul değerlere yapılan yatırımlar olarak tanımlanan portföy yatırımları, genellikle devlet ya da özel kuruluşların bono ve tahvilleri ile hisse senedi ve diğer para piyasası araçlarını içermektedir.

### **I.2.2.3. Diğer Yatırımlar Hesabı**

Doğrudan yatırım, portföy yatırımları, finansal türevler ve rezerv dışında kalan tüm sermaye hareketleri bu bölümde yer almaktadır. Diğer yatırımlar kalemi varlıklar kalemi ticari ve nakit krediler ile mevduatlardan oluşur. Ticari kredilerde ihracat karşılığı yurt dışına açılan krediler gösterilmektedir. Nakit krediler ise yurtdışı yerleşiklerin yaptığı geri ödemeler ve yurtdışına net kredi açılımlarını göstermektedir.

Diğer varlıklar kaleminin yükümlülükler bölümünde ithalat karşılığı sağlanan ticari krediler, krediler, mevduatlar ve diğer yükümlülüklerden oluşur. Krediler kalemi altında merkez bankasının, genel hükümetin, bankaların ve diğer sektörlerin net kredi kullanımları gösterilmektedir. Mevduatlar kalemi yurt dışı yerleşiklerce Merkez Bankası ile yurtiçi bankalarda tutulan mevduatlardan oluşur. Net diğer yatırım hesabında ise Merkez bankası, Hazine, bankalar ve diğer özel kesimin dışarıdan aldıkları (ülkeye getirdikleri döviz) ve dışarıya verdikleri (ülkeden çıkardıkları döviz) borç bakiyesi yer almaktadır (Uysal, 2006 :1).

#### **I.2.2.4. Rezerv Varlıklar Hesabı**

Gerektiğinde kullanılmak üzere Merkez Bankası tarafından saklanan uluslararası ödeme araçları Resmi Rezervler Hesabını oluşturur. Bu araçları Merkez Bankası döviz piyasasına müdahale amacıyla kullanmaktadır. Ayrıca Resmi Rezervler Hesabı ülkenin resmi kurumları (özellikle merkez bankaları) arasındaki mali nitelikteki portföy hareketlerini kapsamaktadır.

Rezerv varlıklar Uluslararası Para Fonu (IMF) nezdindeki varlıklar ile menkul kıymetler ile döviz varlıklarından oluşan resmi rezervlerden oluşur. Rezerv varlıklar; Parasal Altın, Özel Çekme Hakkı (SDR), Fon Nezdindeki Rezerv Pozisyonu, Döviz Rezervleri, Diğer Alacak Hakları başlıklarında sınıflandırılmaktadır. Parasal Altın Rezervleri: Ülkenin parasal yetkilisinin elinde tuttuğu parasal altın rezervleridir.

Özel Çekme Hakları (SDR): IMF tarafında oluşturulan ve üye ülkelerin kotaları çerçevesinde üye ülkelere rezerv sağlamak amacıyla tahsis edilen bir uluslararası rezerv şeklidir. IMF nezdindeki Rezerv Pozisyonu: Üye ülkelerin IMF'deki rezerv pozisyonları, üye ülkelerin kredi dilimlerinden satın alışlarının toplamı olup, üye ülkeye her an ödenebilen tutardır. IMF'den satın alınan tutarlar, döviz rezervlerinde artış, rezerv pozisyonunda azalışı göstermektedir (TCMB, 2005 :9).

Döviz Rezervleri: Döviz rezervleri, parasal otoritenin elinde tuttuğu ödemelerde hemen kullanılacak yabancı paralar, menkul kıymetler ile yurtdışında geçerli çek, poliçe, senet ve benzeri ödeme araçlarından oluşmaktadır. Diğer Alacak Hakları: rezerv varlıklar içerisinde yukarıda sınıflananlar dışında kalan diğer rezerv varlıklarıdır. Örneğin, bankaların elinde tuttuğu rezerv varlıkların parasal yetkilinin kontrolüne girmesi durumunda bu başlıkta kaydedilir (TCMB, 2005 :10).

### **1.2.3. İstatistiki Farklar (Net Hata ve Noksan) Hesabı**

Cari işlemler ve sermaye hesabından oluşan ödemeler bilançosunun üçüncü kısmı net hata noksan kalemidir. Net hata noksan kalemi cari açıklar ile dış sermaye girişleri arasındaki ilişkisizliğin kaynaklarından birisi olmaktadır. Bu kalem kayıtdışı ticaret yanında, yurtiçi yerleşiklerin döviz pozisyonlarındaki hareketleri de göstermektedir. Net hata noksanın artı olduğu yıllarda, yerleşiklerin döviz bozdurdıklarını (ters para ikamesi) ve sisteme döviz girişi olduğunu söyleyebiliriz (Kirmanoğlu, 2006 :35).

İstatistiki Farklar (net hata ve noksan) kalemi ödemeler dengesi istatistiklerini muhasebe kayıtları anlamında denkleştirmek amacıyla kullanılan bir kayıttır. Ödemeler dengesinin otonom veya çizgi üstü işlemlerinin net bakiyesi ile denkleştirici ya da çizgi altı işlemlerinin ters yönlü bakiyesi birbirine eşit olmalıdır. Bununla birlikte uygulamada genellikle cari işlemlerle sermaye işlemlerinin kaydedilişindeki hata, eksiklik, gecikme ve unutmaya gibi nedenlerden dolayı bu eşitlik kendiliğinden sağlanamamaktadır. Cari İşlemlerle Sermaye Hesabı İşlemlerini otonom, Resmi Rezervler Hesabını ise denkleştirici olarak kabul edersek, belirtilen bu sebepler nedeniyle ilk iki hesabın net bakiyesi Resmi Rezervler dengesindeki değişmeye tam olarak uymaz ve arada bir farklılık gösterir (Nordhaus ve Samuelson, 1995 :672-673).

Türkiye’de son yıllarda net hata ve noksan kaleminde önemli boyutlara ulaşmış bulunmaktadır. Genel olarak, cari işlemlere ilişkin kayıtların tüm dış ekonomik ilişkileri kapsayacak şekilde (kayıtsız ithalat - ihracat, turizm gelir ve giderinin tam kapsanamaması gibi) tutulamamasının etkisiyle net hata ve noksan kaleminin oluştuğu kabul edilmektedir. Bu varsayım çerçevesinde, cari işlemler dengesinin gerçek boyutunu görmek için net hata ve noksan kalemi dahil cari işlemler dengesine bakılmasında yarar görülmektedir (Yükseler, 1998 :1-7).

## **II. BÖLÜM: CARI AÇIK VE KISA SÜRELİ SERMAYE HAREKETLERİ ARASINDAKİ İLİŞKİNİN TEORİK TEMELLERİ**

### **II.1. Cari İşlemler Hesabı Konusundaki Çeşitli Yaklaşımlar**

Geçmişten günümüze cari işlemler hesabı konusunda çeşitli kuramsal yaklaşımlar olmuştur. 1940'lı yıllardan sonra geliştirilen esneklikler yaklaşımı ve 1960'lı yıllardan itibaren de Mundell-Fleming modeli iktisadi analizlerde yoğun olarak kullanılmıştır. Bu modeller durağan döviz kuru beklentileri yoluyla cari dengeyi kısa dönemde açıklamaya çalışmış, bu nedenle değişkenlerin uzun vadede birbirleriyle olan etkileşimlerinden kaynaklanan sonuçları gözönünde tutmamıştır. Örneğin Mundell-Fleming modelinin en büyük eksikliği olarak, kısa dönemli bir analiz şekli olduğu için, cari açıkla birlikte giriş yapan sermayenin uzun dönemde borç seviyesini arttırıcı ve bunun süreklilik kazanması durumunda da cari açığı sürdürülemez duruma getirici etkisini göz ardı etmektedir (Knight ve Scacciavillani, aktaran Tiryaki 1998 :71). 1980'li yıllar sonrasında ise finansal serbestleşmenin gerçekleşmesi, buna bağlı olarak büyük miktarlarda sermaye hareketlerinin yaşanmasıyla ülkeler daha kolay borçlanabilme imkanı bulmuş ve cari açık süreklilik kazanmaya başlamıştır. 1980 sonrası gündeme gelen “dönemlerarası yaklaşım” akademik çevrede çoğunlukla tercih edilmiştir.

#### **II.1.1. Esneklikler Yaklaşımı**

Serbest değişken kur sisteminde, döviz kuru piyasada var olan arz ve talep miktarı tarafından belirlenir. Bu noktada döviz arz ve talebi arasındaki herhangi bir dengesizlik durumunda kurlar tepki verir. Döviz arz ve talebi arasındaki eşitlik

sağlanıncaya kadar bu tepki devam eder. Ancak günümüzde hükümet müdahaleleri olmayan kur sistemi neredeyse mümkün değildir. Bu noktada bazı ülkeler de sabit kur sistemini benimsemişlerdir. Yani kurlar ya büyük bir ülke parasına ya da belirli bir para sepetlerine (SDR veya özel olarak oluşturulan) bağlanmış olup, hükümet müdahaleleriyle bu sabit kurlar sürdürülmeye çalışılır. Uygulanan sistem değişken kurlara dayandırılmış olsa bile bu bir “yönetimli dalgalanma” (managed floating) modelidir (Seyidoğlu, 2003 :67).

Uluslararası sermaye hareketlerinin günümüzdeki gibi büyük miktarlarda olmadığı dönemlerde cari işlemler net dış ticaret akımlarının bir sonucu olarak görülmekteydi. Bu dönemde iktisatçılar net ticaret akımlarının temel belirleyicisinin uluslararası nispi fiyat hareketleri olduğu görüşü üzerinde durmaktaydı. Cari işlemlere esneklikler yaklaşımı olarak adlandırılan bu görüş, arz ve talebin durağan fiyat esnekliklerinin uluslararası ticaret akımlarını belirlediğini ileri sürer; bu arada geri planda uluslararası harcama ve gelir düzeylerinin sabit kaldığı varsayılmaktadır (Tiryaki, 2002 :3).

Kur değişmelerinin ticaret bilançosu üzerindeki etkilerinin açıklanmasında kullanılan geleneksel yöntem, “esneklikler yaklaşımıdır” (elasticity approach). Buna göre bir devalüasyon, ülkenin ihraç mallarını yabancı para cinsinden ucuzlatıp, ihracat hacmini genişletirken, ithal mallarını ulusal para cinsinden pahalılaştırarak, ithalatı caydırıcı etki yapar. Esneklikler yaklaşımında devalüasyonun olumlu etkileri talep esnekliklerinin değerine bağlıdır. İhraç mallarının dış, ithal mallarının da yurt içi talep esneklikleri ne derece yüksekse, devalüasyonun olumlu etkileri o derece fazladır. Buna göre arz esnekliklerinin (ihraç mallarının yurt içi arz esnekliği ve ithal mallarının yurt dışı arz

esnekliğinin) sonsuz olduğu varsayımı altında, devalüasyonun başarı koşulları şu şekilde gösterilir ve buna Marshall-Lerner Koşulu adı verilir:

$$e_x + e_m > 1$$

burada  $e_x$  ihraç mallarının dış talep eksikliğini,  $e_m$  ise ithal mallarının yurt içi talep esnekliğini belirtir. Bu yaklaşıma göre, esnekliklerin değeri yeterli bir büyüklükte değilse, devalüasyon ya da serbest değişken kur sistemlerinde ulusal paranın değeriindeki düşüşler, ülkenin dış ticaret bilançosunu olumlu biçimde etkilemez (Seyidoğlu, 2003 :461)

İkinci Dünya Savaşının hemen sonraki dönemde ortaya çıkan esneklikler yaklaşımı gelişmekte olan ülkelerde de politika tartışmalarına neden olmuştur. 1970'lerin ortasına kadar süren politika tartışmaları “esneklik karamsarlığı” olarak adlandırılan görüş etrafında gelişmiştir. Bu kapsamdaki tartışmalar devalüasyonların ülkenin dış ticaret ve cari işlemler hesabını ne ölçüde iyileştirebileceğini sorgulamaktaydı. Cooper (1971a, 1971b) çalışmalarında devalüasyonların, söz konusu esnekliklerinin gerçekten küçük olmasına karşın, örneklem kapsamındaki ülkelerde dış ticaret ve cari işlemler dengelerini iyileştirmede başarılı olduğunu ileri sürmüştür (Cooper, aktaran Tiryaki 2001 :3). Buna karşın, yapısalcı gelenekten gelen iktisatçılar gelişmekte olan ülkelerdeki dış ticaret ve cari işlemler dengesizliklerinin özünde yapısal etkenlerden kaynaklandığını ve bu dengesizliklerin söz konusu ülkelerin büyüme imkanlarını ciddi şekilde sınırladığını ileri sürmüştür (Edward, aktaran Tiryaki 2001 :3). Bu görüşe göre ülkeler söz konusu dengesizlikleri gidermek için döviz kuru ayarlamalarına gitmek yerine ithal ikameci politikalar yoluyla sanayileşmeyi desteklemelidir (Tiryaki, 2002 :3).

### II.1.2. Toplam Harcama Yaklaşımı

Ödemeler bilançosu denkleştirme sürecinde gelir etkisini de dikkate alan toplam harcama yaklaşımı ekonomideki iç denge (istihdam) durumuna göre farklı sonuçlara ulaşır. Keynesyen gelir belirleme modelindeki toplam harcama değişkenleri birlikte ele alınarak net ihracatın ve gelir düzeyinin (Y) etkileşimi açığa çıkarılabilir. Ülkenin reel gelir düzeyi aşağıdaki eşitlikle belirlenir:

$$Y = C + I + G + (X - M).$$

Eşitlikte  $C + I + G$  toplam yurt içi harcama (A) olarak tanımlanırsa eşitlik

$$Y = (A) + (X - M) \quad \text{şeklinde olur.}$$

Dış ticaret açığının iyileşebilmesi için ülkenin ya üretim düzeyini (Y) artırması gerekir ya da yurt içindeki toplam harcama düzeyini (A) azaltması gerekir (Tiryaki, 2002 :4). Ekonominin eksik istihdamda faaliyet gösterdiği durumda net ihracattaki artışa üretim de artışla eşlik edebilir. Ancak bunun için yurt içi harcamanın üretimdeki artış oranından daha küçük oranda artması gerekir. Diğer taraftan, eğer ekonomi başlangıç durumunda tam istihdam konumunda ise üretim daha fazla arttırılamaz ve net ihracatı arttırabilmenin tek yolu yurt içi toplam harcamayı kısmak olur. Talebin baskı altına alınmasının mümkün olmadığı durumda, devalüasyonla kazanılan fiyat avantajı, yurt içi fiyatlar seviyesinin ülkeyi önceki rekabetçi konumuna geri götüreceği şekilde yükselmesiyle kaybolur. Bu çözümlemenin sonucu olarak, devalüasyon gibi harcama kaydırıcı politikaların amaçlanan



etkilere sahip olabilmesi için mutlaka daha sıkı maliye ya da para politikaları gibi harcama kısıcı politikalarla desteklenmesi gerektiği görüşü kabul görmüştür (Tiryaki, 2002 :4).

### **II.1.3. Mundell-Fleming Modeli**

Mundell-Fleming modeline yolu açan modeller, fiyat ve ücret katılıklarının, işsizliğin ve ülkeler arasında sınırlı düzeyde finansal etkileşimin bulunduğu, özünde durağan bir ekonomi varsayımı altında geliştirilmiştir. Söz konusu öncül modellerin başlıca katılıkları, ticaret bağlantılarının Keynesyen çarpanlar üzerindeki etkisini, uluslararası yansımaları, devalüasyonun etkilerini, döviz kurlarının belirlenmesini ve dış ticaret hadlerinin Keynesyen üretim fonksiyonundaki rolünü açıklamak olmuştur. Klasiklerin yaklaşımında odak noktası olan parasal etkenler ise çoğunlukla göz ardı edilmiş ya da yeterince önemsenmemiştir (Obstfeld, aktaran Tiryaki 2001 :3). Uluslararası sermaye hareketliliği varsayımına ek olarak yerli mallar ile yabancı malların eksik olarak ikame edilebilirliği ve istihdam varsayımına göre ya sabit fiyat değişken reel üretim düzeyi ya da sabit reel üretim-değişken fiyat düzeyi varsayımları yapılmaktadır. Yaygın bir popülarite kazanan model, politika uygulamalarının farklı döviz kuru rejimleri altında üretim düzeyi ve faiz oranları üzerindeki etkisini açıklamakta kullanılmıştır. Mundell-Fleming modelinin başlıca zayıflığı durağan bir yapıya sahip olmasından kaynaklanmaktadır. Modelin kısa vadeye odaklanmış olması, net yatırımların üretken sermaye üzerindeki etkisi ile cari işlemler dengesizliklerinin net dış borçluluk konumu üzerindeki etkisini yadsımasına yol açmıştır (Knight ve Scacciavillani, aktaran Tiryaki 1998 :3).

#### **II.1.4. Tüketimin Dönemler Arası İkamesi Yaklaşım**

İktisat teorisinin önerdiği statik veya dönemler arası cari açık sürdürülebilirliği ölçütleri, uluslararası finansal sistemin tüm ülkelere ve paralarına eşit statüde bir finansman piyasası sunduğunu varsayımına dayanmaktadır (Özmen, 2004 :9).

Mundell-Fleming modelinde, izlenen döviz kuru politikasına göre (esnek veya sabit) para ve maliye politikalarının milli gelir ve dış denge üzerindeki etkisi kısa dönemde farklılaşabilmektedir. Irving Fisher'in geliştirdiği dönemler arası yaklaşımda ise, ülkelerarası nispi fiyat farklılıklarının ve döviz kuru oynamalarının uzun dönemde cari dengeyi etkilemediği ve cari dengeyi açıklamadığı gerçeğinden hareketle bu modelde yer almazlar (Freund, 2000). Bu modele göre rasyonel tüketiciler, bugün daha fazla tasarruf yaparak daha az tüketmek istiyorlarsa gelecekte daha fazla tüketim yapabilirler. Bunu yapmak için tüketiciler, gelecekte kazanmayı bekledikleri geliri iyi tahmin etmek zorundadırlar. Eğer gelecekteki gelirlerinin artacağını düşünürlerse bugün daha çok tüketim yapabilirler. Yani model, tüketimi sadece şimdiki dönem gelinine değil, gelecekte elde edeceği gelire göre belirlemektedir. Bu yaklaşıma göre cari denge, hane halklarının tüketim ve tasarruf kararlarına göre oluşturulmaktadır. Bu modelde rasyonel tüketicinin geleceğe ilişkin beklentileri önem kazanmakta, ayrıca değişkenlerin uzun dönemde birbirlerini etkileyecekleri öngörülmektedir. Bu yaklaşıma göre cari denge, dönemler arası tüketim dalgalanmalarının giderilmesi için bir araçtır (Mankiw, aktaran Babaoğlu 1994 :415). Ekonomik durgunluğa girileceği zamanlarda tasarruf oranlarında yükselme gözlenmiş, ekonomik canlanmadan önce tasarruflarda azalma olmuştur. Dolayısıyla toplam tasarrufların artıyor olması, "tasarruf-yatırım" farkından hesaplanan cari açıkların sürdürülebilirliği bakımından olumlu bir gelişme olsa da reel ekonominin gidişatı bakımından olumsuz sonuçlar doğurabilir (Babaoğlu, 2005 :9).

## II.2. Sürdürülebilirlik Kavramı ve Göstergeleri

Ekonomik birimler, cari işlemler dengesinin gelecekte izleyeceği rotayı ve gelecekte bir politika değişikliğine ihtiyaç olup olmayacağı konusunda bilgi sahibi olmak isterler. Politika yapıcıların temel amaçlarından biri de cari işlemler açığını sürdürülebilir nitelikte politikalar uygulamaktır. Cari işlemler açıklarının süreklilik kazanması ekonomik birimler, özellikle politika yapıcılar tarafından endişeyle karşılanmaktadır. Cari işlemler açığının gayri safi milli hasılaya oranının ne düzeylere ulaştığı bu noktada önem arz etmektedir. Bu oranın bütün ülkeler için aynı oranda olup olmayacağı da diğer bir tartışma konusudur. Bu noktada cari işlemler açığının sürdürülebilirliği önemli bir konudur.

Cari açıkların neden olduğu ödemeler dengesi krizi ulusal paranın büyük oranda değer kaybetmesi (devalüasyon) olarak ifade edilir. Ancak, merkez bankasının kurun spekülâtif hareketine müdahale ederek devalüasyonu engellemesi, kriz olduğu gerçeğini ortadan kaldırmaz. Merkez bankasının müdahalesi ile sonuçlanan böyle bir durumda, devalüasyon gerçekleşmemiş olsa da faiz oranlarının artması ve merkez bankası rezervlerinin erimesi kaçınılmazdır. Dolayısıyla kriz tanımını yüksek devalüasyona ek olarak yurt içi faiz oranlarının aşırı yükselmesi ve rezervlerin yüksek miktarda ve ani olarak düşmesini de içerecek şekilde genişletilmiştir (Kaminsky ve Reinhart, aktaran Babaoğlu 2005 :473). Bu çalışmalardan çıkan ortak sonuç, cari açık/milli gelir oranlarının krizlerin zayıf bir göstergesi olduğu yönündedir. Sürdürülebilirlik analizlerinde çeşitli “Cari Açık/GSYİH” oranları savunula gelmiştir. Dornbusch, sürdürülemezlik için %4 oranı eşik bir değer olarak hesaplamışken, Freund (2000) sanayileşmiş ülkelerin geçirmiş olduğu cari denge deneyimlerini incelediği çalışmasında aynı oranı %5 olarak hesaplamıştır. ABD Merkez Bankası başkanı Alan Greenspan, ABD'nin yüksek cari açıklarıyla ilgili olarak

yaptığı bir konuşmasında “cari açıkların veya onun sonucunda artan dış yükümlülüklerin büyüklüklerini değerlendirecek kabul edilmiş bir ölçünün var olmadığını” söylemiştir (Freund, aktaran Uygur 2004 :14).

Tablo 2’de çeyrekler itibariyle Türkiye’de cari işlemler hesabı ve bunun GSYİH’ye oranı gösterilmektedir. 1990’lı yılların başında binde altı (yaklaşık %1) gibi çok düşük değerlerde olan bu oran 1993 yılı başlangıcından itibaren bir artış seyri içine girmiştir. Bu sürekli artış özellikle 2000’li yıllar sonrası etkisini daha fazla hissettirmiştir. 2002 yılı sonunda %2 olan bu değer, 2003 yılı ile birlikte %7’ye sıçramıştır. Bu oranlarda dalgalanmalar gösteren Cİ/GSYİH oranı 2007 yılı sonu itibariyle bir duraklama görünümü vermektedir.

**Tablo 2: Cari İşlemler Hesabı/GSYİH**

Milyar \$	GSYİH(İstatistikî Hata Çıkarıldıktan Sonra)	CARİ İŞLEMLER HESABI	Cİ/GSYİH
1991Q4	38,86	0,25	0,01
1992Q1	31,24	-0,16	-0,01
1992Q2	33,47	-0,59	-0,02
1992Q3	50,30	-0,05	0,00
1992Q4	41,77	-0,18	0,00
1993Q1	33,61	-0,93	-0,03
1993Q2	40,77	-2,34	-0,06
1993Q3	57,34	-1,58	-0,03
1993Q4	45,56	-1,58	-0,03
1994Q1	28,63	-1,13	-0,04
1994Q2	24,18	1,41	0,06
1994Q3	40,23	2,01	0,05
1994Q4	35,17	0,34	0,01
1995Q1	29,96	0,43	0,01
1995Q2	38,40	-0,44	-0,01
1995Q3	55,85	0,03	0,00
1995Q4	43,47	-2,35	-0,05
1996Q1	33,96	-0,43	-0,01
1996Q2	38,65	-1,43	-0,04
1996Q3	57,22	0,47	0,01
1996Q4	48,02	-1,05	-0,02
1997Q1	35,05	-1,25	-0,04
1997Q2	41,99	-1,03	-0,02
1997Q3	59,55	0,95	0,02
1997Q4	49,11	-1,31	-0,03
1998Q1	38,07	-1,07	-0,03
1998Q2	43,44	-0,23	-0,01
1998Q3	63,06	1,44	0,02
1998Q4	52,85	1,84	0,03
1999Q1	35,10	1,28	0,04
1999Q2	41,33	-1,36	-0,03
1999Q3	58,56	0,13	0,00
1999Q4	46,96	-1,38	-0,03
2000Q1	37,44	-2,27	-0,06
2000Q2	44,96	-3,27	-0,07
2000Q3	62,09	-1,36	-0,02
2000Q4	52,79	-2,93	-0,06
2001Q1	32,10	-0,47	-0,01
2001Q2	32,77	1,26	0,04
2001Q3	42,30	1,96	0,05
2001Q4	36,30	0,64	0,02
2002Q1	36,52	-0,64	-0,02
2002Q2	40,71	-0,81	-0,02
2002Q3	53,17	1,03	0,02
2002Q4	51,39	-1,11	-0,02
2003Q1	41,80	-3,02	-0,07
2003Q2	52,45	-2,64	-0,05
2003Q3	81,58	1,08	0,01
2003Q4	67,76	-3,46	-0,05
2004Q1	60,99	-5,40	-0,09
2004Q2	66,08	-4,54	-0,07
2004Q3	90,55	-0,65	-0,01
2004Q4	83,16	-5,02	-0,06
2005Q1	71,53	-6,10	-0,09
2005Q2	80,99	-6,78	-0,08
2005Q3	111,71	-2,36	-0,02
2005Q4	98,18	-7,36	-0,07
2006Q1	81,10	-8,63	-0,11
2006Q2	92,08	-10,74	-0,12
2006Q3	118,75	-4,78	-0,04
2006Q4	107,89	-8,19	-0,08
2007Q1	91,96	-9,31	-0,10
2007Q2	110,80	-10,14	-0,09
2007Q3	148,28	-6,87	-0,05

**Kaynak: TCMB**

Milesi-Ferretti ve Razin (1996) sürdürülebilirlik tanımının ülkenin ödeme gücü ile ilişkili olduğunu ileri sürmüştür. Yazarlara göre bir ülkenin gelecekteki dış ticaret fazlasının şimdiki değeri ülkenin dış borcunun cari değerine eşitse o ülkenin ödeme gücü bulunmaktadır. Mevcut politika uygulamasının belli olmayan bir tarihe kadar sürmesi eğer ülkenin ödeme gücünü azaltmıyorsa, bir başka ifadeyle, ülkenin bütçe kısıtını ihlal etmiyorsa ülkede uygulanmakta olan politika ve cari işlemler açığı sürdürülebilir. Mevcut politika uygulamasını önemli ölçüde değiştirmeyi gerektirecek ya da bir krize yol açabilecek dengesizliklerin varlığı durumunda cari işlemler dengesi sürdürülemez hale gelmektedir. (Milesi-Ferretti ve Razin, 1996 :2).

Roubini ve Wachtel (1998), cari açığı, ulusal tasarruf ve yatırımlar arasındaki fark olarak tanımlamaktadır; bu durumda cari açık ya yatırımlardaki artış ya da tasarruflardaki düşüş nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Ekonomik büyüme daha yüksek kar beklentisi oluşturup ekonomiye olan güveni güçlendirerek, bir yandan yatırımları arttırıp diğer yandan da tasarrufları geçici olarak düşürebilir. Bu tasarruf açığı ulusal kaynaklarla kapatılmadığı zaman ise cari işlemler açığı kaçınılmaz olur. Reel döviz kurunun değer kazanması ise, ülkenin rekabet gücünü zayıflatır. Ara malı ve tüketim malı alımları yurt dışına yönelebileceği gibi, hizmet gelirlerinde de düşüş yaşanabilir. Bu durum cari işlemler dengesinin üzerinde olumsuz etki oluşturabilecektir. Türkiye’de ise, 2001 krizinin ardından, büyüme hızının artışı ve reel döviz kurunun değerlenmesi bir arada gözlemlenmektedir. Her iki faktörün de cari açığı derileştirmesi beklenen bir sonuçtur (Roubini, aktaran Kasman 2005 :89).

Dönemler arası bakış açısının önemli sonuçlarından biri, daha yüksek yatırım olanakları sağlayan politika uygulamalarının zorunlu olarak ülkenin cari işlemler hesabında bozulmaya yol açacak olmasıdır (Edwards, aktaran Tiryaki 2002 :3).

Sürdürülebilir cari açık konusunda temel bir önerme, veri bir cari açık oranının tüm ülkeler, politika rejimleri, kurumsal yapılar ve dönemler için değişmez kritik eşik olarak tanımlanmasının geçerli olamayabileceğidir.

Yurt dışı borçların seviyesi ve devalüasyon riski, cari açık sürdürülebilirliği için takip edilmesi gereken diğer kriterler arasındadır. Bu noktada yabancı yatırımcıların borçların ödenebilirliği konusunda ikna edilmesi, cari açığın sürdürülmesi için gerekli olan ek finansmanın sağlanabilmesi için önemlidir.

Cari açık sürdürülebilirliği sadece ülkelerin ödeme kapasitesi tarafından değil, uluslararası finansal sistemin borç verme koşulları ve niyeti tarafından da belirlenmektedir. Uluslararası finansal sistemin “borç toleranssızlığı” sonucunda, gelişmekte olan ülkeler cari açıklarını çoğunlukla yüksek risk primi faizli kısa dönemli sermaye girişleriyle finanse etmek zorunda kalmaktadırlar. Ayrıca belirli bir dönemde kullanılan bir ölçütün diğer dönemlerde de uygulanması da yanlış olabilir. Özmen (2004) finansal sistemin geliştiği, finansal kısıtların azaldığı ve dönemler arası borçlanabilme olanağının arttığı bir ülkede sürdürülebilir cari açık oranının da sürekli değişeceğini vurgulamaktadır (Özmen, 2004 :6).

Cari açığın sürdürülebilirliği üzerine yapılan çalışmalar cari açıkların özellikle kısa vadeli sermaye akımları ile finanse edilmesi durumunda sürdürülebilirlik açısından önemli bir risk oluşturduğunu ifade etmektedir. Tüketim amaçlı gerçekleştirilen ithalat bu sorunu daha fazla derinleştirmektedir. Bunun yanında Latin Amerika gibi kimi ülkeler yatırım miktarlarının arttığı dönemlerde cari işlemler krizi yaşamışlardır. Bu noktada kamu tasarruflarının yanı sıra özel tasarrufların miktarı da önemlidir.

### **III. BÖLÜM: TÜRKİYE’DE CARI AÇIK VE KISA SÜRELİ SERMAYE HAREKETLERİ**

#### **III.1. Cari İşlemler Dengesine Tarihsel Bakış**

1970 öncesi dönemlerde gelişmekte olan ülkeler ithal ikameci politikalar izlemiş ve dış finansman ihtiyaçlarını büyük ölçüde devletten devlete yardımlarla ve uluslararası resmi kuruluşların desteği ile karşılamışlardır. Bu dönemlerdeki krizler genellikle döviz darboğazlarından ve üretim için gerekli ithalatın yapılamamasından kaynaklanmıştır. Ekonominin dış dengesinin sağlanabilmesi için IMF (Uluslararası Para Fonu) destekli kısa vadeli istikrar programları uygulanmış, para ve maliye politikaları dengelenerek döviz kuru ayarlamaları yapılmıştır (Celasun, 2001 :162). 1980’li yıllara gelindiğinde söz konusu ülkelerin büyüme performanslarını sürdürebilmeleri için, dış kaynaklara olan gereksinimleri artmış ve değişen koşullarda ödemeler dengesi krizleri yerini borç krizlerine bırakmıştır. Küreselleşme olgusuyla beraber bu ülkeler, dünya ile bütünleşmek ve uluslararası finansal piyasalar yoluyla daha fazla kaynak elde edebilmek amacıyla önce cari işlemler bilançosunun daha sonra da sermaye hareketlerinin konvertibilitesini gerçekleştirmişlerdir (Tuncer, 2001 :42).

Türkiye’de Ödemeler Dengesi tabloları ilk kez 1926 yılında düzenlenmiş olmasına rağmen, bu tablolarda sadece ihracat ve ithalat kalemlerindeki değişimler ayrıntılı olarak gösterilmekte, diğer kalemlerdeki gelişmeler ise ayrıntılı olarak gösterilmediğinden ödemeler dengesi açıklarının hangi kalemlerden kaynaklandığı anlaşılamamaktadır. Bu olumsuz durum 1950’li yıllarda ödemeler dengesi tablolarının kesin ve açık bir şekilde sunulmasıyla giderilmeye çalışılmıştır (Saatçioğlu, 2005 :6).



Cumhuriyetin kuruluşundan 1930 yılına kadar geçen dönemde Türkiye'nin dış ticaret dengesi bağımsız bir gümrük politikasına sahip olmaması nedeniyle hep açık vermiştir. 1930 yılından itibaren ise alınan çeşitli tedbirlerle 1946 yılına kadar (1938 yılı hariç) sıkı bir döviz kontrolü uygulamasıyla hep fazla verirken, 1946'da yapılan devalüasyon ve diğer uygulamalara rağmen 1949 yılı hariç genelde hep açık vererek Türkiye Ekonomisi'nin önemli bir sorunu haline gelmiştir (Alkin, 1990 :229).

Kısaca 1970-1977 döneminde büyümenin daha çok dış kaynaklara bağlanması, dünyadaki petrol bunalımı sonucu ithalatın ihracatı karşılayamaması, dış ticaret politikasındaki aşırı korumacılık, 1974 Kıbrıs Barış Harekatı sonucunda uygulanan ambargo, kısa vadeli dış borçlanma stratejisi, ödemeler dengesi açıklarına sebep olmuştur (Yaşa, 1980 :349-350).

1980'ler Türkiye için ekonomik liberalizasyon ve açıklık dönemidir. 24 Ocak 1980 Kararları ile ödemeler dengesinde görülen olumlu gelişmeler 1983 yılına kadar devam etmiştir. Ancak 1983 yılında özellikle görünmeyen işlemler kaleminde yer alan İşçi Döviz Gelirlerindeki azalış sebebiyle işler tersine dönmüştür. 1984 yılında ise ödemeler dengesi yeni bir standarda göre düzenlenmeye başlanmış ve bu yeni sınıflandırmayla birlikte 1984 yılında olumlu gelişmeler görülmüştür. 1985 yılında ise turizm sektörüne yapılan yatırımların meyvesi alınarak turizm cari işlemler dengesine önemli katkıda bulunmuştur. 1986 yılında ise dünya petrol fiyatlarındaki artış ve dış ticaretteki sorunlar genişleme nedeniyle ödemeler dengesinde beklenen performans sağlanamamıştır. 1987 yılında ise Ödemeler Dengesinde azalan cari işlemler açığı ile birlikte olumlu gelişme görülmüş ve 1988 ve 1989 yıllarında cari işlemler fazla vermiştir. Cari İşlemlerin fazla vermesinde turist ve işçi gelirlerindeki artışla birlikte 1989 yılında uygulanan döviz kuru politikasının da rolü olmuştur. 1989 yılında Türkiye bir taraftan döviz kuru artışını

enflasyon oranının altında ayarlamış diğer taraftan mevduatlara yüksek faiz uygulayarak ülkeye giren döviz sayesinde dış ödemeler darboğazını 1989 yılında aşmıştır (Karluk, 1995 :291-292).

1989 yılında gerçekleştirilen 32 sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunuyla beraber bu artış daha çok portföy yatırımları ve kısa vadeli yatırımlar şeklinde gerçekleşmiştir. Doğrudan yatırımlar ise daha sınırlı seviyelerde kalmıştır.

Gelişmekte olan ülkelerde 1990'larda oluşan finansal krizler geçmiş dönemlerde yaşadıkları finansal krizlerden farklı özelliktedir. Olumsuz gelişmelerden etkilenerek sermayenin ani çıkışı ile başlayan bu krizler, ulusal paranın değer kaybetmesi, bilançoların kötüleşmesi, güvensizliğin yaygınlaşması ve üretimin finanse edilememesi olgularıyla sonuçlanmış ve bu krizler diğer ülkelere de yayılmıştır. Finansal krizlerle karşılaşan ülkelerde, kriz öncesi dönemlerde mali bilançoların sağlıklı bir yapı içerisinde büyümesi, açık döviz pozisyonları, döviz kuru ve kredi riskleri de krizlere hassas bir yapı oluşturmuştur. Bu koşullarda herhangi bir olumsuz olayın etkisiyle ortaya çıkabilecek bir likidite daralması, sermaye kaçıışı veya devalüasyon, bilançolarda öz kaynakların erimesine neden olduğundan mali sistem tıkanmakta ve kriz reel sektöre yansiyabilmektedir. Diğer yandan mali sistemin krizlere dayanaksız bir yapı içerisinde gelişmesi makroekonomik koşullarla da yakından ilgilidir. Makro ekonomik koşullar ise döviz rejimi, cari işlemler açığı, kamu borçları, bütçe açıkları, para politikası ve enflasyon şeklinde karşımıza çıkabilmektedir (Celasun, 2001 :164-171). 1990 ve 1991 yıllarında gelişmiş ülkelerde gözlenen ekonomik durgunluk, Körfez krizi ve Doğu Avrupa'daki yeniden yapılanmalar uluslararası ticareti olumsuz yönde etkilemiştir. Körfez krizi sebebiyle 1991 yılında gerileyen turizm gelirleri ile artan dış ticaret açığı sonucu cari işlemler 1992 yılından itibaren tekrar açık vermeye başlamıştır. 1993 yılında ise dış ticaretteki Cumhuriyet

tarihinin rekor açığı beraberinde cari işlemler açığını da ciddi boyutlara getirmiştir. 5 Nisan 1994 istikrar tedbirleri ile reel kurlarda meydana gelen şok düşüşler ödemeler dengesinde de belli bir düzelmeye sebep olmuştur. 1994 yılında TL'nin devalüasyonu ve uygulamaya konulan istikrar tedbirlerinin sonucu fazla veren cari işlemler dengesi 1995 yılında açık vermiştir (Eren, 1999 :93).

1996 yılında ise AB ile oluşturulan Gümrük Birliği'nin ardından dış ticaretteki korumacılığın azaltılmasıyla, yıl boyunca iç talebin canlılığını koruması ve ihracat pazarlarında gözlenen durgunluk 1996 yılında ithalat artışını hızlandırmış ve dış ticaret dengesini olumsuz yönde etkilemiştir. Ancak bu durum görünmeyen hizmetler ve karşılıksız transferlerden sağlanan gelirle kısmen kapanmıştır. Ayrıca 1996 yılından itibaren Merkez Bankası Ödemeler Dengesi istatistiklerini bavul ticareti tahminlerini kapsayacak şekilde açıklamaya başlamıştır. 1997 yılında ithalat artış hızı yavaşlamakla birlikte bavul ticaretinin beklenilenin altında gerçekleşmesi nedeniyle artan dış ticaret açığı görünmeyen kalemlerden elde edilen gelirler ile büyük ölçüde kapanırken cari işlemler açığının finansmanı ise sermaye girişi ile sağlanmıştır (Parasız, 1998 :422).

Finansal krizle karşı karşıya kalan ülkelere bakıldığında kriz öncesi dönemde bu ülkelerde ithalat patlaması yaşandığı ve dış açıkların büyüdüğü görülmektedir. Ödemeler dengesi cari işlemler açığının milli gelir içindeki payının % 4'ü aştığı durumlar risk olarak ifade edilmektedir. Meksika, Asya ve Türkiye krizlerinde de bu oran % 4'ün üzerine çıkmıştır. Diğer yandan kısa vadeli borç stokunun resmi döviz rezervlerine oranının yüksek olduğu (% 1'den fazla) durumlarda da kriz olasılığı yükselmektedir (Celasun, 2001 :171-173). Literatürde Dornbush sınırı olarak bilinen ve cari açığın milli gelirin yüzde 4-5'ini aşması durumunda bir döviz krizi yaşanma ihtimalinin yüksek olduğunu ifade eden yaklaşımı bu noktada hatırlatmakta fayda vardır. Zira, 2005 yılında

ülkemizde cari açığın milli gelire oranı yüzde 7 dolaylarında bulunmaktadır. Dolayısıyla tehlike sınırları aşılmış durumdadır (Uysal, 2006 :1). 2007 yılı itibari ile bu rakam %10 civarlarındadır (Tablo 3). Bu rakam sürdürülebilir olmakla birlikte aynı zamanda büyük bir risk unsurudur.

**Tablo 3: GSYİH, Cari İşlemler, Cari İşlemler/GSYİH**

milyon dolar	GSYİH	Cari İşlemler	Cari İşlemler/GSYİH
1989	107089,31	938	0,01
1990	150652,38	-2625	-0,02
1991	151215,08	250	0,00
1992	159108,71	-974	-0,01
1993	180433,95	-6433	-0,04
1994	130200,66	2631	0,02
1995	84775,525	-2339	-0,03
1996	181825,41	-2437	-0,01
1997	190145,86	-2638	-0,01
1998	200232,09	1985	0,01
1999	184980,42	-1336	-0,01
2000	199283,19	-9823	-0,05
2001	145930,16	3393	0,02
2002	184117,39	-1519	-0,01
2003	239819,49	-8036	-0,03
2004	302192,34	-15599	-0,05
2005	362521,99	-22604	-0,06
2006	402046,24	-32193	-0,08
2007	358908,59	-37996	-0,11

Kaynak:TCBM

Türkiye'de 1989 yılında gerçekleştirilen 32 Sayılı Kanunla birlikte sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonucu ekonominin kısa vadeli sorunları çözümlenirken, uzun vadeli yapısal sorunlar aynı şekilde iyileştirilememiştir. 1990 sonrası yaşanan iki önemli kriz bu durumun en belirgin örneğidir. 32 Sayılı Kararla birlikte piyasalar kısa vadeli spekülasyon olarak nitelenen sıcak paranın yoğun olarak işlem gördüğü bir duruma gelmiştir. Bu durum sonucunda ulusal piyasalarda merkez bankası, döviz, kur ve faiz oranlarını

birbirinden bağımsız birer politika aracı olarak kullanabilme olanağını kaybetmiş ve finans piyasaları kısa vadeli spekülâtif yabancı sermaye hareketlerinin denetimi altına girmiştir.

Sermaye girişleriyle Türk Lirası'nın aşırı değerlenmesi bankaların uluslararası finans piyasalarından uygun koşullarda borçlanmasını sağlamıştır. Bu fonlar yüksek getirili kamu menkul değerlerine yatırılmış ya da yurt içi piyasalara kredi olarak verilmiştir. Artan kredilerle birlikte iç pazarın canlanması, tüketim ve hammadde malları ithalatını artırırken, Türk Lirası'nın yabancı paralar karşısında değer kazanması da ihracatı zorlaştıran, ithalatı kolaylaştıran bir unsur olarak ortaya çıkmıştır. Bunun sonucu oluşan dış ticaret açığında sermaye hareketleri önem kazanmıştır.

5 Nisan 1994 tarihinde alınan kararlar ekonomide kısa vadede iyileşme oluşturmuştur. Sermaye çekebilmek adına faiz oranlarının yüksek tutulması yurtiçi borç miktarının hızlı bir şekilde yükselmesine neden olmuştur. Diğer yandan mevduat hesaplarının sigorta kapsamına alınması 2000'li yıllarda yaşanan krizin temellerini oluşturmuştur.

Aralık 1999 yılında ülkemizde uygulamaya konulan, döviz kuruna dayalı enflasyonu düşürme programı ekonomik gelişmeleri belirleyen temel unsur olmuştur. Program, sıkı maliye politikası ile faiz dışı fazlanın artırılmasını, yapısal reformların gerçekleştirilmesini, özelleştirmenin hızlanmasını ve enflasyon hedefi ile uyumlu gelir politikası uygulamasını benimsemiştir. Merkez Bankası 1 Dolar + 0,77 Euro'dan oluşan döviz kuru sepetinin günlük değerini, bir yıllık süre için 2000 yılı başında kamuoyuna açıklamıştır (TCMB, 2002 :1). Programın uygulanması ile birlikte enflasyon oranı ve kurlar beklentilerin üzerinde gerçekleşmiştir. Bunları takiben Türk Lirası'ndaki aşırı değerlenme ile birlikte ithalat miktarında büyük artış gözlemlenmiş, ihracattaki artış ise sınırlı kalmıştır.

Giderek artan cari açıkların sürdürülebilmesi için dış kaynak girişi ön plana çıkmış, ancak 2000 yılında doğrudan yatırım şeklindeki yabancı kaynak girişinin yetersiz oluşu dış borçlanmayı gündeme getirmiştir. Krize giden yolda, dış borç verenlerin hem ülkenin makroekonomik dengelerine hem de borçlanmaya aracılık eden bankalara ilişkin bakış açıları da belirleyici olmuştur (Uygur, 2001 :14). Cari işlemlerdeki açıklarla birlikte, oluşan tedirginlik havasında sermaye girişlerinin aksamasına ve bu da faiz oranlarının yükselmesine neden olmuştur. Faiz oranlarındaki yükseliş portföylerinde yoğun şekilde devlet iç borçlanma senedi ulunduran ve bunları kısa vadeli kaynaklarla karşılayan bazı bankaların mali yapılarını bozmuş ve yıl sonlarına doğru mali piyasalarda güvensizliğin yaygınlaşmasına neden olmuştur.

Bu güvensizlikle beraber dövize yönelen yoğun spekülasyon saldırısı, çok yüksek faizle, önemli döviz rezervi kayıplarıyla ve 7.5 milyar dolar büyüklüğündeki IMF kredisi ile atlatılmış, ancak daha sonra olabilecek benzer bir saldırıya karşı savunma gücü büyük ölçüde zayıflamıştır. Krizden üç ay sonra 19 Şubat 2001 tarihinde Başbakan ile Cumhurbaşkanı arasındaki siyasi kriz dövize ikinci bir spekülasyon saldırısı başlatmış, 16 Şubat'ta 27.94 milyar dolar olan Merkez Bankası döviz rezervi, 23 Şubat'ta 22.58 milyar dolara inmiş ve rezerv kaybı 5.36 milyar dolar olmuştur. Kasım krizinde dövize saldırı yabancılarla sınırlı kalır iken, Şubat krizinde yerlilerinde, özellikle bankaların dövize saldırdığı görülmüştür. Dövize yapılan saldırıya dayanma gücü kalmayınca, TCMB'si 21 Şubat gecesi kurun dalgalanmaya bırakıldığını açıklamıştır (Uygur, 2001 :23).

### **III.2. Cari İşlemler Dengesi ve Ekonomik Büyüme**

Üretim fonksiyonu, faktör girdilerini ve teknolojiyi çıktı düzeyiyle ilişkilendirir. Çıktıdaki büyüme -teknolojideki değişiklikler bir yana- girdideki büyümenin

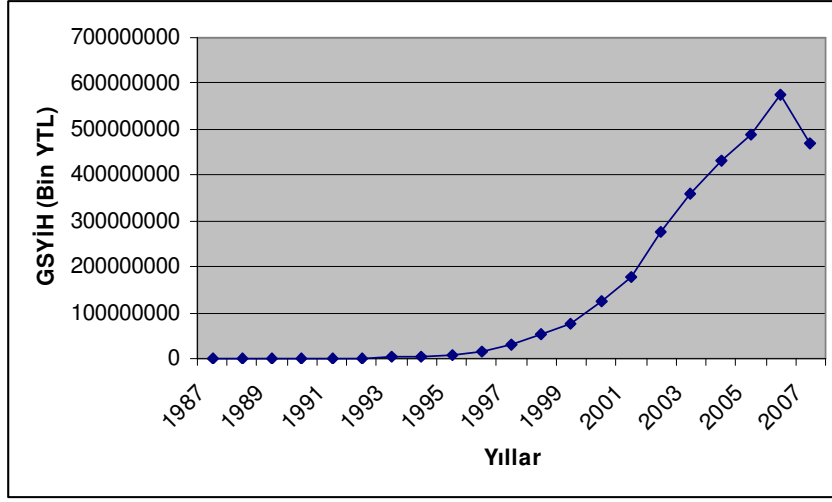
ağırlıklı ortalamasıdır. Üretim fonksiyonu dikkatleri çıktı büyümesinin kaynağı olarak faktör girdileri ile teknolojik değişikliğe çeker. Neoklasik büyüme kuramında (teknik değişikliğin bulunmadığı) durağan durum denge kavramı, kişi başına çıktının sabit olması için gereken koşullara dikkat çeker. Artan nüfusla birlikte, tasarruflar, nüfusun yeni üyelerine ekonominin tümünde geçerli olan kişi başına sermaye miktarını sağlamaya tam yetecek kadar olmalıdır. Durağan durum gelir düzeyini, tasarruf oranı ve nüfus artışı belirler. Teknik değişikliğin bulunmaması durumunda, toplam çıktının durağan durum büyüme hızı nüfus artış hızına eşittir (Dornbusch ve Fischer, 1998 :261-291).

Ekonomik büyüme, ulusal gelir düzeyindeki ve birey başına düşen ulusal gelirdeki artışı işaret eder. Bizim gibi gelişmekte olan ülkelerin temel amacı istikrarlı bir ekonomik büyüme ile ekonomik kalkınmanın sağlanarak daha yüksek refah düzeyine ulaşmaktır. Bu noktada ilk yapılması gereken daha fazla tasarruf ederek daha fazla yatırım yapmaktır. Bu noktada verimlilik artırıcı yatırımlar bu amaca ulaşmada hızlandırıcı rol oynayacaktır.

1987 yılından günümüze kadar geçen sürede Türkiye’de büyüme hızı ile gayri safi sabit sermaye oluşumu ve ülkeye giren yabancı sermaye yatırımları arasında olumlu bir ilişki vardır. Grafikte de görüldüğü ekonomik liberalleşme hareketleri sonrası GSHM’da da bir artış gözlenmektedir.

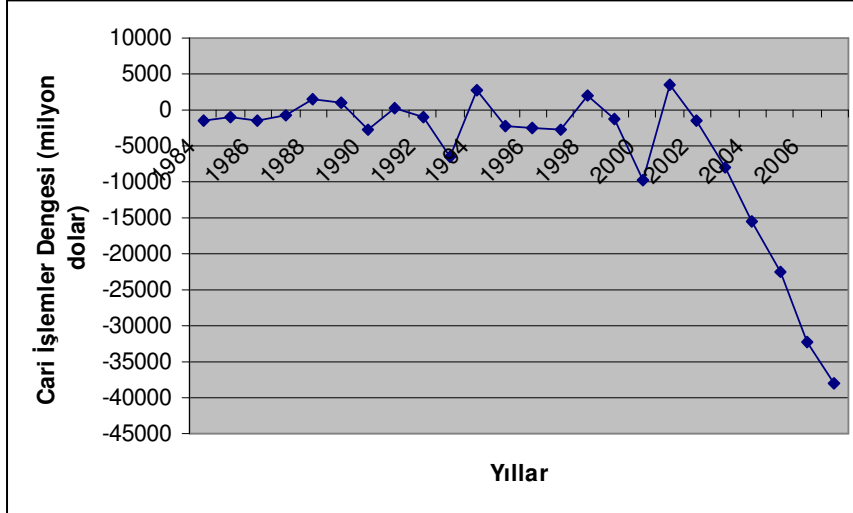
---

**Grafik 1: Üretici Fiyatlarına Göre Gayri Safi Milli Hasıla (Milyon YTL)**



Kaynak: TCMB

**Grafik 2: Cari İşlemler Dengesi**



Grafik 1 ve Grafik 2’de görüldüğü gibi 1997 yılı itibari ile ekonomik büyüme ve cari işlemler dengesi arasında ters bir simetri vardır. Bu simetri özellikle 2001 yılı sonrası daha belirgin hale gelmiştir. Bu noktada oluşan bu cari açığın ekonomik



büyümeyle ne ölçüde ilişkili olduğu önemlidir. Ekonomik büyüme nedeni ile mi cari açık veriyoruz yoksa tüketim artışından kaynaklanan ekonomik büyüme cari açığa mı neden olmaktadır.

### **III.3. Cari İşlemler Dengesi ve Tasarrufların Yetersizliği**

Cari denge, teorik olarak yurt içi yerleşiklerin tasarruflarıyla yatırımlar arasındaki farka eşittir. Bu fark, yurt dışından ek kaynakla kapatılabilir.

Devlet müdahalesi olmayan kapalı bir ekonomide milli gelir tüketim malları ile (C) yatırım malları (I) toplamından oluşur. Bu nedenle;

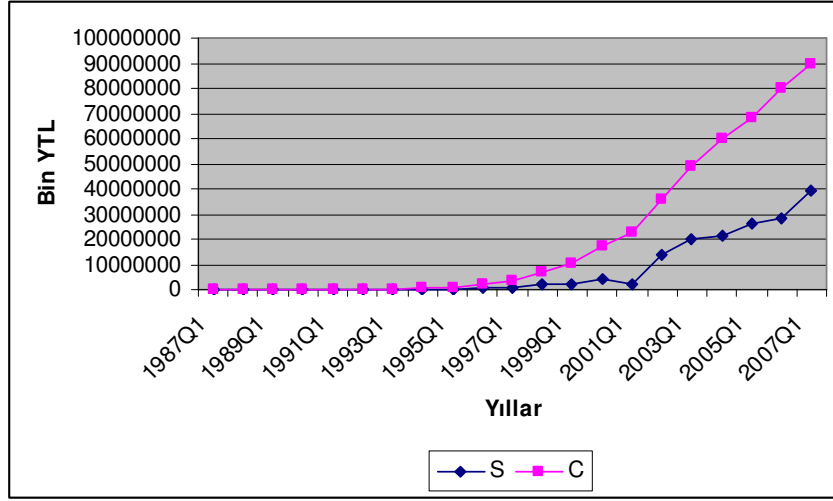
$$Y = C + I \text{ yazılabilir.}$$

Böyle bir ekonomide harcama yönünden parasal akım dikkate alındığında milli gelir (Y), tüketim harcamaları (C) ve tasarrufların (S) toplamına eşittir. Bunu şu şekilde ifade edebiliriz.

$$Y = C + S$$

Ülkemizde tasarruf ve tüketim miktarlarına baktığımızda 2000’li yıllara doğru tüketim harcamalarında büyük bir artış gözlenerek tasarruf harcamalarının çok çok üstünde seyrettiğini görmekteyiz. Milli Gelirin tamamına yakını tüketilmektedir. Bu noktada cari işlemler açının finansmanı için yeterli olmayan tasarruf oranlarımız nedeniyle tasarruf ithal etmek durumunda kalmaktayız (Grafik 3).

**Grafik 3: Tüketim ve Tasarruf**



**Kaynak: TCMB**

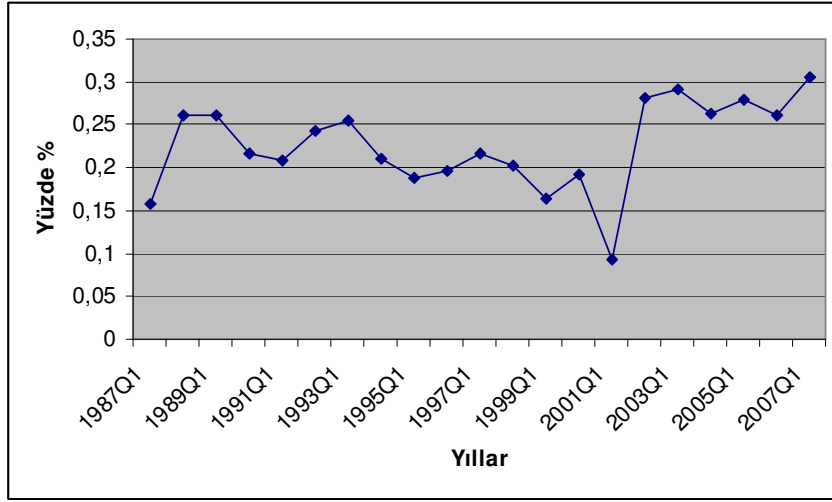
Transfer ettiğimiz tasarrufların miktarı ve süresi de cari işlemler açığının sürdürülebilmesi açısından büyük önem taşımaktadır. Bu nedenle bir ekonomide tasarrufların yeri çok önemlidir. Bu noktada tasarruf açığı ve kriz olgusuna bakabiliriz.

Bir ekonomideki tasarruflar konusundaki genel kanı bir ülke ekonomisinin belirsizliğinin ve kırılmalıklarının çokluğuna bağlı olarak tüketimde bir duraksama ve bunun doğal bir sonucu olarak tasarruflarda da bir artış yaşanacağıdır. Büyük miktarda cari işlemler fazlası vererek sermaye ihraç eden Japon ekonomisinin durgunluk içinde olması, tasarruf fazlalığına ve tüketim yetersizliğine bağlanmaktadır. Sonuç olarak yüksek tasarrufların cari dengenin sürdürülebilirliğinin sağlanması açısından olumlu etkileri olsa da olumsuz etkileri de vardır. Ancak bu noktada ülkelerin gelişmişlik düzeylerini de gözönünde bulundurmalıyız.

Grafik 4'e baktığımızda ülkemizde tasarruf oranlarının istikrarlı bir seyir halinde artış içinde olduğunu görmekteyiz. Ancak bu artış tüketim harcamaları gözönüne alındığında sınırı seviyede kalmaktadır. Tasarruf miktarının milli gelire oranına baktığımızda 1991 yılına kadar %24,5 civarında bir ortalama sahipken; 2000 yılına

kadar %18,5 bir ortalama sahtir. 2000 yılı sonrası ise bu oran 18,95 civarlarındadır. Tasarrufların milli gelire oranının %20'ler seviyesinde olmasına karşın cari işlemler açığındaki artışı göz önüne aldığımızda oldukça düşük seviyelerde olduğunu görmekteyiz.

**Grafik 4:** Tasarrufların GSYİH'ye oranı



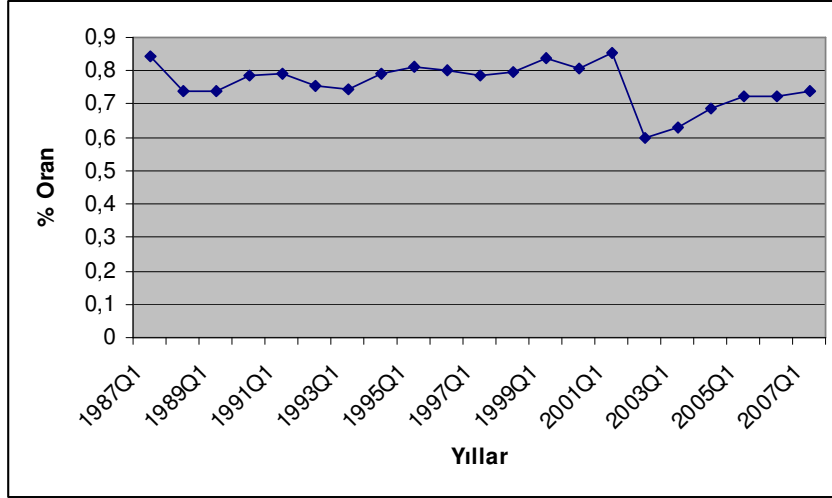
**Kaynak:** TCMB

2000'li yıllar sonrası tasarruf miktarlarındaki kısmi iyileşmeye rağmen cari işlemler dengesi arasındaki büyük fark tasarruf/GSYİH oranlarının ödemeler dengesi açıklarını açıklamada yetersiz olduğunu göstermektedir.

Tüketim yönünden bakıldığında, Türkiye'de 2004 yılında bir önceki seneye göre yaklaşık %94 artış gösteren ve 2005 yılında da artacağı tahmin edilen cari açığa, 2001 yılından sonra kesintiye uğrayan tüketim harcamalarında ertelenmiş taleplerin yansımaları sebep olarak gösterilmiştir. Oysa tüketim harcamalarının GSYİH'ye oranı 1990-98 arası dönemde ortalama %68 civarında seyretmekte iken 1999-2001 döneminde, yani krize giden yıllarda %72'ye çıkmıştır. Tüketim harcamaları, ancak 2004 yılında kriz dönemi

öncesi normal seyrini yakalayabilmiştir. Dolayısıyla 2004 yılında artan tüketim harcamaları, cari açığın artmasına bir sebep olabilir, ancak bunu tek ve önemli bir neden olarak görmemek gerekmektedir (Babaoğlu, 2005 :51).

**Grafik 5: Tüketimin GSYİH'ye Oranı**



Kaynak: TCMB

### III.4. Cari İşlemler Dengesi, Dış Ticaret Dengesi ve Dış Ticaretin Kompozisyonu

Uluslararası pazarlarla fiyat etkileşimi bulunan her bir ülkede, cari işlemler dengesine konu olan üç tip mal varlığından söz edebiliriz. Bunlar ticari malların sınıflaması içerisinde ihracata ve ithalata konu olan mallar ile dış ticaret konu olmayan sektörel mallar olarak nitelendirilebilmektedir. Türkiye ekonomisi geleneksel olarak mal dengesinde açık veren bir ekonomidir. Buna paralel olarak hizmetler ve cari transferler dengesinde ise geleneksel olarak fazla verir. Hizmetler dengesinde fazla vermeyi sağlayan en önemli unsur ise turizm gelirleridir.

**Tablo 4:** Cari Denge ve Milli Gelir Artışı

	<b>CARİ İŞLEMLER DENGESİ (milyon \$)</b>	<b>DIŞ TİCARET DENGESİ (milyon \$)</b>	<b>GSYİH (BİNYTL)</b>	<b>GSYİH %</b>
<b>1988</b>	1596	-1813	76306	0,02
<b>1989</b>	938	-4190	76498	0,00
<b>1990</b>	-2625	-9448	83579	0,09
<b>1991</b>	250	-7290	84353	0,01
<b>1992</b>	-974	-8076	89400	0,06
<b>1993</b>	-6433	-14081	96591	0,08
<b>1994</b>	2631	-4167	91321	-0,05
<b>1995</b>	-2339	-13152	97888	0,07
<b>1996</b>	-2437	-10264	104745	0,07
<b>1997</b>	-2638	-15048	112631	0,08
<b>1998</b>	1985	-14053	116114	0,03
<b>1999</b>	-1336	-10182	110646	-0,05
<b>2000</b>	-9823	-21960	118789	0,07
<b>2001</b>	3393	-3730	109885	-0,07
<b>2002</b>	-1519	-7283	118612	0,08
<b>2003</b>	-8036	-14010	125485	0,06
<b>2004</b>	-15599	-23878	136693	0,09
<b>2005</b>	-22604	-33530	146781	0,07
<b>2006</b>	-32193	-41324	155732	0,06
<b>2007*</b>	-37996	-47498	121670	

**Kaynak:** TCMB

\* GSYİH Rakamları 2007 yılı için üç çeyrek itibariyle

Tablo 4'te görüldüğü gibi büyümenin arttığı zamanlarda dış ticaret açığı ve cari açık artmış, büyümenin dibe vurduğu 2001 yılındaki kriz sırasında ise cari fazla maksimuma ulaşmıştır. Ödemeler dengesi hesabına baktığımızda 1994 ve 2001 kriz yıllarında devalüasyonlar ve milli gelirdeki daralmanın etkisiyle ithalatta düşüşler olduğu ve cari dengenin fazla verdiğini görüyoruz. Büyük çoğunluğunu turizm gelirlerinin oluşturduğu hizmetler dengesi kalemi, cari dengenin açık verdiği yıllarda dış ticaret açıkları ve faiz ödemelerinden kaynaklanan açıkların kapanmasında etkili olmuştur (tablo 5). Tablodan mal ithalatı ile faiz giderlerinin cari açığı oluşturan en büyük kalemler olduğu görülür. Çoğunluğunu resmi kesim ile bankalar harici özel kesimin uzun vadeli mevduat ve kredi faizi ödemelerinin oluşturduğu faiz giderlerinde dalgalanmalar dikkat çekicidir. Bu

nedenle cari açıktaki artış veya azalışın, büyük oranda dış ticaret dengesine bağlı olarak değiştini söyleyebiliriz. Bu noktada ihracatın milli gelire oranla artması cari açıkların sürdürülebilmesi için zorunlu olarak ifade edilmektedir. Ancak Türkiye’de büyümenin arttığı yıllarda ithalatın ihracattan daha fazla arttığını görüyoruz. 1990’lı yıllarda finansal ve ticari dışa açılımın ardından milli gelirde dış ticaretin payı artmış, ancak bununla birlikte cari açıklarda da artış görülmüştür. Bu noktada cari açığın finansmanı önem taşımaktadır.

**Tablo 5: Ödemeler Dengesi, Cari İşlemler Dengesi**

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	
<b>CARI İŞLEMLER DENGESİ(milyon dolar)</b>	1439	1013	1465	-806	1596	938	2625	250	974	6433	2631	2339	2437	2638	1985	1333	9823	3393	1519	8036	1558	22609	32331	32758	
<b>DIŞ TİCARET DENGESİ</b>	2910	2976	3018	3206	3330	4190	9448	7290	8076	1407	4163	1319	10264	15048	14053	10182	21960	3730	7283	14010	23878	33530	41324	42135	
Toplam Mal İhracatı	7134	7959	7457	10190	11662	11625	12959	13593	14783	15315	18145	21606	32036	32167	30662	28842	30721	34371	34307	40130	51256	6708	76949	91944	103258
Toplam Mal İthalatı	10044	10935	10475	13396	13475	15875	22415	20883	22791	29426	22283	34788	42331	47158	44715	39024	52681	38103	47407	65216	90925	110479	133268	145393	
İhracat f.o.b.	7134	7959	7457	10190	11662	11625	12959	13593	14783	15315	18145	21606	32036	32167	30662	28842	30721	34371	34307	40130	51256	6708	76949	91944	103258
İhracat f.o.b.	7134	7959	7457	10190	11662	11625	12959	13593	14783	15315	18145	21606	32036	32167	30662	28842	30721	34371	34307	40130	51256	6708	76949	91944	103258
Bavul Ticareti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Uyarılma: Diğer Mallar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-26	-53	-76	-91	-191	-695	-860
İthalat f.o.b.	10044	10666	10381	13275	13443	14757	20875	19722	21361	27545	21793	33466	40659	45291	42954	37945	50781	37199	45998	62618	87427	106187	128802	139863	
İthalat c.i.f	10757	11344	11105	14158	14335	15792	22347	21028	22871	29428	23230	35709	43627	48559	45971	40603	54599	41399	51599	69340	97547	116774	139576	153768	
Uyarılma: Navlun ve Sigorta	619	610	640	816	822	927	129	126	137	176	139	214	261	291	275	244	327	248	309	410	578	6899	6792	8874	
Uyarılma: Diğer Mallar	94	68	84	67	70	108	128	60	139	116	82	98	350	355	212	284	451	180	246	262	432	3688	3982	5031	
Parasal Olmayan Aktın(net)	0	269	-94	121	-32	105	153	116	143	188	480	132	167	186	176	107	190	963	135	252	340	7	3754	3345	4229
İhracat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	26	53	76	91	132	637	802	
İthalat	0	269	-94	121	-32	105	153	116	143	188	480	132	167	186	176	107	190	963	135	252	340	7	3754	3345	4229
<b>HİZMETLER DENGESİ</b>	986	160	159	216	383	402	496	516	580	674	705	962	665	109	135	750	113	913	788	105	127	1527	1389	1378	
Turizm	271	770	637	87	102	199	199	270	206	286	302	345	404	438	542	373	592	635	659	910	133	1528	1411	1450	
Gelir	548	1094	950	1476	2355	2557	3225	2654	3639	3959	4321	4957	5650	7007	7173	5206	7630	8099	8479	13203	15888	18152	16853	17479	
Diğer Hizmetler	0	0	0	0	0	0	0	0	962	3150	715747	3105	765	174	905	483	308	627	79	454	168	-79	-339		
<b>YATIRIM GELİRİ DENGESİ</b>	1503	155	187	208	251	232	250	266	262	274	326	320	292	301	298	353	400	500	455	555	563	5800	6589	6045	
Doğrudan Yatırımlar	-63	-98	-84	-80	-88	104	161	158	145	243	102	272	175	142	227	167	89	52	108	440	825	-776	-968	1627	
Portföy Yatırımları	0	0	0	0	0	0	0	0	-36	264	542	741	517	-53	15	89	434	694	835	120	119	-924	-662	322	
Diğer Yatırımlar	144	145	179	200	242	222	234	250	244	276	262	219	223	281	277	345	365	435	361	391	361	4004	4852	4642	
Faiz Geliri	146	298	341	382	374	684	917	935	771	697	691	8	6	977	6	109	107	116	113	784	634	697	1005	1453	1948
Faiz Gideri	158	175	213	238	279	290	326	344	321	346	331	340	340	379	386	453	482	549	439	454	431	5009	6305	6590	
Uzun Vade	137	141	174	198	234	251	274	277	271	290	270	290	276	284	305	343	378	427	403	423	391	4456	5499	5957	
Merkez Bankası	0	0	233	308	548	579	657	549	414	447	487	694	678	812	780	893	806	3	0	120	127	109	1049	-844	-517
Genel Hükümet	0	0	100	121	135	149	152	161	175	187	172	146	9	125	126	131	129	140	139	155	160	-	-	-	-
Bankalar	0	0	0	0	0	0	0	0	-62	-60	-74	-60	-58	-88	200	209	312	253	169	110	103	-257	-613	1106	
Diğer Sektör	0	0	507	463	436	445	569	612	482	521	416	689	664	685	805	101	137	140	130	129	110	1385	2235	2730	
Kısa Vade	216	341	394	404	456	390	516	662	504	562	611	492	632	955	816	110	104	122	6	364	308	396	-553	-806	-633
<b>CARI TRANSFERLER</b>	1988	1916	1840	2323	2089	3427	4365	5030	3922	3650	3018	4397	4095	4511	5505	4884	4767	2984	2433	1020	1117	1454	1687	1640	
İççi Gelirleri	1807	1714	1631	2021	1776	3043	3246	2819	3008	2919	2623	3327	3547	4196	5356	4529	4560	2786	1936	6	729	804	851	1111	1133
Resmî Transferler	197	222	221	324	332	423	44	114	224	912	733	383	1	555	314	149	352	204	201	497	291	313	603	576	507

**Kaynak: TCMB**

Özellikle 1993 ve 2000 yıllarında dış ticaret açıklarında meydana gelen önemli artışlar, piyasa tarafından çok yüksek olarak algılandığı için kriz senaryolarının çıkmasında etkili bir unsur olmuştur. 2003 ve 2004 yıllarında hizmet gelirlerindeki artışlara rağmen dış ticaret açıklarındaki artışlardan kaynaklanan döviz çıkışları, ileride dış borç ödemelerinin yapılabilmesi için daha yüksek döviz girişlerinin olmasını zorunlu kılmaktadır. Bu da ya hizmet gelirlerindeki artışla ya da dış ticaret açıklarının azalmasıyla gerçekleşecektir. Dış ticaret açıklarındaki düşüşlerin birdenbire olmayıp daha yumuşak bir şekilde gerçekleşmesi, cari açıkların daha sürdürülebilir olmasını sağlayacaktır (Babaoğlu, 2005 :33).

Cari işlemler dengesi tartışmaları iki eksen etrafında sürmektedir. Birinci görüş, cari açıktaki artışın nedenini büyümeden kaynaklanan talep artışında görmektedir ve bu durum, 2001 krizinin ardından gelen toparlanmanın doğal bir sonucu olarak yorumlanmaktadır. Bu görüşe göre ekonomideki canlanma bir süre sonra yavaşlayacak, cari açıktaki artış da kendiliğinden frenlenecektir. İkinci görüşe göre ise cari açıklardaki artışın sebebi, reel ekonomiden bağımsız belirlenen aşırı değerli Türk Lirası'dır. Bu görüşü savunanlar, ekonomide "sıcak para" özelliğindeki kısa vadeli sermaye girişlerinin döviz kurunu belirlediği, kurun gecikmeli olarak cari açıkları, cari açıkların ise gecikmeli olarak döviz kurunu belirlediği bir mekanizmanın varlığından söz etmektedir. Bu nedenle, cari işlemler dengesinin kontrolü, öncelikle "sıcak para" akımlarının kontrolünden geçmektedir (Türel, 2004 :6).

2007 yılı ticarete rakamlarına baktığımızda bu rakamlar, geçtiğimiz yılsonu dış ticaret rakamlarına bakarak, "cari işlemler açığında düzelme başladı" şeklinde yapılan yorumların, bir hayli erken yapılmış yorumlar olduğunu da ortaya koymuş oldu. Bizce, açığın yapısında değişiklikler olsa dahi, geçen yıla kıyasla gerek kurlarda, gerek yatırım



malı ithalatında fazla değişiklik olmayacağı için, açığın da fazla değişmesi zaten biraz garip olurdu (Sağlam, 2007 :1).

Ödemeler bilançosunun cari işlemler tarafına baktığımızda 1994, 1998 ve 2001 kriz yılları haricinde açıkların büyüyerek devam ettiğini görmekteyiz. Burada cari transferler ve hizmetler dengesi olumlu katkılarda bulunsa da asıl belirleyici olan dış ticaret dengesidir. Cari işlemler dengesinin GSMH'ya oranına baktığımızda özellikle 2000'li yıllar sonrası yaşanan artış dikkat çekmektedir. 2006 yılı itibari ile bu oranın 8,2 olması, 2008 yılında ise % 10 seviyelerine gelmesi cari açığının oransal bazda sürdürülebilirliğine ilişkin tanımlamaların ilerisinde olduğunu göstermektedir (Tablo 6).

**Tablo 6:Cari İşlemler Dengesi**

milyon dolar	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
CARİ İŞLEMLER DENGESİ	938	2625	250	-974	6433	2631	2339	2437	2638	1985	1336	9823	3393	1519	8036	15599	22604	32331	32758
DIŞ TİCARET DENGESİ	4190	9448	7290	8076	14081	4167	13152	10264	15048	14053	10182	21960	3730	7283	14010	23878	33530	41324	42135
HİZMETLER DENGESİ	4028	4966	5164	5807	6740	7052	9620	6657	10912	13518	7502	11375	9136	7885	10511	12797	15272	13895	13782
YATIRIM GELİRİ DENGESİ	2327	2508	2663	2625	2744	3264	3205	2927	3013	2985	3537	4002	5000	4554	5557	5635	5800	6589	6045
CARİ TRANSFERLER	3427	4365	5039	3920	3652	3010	4398	4097	4511	5505	4881	4764	2987	2433	1020	1117	1454	1687	1640
Cİ/GSMH%	0,009	0,017	0,002	0,006	0,036	0,020	0,028	0,013	0,014	0,010	0,007	0,049	0,023	0,008	0,034	0,052	0,062	0,080	0,106

**Kaynak: TCMB**

Dış ticareti oluşturan ithalat ve ihracat kalemlerinin yıllar itibar ile seyrine baktığımızda 1980 yılı ile başlayan liberalleşme politikaları ile birlikte iki kalemden genellikle artış yaşandığını ifade edebiliriz. Bu noktada dışa açılma yılımız 1980'den itibaren ithalatımızın her zaman ihracatımızdan fazla olduğunu görmekteyiz. İhracatın ithalatı karşına oranının en yüksek olduğu yıllar ise yapılan devalüasyonlar sonucu ihracat artışları ile birlikte 1994 ve 2001 yıllarıdır. Bu oran bu yıllarda %78 ve %76 ile en yüksek seviyesini oluşturmaktadır (Tablo7).

**Tablo 7: İhracat ve İthalat Değerleri ve Değişim Oranları**

milyon dolar	İHRACAT	İHRACAT %	İTHALAT	İTHALAT %	DENGE	İHR/İTH
1989	11625	-0,03	15792	0,102	-4167	0,74
1990	12959	0,11	22302	0,41	-9343	0,58
1991	13593	0,05	21047	-0,06	-7454	0,65
1992	14715	0,08	22871	0,09	-8156	0,64
1993	15345	0,04	29428	0,29	-14083	0,52
1994	18106	0,18	23270	-0,21	-5164	0,78
1995	21637	0,20	35709	0,53	-14072	0,61
1996	23224	0,07	43627	0,22	-20403	0,53
1997	26261	0,13	48559	0,11	-22298	0,54
1998	26974	0,03	45921	-0,05	-18947	0,59
1999	26587	-0,01	40671	-0,11	-14084	0,65
2000	27775	0,04	54503	0,34	-26728	0,51
2001	31334	0,13	41399	-0,24	-10065	0,76
2002	36059	0,15	51554	0,25	-15495	0,70
2003	47253	0,31	69340	0,34	-22087	0,68
2004	63167	0,34	97540	0,41	-34373	0,65
2005	73476	0,16	116774	0,20	-43298	0,63
2006	85535	0,16	139576	0,20	-54041	0,61
2007	107184	0,25	170048	0,22	-62864	0,63

**Kaynak:** TBMM

Dış ticareti oluşturan ana kalemlerden ithalata baktığımızda, Türkiye'de tüketim mallarının payının toplam ithalat içinde her zaman düşük bir oran olduğunu görmekteyiz. 2001 yılında bu oran toplam ithalatın %9,21'i iken 2007 yılının sonunda bu oran %11 olarak gerçekleşmiştir. Yurt dışından gelen sermayenin daha çok ara malı olmak üzere ara ve sermaye malları ithalatında kullanıldığını görmekteyiz. Sermaye malları ithalatı doğrusal bir

seyir izlemiş 2007 yılı itibariyle toplam ithalatın %15'ini oluşturmuştur. Ara malları ithalatı ise 2005 yılına kadar artış eğilimini sürdürmüş, 2006 yılı ve sonrasında ise istikrarını korumuştur. Bu duraklama cari açığın sürdürülebilirliği konusundaki beklentilere olumsuz bir etki yapmıştır. Kimi iktisatçılara göre ise bu durum son yıllarda sürdürülen yüksek faiz, düşük kur politikasının ekonominin reel kesimine yansımaları ve ekonominin durgunluğa girmesinin ilk işaretlerindedir. Cari açıkların doğrudan tüketim malı ithalatından kaynaklanmamasını cari açıkların sürdürülebilirliği açısından olumlu bir gelişme olarak ifade edebiliriz. Ancak bu nokta sürdürülebilirlik açısından tek unsur değildir (Tablo8).

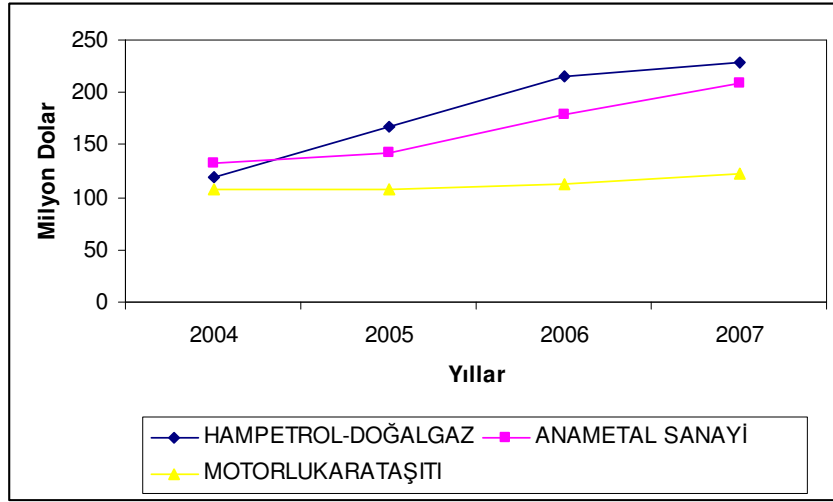
**Tablo 8:Ekonomik Gruplara Göre İthalat**

milyon dolar	TOPLAM İTHALAT	SERMAYEM ALI İTH	SRMYMALI/TOPLAM İTH	TÜKETİMM ALI İTH	TKTMMALI İTH/TOPLAM İTH	ARAMALI İTH	ARAMALI /TOPLAMİTH
1989	15792	2548	0,161	738	0,047	12500	0,792
1990	22302	4041	0,181	2076	0,093	16154	0,724
1991	21047	4296	0,204	1575	0,075	15053	0,715
1992	22871	4826	0,211	1772	0,077	16185	0,708
1993	29428	7358	0,250	2526	0,086	19403	0,659
1994	23270	5220	0,224	1381	0,059	16565	0,712
1995	35709	8119	0,227	2416	0,068	25078	0,702
1996	43627	10336	0,237	4424	0,101	28737	0,659
1997	48559	11109	0,229	5052	0,104	32119	0,661
1998	45921	10624	0,231	5364	0,117	29562	0,644
1999	40671	8727	0,215	4820	0,119	26854	0,660
2000	54503	11365	0,209	6928	0,127	36010	0,661
2001	41399	6940	0,168	3813	0,092	30301	0,732
2002	51554	8400	0,163	4898	0,095	37656	0,730
2003	69340	11326	0,163	7813	0,113	49735	0,717
2004	97540	17397	0,178	12100	0,124	67549	0,693
2005	116774	20363	0,174	13975	0,120	81868	0,701
2006	139576	23348	0,167	16116	0,115	99605	0,714
2007	170048	27062	0,159	18702	0,110	123609	0,727

**Kaynak: TCMB**

2000'li yıllar sonrası cari işlemler açığının artış nedeni ithalattaki hızlı artıştır. Mal grupları olarak baktığımızda ithalat artışının dört ana sebebi otomobil ithalatından makine ve ekipman ithalatı, demir çelik ithalatındaki ham petrol fiyatlarındaki artıştan gelen maliyettir (Grafik6).

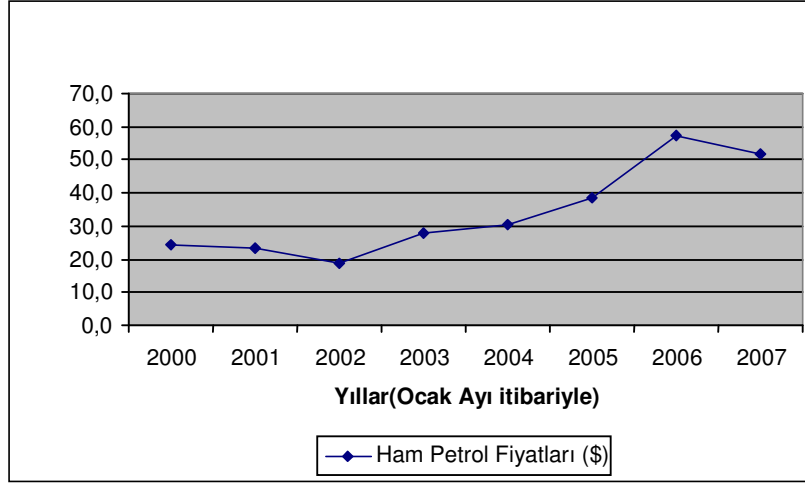
**Grafik 6:** İthalat Ana Kalemleri



**Kaynak:** TCMB

Petrol fiyatında yaşanan artışlar cari işlemler dengesini bozan önemli kalemlerden biridir. Özellikle 2002 sonrası petrolün varil fiyatında yaşanan artışlar 2006 yılında 27 doları geçerek bir rekor kırmıştır. Bu artıştan en çok etkilenen ülkeler Türkiye'nin içinde bulunduğu ülkeler grubudur. Ödemeler bilançosuna yansımaları ise giderek artan petrol maliyetidir (Grafik 7).

**Grafik 7: Ham Petrol Fiyatları (\$) (Varil Fiyatı)**



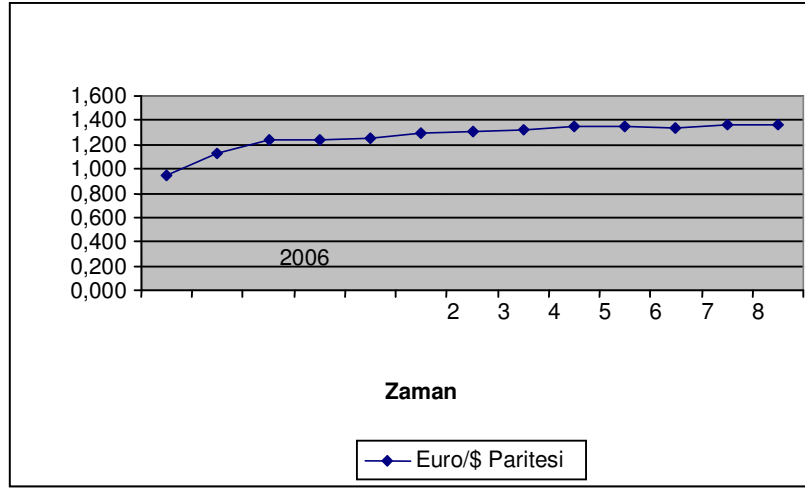
**Kaynak: TCMB**

Dış ticarete dengesinde “ihracat” kalemine baktığımızda son yıllarda TL’nin reel anlamda sürekli olarak değer kazanmasına rağmen ihracat gelirlerinin arttığını görüyoruz. Burada artışın sürekli olup olmayacağı, cari açığın sürdürülebilirliği konusundaki en önemli unsurlardan birini oluşturmaktadır. Özellikle 2001 yılı sonrası döviz kurundaki artışa rağmen ihracatın artması ihracatçıların işçi ücretleri nedeniyle kar marjlarının düşmesine ve dolar karşısında değerli EURO’ya bağlanmaktadır. Tablo 7’de gösterilen ihracat değerlerinin 2005 yılı itibariyle düşüş eğilimine girmesi cari işlemler dengesi ile reel ekonomi arasındaki bağlantının sürdürülebilmesi konusunda endişeleri arttırmıştır. Tablonun son sütununda ihracatın ithalatı karşılama oranı gösterilmektedir. Bu oranını 2003 sonrası düşüş eğilimine girdiğini görüyoruz. Bu eğilim cari işlemler açığının sürdürülebilmesi konusunda olumsuz gelişmelerden biridir.

2000 yılındaki Euro/Dolar paritesindeki gelişmeler başta dış ticaret ve turizm olmak üzere ödemeler dengesinin gelir ve gider kalemleri üzerinde etkili olmuştur. Son yıllarda cari işlem gelirlerinde Euro’nun payı giderek artarken, cari işlem giderlerinde

enerji fiyatlarından dolayı ABD dolarının payı yükselmektedir. İhracatımızın büyük bir bölümünün Avrupa Birliği ülkelerine yapılmaktadır. Bu nedenle yaptığımız ihracat sonucu Euro geliri elde etmekteyiz. Ara malı ve sermaye ithalatımız ise dolar üzerinden olmaktadır. Sonuç olarak borçlarımız dolar, gelirlerimiz Euro üzerinden olmaktadır.

**Grafik 8:** Euro/Dolar Paritesi



Grafik 8’de görüldüğü gibi 2000’li yıllarda €/ \$ paritesinde Euro lehine yaşanan istikrarlı olumlu gelişmelerin bizim için de olumlu yansımaları olmuş ve cari işlemler açığının daha büyük boyutlara ulaşmasını engellemiştir. Tablo 10’da de görüldüğü gibi Türkiye’nin 2007 yılı ihracat miktarının %57’lik kısmını AB üyesi ülkelere yapmıştır. Bu oran 1996 yılından başlayarak istikrarlı bir şekilde artmıştır. Özellikle 2000 yılı sonrası AB üyesi ülkelerle yaşanan ihracat artışı dikkat çekicidir.



**Tablo 9: EURO/DOLAR Paritesi**

	ABD Doları	Bir önceki yılın aynı aya göre yüzde değişme	EURO	Bir önceki yılın aynı aya göre yüzde değişme	EURO/\$ Paritesi
2002	1.509.471	22,9	1.433.214	30,7	0,949
2003	1.496.668	-0,8	1.689.365	17,9	1,129
2004	1.425.771	-4,7	1.771.948	4,9	1,243
2005	1,344	-5,7	1,674	-5,6	1,245
2006	1,435	6,7	1,804	7,8	1,258
2007-1	1,423	6,9	1,848	14,8	1,299
2. Ay	1,394	5,3	1,820	15,0	1,306
3. Ay	1,406	5,6	1,861	16,3	1,323
4. Ay	1,359	1,8	1,832	12,2	1,349
5. Ay	1,335	-5,8	1,806	-0,1	1,352
6. Ay	1,318	-17,4	1,768	-12,6	1,341
7. Ay	1,279	-17,7	1,753	-11,1	1,370
8. Ay	1,311	-10,5	1,786	-4,9	1,362

**Kaynak:** TCMB

(<sup>1</sup>) 2005 yılından itibaren döviz kurları YTL'ye göre oluşturulmuştur

(<sup>2</sup>) Ortalama döviz kuru verileri kullanılarak hazırlanmıştır

Cari işlemleri kurlar yanında, maliye politikaları ve talep gelişmeleri gibi faktörler belirlemektedir (Erçel, 1996 :7).

**Tablo 10: Ülke Gruplarına Göre İhracat (Milyon \$)**

GENEL İHRACAT TOPLAMI	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	23.224	26.261	26.974	26.587	27.775	31.334	36.059	47.253	63.167	73.476	85.528
A- AB (25)	12.098	12.900	14.132	14.922	15.086	16.854	19.468	25.899	34.451	38.400	47.929
B-TÜRKİYE SERBEST BÖLGELERİ	447	611	831	780	895	934	1.438	1.928	2.564	2.973	2.967
C-DİĞER ÜLKELER	10.680	12.750	12.011	10.884	11.794	13.546	15.152	19.426	26.152	32.102	34.632
1-Diğer Avrupa	3.020	3.830	3.170	2.242	2.433	2.787	3.554	4.857	6.637	8.820	7.962
2-AFRİKA	1.159	1.234	1.818	1.655	1.373	1.521	1.697	2.131	2.968	3.631	4.566
Kuzey Afrika	986	980	1.502	1.344	1.087	1.150	1.267	1.577	2.203	2.544	3.097
Diğer Afrika	174	253	316	311	285	371	430	554	765	1.087	1.469
3-AMERİKA	1.898	2.376	2.657	2.869	3.596	3.685	3.914	4.269	5.733	5.960	6.328
Kuzey Amerika	1.740	2.149	2.389	2.586	3.309	3.297	3.596	3.973	5.207	5.276	5.439
Orta Amerika ve Karayipler	72	103	146	163	167	201	197	166	334	411	548
Güney Amerika	86	124	122	120	120	186	121	131	193	274	341
4-ASYA	4.520	4.783	3.984	3.817	3.871	4.592	5.230	7.813	10.465	13.213	15.257
Yakın ve Orta Doğu	2.595	2.821	2.681	2.566	2.573	3.261	3.440	5.465	7.921	10.184	11.315
Diğer Asya	1.925	1.962	1.304	1.250	1.298	1.331	1.790	2.348	2.544	3.029	3.942
5-Avustralya ve Yeni Zelanda	65	80	76	87	135	98	122	158	264	271	327
6-Diğer Ülke ve Bölgeler	18	447	306	215	385	864	637	197	84	208	192

Seçilmiş ülke grupları											
OECD Ülkeleri	14.456	15.609	17.003	18.077	19.006	20.616	23.551	30.425	40.518	44.355	54.475
EFTA Ülkeleri	336	414	357	362	324	316	409	538	667	821	1.189
Karadeniz Ekonomik İşbirliği	2.926	3.825	3.290	2.232	2.467	2.932	3.599	5.044	6.779	8.619	11.583
Ekonomik İşbirliği Teşkilatı	1.129	1.286	1.125	866	874	972	1.042	1.569	2.206	2.670	3.341
Bağımsız Devletler Topluluğu	2.664	3.512	2.667	1.533	1.649	1.978	2.279	2.963	3.962	5.057	6.992
Türk Cumhuriyetleri	747	908	835	574	572	557	619	899	1.194	1.409	1.982
İslam Konferansı Teşkilatı	4.143	4.218	4.391	3.961	3.573	4.197	4.725	7.205	10.214	13.061	15.007

**Kaynak:** DTM

**Tablo 11:** Ülke Gruplarına Göre İhracat Devam (Milyon \$)

	TEMMUZ					OCAK - TEMMUZ				
	2006	% DAĞ.	2007	% DAĞ.	% DEĞ.	2006	% DAĞ.	2007	% DAĞ.	% DEĞ.
<b>GENEL İHRACAT TOPLAMI</b>	<b>7.067</b>	<b>100,0</b>	<b>8.907</b>	<b>100,0</b>	<b>26,0</b>	<b>46.983</b>	<b>100,0</b>	<b>58.413</b>	<b>100,0</b>	<b>24,3</b>
<b>A- AVRUPA BİRLİĞİ ÜLKELERİ (27)</b>	<b>3.877</b>	<b>54,9</b>	<b>4.937</b>	<b>55,4</b>	<b>27,3</b>	<b>26.550</b>	<b>56,5</b>	<b>33.332</b>	<b>57,1</b>	<b>25,5</b>
<b>B- TÜRKİYE SERBEST BÖLGELERİ</b>	<b>248</b>	<b>3,5</b>	<b>241</b>	<b>2,7</b>	<b>-2,6</b>	<b>1.706</b>	<b>3,6</b>	<b>1.658</b>	<b>2,8</b>	<b>-2,8</b>
<b>C- DİĞER ÜLKELER</b>	<b>2.943</b>	<b>41,6</b>	<b>3.729</b>	<b>41,9</b>	<b>26,7</b>	<b>18.727</b>	<b>39,9</b>	<b>23.423</b>	<b>40,1</b>	<b>25,1</b>
<b>1- DİĞER AVRUPA</b>	<b>722</b>	<b>10,2</b>	<b>860</b>	<b>9,7</b>	<b>19,1</b>	<b>4.209</b>	<b>9,0</b>	<b>5.676</b>	<b>9,7</b>	<b>34,9</b>
<b>2- AFRİKA</b>	<b>380</b>	<b>5,4</b>	<b>542</b>	<b>6,1</b>	<b>42,7</b>	<b>2.443</b>	<b>5,2</b>	<b>3.287</b>	<b>5,6</b>	<b>34,6</b>
Kuzey Afrika	261	3,7	364	4,1	39,7	1.588	3,4	2.185	3,7	37,5
Diğer Afrika	119	1,7	177	2,0	49,3	854	1,8	1.103	1,9	29,1
<b>3- AMERİKA</b>	<b>518</b>	<b>7,3</b>	<b>457</b>	<b>5,1</b>	<b>-11,8</b>	<b>3.700</b>	<b>7,9</b>	<b>3.196</b>	<b>5,5</b>	<b>-13,6</b>
Kuzey Amerika	469	6,6	358	4,0	-23,6	3.252	6,9	2.606	4,5	-19,9
Orta Amerika ve Karayip	26	0,4	54	0,6	109,3	270	0,6	300	0,5	11,2
Güney Amerika	24	0,3	45	0,5	88,2	178	0,4	290	0,5	63,0
<b>4- ASYA</b>	<b>1.287</b>	<b>18,2</b>	<b>1.760</b>	<b>19,8</b>	<b>36,8</b>	<b>8.108</b>	<b>17,3</b>	<b>10.730</b>	<b>18,4</b>	<b>32,3</b>
Yakın ve Ortadoğu	960	13,6	1.284	14,4	33,7	6.021	12,8	7.886	13,5	31,0
Diğer Asya	327	4,6	477	5,3	45,6	2.087	4,4	2.844	4,9	36,2
<b>5- AVUSTRALYA VE YENİ ZELANDA</b>	<b>27</b>	<b>0,4</b>	<b>27</b>	<b>0,3</b>	<b>-3,1</b>	<b>147</b>	<b>0,3</b>	<b>194</b>	<b>0,3</b>	<b>31,8</b>
<b>6- DİĞER ÜLKE ve BÖLGELER</b>	<b>8</b>	<b>0,1</b>	<b>83</b>	<b>0,9</b>	<b>928,8</b>	<b>120</b>	<b>0,3</b>	<b>340</b>	<b>0,6</b>	<b>182,3</b>
<b>SEÇİLMİŞ ÜLKE GRUPLARI</b>										
EFTA Ülkeleri	169	2,4	102	1,1	-39,9	739	1,6	731	1,3	-1,1
Bağımsız Devletler Topluluğu	564	8,0	855	9,6	51,6	3.402	7,2	5.215	8,9	53,3
OECD Ülkeleri	4.499	63,7	5.451	61,2	21,2	30.417	64,7	36.471	62,4	19,9
Karadeniz Ekonomik İşbirliği	977	13,8	1.410	15,8	44,2	5.782	12,3	8.958	15,3	54,9
Ekonomik İşbirliği Teşkilatı	270	3,8	400	4,5	48,5	1.677	3,6	2.396	4,1	42,9
Türk Cumhuriyetleri	167	2,4	267	3,0	60,2	974	2,1	1.515	2,6	55,5
İslam Konferansı Teşkilatı	1.251	17,7	1.769	19,9	41,5	7.862	16,7	10.752	18,4	36,8

**Kaynak:** DTM

İthalat rakamlarına baktığımızda ise 2000 yılından sonra ithalatta AB Üyesi ülkelerin yerlerini diğer ülkelere bıraktığını görüyoruz. 2006 yılı için 79.198 milyon dolar olarak gerçekleşen bu rakamın dolar üzerinden olması ve dolar paritesinin düşük

seviyelerde seyretmesi nedeniyle daha düşük maliyetlerle ithalat yaptığımız sonucuna ulaşabiliriz (Tablo12).

**Tablo 12: Ülke Gruplarına Göre İthalat**

GENEL İTHALAT TOPLAMI	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	43.627	48.559	45.921	40.671	54.503	41.399	51.554	69.340	97.540	116.774	139.480
<b>A- AB (25)</b>	<b>23.517</b>	<b>25.316</b>	<b>24.570</b>	<b>21.833</b>	<b>27.388</b>	<b>18.949</b>	<b>24.519</b>	<b>33.495</b>	<b>45.444</b>	<b>49.220</b>	<b>59.338</b>
<b>B-TÜRKİYE SERBEST BÖLGELERİ</b>	<b>297</b>	<b>361</b>	<b>418</b>	<b>508</b>	<b>496</b>	<b>303</b>	<b>575</b>	<b>589</b>	<b>811</b>	<b>760</b>	<b>944</b>
<b>C-DİĞER ÜLKELER</b>	<b>19.813</b>	<b>22.882</b>	<b>20.934</b>	<b>18.330</b>	<b>26.619</b>	<b>22.147</b>	<b>26.461</b>	<b>35.256</b>	<b>51.285</b>	<b>66.794</b>	<b>79.198</b>
<i>1- Diğer Avrupa</i>	<i>4.778</i>	<i>5.315</i>	<i>5.127</i>	<i>4.869</i>	<i>7.288</i>	<i>6.613</i>	<i>8.658</i>	<i>11.987</i>	<i>18.416</i>	<i>23.862</i>	<i>25.692</i>
<i>2- AFRİKA</i>	<i>1.994</i>	<i>2.197</i>	<i>1.758</i>	<i>1.687</i>	<i>2.714</i>	<i>2.819</i>	<i>2.696</i>	<i>3.338</i>	<i>4.820</i>	<i>6.047</i>	<i>7.404</i>
Kuzey Afrika	1.618	1.813	1.493	1.404	2.257	2.115	2.138	2.519	3.231	4.212	4.878
Diğer Afrika	376	385	265	283	457	704	558	820	1.589	1.835	2.526
<i>3- AMERİKA</i>	<i>4.634</i>	<i>5.453</i>	<i>5.016</i>	<i>3.799</i>	<i>4.799</i>	<i>3.841</i>	<i>4.065</i>	<i>4.922</i>	<i>6.595</i>	<i>7.857</i>	<i>9.397</i>
Kuzey Amerika	3.860	4.641	4.230	3.257	4.167	3.390	3.421	3.741	5.114	5.823	6.932
Orta Amerika ve Karayipler	240	108	117	91	80	41	103	169	209	287	335
Güney Amerika	534	704	669	452	551	410	541	1.012	1.271	1.747	2.130
<i>4- ASYA</i>	<i>7.951</i>	<i>8.791</i>	<i>8.286</i>	<i>7.197</i>	<i>10.306</i>	<i>7.901</i>	<i>9.716</i>	<i>14.099</i>	<i>21.085</i>	<i>28.548</i>	<i>36.201</i>
Yakın ve Orta Doğu	3.315	2.774	2.084	2.124	3.373	3.016	3.186	4.455	5.585	7.967	10.568
Diğer Asya	4.636	6.017	6.202	5.073	6.933	4.884	6.530	9.644	15.500	20.581	25.634
<i>5- Avustralya ve Yeni Zelanda</i>	<i>428</i>	<i>547</i>	<i>439</i>	<i>157</i>	<i>305</i>	<i>232</i>	<i>313</i>	<i>247</i>	<i>302</i>	<i>321</i>	<i>399</i>
<i>6- Diğer Ülke ve Bölgeler</i>	<i>29</i>	<i>579</i>	<i>307</i>	<i>621</i>	<i>1.208</i>	<i>741</i>	<i>1.013</i>	<i>662</i>	<i>67</i>	<i>158</i>	<i>105</i>
<b>SEÇİLMİŞ ÜLKE GRUPLARI</b>											
OECD Ülkeleri	31.116	34.838	33.496	28.356	35.682	26.011	32.985	43.899	59.650	66.107	77.738
EFTA Ülkeleri	1.112	1.287	1.169	926	1.155	1.481	2.512	3.396	3.911	4.440	4.520
Karadeniz Ekonomik İşbirliği-KEİ	3.897	4.495	4.358	4.308	6.746	5.553	6.588	9.298	15.368	20.480	27.017
Ekonomik İşbirliği Teşkilatı-ECO	1.197	1.107	948	1.123	1.543	1.238	1.548	2.736	3.218	5.108	8.101
Bağımsız Devletler Topluluğu-BDT	3.074	3.615	3.724	3.734	5.693	4.630	5.555	7.777	12.927	17.252	23.372
Türk Cumhuriyetleri	304	399	449	457	628	283	468	623	754	1.267	1.968
İslam Konferansı Teşkilatı	5.587	5.233	4.238	4.078	6.321	5.540	6.072	8.195	10.631	14.459	19.108

**Kaynak:** DTM

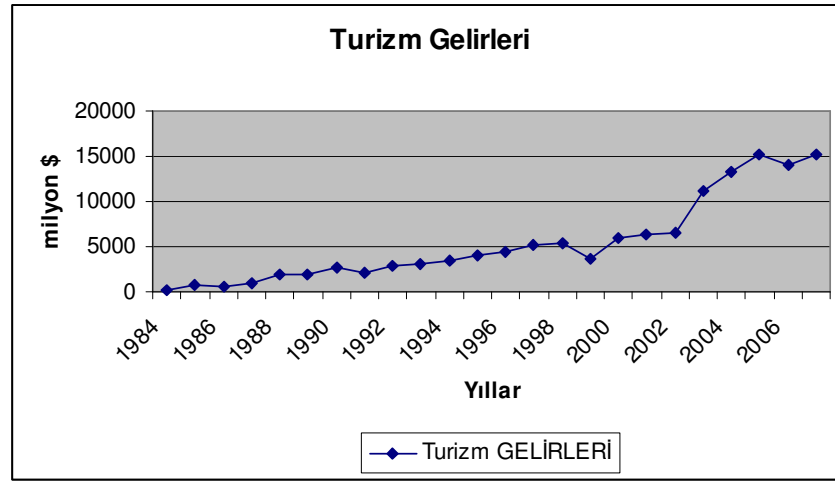
### III.5. Cari Denge ve Hizmetler Dengesi

Cari işlemler hesabının ikinci hesabı hizmetler dengesi dış ticaret hesabına göre daha istikrarlı bir seyir izlemektedir. Hizmetler dengesi ekonomik büyüme ile çok yakından ilişkili değildir. Hizmetler dengesi hesabında turizm gelirleri önemli yer tutmaktadır.

Turizm gelirleri hesaplanmasında ülkemizden çıkış yapan yabancı ziyaretçi sayısı ve yaptıkları ortalama harcama esas alınmaktadır. Turizm gelirlerinde 2002 yılı sonrası küçümsenmeyecek bir artış gözlenmiştir.

Bu artış cari işlemler dengesi için son derece önemlidir. 2000'li yıllara kadar iki milyon dolar seviyesinde olan turizm gelirleri 2000'li yıllar sonrasında büyük bir artış göstermiş ve 2007 yılında sekiz milyon dolara yaklaşmıştır (Grafik 9).

**Grafik 9:** Turizm Gelirleri (Birikimli Milyon \$)



Kaynak: TCMB

### III.6. Cari Açığın Finanse Edilmesi

#### III.6.1. Sermayenin Yapısı

Ödemeler bilançosu denkleğinin sağlanması için cari işlemler hesabında oluşan bir açık sermaye hesabı ile finanse edilmelidir. Bu noktada sermaye hesabını oluşturan kalemler ve bilançodaki tutarları son derece önemlidir. Bu nedenle doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, diğer yatırımlar ve rezerv varlıklar hesabı cari açığın sürdürülebilirliği ve kalitesi bakımından temel göstergelerdir.

Yabancı yatırım ulusal veya uluslararası düzeyde doğrudan yabancı yatırımları ifade etmektedir. Sıcak para olarak ifade edilen portföy yatırımları ise dolaylı yatırımlar olarak ifade edilir. Bir yatırımcının ülkeye gelmesini sağlayan pek çok unsur vardır. Bunları ekonomik istikrar, cazip pazar olanakları, hammadde kaynaklarının avantajı, alt yapı ve ulaşım imkanları olarak sayabiliriz. Buna yatırım iklimi diyebiliriz; ama yatırım iklimi sadece ekonomik bir iklim değildir; aynı zamanda hukuki bir iklimdir. Yatırımcı kendisini hukuken güvende sayabileceği bir ortam ister. Ekonomik açıdan yatırım iklimi ne kadar elverişli olursa olsun, eğer hukuki iklim elverişli değilse yabancı yatırımcının o ülkeye gelmesi mümkün değildir (Tiryakioğlu, 2007 :1-5).

Gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarının sürdürülebilirliğinde söz konusu sermayenin türü de önemlidir. Eğer sermaye girişleri doğrudan yabancı yatırımlar şeklinde ise, bu durum sermayenin girişinde etkili olanın, ülkenin makroekonomik performansı olduğunu ve sermayenin ortaya çıkan beklenmedik olaylardan ve kısa süreli şoklardan etkilenmeyip, istikrarlı bir biçimde ülkede kalmayı sürdüreceğini gösterir. Ancak, sermaye hareketleri kısa vadede yüksek getiri elde etmeyi amaçlayan, kısa vadeli spekülasyon sermaye ve portföy yatırımları şeklindeyse, gelişmekte olan ülkelere arbitraj imkanı sağlayacak ve daha sonra da elde ettiği kazancı da alarak ülkeyi terk edecektir (İnandım, 2005 :25).

**Tablo 13: Sermaye ve Finans Hesapları**

milyon \$	FİNANS HESAPLARI	DOĞRUDAN YATIRIMLAR	PORTFÖY YATIRIMLARI	DİĞER YATIRIMLAR	REZERV VARLIKLAR
1984	970	113	0	920	-63
1985	1850	99	0	1391	360
1986	1583	125	146	1475	-163
1987	1312	106	282	1060	-136
1988	-2111	354	1178	-2922	-721
1989	-1932	663	1386	-1509	-2472
1990	3093	700	547	2742	-896
1991	-1198	783	623	-3803	1199
1992	2164	779	2411	458	-1484
1993	8595	622	3917	4364	-308
1994	-4463	559	1158	-5634	-546
1995	-93	772	237	3903	-5005
1996	938	612	570	4301	-4545
1997	3625	554	1634	4753	-3316
1998	-1287	573	-6711	5067	-216
1999	-377	138	3429	1782	-5726
2000	12581	112	1022	11801	-354
2001	-1633	2855	-4515	-2667	2694
2002	1403	958	-593	7191	-6153
2003	3096	1253	2465	3425	-4047
2004	13410	2026	8023	4185	-824
2005	20423	8951	13437	15882	-17847
2006	32342	18984	7373	12099	-6114
2007	38411	19766	717	25960	-8032

**Kaynak: TCMB**

2000’li yıllara kadar portföy yatırımlarının belirleyici olduğunu görmekteyiz.

Doğrudan yatırımlar ise kısa süreli ve spekülatif olarak değerlendirebileceğimiz sermaye türüne oranla oldukça sınırlı kalmıştır. Sıcak para olarak ifade ettiğimiz bu tür sermayenin özellikle kriz yıllarında büyük miktarla çıkışlarla ekonomiye verdiği zarar ortadadır. Doğrudan yatırımlarda ise 2001 ve 2002 kriz yılları sonrasında istikrarlı bir artış yaşanmaktadır. Özellikle 2006 yılı itibarı ile yaşanan sıçrama ödemeler dengesinin sağlıklı işlemesi için son derece önemlidir. Doğrudan yatırımlarda bunlar yaşanırken kısa süreli sermaye hareketlerinde yaşanan gerileme dikkat çekicidir (Tablo13). Bu noktada ödemeler bilançosu açıklarının finansmanının kısa süreli sermaye hareketlerinden uzun süreli

sermaye olarak nitelendirilen doğrudan yatırımlara dönüşme sürecine girmesi cari işlemler açığı ve ekonomimiz için son derece sevindiricidir.

**Tablo 14: Ödemeler Dengesi Alt Kalemleriyle Cari İşlemler Dengesinin Finansmanı**

milyondolar	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>CARI İŞLEMLER</b>	250	-974	-6433	2631	-2339	-2437	-2638	1985	-1336	-9823	3393	-1519	-8036	-15599	-22604	-32193	-37996
<b>FİNANŞHESAPLARI</b>	-1198	2164	8595	-4463	-93	938	3625	-1287	-377	12581	-1633	1403	3096	13410	20423	32342	38411
<b>Doğrudan Yatırımlar</b>	783	779	622	559	772	612	554	573	138	112	2855	958	1253	2026	8951	18984	19766
Yurtdışında	-27	-65	-14	-49	-113	-110	-251	-367	-645	-870	-497	-175	-499	-859	-1078	-934	-2107
Yurtiçinde	810	844	636	608	885	722	805	940	783	982	3352	1133	1752	2885	10029	19918	21873
<b>Portföy Yatırımları</b>	623	2411	3917	1158	237	570	1634	-6711	3429	1022	-4515	-593	2465	8023	13437	7373	717
MerkezBankası	0	-216	0	0	-213	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
GenelHükümet	593	2988	3903	446	933	1919	1915	-4369	3677	984	-3645	1958	3123	7984	9351	9463	-2358
Bankalar	-26	43	7	-312	-212	-160	421	-202	83	142	-3	-439	-177	0	-350	0	0
<b>Diğer Yatırımlar</b>	-3803	458	4364	-5634	3903	4301	4753	5067	1782	11801	-2667	7191	3425	4185	15882	12099	25960
MerkezBankası	-310	-210	-33	272	340	-81	-30	-234	518	3348	10229	-6138	-1479	-4414	-2881	0	0
GenelHükümet	-201	-1645	-2177	-2962	-2131	-2108	-1456	-1655	-1932	117	-1977	11834	-765	-267	-4637	-5223	-3901
Bankalar	1199	2411	3975	-6883	1074	1815	2384	892	2187	4378	-8076	-1028	1975	5708	9248	5814	5340
DiğerSektörler	-779	615	1874	1182	877	1324	3938	4502	2284	5025	438	372	1023	5107	10017	19367	27381
<b>Rezerv Varlıklar</b>	1199	-1484	-308	-546	-5005	-4545	-3316	-216	-5726	-354	2694	-6153	-4047	-824	-17847	-6114	-8032
<b>NETHATANOKSAN</b>	948	-1190	-2162	1832	2432	1499	-987	-698	1713	-2758	-1760	116	4940	2189	2181	-149	-415

**Kaynak: TCMB**

2006 yılı itibariyle ödemeler dengesi alt kalemlerine baktığımızda, veriler dış borçlanmada kalitenin artığına artışına işaret etmektedir. Yüksek miktarlarda gerçekleşen doğrudan yabancı yatırım bu sürece olanak sağlamaktadır. Ancak 2006 yılı boyunca gözlenen bu olumlu gelişme, artan cari işlemler açığının gerisinde kalmaktadır. Bu noktada bu sürecin 2007 yılında da sürüp sürmeyeceği ekonominin büyüme hızına, ikincisi enerji fiyatlarındaki dalgalanmaya ve doğrudan yabancı yatırımların düzeyine bağlı olacaktır. Ayrıca Türkiye'nin içinde bulunduğu gelişen piyasaların zorlu bir dönemden geçtiği kaçınılmaz bir gerçektir. Dünya genelinde yaşanan enflasyon ve büyümedeki istikrarsızlıkların devam etmesi de yatırımcıların riskten kaçınma eğilimlerine yönelmelerine sebep olabilir.

Tablo 14'te Türkiye'de cari açığı finanse eden sermaye hareketleri ayrıntıları ile gösterilmiştir. Cari işlemler hesabındaki dalgalanmalara paralel olarak toplam sermaye hareketlerinde dalgalanmalar olmuştur. Kriz zamanları dışında Türkiye sermaye ithal eden ülke durumundadır. 1990'lı yıllardan itibaren doğrudan yabancı sermaye yatırımları özellikle Latin Amerika ülkeleri ile doğrudan yabancı sermayeyi özendirici politikalar izleyen Uzak Doğu Ülkeleri ve Çin'e yönelmiştir. Diğer yandan Sovyet bloğunun dağılmasından sonra Doğu Avrupa ülkeleri ile Bağımsız Devletler Topluluğu'nun serbest piyasa ekonomisine geçiş sürecinde yaptıkları önemli özelleştirmeler de, büyük miktarda yabancı yatırımları çekmiş ve Türkiye'nin yabancı yatırımcıların ilgi alanı dışında kalmasına neden olmuştur (Kont, 1998 :697).

2005'e kadar yılda ortalama olarak 1 Milyar \$'ın altında gerçekleşen doğrudan yabancı sermaye girişi konusundaki kötü performansımızın temel nedenleri olarak şunları söylemek mümkündür: Enflasyon ve sık sık yaşanan ekonomik krizler ve buna bağlı olarak ortaya çıkan yüksek düzeydeki iş riski, politik istikrarsızlık, bürokratik formalitelerin fazlalığı, yolsuzluklar konusundaki kötü sicilimiz, yabancı yatırımcıya sağlanan güvence konusundaki yetersizlikler, istihdam ve fikri mülkiyet haklarına ilişkin uygulamada yaşanan sıkıntılar. Bununla birlikte Türkiye, çalışabilir genç nüfusu, Rusya, Türkî Cumhuriyetler, Orta Doğu ve AB pazarlarına yakınlığı, önemli birçok uluslararası araştırmanın tarafı olması, mevcut yabancı yatırım mevzuatının liberal yapısı, esnek ve girişimci iş dünyası ve iyi yetişmiş kaliteli işgücüyle yabancı sermayeyi kendisine çekmede rakibi olan ülkelere kıyasla önemli avantajlara sahip bulunmaktadır (Aktaş, 2006 :2).

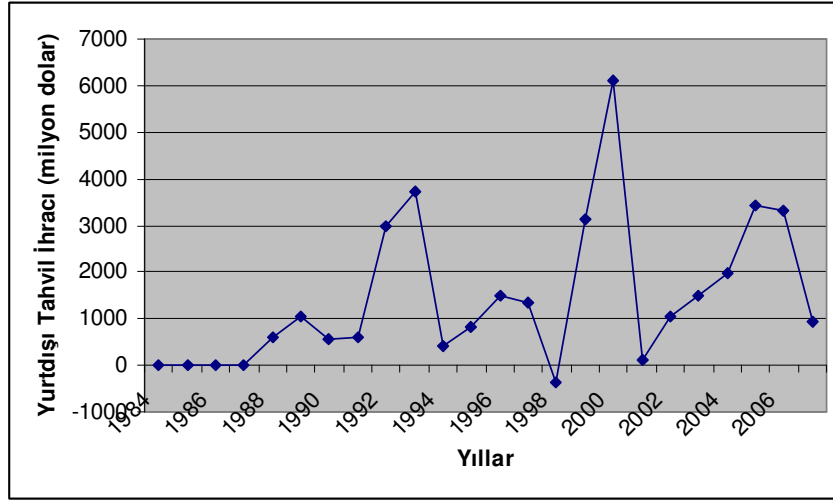
Türkiye'ye yönelik doğrudan yabancı yatırımlarla ilgili dikkat çeken bir başka husus da fiili giriş yapan doğrudan yatırım miktarı, izin verilen yabancı sermaye



yatırımlarının yaklaşık yarısı kadar bir oranda gerçekleşmiş olmasıdır. Bunun en önemli nedeni ise yatırımların gerçekleşme süreleridir. Yapılan yatırımların çoğunluğu izin verilen yılda tamamlanamamakta sonraki yıllarda da devam edebilmektedir Diğer bir neden ise çeşitli sebeplerle verilen izinler yatırımlara dönüştürülememesidir (Hazine Müsteşarlığı, 2001, s.6). Doğrudan yatırımlar dışında, tahvil dışsatımı ya da menkul kıymetler alım satımı portföy yatırımı olarak tanımlanmaktadır (Kepenek ve Yentürk, 2000 :299).

Dünya Bankası verilerine göre, kriz sonrası dönemlerde doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının payı diğer ülkelerde artmakta iken Türkiye’de artış sınırlı kalmaktadır. 2003, 2004 ve 2005 yıllarında doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında artışlar olsa da bu artışların nedeninin yurt dışı yerleşiklerin gayrimenkul alımlarından kaynaklandığı ifade edilmektedir. Portföy yatırımlarının yükümlülükler kısmında “borç senetleri” kalemi altındaki kalemlerden biri olan yurt dışındaki tahvil ihraçlarından kaynaklanan net girişler, uzun vadeli dış borcu arttırmalarına rağmen kriz zamanlarında kaçış eğilimi göstermemektedir. Grafikte görüldüğü üzere kriz öncesi yıllarda tavan yapan bu girişler kriz anında büyük miktarlarda çıkışlar göstermektedir (Grafik 10).

**Grafik 10: Yurtdışı Tahvil İhracı (Milyon \$)**



**Kaynak: TCMB**

Bunun yanında, “Borç Senetleri” altında izlenen tamamen yurt dışı yerleşiklerin satın aldığı tutarı gösteren devlet iç borçlanma senetleri (DİBS) kalemi, kriz zamanlarında en çok sermaye çıkışının yaşandığı bir kalemdir. Kasım 2000 krizinde yurt dışı yerleşikler sadece kasım ayında 5 milyar dolara yakın DİBS’i satarak çıkmışlardır. 2004 yılında yurt dışı yerleşiklerin ülkemizden satın aldığı DİBS cinsinden menkul kıymetler, %261 artışla 6 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. GSYİH’nin %1,9’una denk gelen bu rakam, 2004 yılında cari açıkların yarıya yakınının yabancıların DİBS alımlarıyla finanse edildiğini göstermektedir. Yani, 2004 yılı cari açığın yarıya yakını, kaçış eğilimi yüksek sermayeyle finanse edilmiştir. Bu eğilimin devam etmesi ise cari açığın sürdürülebilirliğini riske sokmaktadır. Ancak 2004 yılı sonrası bu oranın düşmesi ve doğrudan yatırım oranının hızlı artış yaşaması cari işlemler açığı için umut verici bir gelişmedir (Tablo 15).

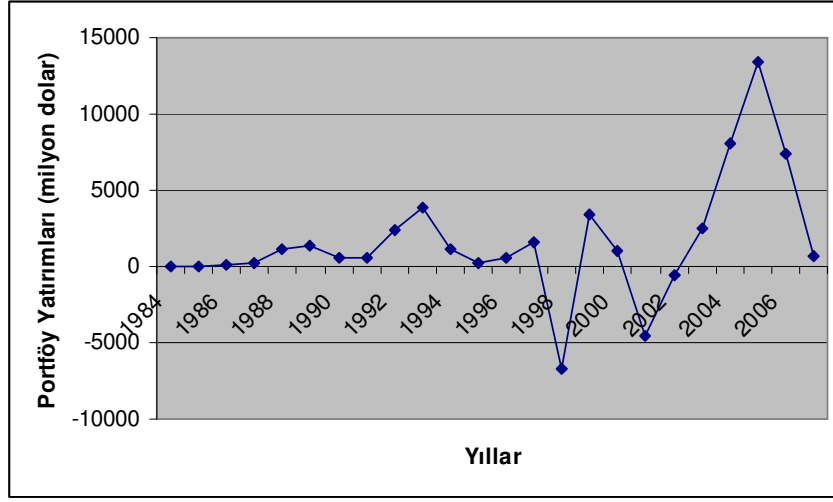
**Tablo 15: Cari İşlemler Açığı ve DİBS**

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
C.I.H.(milyon\$)	-974	-6.433	2.631	-2.339	-2.437	-2.638	1.984	-1.340	-9.821	3.392	-1.521	-8.036	-15.601	-22.603	-32.775
S.F.H.(milyon\$)	2.164	8.595	-4.463	-93	938	3.625	-1.287	-377	12.581	-1.633	1.406	3.095	13.410	20.487	35.099
Portföy Yatırımları(milyon\$)	2.411	3.917	1.158	237	570	1.634	-6.711	3.429	1.022	-4.515	-593	2.465	8.023	13.437	7.373
DİBS(milyon\$)	2.978	3.759	721	2.311	2.804	2.898	2.706	5.015	7.507	2.148	3.286	5.265	5.753	6.489	5.848
Doğrudan Yatırımlar(milyon\$)	779	622	559	772	612	554	573	138	112	2.855	962	1.253	2.024	8.723	19.13

**Kaynak:** Hazine

Portföy yatırımları ülkemize 1986 yılında gelmeye başlamış ve 1989 yılında yürürlüğe konulan 32 sayılı Kararla beraber bu yatırımların hacminde de önemli artışlar olmuştur. 1986-1989 yılları arasında ülkemize giren net portföy yatırımları 2,9 milyar dolar civarındayken 1993 yılında en yüksek seviyesine ulaşarak 3,9 milyar dolar olmuştur. Bu artışın 3,7 milyarlık bölümü kamu açıklarını kapatmaya yönelik, kamu ağırlıklı tahvil borçlanmasından kaynaklanmaktadır. 1994 kriziyle, özellikle devlet tahvil yoluyla borçlanabilirliğinin azalmasıyla beraber portföy yatırımları yaklaşık %70 oranında azalmış ve 1,2 milyar dolar olmuştur. Ülkemizde portföy yatırımlarında en yüksek miktarlı çıkış ise; Asya ve Rusya krizlerinin etkisiyle 1998 yılında yaşanmış ve bu çıkış net, 6,7 milyar dolar civarında gerçekleşmiştir. Ülkemize giren net portföy yatırımları 1999 yılında 3,4 milyar dolar, 2000 yılında ise 1 milyar dolar civarında olmuştur. 2001 yılında ise Türkiye'de yaşanan finansal krizin etkisiyle yaklaşık 4,5 milyar dolar civarında portföy yatırımlarında çıkış yaşanmış ve bunun büyük bir kısmı da yine yabancı yatırımcıların menkul kıymetlerdeki çıkışından kaynaklanmıştır. 2002 yılında çıkış bir miktar devam etmiş, 2003 yılı itibari ile dalgalı bir seyir izleyerek 2005 yılında 13,4 milyar dolarlık bir giriş yaşanmıştır. Portföy yatırımları yıllar itibariyle Türkiye'de istikrarsız bir seyir izlemiş ve bu yatırımların dalgalanması, doğrudan yatırımlara göre daha yüksek olmuştur (Grafik 11)

**Grafik 11: Portföy Yatırımları (Milyon\$)**

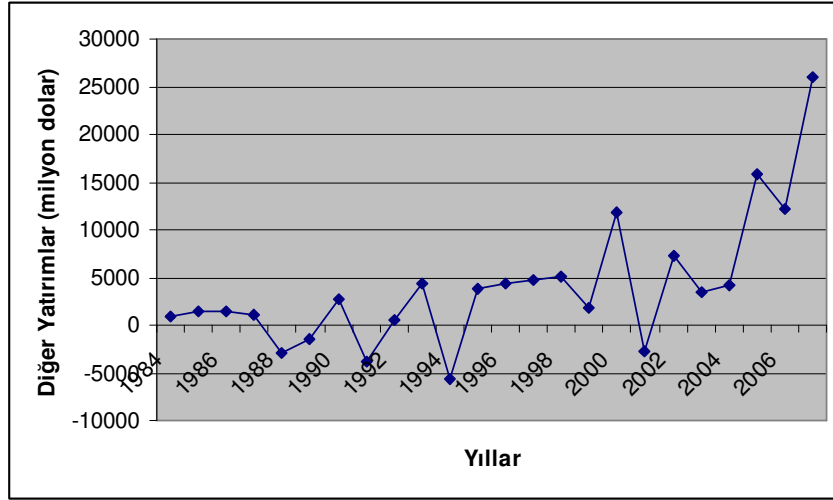


**Kaynak: TCMB**

Yurt içi reel faiz ile yabancı paranın yıllık aşınması arasındaki arbitraj, kısa vadeli sermaye hareketlerini uyararak ve gelişmekte olan ülkelere yönelmesini sağlayan çekici faktörlerin başında gelmektedir. Buradaki arbitraj değişkeni, gelişmekte olan ülkelerin finans piyasalarına giriş yapan bir birim yabancı paranın, dönem başındaki kurdan ulusal paraya çevrilmesi ve ulusal para bazında faiz geliri elde ettikten sonra da tekrar döviz cinsinden yurt dışına çıkması sonucunda elde edilen net geliri göstermektedir. Finansal arbitraj oranı  $[(1+R)/(1+E)]-1$  olarak tanımlanabilir, R ulusal para bazındaki faiz oranını, E ise döviz kurundaki (Ulusal para/yabancı para) artış oranını göstermektedir. Bu işlem boyunca arbitraj geliri faiz haddi yükseldikçe artmakta, ulusal paranın yabancı para karşısında değer kaybetmesi durumunda da gerilemektedir (Yeldan, 2005 :2). Arbitraj gelirindeki gerileme diğer bir deyişle, yüksek reel faiz ve düşük kur dengesindeki bozulma ise oynak yapıdaki spekülasyonun ülkeyi terk etmesini de beraberinde getirmektedir (İnadım, 2005 :30). Yaşadığımız krizler Grafik11’de daha net olarak gösterilmektedir.

Diğer yatırımlar kaleminde kriz yılları olan 1994 ve 2001’de net çıkışlar görülmektedir. 2001 yılındaki krizden sonra doğrudan yabancı sermayeyi yeteri kadar çekemeyen Türkiye, 2003, 2004 ve 2002 yıllarında yüksek seviyelerde seyreden cari açıkları, DİBS satışları ve kısa vadeli krediler yoluyla finanse etme yoluna gitmiştir. Özellikle 2004 yılında yerleşiklerin DİBS alımlarındaki artış, cari açığın kırılganlığını artırmaktadır. 2004 yılında, diğer gelişmekte olan ülkelerde özel sektörden kaynaklanan sermaye girişlerinin yarısını doğrudan yabancı sermaye yatırımları oluştururken, Türkiye’de özel sektörün dış borcu artırıcı finansman şeklini tercih etmesi, cari açığın kırılganlığını artırmaktadır (Babaoğlu, 2005 :42). Ancak bu sürecin 2005 yılı itibari ile değişim sürecine girmesi olumlu bir gelişmedir (Grafik 12).

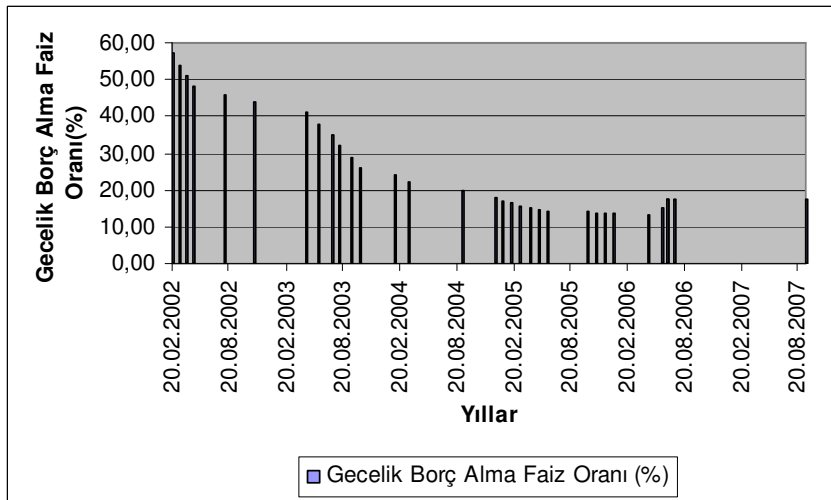
**Grafik 12: Diğer Yatırımlar (Milyon\$)**



Kaynak: TCMB

Reel faiz oranlarına baktığımızda finansal istikrarla birlikte nominal ve reel faizlerde belirgin bir düşüş yaşandığını görebiliyoruz (Grafik13). Ülkemizde 2002 yılından bu yana belirli aralıklarla faiz indirimi yapılmıştır.

**Grafik 13: Gecelik Borç Alma Faiz Oranları**



Kaynak: TCMB

Yurt içi reel faiz ile yabancı paranın yıllık aşınması arasındaki arbitraj, kısa vadeli sermaye hareketlerini ve özellikle “sıcak para” akımlarını uyararak ve geliştiren olan

ülkelere yönelmesini sağlayan çekici faktörlerin başında gelmektedir. Yüksek reel faiz ve düşük döviz kuruna dayalı spekülasyon arbitraj (korunmamış faiz paritesi) olanakları yaratan ülkeler finansal sermaye için çekici bir hedefdir.

Dünya Bankası geliştirmekte olan ülkelere yönelik net sermaye girişlerindeki söz konusu artışı, bu ülkelerde yatırım hacmini genişleteceği gerekçesiyle önemli bir olanak olarak değerlendirmektedir (Yeldan, 2005 :55).

Uluslararası ekonomik ilişkilerde ülkelerin kazandığı rekabet gücü, dış ticaret ve bunu takip ederek ödemeler bilançosu dengesini etkileyen en önemli unsurdur. Sermaye hareketleri ve reel döviz kuru etkileşiminin Türkiye örneği dahilinde ele alındığı birçok çalışmadan çıkan ortak sonuç, kısa vadeli sermaye hareketleri ile ulusal paranın reel değeri arasında pozitif bir bağlantı bulunduğudır (İnandım, 2005 :49). Ülkeler arası rekabet gücünü ölçmenin bir yolu da reel döviz kurudur. Reel döviz kuru, ekonomik birimlerin üretim ve tüketim kararlarının yurt içinde ve yurt dışında üretilen mallar arasında dağılımını etkileyerek, cari işlemler dengesi üzerinde belirleyici rol oynamaktadır (TCMB, 2005 :1).

Dış rekabetin anahtar bir göstergesi olan reel döviz kurunun yükselmesi çoğu zaman fiyat rekabetinin kaybı olarak yorumlanmaktadır. Ancak, reel döviz kuru ile rekabet arasındaki ilişki tek taraflı değildir. Ulusal paranın reel olarak değer kazanması genellikle rekabet gücünde bir azalma olarak yorumlanırken, bazı durumlarda verimlilikteki artış nedeniyle rekabet gücünde meydana gelen bir artışı da yansıtabilmektedir (İnandım, 2005 :29). Türkiye’de kur rejimi kapsamında para politikası oluşumlarına bakıldığında sermaye hareketlerine getirilen düzenlemelere bağlı olarak üç ayrı dönem karşımıza çıkmaktadır: 1) Sermaye hareketlerinin kısıtlı olduğu ve faiz oranları ile döviz kurlarının eşzamanlı olarak kontrol edildiği 1980 öncesi dönem ve 1980’ler (1980–1988), 2) Sermaye hareketleri

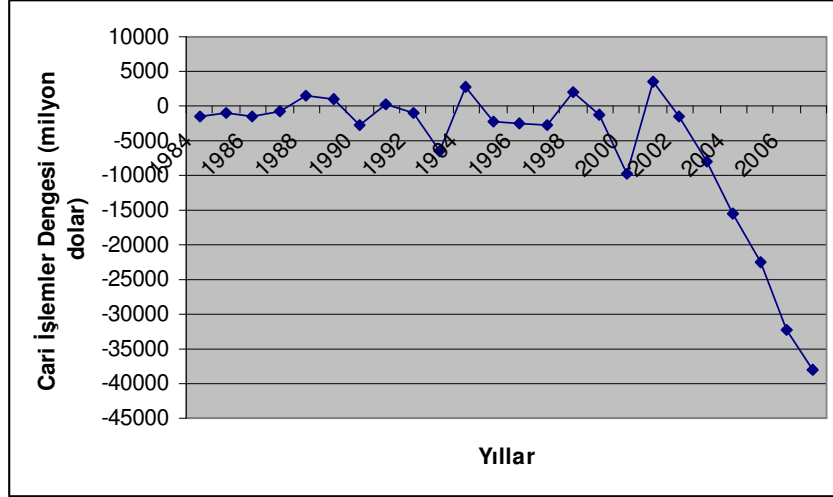
serbest iken, döviz kurlarının kontrol edildiği ancak faiz oranlarının serbest olduğu ve pasif para politikası uygulanan 1989 – 2001 dönemi, 3) Sermaye hareketleri serbest iken, faiz oranlarının kontrol edildiği ancak döviz kurlarının serbest olduğu ve aktif para politikası uygulanan, dalgalı kur sisteminin benimsendiği 2001 sonrası dönem (İnandım, 2005 :54). 2001 krizi de göstermiştir ki sabit döviz kurunun korunmaya çalışıldığı programlarda reel döviz kurundaki aşırı değerlenme cari açığa aşırı artışa yol açabilmektedir. Sabit kur rejiminde yüksek faiz oranları önemli miktarlarda sermaye çekebilmektedir. Fakat yapısal koşulların sağlıklı bir yapıya kavuşturulamaması nedeniyle beklentiler olumsuz yönde oluşmakta ve risk artmaktadır. Bunların sonucunda büyük miktarlarda sermaye çıkışı yaşanmakta ve ulusala para değerlendirilerek Merkez Bankası'nın rezervlerinde azalma olmaktadır. Bunun zorunlu sonucu olarak sabit kur rejimi terk edilerek dalgalı kur uygulamasına geçilmektedir.

2001 yılından sonra reel döviz kurunda, Türk Lirası lehine değerlendirilmeye rağmen, toplam mal ihracatımızda azalma olmamış, aksine hızlı bir artış yaşanmıştır. Bu nedenlerden ötürü reel efektif döviz kuru, cari açık sürdürülebilirliği açısından iyi bir göstere değildir. Sadece yurt içi fiyat endekslerine dayalı reel kur hesaplamalarının ülkenin rekabet gücünü ne ölçüde ifade ettiği de tartışmalı bir konudur. Bu amaçla Türkiye için Keyder, Sağlam ve Öztürk (2004) tarafından birim işgücü maliyetine dayalı rekabet endeksi hesaplanmıştır. Bu endeks, Türkiye'nin dış ticaretinde söz sahibi ülkelerin birim ücret maliyet endeksinin birim ücret maliyet endeksinde bölünmesiyle hesaplanmaktadır. Bu çalışma sonucunda 1995 fiyatları baz alındığında 1999–2003 döneminde Türk Lirasındaki değerlendirmelerle birlikte, birim ücret maliyetindeki avantajlar sayesinde TL'deki aşırı değerlendirilme telafi edilebilmiş ve Türkiye'nin rekabet gücü sürdürülebilmiştir. Çalışmada işgücü maliyetlerinin özellikle 2000 yılından beri düşük gerçekleşmesinin sebebi olarak,



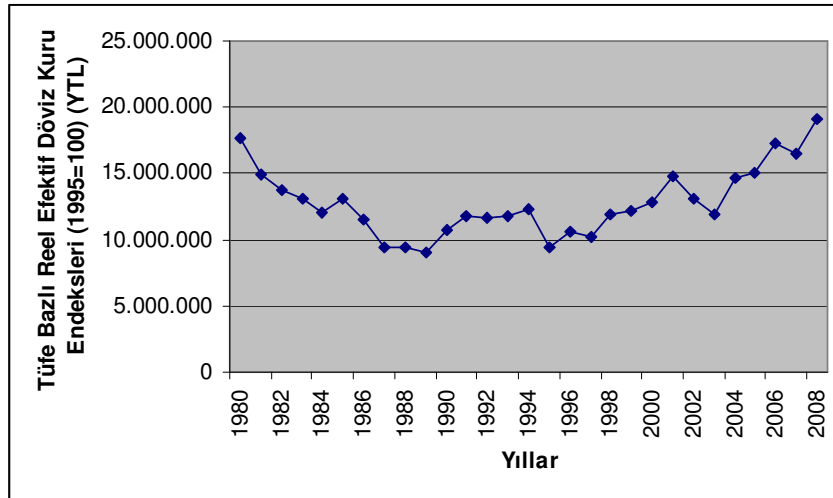
imalat sanayinde artan etkinliğin sonucu olarak 1999 yılından itibaren işgücü verimliliğindeki artış kaydedilmesi olarak açıklanmıştır (Keyder, Sağlam ve Öztürk 2004 :42).

**Grafik 2: Cari İşlemler Dengesi**



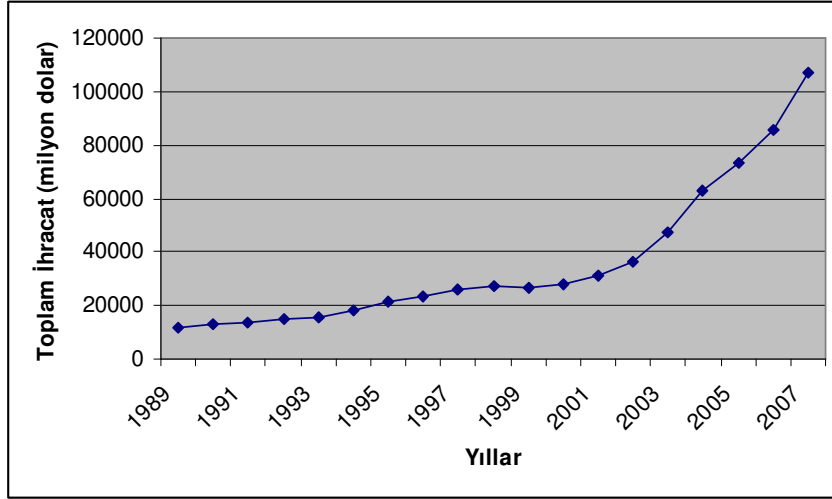
Kaynak: TCMB

**Grafik 14: Tüfe Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru**



Kaynak: TCMB

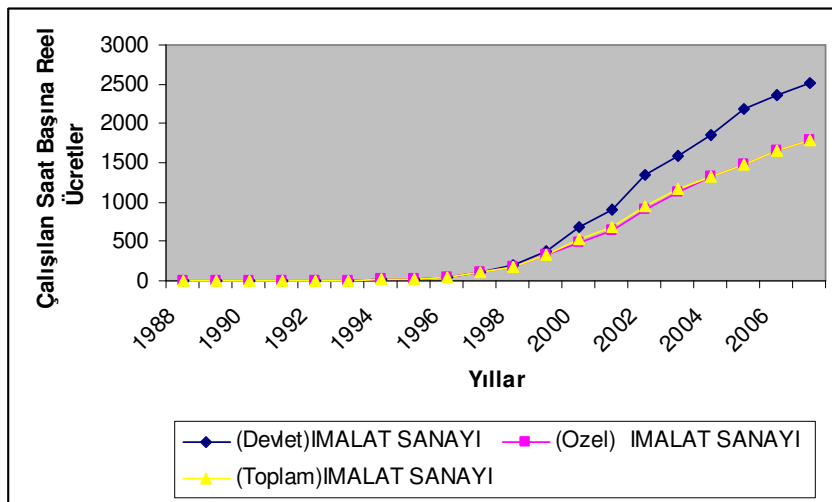
**Grafik 15: Toplam İhracat**



Kaynak: TCMB

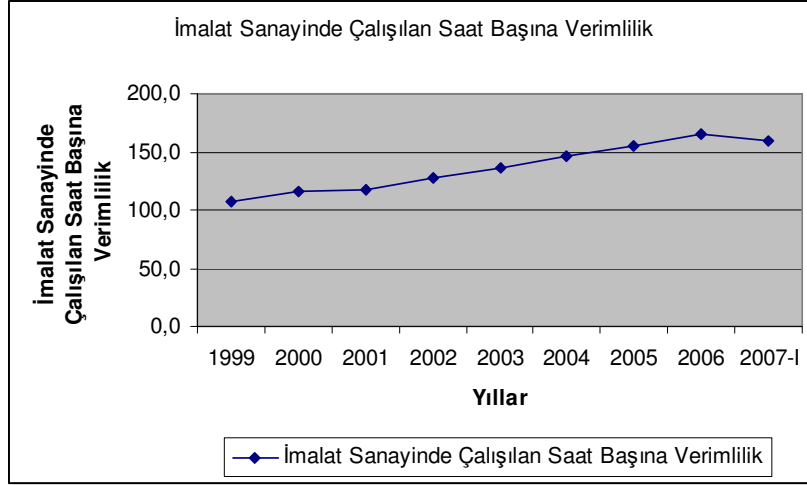
Bu noktada dış ticaret ve cari açık verilerini açıklarken sadece reel efektif döviz kurlarına bakarak yapılacak değerlendirmenin eksik olacağını ifade edebiliriz. Bu nedenle rekabet gücünü tamamlayan işgücü verimliliği ve işgücü maliyeti gibi değişkenlerin de gözden kaçırılmaması gereklidir.

**Grafik 16: Ücret Endeksi-İmalat Sanayi-Üretimde Çalışılan Saat Başına (1997=100)**



Kaynak: TÜİK

**Grafik 17: İmalat Sanayinde Çalışılan Saat Başına Verimlilik**



**Kaynak:** TÜİK

Yukarıdaki grafiklere baktığımızda özellikle 2000’li yıllar sonrası ülkemizde döviz kurundaki belirgin artışa rağmen ihracat miktarımızda aynı seyirde artmıştır. Reel döviz kurunda yaşanan artışlar sonucu değerlendirilen Türk Lirası ile birlikte ihracatın azalacağı ve cari işlemler hesabını yani ödemeler bilançosunu çok olumsuz etkileyeceği düşünülürken imalat sanayinde reel ücretlerin hemen hemen aynı seviyesini koruması ve özellikle verimlilikteki artış nedeniyle bu etki daha sınırlı düzeylerde kalmıştır.

Yeldan’a göre özellikle sıcak para girişlerinin sağladığı aşırı değerlendirme, bir yandan ithalat maliyetlerini ucuzlatıp ekonomik büyümeyi finanse ederken diğer yandan da finansal piyasalarda spekülasyon kazançları özendirmiştir. Ancak “spekülasyon” nitelikli bu büyüme dalgası hiç bir zaman uzun erimli olmamış ve her bir genişleme dönemi (1990-93; 1995-98; 2000) sırasıyla 1994, 1999 ve 2001 krizleri ile sonuçlandırılmıştır. (Yeldan, 2005 :61).

Cari açığın uzun vadeli sermaye ile finansmanı büyük önem taşımaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketlerini yurt içi yerleşiklerin yurt dışından sağladıkları kısa vadeli krediler, yurt dışı yerleşiklerin yurt içindeki bankalarda tuttıkları mevduatlar ile yurt

dışında çalışan ve yurt dışı yerleşik sayılan işçilerimizin Merkez Bankası'nda tuttıkları kısa vadeli mevduatlar, kriz dönemlerinde çabuk kaçış gösteren yurt dışı yerleşiklerin İMKB'den aldıkları hisse senetleri ile Türk Lirası ve yabancı para cinsinden aldıkları devlet iç borçlanma senetleri olarak ifade edebiliriz. Uzun vadeli sermaye hareketlerine de yurt dışı yerleşiklerin Türkiye'de yaptıkları doğrudan yabancı sermaye yatırımları, kriz dönemlerinde çıkış göstermeyen yurt dışında satışı sunulan borçlanma senetleri, uzun vadeli net kredi girişleri, Uluslararası Para Fonu (IMF)'ndan sağlanan kaynaklar ve uzun vadeli mevduat girişleri dahil edilmiştir. (Babaoğlu, 2005 :46).

Kısa süreli sermaye hareketlerinin engellenmesi konusundaki tartışmalara James Tobin'in öne sürdüğü döviz işlemleri üzerinden alınabilecek küçük oranlı bir vergi konusu damgasını vurmuştur. Tobin vergisi denilen bu vergi ile hem büyük miktarlara ulaşan döviz alım satım işlemlerine ilave bir külfet getirilerek bu hareketlerin azaltılması, hem de buradan elde edilecek gelir ile dünyanın sosyal sorunlarının çözümüne bir fon temin edilmesi amaçlanmaktadır. Bu nedenle kısa süreli sermaye hareketlerinin yavaşlatılması konusunda atılacak küçük adımlara Tobin vergisi ile başlamanın uygun olacağı söylenebilecektir. Bu uygulamanın ekonomimize çok fazla olumsuz bir etkisi olmayacağı gibi tersine, anlık oluşabilecek panikleri frenleyici işlevi ile mali piyasaların istikrarına önemli katkı yapabileceği düşünülmektedir (Akdiş, 2004 :43).

### **III.6.2. Sermayenin Kullanılış Şekli**

Giriş yapan yabancı sermayenin tüketim ve yatırımda hangi oranlarda kullanıldığı, yatırımı destekler nitelikte olması cari açığın sürdürülebilirliği açısından olumlu bir gelişme olarak ifade edilir. Bu anlamda ÷lkemize gelen doğrudan yatırımların hangi sektörlere yöneldiğı bizim için önemlidir.

Tablo 16'da Türkiye'ye gelen doğrudan yatırımların sektörel dağılımını görmekteyiz. 2002 sonrası döneme baktığımızda da sabit sermaye yatırımlarının toplam yatırımlar içindeki payının geçen yıllarda değişmediğini ve Türkiye'ye gelen doğrudan yatırımların daha çok hizmetler sektöründe yer aldığını görüyoruz.

**Tablo16: Türkiye'ye Gelen Doğrudan Yatırımların (Sermaye) Sektörel Dağılımı**

(Milyon Dolar)	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>TARIM SEKTÖRÜ</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>5</b>
Tarım, Avcılık ve Ormanlık	0	1	4	5	5	2
Balıkçılık	0	0	2	2	1	3
<b>SINAI SEKTÖRLER</b>	<b>180</b>	<b>548</b>	<b>358</b>	<b>832</b>	<b>2.102</b>	<b>5.095</b>
<b>Madencilik ve Taşocakçılığı</b>	<b>2</b>	<b>14</b>	<b>75</b>	<b>40</b>	<b>122</b>	<b>341</b>
<b>İmalat</b>	<b>110</b>	<b>448</b>	<b>214</b>	<b>788</b>	<b>1.868</b>	<b>4.199</b>
Gıda Ürünleri, İçecek ve Tütün İmalatı	14	249	78	68	609	758
Tekstil ve Tekstil Ürünleri İmalatı	10	8	14	183	26	233
Deri ve Deri Ürünleri İmalatı	2	0	3	4	3	6
Ağaç Ürünleri İmalatı	0	0	1	0	0	4
Kağıt Hamuru, Kağıt ve Kağıt Ürünleri İmalatı; Basım ve Yayımlar	0	0	11	23	52	61
Kok Kömürü, Rafine Edilmiş Petrol Ürünleri ve Nükleer Yakıt İmalatı	1	3	1	0	33	470
Kimyasal Madde ve Ürünler ile Suni Elyaf İmalatı	9	9	39	174	602	1.103
Plastik ve Kauçuk Ürünleri İmalatı	1	10	13	8	87	60
Metalik Olmayan Diğer Mineral Ürünlerin İmalatı	0	0	1	53	125	766
Ana Metal ve Fabrikasyon Metal Ürünleri İmalatı	25	1	8	139	158	508
Makina ve Teçhizat İmalatı	13	17	8	13	54	47
Elektrikli ve Optik Donanım İmalatı	2	4	2	13	53	98
Ulaşım Araçları İmalatı	33	145	35	106	63	65
Başka Yerde Sınıflandırılmamış İmalatlar	0	2	0	4	3	20
Elektrik, Gaz, Buhar ve Sıcak Su Üretimi ve Dağıtım	68	86	69	4	112	555
<b>HİZMETLER SEKTÖRÜ</b>	<b>442</b>	<b>196</b>	<b>927</b>	<b>7.699</b>	<b>15.537</b>	<b>14.090</b>
İnşaat	3	8	23	80	222	260
Toptan ve Perakende Ticaret; Motorlu Taşıtlar, motosiklet, kişisel ve ev eşyalarının onarımı	89	92	103	68	1.167	181
Oteller ve Lokantalar	0	4	1	42	23	26
Ulaştırma, Depolama ve Haberleşme	1	2	639	3.285	6.700	1.119
Mali Aracı Kuruluşların Faaliyetleri	260	51	69	4.018	6.956	11.409
Gayrimenkul, Kiralama ve İş Faaliyetleri	0	6	3	29	99	905
Kamu Yönetimi ve Savunma, Zorunlu Sosyal Güvenlik	0	0	0	0	0	0
Eğitim	0	0	0	17	0	0
Sağlık İşleri ve Sosyal Hizmetler	5	23	53	74	265	178
Diğer Sosyal, Toplumsal ve Kişisel Hizmet Faaliyetleri	84	10	36	86	105	12
Ev içi Personel çalıştıran hanehalkları ve hanehalkları tarafından kendi kullanımlarına yönelik olarak ayırım yapılmamış üretim faaliyetleri	0	0	0	0	0	0
Uluslararası Örgütler ve Temsilcilikler	0	0	0	0	0	0
<b>TOPLAM</b>	<b>622</b>	<b>745</b>	<b>1.291</b>	<b>8.538</b>	<b>17.645</b>	<b>19.190</b>

**Kaynak:** TCMB

### III.7. Cari İşlemler Dengesi ve Dış Borç Miktarı

Devlet harcamaları vergilerle ve borçlanmayla finanse edilir. Bu bakımdan borçlanma bütçe açığı olduğu zaman gereklidir. Borcun en büyük etkisi sermaye stokunun

uzun dönem etkileri üzerindedir. Borcun finansmanı faiz oranlarını yükseltir ve bu yatırımların azalması yönünde etki yapar. Bu durum aynı zamanda daha yüksek vergi yükünü ifade etmektedir. Bu bağlamda ulusal kaynakların kullanımına ilişkin sınırlı yapı, kalkınma çabası içindeki az gelişmiş ülkeleri, dış kaynak aramada zor bir seçim yapmaya yönlendirmektedir. Bu açıdan ilgili dönemsel iktisadi etkilerin de göz önüne alındığı optimal bir borçlanma olgusu, dış borçlanmalardaki dalgalanmaların etkisinin sosyal refah fonksiyonunu da etkilemesiyle ulusal düzeyde bir netlik kazanmaktadır. Bu olgu bir diğer açıdan ulusal talep fonksiyonunu, ülke dışı kaynaklardan aktarılan iktisadi değerlerle doğrudan ilintili reel bir artış trendine de sokmaktadır (Krugman, 1979 :312-314).

**Tablo 17: Toplam Borçlar**

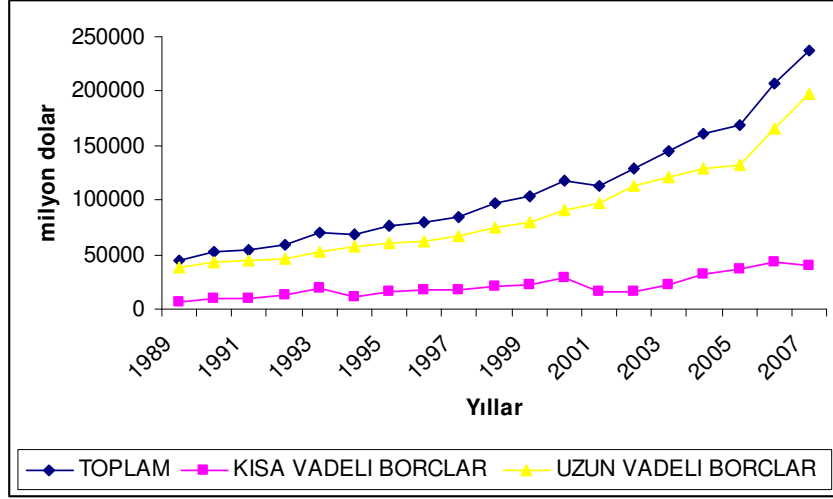
milyon dolar	TOPLAM	KISAVADELIBORÇLAR	UZUNVADELİBORÇLAR	KVB/TOPLAM	UVB/TOPLAM
1989	43879	5745	38134	0,13	0,87
1990	52377	9500	42877	0,18	0,82
1991	53623	9117	44506	0,17	0,83
1992	58595	12660	45935	0,22	0,78
1993	70512	18473	52039	0,26	0,74
1994	68705	11187	57518	0,16	0,84
1995	75948	15500	60448	0,20	0,80
1996	79299	17072	62227	0,22	0,78
1997	84356	17691	66665	0,21	0,79
1998	96351	20774	75577	0,22	0,78
1999	103123	22921	80202	0,22	0,78
2000	118602	28301	90301	0,24	0,76
2001	113592	16403	97189	0,14	0,86
2002	129701	16424	113277	0,13	0,87
2003	144301	23013	121288	0,16	0,84
2004	160839	31880	128959	0,20	0,80
2005	169000	37103	131897	0,22	0,78
2006	207735	42315	165420	0,20	0,80
2007	237322	40351	196971	0,17	0,83

**Kaynak:** TCMB

Grafik18’da ülkemizin dış borç stokunun yapısı gösterilmektedir. 2001 yılını göz ardı ettiğimizde dış borç stoku istikrarlı bir şekilde artmaktadır. Bu noktada orta ve

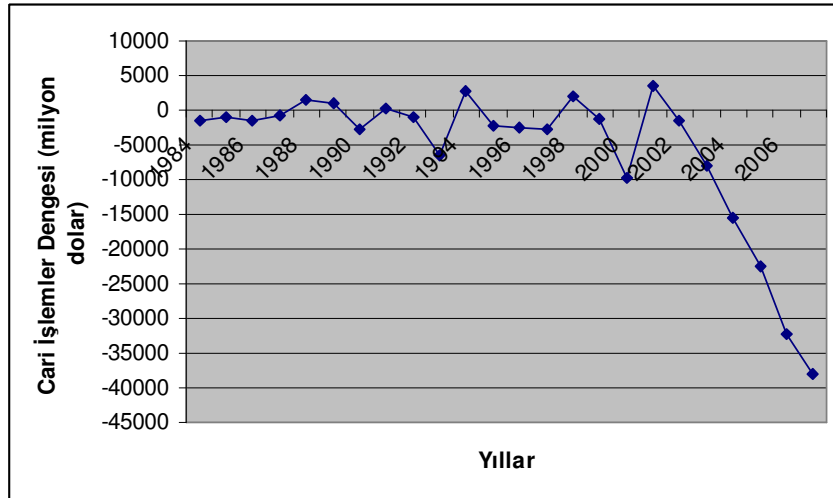
uzun vadeli borçların kısa vadeli borçlara oranla daha büyük bir miktar oluşturmasını olumlu bir durum olarak ifade edebiliriz.

**Grafik 18: Dış Borç Stoku ve Yapısı**



Kaynak : HM, TCMB, DİE

**Grafik 2: Cari İşlemler Dengesi**



Kaynak: TCMB

Dış borcumuzun GSMH'ye oranına baktığımızda 2006 yılı itibari ile GSMH'nin %51,9'unu oluşturduğunu görmekteyiz. Burada yine orta ve uzun vadeli



borçların kısa vadeli borçlara oranla daha büyük bir yer tuttuğunu görüyoruz. 2006 yılı için bu rakam 41,4 iken kısa vadeli borçlar için 10,5'tir. 2003 yılı sonrası dış borç miktarının GSMY'ye oranındaki azalma bu tabloda da görülmektedir.2003 yılında %60,3 iken 2006 yılında %51,9 olmuştur (Tablo18). Özellikle ilgili ülkenin dış borç ödemelerine ilişkin kısa dönemde karşı karşıya kaldığı dış borç baskısı, aynı dönemde mal ve hizmet ihracı ile kazanılan dövizin ne kadarının borç ödemelerine gittiğine ilişkin oransal değerlemeye de daha somut bir konuma ulaşmaktadır (Dornbusch, 1983 :142-148).

**Tablo 18:** Dış Borç Stokunun GSMH'ye Oranı

DIŞ BORÇ STOKU GSMH'YA ORANI (%)	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Toplam</b>	43,2	43,8	46,6	55,7	59,3	78	71,7	60,3	53,7	46,8	51,9
<b>Kısa Vade</b>	9,3	9,2	10,1	12,4	14,2	11,3	9,1	9,6	10,6	10,3	10,5
<b>Orta-Uzun Vade</b>	33,9	34,6	36,5	43,3	45,1	66,7	62,6	50,7	43,1	36,5	41,4

**Kaynak:** HM, TCMB, DİE

Toplumsal açıdan belli bir dönemde mal ve hizmet ihracından sağlanan dövizlerin dönemsel azalışını oluşturan ya da aynı dönemde borç servisi için yapılan ödemeleri artıran unsurlar, borçlanmanın genel maliyeti çerçevesinde borç servis oranlarını yükselterek ilgili zaman dilimindeki sosyal refah fonksiyonunu etkileyebilmektedir. Diğer taraftan bu olgu bir ülkenin orta ve uzun vadede ne ölçüde borç ödeyebileceğinin, ödemeler bilançosundaki gelişmeler ile borç servisinin döneme özgü dağılımına göre belirlenmesi anlamına da gelmektedir (Krugman, 1979 :319-323).

Dış borç stokunun döviz kompozisyonuna baktığımızda ABD Dolarının ağırlığını görmekteyiz. Türk Lirasının ABD Doları karşısında son yıllarda kazandığı değer itibari ile bu durumu olumlu bir gelişme olarak ifade edebiliriz. Ekonomimiz bir taraftan

türk lirası karşısında değerini yitiren ABD Doları ile borçlanırken, diğer taraftan değerli Euro ile ihracat yaparak cari işlemler açığına olumlu katkı yapmaktadır (Tablo19).

**Tablo 19:** Dış Borç Stokunun Döviz Kompozisyonu (%)

DIŞ BORÇ STOKUNUN DÖVİZ KOMPOZİSYONU (%)	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 Q1
<b>Toplam</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
AMERİKAN DOLARI	37,7	46,4	48,4	52,8	54,3	50,4	46,8	45,5	48,6	54,4	55,3	56,5
ALMAN MARKI	32,7	34	35,2	26,7	19,5	0,7	0	0	0	0	0	0
ECU/EURO	2	1,6	1,5	7,1	12,5	30,1	30,6	33,3	33,9	32	32,4	34,1
JAPON YENİ	14,1	10,7	8,3	7,8	6,3	4,6	4,1	3,1	2,1	1,7	1,3	1,3
SDR	0,8	0,7	0,4	0,9	3,5	12,4	17	16,6	13,3	8,7	5,2	4
DİĞER	12,6	6,6	6,2	4,8	3,9	1,8	1,5	1,4	2	3,3	5,8	4,2

**Kaynak:** HM, TCMB, DİE

### III.8. Cari İşlemler Dengesi İle Bütçe Açığı Arasındaki İlişki (İkiz Açık Olgusu)

1980'lerin başında Amerika Birleşik Devletleri önemli büyüklükte bir bütçe açığı problemi ile karşı karşıya kalmıştır. Oluşan bütçe açığı ekonomik etkinliğin düşmesine ciddi katkılarda bulunmuştur. Daha sonra bütçe açığına cari işlemler dengesinde meydana gelen yüksek açıklar da eşlik etmiştir. Bu durum iki açık arasındaki ilişkiyi ifade eden "ikiz açık" tartışmasını başlatmış ve iki açık arasındaki ilişki ekonomi politikalarının önemli bir konusu haline gelmiştir (Khalid ve Guan, 1999 :389).

Bütçe açığını en genel şekli ile bütçe gelirleri ile giderleri arasındaki fark olarak ifade edebiliriz. Bu fark aynı zamanda bütçe finansmanı kavramını da karşımıza çıkarmaktadır. Bütçe açıklarından faiz ödemelerinin çıkarılması sonucu elde edilen açık birincil açıktır. İşlemsel açık, bütçe açığından, birincil açıkta olduğu gibi faiz ödemelerinin çıkartılması ile değil, sadece enflasyon etkisi ile aşınmaya uğrayan kısmının çıkartılması

ile bulunur. Diğer bir değişle, işlemsel açık, birincil açık ile faiz ödemelerinin reel toplamı olarak tanımlanabilir. İşlemsel açık, borcun amortizasyonu ödemesini hesaba katmamakla faiz ödemelerini sadece bir gelir aktarımı olarak yani yeni talep yaratıcı bir unsur olarak ele almaktadır. “Birincil açık” yerine “işlemsel açık” ölçümü kullanılırsa kamu açıklarının oranı daha yüksek olarak bulunacaktır. En geniş tanımı ile kamu kesimi, Konsolide bütçe, yerel yönetimler bütçeleri, KİT bütçeleri, sosyal sigortalar bütçeleri ve fonlardan oluşur. Devlet bu beş birimden gelir toplar ve harcama yapar. Bu beş birimde gelir-gider dengesi, kamu kesimi dengesini verir. Oluşan bu kamu kesimi dengesinin açık vermesi “Kamu Kesimi Finansman Gereği” ya da bütçe açığı olarak bilinir. Bütçe açıklarının finansmanında üç temel fon kullanılır. Bunlar: Merkez Bankası kaynakları, İç Borçlar, Dış Borçlardır (Çukurova Üniversitesi).

Bütçe açığı ile cari işlemler açığı arasındaki ilişkinin teorik temelini milli gelir özdeşlikleri yansıtmaktadır (Lipsey., aktaran Ay 1999 :837). Buna göre:

$$MG = C + I + G + X - M = C + S + T \quad (1)$$

(1) no’lu eşitlik durumunda milli gelir akımına katkılar ile milli gelir akımından sızıntılar birbirine eşit olacaktır.

$$I + G + X = S + T + M \quad (2)$$

Burada C tüketim harcamalarını, I yatırım harcamalarını, G devletin mal ve hizmet alımlarını, X mal ve hizmet ihracatını, M mal ve hizmet ithalatını, S tasarrufları, T

ise vergileri ifade etmektedir. (2) nolu özdeşlikten hareketle, bütçe açığı ile ticari açık arasındaki ilişkiyi şu şekilde belirtmek mümkündür:

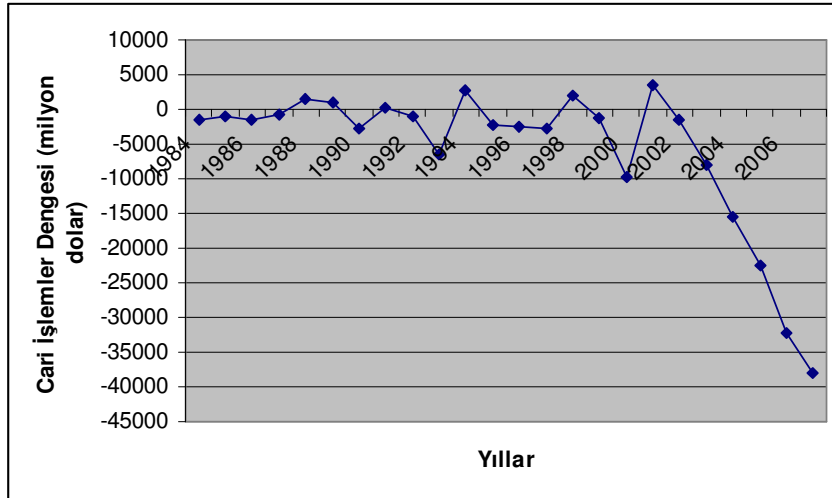
$$X - M = (T - G) + (S - I) \quad (3)$$

$$TD = BD + SD \quad (4)$$

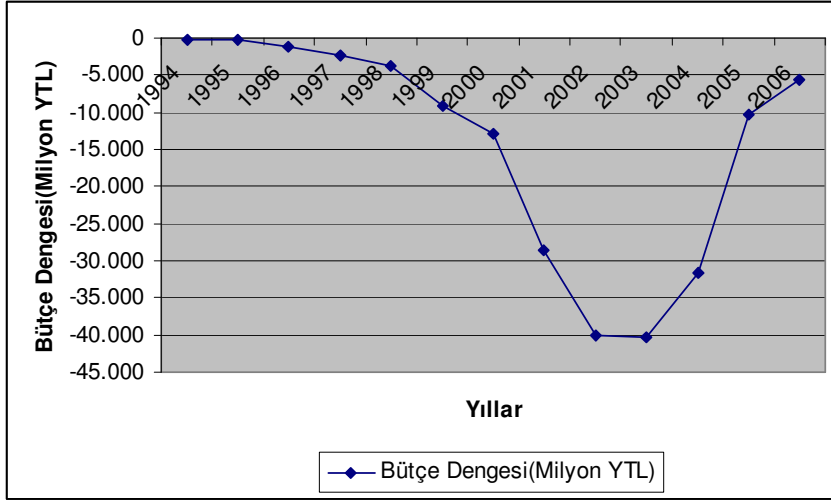
Burada TD mal ve hizmet ihracatı ile ithalatı arasındaki farkı yansıtan dış ticaret açığını, BD kamu gelirleri ile kamu harcamaları arasındaki farkı yansıtan bütçe açığını ve SD özel kesim tasarrufları ile yatırımları arasındaki farkı yansıtan tasarruf açığını temsil etmektedir. (3) no lu özdeşlik, iki taraf arasındaki eşitliği göstermektedir. Özdeşliğin sol tarafında ticari açık, sağ tarafında bütçe ve tasarruf açıkları yer almaktadır. Açıklar arasındaki ilişkinin belirlenebilmesi, çift yönlü bir analiz yapılmasını gerektirmektedir. Bu analizlerden en çok kullanılanı da ikiz açık olarak isimlendirilen bütçe açığı ile ticari açık arasındaki ilişkidir. Keynesyen Görüş, iki açık arasındaki ilişkiyi şu şekilde açıklar: esnek döviz kuru ve sermaye hareketliliğinin geçerli olduğu bir ekonomide, kamu harcamalarının artması ulusal tasarrufları azaltacaktır. Ulusal tasarrufların azalması ise faiz oranlarını yükseltecektir. Faiz oranlarının yükselmesi, dış yatırımcıları çekerek ulusal paraya değer kazandıracaktır. Daha değerli hale gelen ulusal para ise ihracat aleyhine cari işlemler dengesinin bozulmasına neden olacak ve ticaret açığı meydana gelecektir (Froyen, Aktran Ay 1999 :396). Kamu harcamalarının artmasına bağlı olarak oluşan bütçe açığının cari işlemler dengesini olumsuz yönde etkilediği bu duruma “ikiz açık” adı verilmektedir (Parkin, aktaran Ay 2000 :848) Kamu harcamalarındaki artıştan dolayı meydana gelen bütçe açığının cari işlemler dengesini etkilediği kabul

görmesine rağmen bazı iktisatçılar da Ricardocu Eşitlik Hipotezi (REH)ni desteklemektedir. REH'e göre vergi indirimi nedeniyle bütçe açığı, cari işlemler dengesi üzerinde bir etki teşkil etmemektedir. Hükümet harcamalarının sabit ve borçlanma baskının bulunmadığı kabul edilecek olursa cari vergi oranlarındaki indirim arzulan tasarruf düzeyini etkilemeyecektir. İnsanlar azalan vergi yükünü ileride ödeyeceklerini bildikleri için tasarruflarını artıracaklardır. Vergi indiriminden dolayı azalan kamu tasarruflarına eş miktarda özel tasarruflar artacağı için ulusal tasarruflar dolayısıyla cari işlemler dengesi etkilenmeyecektir (Colander, aktaran Ay 1998 :432).

**Grafik 2: Cari İşlemler Dengesi**



**Grafik 19: Bütçe Dengesi (Milyon YTL)**



Grafik 2 ve 19'da Türkiye'nin cari işlemler ve bütçe açığı gösterilmektedir. Grafik 9'da görüldüğü gibi Türk ekonomisi 1994, 1998 ve 2001 kriz yılları haricinde sürekli açık veren bir ekonomi görünümündedir. 1992 yılı sonrası istikrarsızlaşan açık 2002 sonrasında artış hızını son derece artırmıştır. Grafik 16'ya baktığımızda bütçe dengesi 1995 yılı itibari ile olumsuz bir trende girmiş ve bu seyir 1998 yılı sonrası hızlanmış ve 2001 krizi sonrası ise cari işlemler açığının benzeri olarak daha da kötüleşmiştir. Ancak cari işlemler açığından farklı olarak 2003 yılında bir duraklama yaşanmış ve 2004 yılı sonrası olumlu gelişmeler yaşanmıştır. 2006 yılı itibari ile bütçe açığının 2000'li yıllar öncesi seviyeye geldiğini görüyoruz. Bu noktada bütçe açıkları cari işlemler açıklarına neden oluyor mu sorusu karşımıza çıkmaktadır. Grafiklerdeki simetri bizi bu sonuca götürebilir. Bu noktada özellikle vergi indirimleri sonucu yatırım harcamalarının artması bununla birlikte cari işlemler açığının artabileceğini ifade edebiliriz. Ancak büyüyen bütçe açığı, vergilerin düşmesinden çok harcamaların artmasıyla açıklanabilir. Bunun dışında net faiz ödemelerindeki artış bütçe açığının belirleyicilerindedir. Bunun haricinde verimliliğin düşmesi sonucu hem bütçe açıkları hem de cari işlemler açığı meydana gelebilmektedir.

Aynı şekilde sağlıklı bütçe yapıları olan ekonomiler herhangi bir olumsuzluk durumunda sermaye hareketleri için daha güvenli limanlardır. Bu bakımdan bütçe açıkları cari işlemler açıklarının oluşması için uygun zemini hazırlamaktadır. Sonuç olarak bütçe açıkları cari işlemler açıklarının oluşmasında bir unsurdur. Ancak 2004 yılı sonrası göstermiştir ki bütçe açıkları azalmasına rağmen cari işlemler açığının artmaya devam etmesi cari işlemler açığının açıklanmasında tek unsur olmadığını göstermiştir.

### **III.9. Cari İşlemler Açığına Çeşitli Yorumlar**

Son yıllarda cari işlemler açığının giderek artmaya devam eden bir seyir izlemesi ve sürdürülebilirliği konusunda bir endişenin ortaya çıkmaması ve kriz olgusuna neden olacak bir gelişmenin olmaması ve cari işlemler açığının milli gelire oranının %8 gibi bir seviyeye ulaşmasına rağmen herhangi bir sorun teşkil etmemesi ülkemizde ekonomistler arasında da çeşitli tartışmalara neden olmaktadır.

Türkiye'de cari açığın temelinde dış ticaretin yapısal özellikleri yatar. İthalat patlamasında en önemli etken, tüketim malı değil yatırım malı ve ara malı ithalatıdır. Çaresi, orta vadede ihracatın yapısal değişim sağlamasıdır. Ancak önümüzdeki dönemde, turizm gelirleriyle birlikte yurtdışında yaşayan Türk işçilerin döviz girişleri cari açığı bir miktar daha azaltmaya devam edecektir. Dolayısıyla, şu anda kriz tehlikesi görülüyor (Alkin, 2004:6).Türkiye yüksek hızda büyüdüğü ve yüksek cari açık verdiği için borçlanmamakta; bunun tersine, büyük hacimli sıcak para girişlerinin yarattığı borçlanma neticesinde cari işlemler açığı doğmaktadır. Bu koşullar altında, dış borçlanma temposunun dizginlenmesi ve cari işlemler dengesinin düzeltilmesi öncelikle sıcak para akımlarının kontrolünden geçmektedir (Yeldan, 2005:1).

---

Deniz Gökçek'e (2007) göre son dönemlerde cari denge soğuk para ile kalıcı şekilde finanse edilmiş oluyor. Sıcak para girişi Merkez Bankası döviz rezervini artırıyor. Sıcak para da ani çıkışlar yaşansa bile sadece rezerv düşer, döviz miktarı sorun olmaz (Gökçe, 2007 :1).

Erdal Sağlam'a (2007) göre cari açığın bu yıl da yüksek boyutlarda devam edeceği artık anlaşılırken, cari açığın finansmanında da yine geçen yılki gibi bir seyir göze çarpıyor. Yani cari açık yüksek ama yabancı sermaye girişi yüksek olduğu için, yani rahat finanse edilip döviz arzı fazla olduğu için, cari açık yine sorun olarak öne çıkmayacak diyebiliriz. (Sağlam, 2007 :1 ).

Uğur Civelek'e (2004) göre bugün dış ticaret hacmini koruyarak cari açığı aşağı çekmek mümkün değildir. Fakat dış ticaret hacmini küçülterek cari açığı azaltmanın oluşturacağı etkilere de katlanmak mümkün değildir. Çünkü artan işsizlik ve bütçedeki gelir azalması büyük bir istikrarsızlık oluşturabilir. Maliye politikası yoluyla sonuç alınmaya, bütçe gelirleri artırılmaya çalışılmaz. Çünkü bu durum işsizliğe neden olacaktır. Para politikası yoluyla denenirse faiz yükselişi kamu ve mali sektördeki dengeleri altüst edecektir. Döviz kuru ise enflasyon ve faizler yanı sıra iç talep üzerindeki etkileri nedeniyle benzer bir sonuç üretecektir (Civelek, 2004 :5).

Geçtiğimiz yıl Türkiye'ye gelen Kruger'e (2006) göre ise dalgalı kur politikası Türkiye'ye faydasını geçtiğimiz yıllarda kanıtlamıştır. Bu kur politikası şokları emmekte, borçları azaltmakta, enflasyonu düşürmekte, ekonomik büyümeyi de sağlamaktadır. Bunun Türkiye ekonomisine etkileri son dönemde görülmüştür. Enflasyon oranları düşmüş, ekonomik büyüme sağlanmış, en önemlisi ise ekonomik kırılganlık azalmıştır. Krueger, Türkiye'nin, bundan sonraki süreçte çok daha dayanıklı bir hale gelmesi için reformları sürdürerek, sıkı mali disipline bağlı kalması gerektiğini vurgulamıştır. (Krueger, 2006 :1).



#### IV. BÖLÜM: TÜRKİYE İÇİN EKONOMETRİK BİR UYGULAMA

Küreselleşme olgusu yirmi birinci yüzyılın tartışılan temel konularından biri olmakla birlikte en büyük etkilerinden biri de finans piyasaları üzerinde olmuştur. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde cari açıkların sürdürülebilirliği konusunda finansman olanakları sağlaması uluslararası sermaye piyasalarındaki borçlu ve kredi veren ülkeler için önemli bir konu olmasına neden olmaktadır. Ülkemiz gibi gelişmekte olan ülkelerde cari işlemler dengesi açığının büyük bir bölümünün kısa süreli sermaye hareketleri ile finanse edilmesi sermaye hareketlerinin önemini daha da artırmaktadır.

Bu bölümün amacı Türkiye'nin 1992:1-2007:3 dönemlerindeki üçer aylık verileri kullanarak cari işlemler açıklarının sürdürülebilirliğini kısa süreli sermaye hareketleri çerçevesinde tartışmaktır. Bu bölümde Milesi-Ferretti, Gian Maria ve Asaf Razin'in ekonometrik modellerinden (Milesi ve diğerleri, 1996 :2) ve Ercan Uygur'un "Cari Açık Tartışmaları" başlıklı makalesinden de yararlanılmıştır (2004).

Cari işlemler açığının birbirinden farklı tanımları vardır. Cari açık net dış ticaret açığı ve net dış varlıkların eksi olması nedeniyle döviz açığı olmasını ifade eder. İkinci durum bu açık yurt dışından borçlanma ya da doğrudan yatırımlarla kapatılmalıdır. Bu durumda net dış varlıklarda azalma vardır. Üçüncüsü, bu açık yurtiçinde kamu ya da özel kesimde bir harcama fazlası olduğunu, yani tasarruf açığı olduğunu ve bu açığın yurt içinde kapatılmadığını gösterir. Bu anlamda cari açığı şu şekilde formüleştirebiliriz;

$$CA_t = NX_t + r_t B_t + TR_t \quad (1a)$$

$NX_t$  = Net mal ve hizmet ihracatı

$B_t$  = Bono, tahvil, hisse senedi, krediler ve fiziki sermayeyi içeren net dış varlıklar

$r_t B_t$  = Net dış varlıklardan sağlanan net gelir

$TR_t$  = Net işçi döviz ve bedelsiz ithalatı da içeren net özel ve kamu transferlerini ifade etmektedir.

$t$  dönemindeki cari işlemler açığı aynı zamanda dönemler arası net dış varlıklardaki değişmeyi ifade eder;

$$CA_t = B_{t+1} - B_t \quad (1b)$$

Cari işlemler açığının tasarruf ve yatırım arasındaki fark olarak da ifade edebiliriz;

$$CA_t = r_t B_t + TR_t + Y_t - C_t - I_t - G_t = S_t - I_t \quad (1c)$$

$$Y_t = \text{GSYİH}$$

$$C_t = \text{Özel tüketim harcaması}$$

$$G_t = \text{Kamu cari harcaması}$$

$$I_t = \text{Özel+kamu yatırım harcamasıdır.}$$

$$r_t B_t + TR_t + Y_t = \text{GSMH}$$

$$C_t + I_t + G_t = \text{Toplam iç taleptir.}$$

Burada transferleri TR'yi ihmal edelim ve net dış varlıklar B içinde de doğrudan yatırımlardan oluşan fiziki sermaye olmadığını varsayalım. Bu durumda B net dış borç stokudur ve rB de net faiz geliridir. Böylece 1b ve 1c'den:

$$B_t = - \left[ \frac{(Y_t - C_t - I_t - G_t)}{(1+r)} \right] + \frac{B_{t+1}}{(1+r)} \quad (2)$$

Buradan  $B_{t+1}$ ,  $B_{t+2}$ , ... ifadelerini bulup sürekli (2)'deki yerlerine koyarsak, açık ekonomi için dönemler arası şu dış denge kısıtını elde edebiliriz.

$$\begin{aligned} \sum_{t=y}^{\infty} \left( \frac{1}{1+r} \right)^{t-y} (C_t + I_t + G_t) + \lim_{T \rightarrow \infty} \left( \frac{1}{1+r} \right)^T B_{t+T+1} \\ = (1+r)B_t + \sum_{t=y}^{\infty} \left( \frac{1}{1+r} \right)^{t-y} Y_t \end{aligned} \quad (3)$$

$$\text{Bu dönemler arası yaklaşımda, } \lim_{T \rightarrow \infty} \left( \frac{1}{1+r} \right)^T B_{t+T+1} = 0 \quad (4)$$

Koşulu diğer adıyla “Ponzi oyunu yok” veya “transversality” koşulu sağlanmalıdır. Ponzi oyunu yok koşulu, gelecekte net borç stokunun sıfıra yaklaşacağı, borçların bitirileceği anlamına gelmektedir. Eğer “Ponzi oyunu yok” koşulu sağlanmaz ve örneğin  $B_{t+T+1} < 0$  olursa, denklem (3)'ün sol tarafında yer alan harcamalar toplamının şimdiki değeri, sağ tarafta yer alan gelirler toplamının şimdiki değerini aşacaktır. Bu durumda, borç verenlerin giderek büyüyen miktarlarda sınırsız borç vermeleri gerekir ki, bunu kabul etmezler (Uygur, 2004 :12).

Koşul (4)'ün sağlanması ile denklem (3) şöyle ifade edilebilir

$$-(1+r)B_t = \sum_{t=\tau}^{\infty} \left( \frac{1}{1+r} \right)^{t-\tau} (Y_t - C_t - I_t - G_t) \quad (5)$$

Denklem (5)'in sol tarafında eksi işaretli dış borcun t dönemi sonundaki (faiz dahil) değeri yer alıyor. Sağ tarafında ise artı işaretli olduğuna göre, faiz dışı cari fazlanın toplamının şimdiki değeri yer alıyor. Sonuç olarak gelecekteki cari fazlanın toplamı şimdiki dış borcu karşılayabilecek düzeyde ise dönemlerarası bütçe kısıtı sağlanıyor demektir. Eğer bu koşul sağlanmazsa ülke dış borç ödemesi yapamaz (Uygur, 2004 :12).

Cari işlemler açığının sürdürülebilirliği konusunda değerlendirme yapabilmek için kullanılan ölçütlerden biri de Milesi-Ferretti ve Razin (1996a) ve Frenkel ve Razin (1996b) çalışmalarıdır (Milesi ve Razin, aktaran Tiryaki, 2002 :3-56). Uygur (2004) 'un da ifade ettiği gibi denklem (5)'te gösterilen borç ödeyebilme koşulunun sağlanması için  $b_t = B_t / GSYH_t$  şeklinde tanımlanan dış borç oranındaki değişimin sıfır olması gerekir;

$$b_{t+1} - b_t = 0 \quad (6)$$

Bu koşulun sağlanması için de

$$d_t - b_t (r^* - \sum_t \gamma_t - \gamma_t \sum_t) = 0 \quad (7)$$

burada:

$d_t$  = Faiz dışı cari dengenin GSYH'ya oranı

$r^*$  = Uluslararası piyasalarda borçlanma faiz oranı

$\Sigma_t$  = Yerli paranın değerlendirme oranı (değer kaybında eksi işaretli olacaktır )

$\gamma_t$  = GSYH büyüme oranıdır.

Demek ki, borçlu bir ülkenin dış borç ( net dış varlık ) oranının sabit kalabilmesi ve denklem (7)'nin sağlanması için;  $b_t(r^* - \Sigma_t - \gamma_t)$  terimi de eksi işaretli olduğuna göre faiz dışı cari denge  $d_t$ 'nin artı işaretli olması gerekir. Öyleyse, ülkenin cari açıklarının sürdürülebilir olması için, ülkenin faiz dışı cari fazla vermesi gerekir (Uygur, 2004 :16).

Net yabancı doğrudan yatırım/GSYH oranını  $f_i$  ile gösterirsek ve  $\gamma \Sigma$  terimini ihmal edersek, denklem (8) orta vadede şöyledir:

$$d = -b(r^* - \Sigma - \gamma) + f_i \quad (8)$$

Eşitlik (8) yardımıyla gerçekleşen  $b$ ,  $r^*$ ,  $\Sigma$ ,  $\gamma$  ve  $f_i$  verileri kullanılarak "senaryo  $d$ " değeri bulunmuştur. Tablo 20'de bulunan bu değer ile Merkez Bankası'nın veri tabanından aldığımız "gerçekleşen  $d$ " değeri karşılaştırılmıştır. Bu şekilde model yardımıyla elde edilen  $d$  değerinin gerçekleşen  $d$  değeri ile karşılaştırılması bir sonraki aşamada yapacağımız ampirik çalışma için kullanılacak bu modelin gerçeğe ne kadar yakın olduğu konusunda yorum yapılabilmemize olanak sağlamaktadır.

Tablo 20'de Eşitlik (8) deki modelden elde ettiğimiz senaryo değerini ifade eden faiz dışı cari dengenin GSYİH'ye oranı ile ( $d$  senaryo) ile gerçekleşen faiz dışı cari dengenin GSYİH'ye oranı rakamsal olarak ( $d$  gerçekleşen) verilmektedir. Bu iki durumun yıllar itibarı ile karşılaştırmasını yaparak cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliği konusuna açıklama getirilebilir. Örneğin, 1992 yılında "senaryo  $d$  değeri" -0,0450 iken

gerçekleşen durum 0,0357'dir. Modele göre mevcut durumlar altında GSYİH'nin -0,0450 oranında bir cari açık verilse sürdürülebilirliğin devam edeceğidir. Gerçekte ise GSYİH'nin 0,0357'si oranında bir fazla verilmiştir. Bu sonuçla 1992 yılı sürdürülebilirlik problemi yaşanmamıştır. 1993 yılında senaryo değeri -0,0765 iken gerçekleşen durum -0,0834'tür. Modele göre mevcut veriler altında 1993 yılında GSYİH'nin -0,0765'i kadar bir açıkla dahi cari işlemler açığının sürdürülebileceği ifade edilmektedir. Ancak gerçekleşen durum -0,0834 olmuş tolere edilebilir noktayı aşmıştır. Bu artış 1994 yılı krizinin habercisi niteliğindedir.

Modele göre mevcut koşullar altında 1994 yılında cari işlemler dengesi hesabında sürdürülebilirlikten bahsetmek için GSYİH'nin 0,1642 oranında fazla verilmesi gerekmektedir. Ancak gerçekleşen oran 0,1636 olmuş ve bu sınırın altında kalmıştır ve 1994 krizi yaşanmıştır. Aynı yaklaşımla 2001 yılına kadar sürdürülebilirlik problemi yaşanmamıştır. 2001 yılında Türk Lirasında yaşanan büyük ölçüde değer kaybıyla birlikte ihracat artmış bu kısmi toparlanma ile birlikte gerçekleşen d değeri 0,2208 olmuş ve senaryo d değerinin (0,1401) üstünde bir fazla verilmiştir.

**Tablo 20: Gerçekleşen ve Senaryo “d” Değerleri**

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>b</b>	0,38 71	0,41 28	0,55 64	0,47 63	0,46 40	0,47 19	0,50 63	0,58 69	0,62 27	0,80 12	0,73 13	0,63 14	0,54 88	0,48 02	0,53 08	0,52 69
<b>r*</b>	0,03 93	0,03 32	0,04 86	0,06 03	0,05 47	0,05 78	0,05 65	0,05 44	0,06 59	0,03 67	0,01 77	0,01 23	0,01 66	0,03 63	0,05 17	0,05 28
<b>ε</b>	0,03 01	0,09 27	- 77	0,22 01	0,08 36	0,01 41	0,13 34	0,04 22	0,15 18	0,18 43	0,10 66	0,12 89	0,02 99	0,18 50	0,04 54	0,11 02
<b>γ</b>	0,05 86	0,07 82	- 53	0,07 04	0,06 83	0,07 33	0,03 07	0,04 78	0,07 17	0,07 70	0,07 73	0,05 67	0,08 66	0,07 19	0,05 97	0,02 83
<b>[-b(r*-ε-γ)]</b>	- 0,01 91	- 0,05 69	- 0,18 45	- 0,04 29	- 0,00 00	- 0,07 06	- 0,00 89	- 0,02 94	- 0,09 81	- 0,23 87	- 0,12 16	- 0,10 94	- 0,05 48	- 0,10 59	- 0,01 99	- 0,04 52
<b>fi</b>	0,02 59	0,01 96	0,02 04	0,02 38	0,02 72	0,01 94	0,01 94	0,01 98	0,04 81	0,09 86	0,01 32	0,01 27	0,01 83	0,09 22	0,17 89	0,13 83
<b>d (Senaryo)</b>	- 0,04 50	- 0,07 65	- 0,16 42	- 0,06 68	- 0,02 71	- 0,08 99	- 0,02 83	- 0,00 96	- 0,14 63	- 0,14 01	- 0,13 48	- 0,12 21	- 0,07 31	- 0,19 81	- 0,15 90	- 0,18 34
<b>d (Gerçekleşen)</b>	0,03 57	0,08 34	0,16 36	0,00 41	0,01 19	0,00 93	0,08 13	0,06 33	0,13 65	0,22 08	0,06 08	0,08 34	0,16 11	0,21 42	0,28 61	0,20 47

Tablo 20'ye göre 2001 yılından 2004 yılına kadar sürdürülebilirlik konusunda bir sıkıntının yaşanmadığı görülmektedir. 2004 yılında sınır değeri olarak verilen -0,0731'lik bir açık ile cari işlemler dengesi hesabı sürdürülebilirken gerçekleşen rakam -0,1611 olmuş ve senaryo değeri büyük oranda aşmıştır. 2005, 2006 ve 2007 yılları için bu durumun artarak devam ettiği görülmektedir.

Eşitlik 8 deki modelin en azından 2005 yılına kadar gerçek değerlerini yansıttığını ortaya koyduktan sonra bundan sonraki aşamada bu teorik modeli formüle edilen "net faiz dışı cari dengenin" belirleyicilerinin kısa ve uzun dönemde neler olabileceği Türkiye örneğinde ampirik bir çalışma ile test edilmektedir. Analiz, 3'er aylık verilere dayanılarak, 1992:01-2007:03 dönemlerini kapsayacak şekilde yapılmaktadır. Serilerden, faiz dışı cari denge ve net doğrudan yabancı yatırım GSYİH'ye oranlanmıştır. Milli gelirdeki yüzde değişim dönemler arası farkın bir önceki dönemle karşılaştırılması yapılarak bulunmuştur. Çalışmada kullanılan veriler 3'er aylık olarak Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, (EVDS), kaynağından (<http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html>) elde edilmiştir. Analize katılan serilerde durağanlığın test edilmesi ve analiz döneminde Türkiye Ekonomisi'nde yapısal değişimler olduğu varsayımı ile modelde kullanılan değişkenlerde yapısal kırılmaların tespiti için sadece birim kökün varlığını tespit eden Genişletilmiş Dickey-Fuller, (ADF), testine ilave olarak Zivot and Andrews, (ZA), testi uygulanmıştır. Yapısal kırılmaları da dikkate alan ZA testi birim kökün varlığı ve birim köke olan etkisinin değerlendirilebilmesi ve bize ayrıca kırılmaların olduğu yıllara kırılmaları temsilen modele kukla değişken(ler) ekleyerek yapısal değişimlerin model içinde anlamlılığına da ışık tutacaktır.

Eşitlik 8 doğrultusunda oluşturduğumuz modelde seriler bir önceki dönemle bağlantılı olabilir. Değişkenlerin zaman serisi özelliklerini tespit etmek amacıyla ilk olarak



birim kök testi uygulanmıştır. Serilerin durağan olmaması yani birim kökün var olduğu durumlarda seriler arasında mükemmel (sahte) ilişkiler görülür. Bu durumda yapılan işlemler bize mükemmel sonuçlar verir ya da model bir bütün olarak çok anlamlı olarak gözükebilir. Bunun için her bir veriye birim kök testi uygulanmalıdır. Analize katılan serilerde durağanlığın test edilmesi ve analiz döneminde değişkenler içinde yapısal değişimler olduğu varsayımı ile modelde kullanılan değişkenlerde yapısal kırılmaların tesbiti için sadece birim kökün varlığını tesbit eden Genişletilmiş Dickey-Fuller, (ADF), testine ilave olarak Zivot and Andrews (1992) testi (ZA) uygulanmıştır.

Zivot ve Andrews kırılmayı içsel olarak ele alan çalışmalarında kırılmaların etkilerini analiz etmek için üç model geliştirmiştir (Zivot ve Andrews, 1992 :253). Bu modellerde boş hipotez  $H_0: y_t = \mu + y_{t-1} + e_t$  olarak kurulur. ADF test süreci şu şekilde ifade edilir.

#### Birinci Model

$$y_t = \mu + \beta_t + \gamma DU_t + \delta y_{t-1} + \sum_{i=1}^k \eta_i \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (9)$$

#### İkinci Model

$$y_t = \mu + \beta_t + \theta DT_t + \delta y_{t-1} + \sum_{i=1}^k \eta_i \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (10)$$

#### Üçüncü Model

$$y_t = \mu + \beta_t + \gamma DU_t + \theta DT_t + \delta y_{t-1} + \sum_{i=1}^k \eta_i \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (11)$$

İlk model ortalamadaki bir kırılmayı, ikinci model eğimdeki bir kırılmayı, üçüncü model ise hem eğimdeki hem de ortalamadaki kırılmayı ifade etmektedir. Bu yaklaşıma göre, kırılma zamanı üç modeldeki  $\delta$ 'nın t değerinin minimize edildiği nokta olarak belirlenir. *DU* ve *DT* sırasıyla ortalama ve trendteki kırılmayı ifade eden kukla değişkenleri ifade etmektedir. TB kırılma yılı iken, eğer  $t > TB$  ise  $DU = 1$  ve aksi durumda da 0'dır.  $DT = (t-TB)$  şayet ( $t > TB$ ) iken ve aksi durumda da 0'a eşittir. Söz konusu denklemlerden,  $\alpha_j = 1$  hipotezini test etmek için kullanılacak olan t değerleri hesaplanır. Kırılma yılı en küçük t değerinin olduğu modelde bulunan yıldır. Kırılma yılı belirlendikten sonra hesaplanan t değeri Zivot ve Andrews'un hesapladığı kritik değerden küçük ise "birim kök vardır" şeklinde kurulan boş hipotez reddedilir (Zivot ve Andrews, 1992 :254). ADF ve Zivot Andrews birim kök testinin sonuçları Tablo 21'de yer almaktadır.

**Tablo 21 :Birim Kök Testi**

Değişkenler	ADF Test İstatistikleri (with intercept and trend)			ZA Test İstatistikleri (with intercept and trend)		
	Düzye	Birinci Derece	Bütünleşme	t-değeri	kritik t	Bütünleşme
b	-2.15(0.22)	-6.28 (0.00)	I (1)	-3.63	-5.57*	I(1)
r	-2.65(0.08)	-13.85(0.00)	I (1)	-5.71	-5.57*	I(0)
e	-5.75(0.00)	-6.23 (0.00)	I (0)	-8.56	-5.57*	I(0)
y	-2.30(0.17)	-8.43 (0.00)	I (1)	-5.02	-5.57*	I(1)
denge	-0.43(0.89)	-5.37 (0.00)	I (1)	-5.58	-5.08**	I(1)
f	-2.7(0.07)	-9.6 (0.00)	I (1)	-3.38	-5.57*	I(1)

\* p-değeri %10 düzeyinde anlamlı, \*\* p-değeri %5 düzeyinde anlamlı \*\*\* p-değeri %1 düzeyinde anlamlı.

<sup>a</sup> t-kritik değerleri Zivot and Andrews'dan alınmıştır (1992) .

Tablo 21'de dış borcun GSYİH'ye oranını ifade eden "b" değerinde ADF testi düzey seviyede birim kök varken ikinci derece farkı alındığında bu ortadan kalkmaktadır. Zivot ve Andrews testlerinede t değerinin t kritik değerinden küçük olduğu görülmektedir. Bu nedenle "b" değişkeni birim köke sahiptir. Bu durum I(1) şeklinde ifade edilir.

Libor oranını ifade eden “r” değerinde ADF testi için ikinci derece farkı alındığında bu ortadan kalkmaktadır. Fakat, Zivot ve Andrews testleri açısından birim kökün olmadığı söylenebilir. Bu  $I(0)$  şeklinde ifade edilir. Bu yaklaşımla “e” değerinde birim kökün olmadığı görölmektedir. Buna karşın “y”, “denge”, “f”, değerlerinde her iki test sonuçlarına göre bu değişkenlerin birim köke sahip olduğu görölmektedir.

Değişkenlerin durağanlığı ile ilgili karar verildikten sonra bu değişkenlerin aynı zamanda eşbütünleşik olup olmadığının tesbiti için bundan sonraki aşamada eş bütünleşme testinin uygulanması gerekmektedir. Eş bütünleşme testi düzeyde durağan olmayan serilerin uzun dönemde birlikte hareket edip etmediklerini ortaya koymaktadır. Eğer seriler arasında bir eş bütünleşme ilişkisi varsa yani uzun dönemde birlikte hareket ediyorlarsa, düzey değerleriyle yapılacak analizde sahte regresyon problemiyle karşılaşılacaktır. Eş-bütünleşme Testi, İki aşamalı Engle-Granger yöntemine göre, birinci aşamada en küçük kareler yöntemi yardımıyla hata terimi tahmin edilebilir. İkinci aşamada ise elde edilen hata terimi çekilerek birim kök sınaması yapılır. Sonuçta durağan çıkarsa eş-bütünleşmeden söz edilir. Bunun yanında, eğer iki seri  $I(0)$ 'da durağan ise bu serilerin eş-bütünleşik oldukları söylenebilir. Yani bunların düzey değerleri ile regresyonları anlamlı olacaktır. Bu durumda aralarında uzun dönem denge ilişkisi olacaktır. Ancak, değişkenlerin sıfırncı ve birinci dereceden bütünleşik olmaları nedeniyle, ancak aynı dereceden bütünleşik olma şartı ile kullanılabilen Engle and Granger (1987) eşbütünleşme testini burada kullanmak sakıncalı olacağı için bunun yerine Pesaran vd. (2001) tarafından geliştirilen ve açıklayıcı değişkenlerin farklı bütünleşik olduğu durumlarda da kullanılabilen sınır testi uygulanmıştır. Pesaran'nın (2001) sınır testi yaklaşımında serilerin hangi düzeyde durağan olduklarına bakılmaksızın aralarında bir eş

bütünleşme ilişkisinin var olup olmadığı araştırılabilmektedir. Verilerimiz bu modele aşağıdaki gibi uyarlanmaktadır.

$$\Delta denge = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \Delta denge_{t-i} + \sum_{i=0}^p \alpha_i \Delta b_{t-i} + \sum_{i=0}^p \varepsilon_i \Delta r_{t-i} + \sum_{i=0}^p \gamma_i \Delta e_{t-i} + \sum_{i=0}^p \rho_i y_{t-i} + \sum_{i=0}^p \delta_i f_{t-i} + \lambda_1 denge_{t-1} + \lambda_2 b_{t-1} + \lambda_3 r_{t-1} + \lambda_4 e_{t-1} + \lambda_5 y_{t-1} + \lambda_6 f_{t-1} + u_t \quad (22)$$

Herhangi bir anlamlılık düzeyi için hesaplanan F istatistiği Pesaran vd. (2001) çalışmasında verilen alt ve üst kritik değerlerin dışına düştüğü takdirde değişkenlerin bütünleşme derecelerini hesaba katmaksızın kesin bir yorum yapılabilmektedir. Söz konusu F istatistiğinin üst kritik değer üzerinde olması seriler arasında bir eş bütünleşme ilişkisi olduğunu, alt değer altında kalması ise eş bütünleşme ilişkisinin bulunmadığını göstermektedir. F istatistiğinin alt ve üst kritik değerlerin arasına düşmesi halinde ise kesin bir yorum yapılamamakta, bu durumda serilerin bütünleşme derecelerini hesaba katan diğer yöntemlere başvurulması zorunlu olmaktadır. Sınır testi yönteminin uygulaması sırasında ilk olarak gecikme uzunluğunun belirlenmesi gerekmektedir. Bu işlem de ADF birim kök testinde olduğu gibi genelde Akaike Bilgi kriteri (AIC) veya Schwarz Bilgi Kriteri (SBC) kullanılarak yapılmaktadır. Ayrıca burada da testin sağlıklı sonuç vermesi için hata terimleri serisinde ardışık bağımlılık olmaması gerekmektedir (Karaca, 2005 :7)

Sınır testi yaklaşımının uygulanması sırasında ilk olarak yukarıdaki modelde “p” olarak gösterilen gecikme uzunluğunun belirlenmesi gerekir. Modeldeki gecikme sayısı belirlenirken AIC ve SBC gibi bilgi kriterlerinden yararlanılır. F testinin sağlıklı sonuç vermesi için otokorelasyon olmaması gerekir (Yaldız, 2005 :11). Verilere maksimum altı

gecikmeli değerlerine eş bütünüleme testi uygulandığında aşağıdaki Tablo sonuçlarını elde edilir. Tablo 22’de en küçük AIC değeri (gecikme uzunluğu) 1 değeri için söz konusudur.

**Tablo 22:** Eş Bütünüleme Testi

Gecikme Uzunluğu	Model Seçim Kriterleri			Seri Halinde Korelasyon LM Test İstatistikleri			
	AIC	SBC	F-İstatistik Değeri	$\chi^2_{BGSC} (1)$	$\chi^2_{BGSC} (2)$	$\chi^2_{BGSC} (3)$	$\chi^2_{BGSC} (4)$
1	<b>-4,40223</b>	<b>-3,74474</b>	<b>11,77676</b>	0,742312	0,687179	0,799705	0,496132
2	-4,26828	-3,39564	7,727089	0,293255	0,074248	0,021622	0,045477
3	-4,38233	-3,29074	6,008268	0,012143	0,038818	0,088213	0,065859
4	-4,73711	-3,42269	5,953267	0,213471	0,383066	0,132627	0,016908
5	-4,65848	-3,11724	2,104567	0,003983	0,015809	0,007942	0,001242
6	-5,13335	-3,36117	0,840962	0,334946	0,38829	0,000297	0,000000

Not:  $\chi^2_{BGSC}$  Breusch-Godfrey ardışık bağımlılık, Ramsey regresyonda model kurma hatası

**Tablo 23:** Pesaran (2001)’e Göre Referans Alınan Sınır Değerler

Anlamlılık Düzeyi	0,005		0,025		0,001		k (Maksimum Gecikme)
Alt ve Üst Sınır Değerleri	2,45	3,61	2,75	3,99	3,15	4,43	6

Tablo 22’de bulunan sonuçlara göre, hata terimlerinde 1., 2., 3., ve 4. gecikmeli ardışık bağımlılık sorunu bulunmayan minimum AIC ve SBC değerleri 1. gecikmede tesbit edilmiş, bu gecikmede hesaplanan F istatistik değeri ise 11.77 olarak hesaplanmıştır. AIC ve SBC tarafından belirlenen F istatistiği (11.77) Pesaran (2001:300)’da ve Tablo 23de verilmiş üst kritik değer olan 4.43 den daha büyük olduğu için %1 anlamlılık düzeyinde, değişkenler arasında eşbütünüleme ilişkisinin bulunmadığını öneren Ho ( $H_0: \lambda_1 = \lambda_2 = \lambda_3 =$

$\lambda_4 = \lambda_5 = \lambda_6 = 0$ ) hipotezini reddetmemiz gerektiğini ortaya koymaktadır.<sup>2</sup> Sonuçlar başka bir deyişle Eşitlik (22)'deki ilk 6 değişken arasında eşbütünleşme veya uzun dönem ilişkisinin bulunduğunu göstermektedir. Bu durumda değişkenlerin düzey değerleri ile yapılacak analizde sahte regresyon problemi ile karşılaşılmayacaktır.

Eşitlik 22'deki değişkenlerin uzun dönem ilişkileri ya da eş bütünleşmeleri eşitlik 23'te gecikmesi dağıtılmış otoregresif modelin (autoregressive distributed lag; ARDL) tahmin edilmesiyle devam etmektedir.

Bu yöntem çerçevesinde ilk önce belirlenen en büyük gecikme uzunluğu üzerinden bağımlı değişken olan faiz dışı cari denge değişkeninin (denge) sadece kendi gecikmeli değerlerine göre regresyonu gerçekleştirilmiş ve en küçük AIC değerine sahip olan gecikme sayısı seçilmiştir. Daha sonra bağımlı değişkenin seçilen gecikme sayısı sabit tutulup birinci bağımsız değişken olan dış borç değişkeninin olası tüm gecikmeleri ile regresyon modelleri oluşturulmuş ve en küçük AIC değeri dikkate alınarak bu bağımsız değişkenin gecikme sayısı belirlenmiştir. Son olarak ilk iki değişken için seçilen gecikme uzunlukları sabit tutulup ikinci bağımsız değişken olan faiz oranı değişkeninin olası tüm gecikmeleri ile regresyon modelleri oluşturulmuş ve yine en küçük AIC değeri dikkate alınarak bu değişkenin de gecikme sayısına ulaşılmıştır. (24) numaralı denklemin faiz dışı cari denge değişkeninin 1, dış borç değişkeninin 2, faiz oranı değişkeninin 1, ulusal paranın değeri değişkeninin 1, ekonomik büyüme değişkeninin 0, net doğrudan yabancı yatırımın GSYİH'ya oranı değişkeninin 0 gecikmeli değeri ile tahmin edilmesi gerektiği sonucuna varılmıştır. Yani tahmin edilecek model ARDL (1,2,1,1,0,0) modelidir.

Modelde dengede yapısal kırılganlığı temsil eden kukla değişken ZA Testi ile tahmin edilmiştir.

---

<sup>2</sup> Denklem (7) deki model hem sabit hem de trend değişkeni içerdiğinden bulunan F değerleri Pesaran (2001:300) deki Tablo CI (iii), Case III teki kritik değerler ile mukayese edilmiştir.

$$\begin{aligned}
denge_t = & \alpha_1 + \sum_{i=1}^p \lambda_1 denge_{t-i} + \sum_{i=0}^{p_1} \lambda_2 b_{t-i} + \sum_{i=0}^{p_2} \lambda_3 r_{t-i} + \sum_{i=0}^{p_3} \lambda_4 e_{t-i} + \sum_{i=0}^{p_4} \lambda_5 y_{t-i} + \sum_{i=0}^{p_5} \lambda_6 f_{t-i} \\
& + \eta_1 kukla + u,
\end{aligned} \tag{23}$$

**Tablo 24:** ARDL Yaklaşımının Kullanılarak Uzun Dönem Etkilerinin Tahmin Edilmesi Schwarz Bayesian Kriterlerine göre ARDL(1,2,1,1,0,0)

Bağımlı Değişken: Denge			
Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	t-oranı [p-değeri]
b	0.0895	0.0553	1.6180 [0.113]
r	-0.1126	0.4189	-0.2689 [0.789]
e	-0.2714	0.0942	-2.8788 [0.006]
y	-1.1661	0.3112	-3.7468 [0.000]
f	-0.6476	0.3308	-1.9576 [0.056]
Sabit	-0.0164	0.0379	-0.4347 [0.666]
Kukla	-0.0318	0.0166	-1.9115 [0.062]

Tablo 24'te ülkenin dış borç (Net Dış Varlık) oranında (b) meydana gelen değişmelerin faiz dışı cari dengeye olan etkisini ölçen katsayı işaret olarak teorik öngörüye ters olarak pozitif çıkmış ve istatistikî olarak anlamlı değildir. Buna göre, dış borcun GSYİH'ye oranında % 1'lik bir artış, uzun dönemde, (diğer değişkenler sabit varsayımı ile), % 0.09'luk faiz dışı fazlaya neden olmakta; yani cari açığın sürdürülebilmesi için faiz dışı cari dengenin GSYİH'ya oranının %0.09 kadar daha artırılması gerektiği anlamına gelmektedir.

Uluslararası faiz oranında (r) meydana gelen bir değişmenin faiz dışı cari dengeye olan etkisini ölçen katsayısı (-0,11), işaret olarak teorik öngörüye uygun fakat istatistikî olarak anlamlı değildir (0,789). Uluslararası faiz oranında (r) meydana gelen % 1'lik bir artış uzun dönemde (diğer değişkenler sabit varsayımı ile) % 0.11 faiz dışı cari

dengede azalmaya neden olmaktadır; yani bu artış olmasına rağmen mevcut durumda faiz dışı cari dengede % 0.11'lik olumsuz bir duruma rağmen cari açık sürdürülebilmektedir.

Ulusal paranın değer kazanmasının faiz dışı dengeye olan etkisini ölçen katsayı yine teoriye uygun olarak işareti negatif bulunmuş ve istatistiki olarak da anlamlıdır. Buna göre ulusal paranın değerinde (e) %1'lik bir artış faiz dışı cari dengede % 0.27'lik bir azalışa neden olmaktadır. Başka bir deyişle, ulusal paranın değerinde % 1'lik bir artış, cari açığın sürdürülebilmesi için, faiz dışı fazla'nın GSYİH'ya oranının % 0.27 kadar daha azalmasının cari açığın sürdürülmesinde sorun yaratmayacağı anlamına gelmektedir.

Ülkenin ekonomik büyümesinde faiz dışı dengeye olan etkisini ölçen katsayı yine teoriye uygun olarak işareti negatif bulunmuş ve istatistiki olarak da anlamlıdır. Ekonomik büyüme oranında (y) %1'lik bir artış faiz dışı cari dengede % 1.17'lik bir azalışa neden olmaktadır. Yani, ekonomik büyüme oranında meydana gelen %1'lik bir artış cari açığı sürdürebilmek için faiz dışı fazlanın GSYİH ya oranının %1,17 oranı kadar azalmasının sorun oluşturmadığı anlamına gelmektedir.

Net doğrudan yabancı yatırımın GSYİH'ye oranını ifade eden "f" değeri teoriye uygun ve istatistiki olarak da anlamlıdır. Net doğrudan yabancı yatırımın GSYİH'ye oranında meydana gelen % 1'lik bir artış faiz dışı cari dengede -0,64'lük bir azalışa neden olmaktadır. Yani doğrudan yabancı yatırım oranında meydana gelen %1'lik bir artış, cari açığın sürdürülebilmesi için, faiz dışı fazla'nın GSYİH'ye oranının -0,64 kadar daha azalmasının cari açığın sürdürülmesinde sorun yaratmayacağı anlamına gelmektedir.

Değişkenler arasındaki kısa dönem ilişkisi ise yine gecikmesi dağıtılmış otoregresif model (autoregressive distributed lag; ARDL) yöntemiyle incelenmiştir. Bu



işlem sonucunda kısa dönem ilişkisinin ARDL (1,2,1,1,0,0) modeli ile araştırılması gerekmektedir.

**Tablo 25:** ARDL Yaklaşımının Kullanılarak Kısa Dönem Etkilerinin Tahmin Edilmesi Schwarz Bayesian Kriterlerine göre ARDL (1,2,1,1,0,0)

Bağımlı Değişken: Denge			
Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	t-oranı [p-değeri]
db	-0.0397	0.0327	-1.2128 [0.231]
db1	-0.0827	0.0325	-2.5441 [0.014]
dr	-2.4888	0.8189	-3.0390 [0.004]
de	-0.0994	0.0410	-2.4231 [0.019]
dy	-0.9271	0.2802	-3.3084 [0.002]
df	-0.5149	0.2523	-2.0406 [0.047]
Dsabit	-0.0130	0.0301	-0.4348 [0.666]
Dkukla	-0.0252	0.0146	-1.7252 [0.091]
ecm(-1)	-0,7950	0.1117	-7.1177 [0.000]

$\bar{R}^2 = 0.8054$ ,  $\hat{\sigma} = 0.03$ ,  $AIC = 107.5$ ,  $SBC = 89.36$ ,  $DW = 1.82$   
 $F_{SC}(4,42) = 0.5369[0.709]$ ,  $F_{FF}(1,45) = 0.2153[0.645]$ ,  
 $\chi^2_{NORM}(2) = 0.0432[0.979]$ ,  $F_{HET}(1,61) = 0.2841[0.596]$

Not:  $\bar{R}^2$ ; düzeltilmiş  $R^2$ , AIC ve SBC; Akaike ve Schwarz Bayesian Bilgi Kriteri, DW; Durbin-Watson İstatistiği,  $F_{SC}$ ; Breusch-Godfrey (LM) seri korelasyon F istatistiği,  $F_{FF}$ ; Ramsey testinin fonksiyonel formu,  $\chi^2_{NORM}$  eğrilik ve kurtosis residuals'a dayanan normallik testi,  $F_{HET}$ ; White değişen varyans testinin F değeri,  $\hat{\sigma}$ ; Regresyonun standart hatası, köşeli parantezler içindekiler; testlerin p-değerleridir.

Hata düzeltme katsayısı ( $ECM_{t-1}$ ) -0.79507 olarak tahmin edilmiştir. Bu değer faiz dışı cari dengedeki kısa dönemli sapmaların ne kadar sürede uzun dönem ilişkisine (eş-bütünleşmesine) yaklaştığını gösterir. Çalışma 3'er aylık seriler ile yapıldığından bu negatif katsayı faiz dışı dengede bir dönem öncesinde meydana gelen bir şok sonrasında yaklaşık 4 ay (3.77) sonra uzun dönem patikasına geri döneceğini ifade eder. ARDL denklemi için açıklayıcı değişkenlerin modeli birlikte açıklama gücü  $R^2$  oldukça yüksek (0.8054) ve regresyona yönelik seri korelasyon, fonksiyonel form, normallik, ve değişen varyans testlerini geçmiştir. (Dönemdeki ay sayısı 3, ECM Katsayısı 0,79507, Yakınsama Süresi 3,773253).

Tablo 24'te dış borcun GSYİH'ye oranı (b) cari dönemde teoriye uygundur ancak istatistiki olarak anlamsız sonuçlar elde edilmektedir (0,231). Değişkenin bir dönem öncesinin faiz dışı cari dengeye etkisine bakıldığında (db1) anlamlı sonuçlar elde edilmektedir (0,014). Buna göre, dış borcun GSYİH'ye oranında % 1'lik bir artış, kısa dönemde (diğer değişkenler sabit kalmak varsayımı ile) %0.08 faiz dışı cari dengede azalmaya neden olmaktadır; yani bu artış olmasına rağmen mevcut durumda faiz dışı cari dengede % 0.08'lik olumsuz bir duruma rağmen cari açık sürdürülebilmektedir

Uluslararası faiz oranı (r) cari dönemde teoriye uygundur ve istatistiki olarak anlamlı sonuçlar elde edilmektedir (0,004). Uluslararası faiz oranında %1'lik bir artış (diğer değişkenler sabit kalmak varsayımı ile) kısa dönemde %2.48 faiz dışı cari dengede azalmaya neden olmaktadır; yani bu artış olmasına rağmen mevcut durumda faiz dışı cari dengede %2,48'lik olumsuz bir duruma rağmen cari açık sürdürülebilmektedir.

Ulusal paradaki değerlenme (e) değeri teoriye uygun ve istatistiki olarak anlamlıdır (0,019). Ulusal paranın değerindeki %1'lik bir artış (diğer değişkenler sabit kalmak varsayımı ile) kısa dönemde %0,09 oranında faiz dışı cari dengede azalmaya neden olmaktadır; yani bu artış olmasına rağmen mevcut durumda faiz dışı cari dengede %0,09'luk olumsuz bir duruma rağmen cari açık sürdürülebilmektedir.

GSYİH'nin büyüme oranı (y) değeri teoriye uygun ve istatistiki olarak anlamlıdır (0,002). GSYİH'nin büyüme oranında meydana gelen %1'lik bir artış (diğer değişkenler sabit kalmak varsayımı ile) kısa dönemde %0,92 oranında faiz dışı cari dengede azalmaya neden olmaktadır; yani bu artış olmasına rağmen mevcut durumda faiz dışı cari dengede %0,92'lik olumsuz bir duruma rağmen cari açık sürdürülebilmektedir.

Net doğrudan yabancı yatırımın GSYİH'ye oranının ifade eden "f" değeri teoriye uygun ve istatistikî olarak anlamlıdır (0.047). Net doğrudan yabancı yatırımın GSYİH'ye

oranındaki %1'lik bir artış (diğer değişkenler sabit kalmak varsayımı ile) kısa dönemde %0,51 oranında faiz dışı cari dengede azalmaya neden olmaktadır; yani bu artış olmasına rağmen mevcut durumda faiz dışı cari dengede %0,51'lik olumsuz bir duruma rağmen cari açık sürdürülebilmektedir.

Dış borcun GSYİH'ye oranı, uluslararası faiz oranı, reel efektif döviz kuru, GSYİH'deki büyüme oranı ve net doğrudan yabancı yatırımların GSYİH'ye oranını içeren değerlerin kısa ve uzun dönemde faiz dışı dengeye değerleri karşılaştırılabilir. Uzun dönemde faiz dışı cari dengeyi belirleyen en önemli unsur GSYİH'nin büyüme oranlarıdır (-1,16). Bir diğer önemli etken ise ulusal paranın değerlenmesidir. Bir başkası ise net doğrudan yabancı yatırımların GSYİH'ye oranıdır. Bunu kısa süreli sermaye hareketlerinin belirleyicisi olan uluslararası faiz oranı takip etmektedir (-0,64).

Kısa dönemde ise en önemli etken spekülâtif nitelikli sermaye hareketlerinin belirleyicisi uluslararası faiz oranıdır (-2,48). Bu nedenle cari işlemler açığının sürdürülebilir olmasında kısa dönemde kısa süreli sermaye hareketlerinin sürekliliğinin en önemli unsur olduğunu söyleyebiliriz Bundan sonra kısa dönemde etkili olan unsur GSYİH'deki büyüme oranıdır. Onu net doğrudan yabancı yatırımların GSYİH'ye oranı takip etmektedir. Uzun dönemde yaşanan ekonomik büyüme faiz dışı cari dengeyi olumlu yönde etkilerken; kısa dönemde temel belirleyici uluslararası faiz oranıdır.

## SONUÇ

Küreselleşme olgusu ile birlikte dünya genelinde uluslararası ticari işlemlerde büyük bir artış yaşanmıştır. Ancak gelişmekte olan ülkelerde ise bu durum daha çok uluslararası mali işlemlerin yoğunluk kazanması şeklinde gerçekleşmiştir. İktisat politikası amaçları ekonomide hem iç hem de dış dengenin sağlanmasına yöneliktir. Türkiye'nin cari işlemler hesabının giderek büyüyen açıklar vermesi bu konunun sürekli tartışılmasına neden olmaktadır. Ödemeler dengesi bilançosu cari işlemler hesabı ve sermaye hesabından oluşmaktadır. Genel olarak sermaye bilançosu iç ve dış faiz oranları farkına bağlıdır. Dünya faiz oranları sabitken yurt içi faiz oranları yükselirse ülkeye sermaye girişi olur. Sermaye hesabında işlemlerin vadelerine göre kısa vadeli ve uzun vadeli sermaye hareketleri olarak ayrılır. Uzun vadeli ve kısa vadeli sermaye ayrımında ise uzun vadeli sermaye hareketleri bankaların, kamu sektörünün ve özel şirketlerin, uluslararası finans kuruluşlarından, yabancı hükümetlerden aldıkları kredileri ifade eder.

Kısa vadeli sermaye ise ekonominin gelişim potansiyeline göre değil, genellikle finansal aktiflerdeki yüksek getiriden ve faiz-kur arbitrajından yararlanmak amacıyla gelebilmektedir. Bu nedenle bu tür sermaye büyük ölçüde spekülattir ve sıcak para özelliği taşıyabilmektedir. Vadelerinin kısıllığı nedeniyle uzun dönemli ekonomik büyümeye katkıda bulunamamakta, geçici olarak ödemeler dengesi ve kamu açıklarını finanse etmektedir (Kont, 1998 :695-707).

Milesi-Ferretti ve Razin (1996) sürdürülebilirlik tanımının ülkenin ödeme gücü ile ilişkili olduğunu ileri sürmüştür. Yazarlara göre bir ülkenin gelecekteki dış ticaret fazlasının şimdiki değeri ülkenin dış borcunun cari değerine eşitse o ülkenin ödeme gücü bulunmaktadır (Milesi-Ferretti ve Razin, 1996 :2). Dönemler arası modeline göre bir ülkenin cari açıklarını ne kadar sürdürebileceği çeşitli kriterler kullanılarak belirtilmeye

çalışılmaktadır. Bunlardan ilki ülkenin toplam dış borcunun dönemler arası bütçe kısıtı altında ödenip ödenemeyeceğidir. İkinci durumda bunun yanı sıra kreditorlerin borç verme isteklerinin önemi vurgulanır. Üçüncü durumda ise asıl cari dengeyle bir model aracılığı ile bulunan optimal cari dengenin karşılaştırılarak gerçekleşen durumun normal duruma ne kadar yakın olduğunun belirlenmesidir.

Çalışmanın son bölümünde ilk önce 3. kriterin geçerliliği hakkında Türkiye için öncül bir test uygulaması yapılmıştır. Buna göre senaryo d değerleri ile gerçekleşen d değerleri karşılaştırılmıştır. 2001 yılından 2004 yılına kadar sürdürülebilirlik konusunda bir sıkıntının yaşanmadığı görülmektedir. 2004 yılından sonra ise gerçekleşen d değerleri senaryo değerlerin çok üzerinde olmasına rağmen cari işlemler açığı sürdürülebilmiştir. Bu sonuçla yaptığımız öncül testin özellikle 2004 yılına kadar sağlıklı sonuçlar verdiğini söyleyebiliriz. Daha sonra çalışmanın asıl ampirik çalışma ile 1. kriter test edilmiştir. Bu amaçla, çalışmada 1992:1-2007:3 döneminde özellikle kısa süreli sermaye hareketlerinin diğer makro değişkenlerle birlikte cari işlemler dengesi üzerine etkileri araştırılmıştır. Bu noktada cari işlemler açıklarının sürdürülebilirliği araştırılırken öncelikle Milesi-Ferretti, Gian Maria ve Asaf Razin'in (Milesi-Ferretti ve Razin, 1996a-1996b) ekonometrik modellerinden yararlanılmıştır. Yukarıda bahsedildiği gibi, model öncesi yapılan öncül testte gerçekleşen ekonomik veriler kullanılarak senaryo cari işlemler dengesi elde edilmiştir. Elde edilen bu rakamlarla gerçekleşen rakamlar karşılaştırılarak sonuçların gerçeğe ne kadar yakın olduğu gösterilmeye çalışılmıştır. Çalışılan modelde serilerin bir önceki dönemle bağlantılarının tespiti için birim kök testi uygulanmıştır. Öncelikle her bir değişkene hem geleneksel ADF hem de yapısal kırılmayı dikkate alan Zivot ve Andrews birim kök testleri uygulanmıştır. Sonuçlar, uluslararası faiz oranının ve ulusal paranın değerinin durağan, diğer değişkenlerin ise birinci dereceden bütünleşik olduğunu

göstermektedir. Bu durumda geleneksel eş bütünleşme testleri yerine Pesaran vd. (2001) tarafından geliştirilen sınır (bound) testi kullanılmıştır. Sınır testi, hem serilerin bütünleşme derecesini dikkate almadığından, hem de küçük örneklerde daha güvenilir sonuçlar verdiği için tercih edilmiştir. Daha sonra gecikmesi dağıtılmış otoregresif modeliyle (autoregressive distributed lag; ARDL) kısa ve uzun dönemde Türkiye’de cari açığın sürdürülebilirliği konusunda değişkenler arasındaki ilişkiler tahmin edilmiş ve hata düzeltme modeli kullanılarak kısa dönemde oluşabilecek dengesizliklerin ne kadar zaman içinde düzelebileceği araştırılmıştır.

Dış borcun GSYİH’ye oranı, uluslararası faiz oranı, reel efektif döviz kuru, GSYİH’deki büyüme oranı ve net doğrudan yabancı yatırımların GSYİH’ye oranını içeren değerlerin kısa ve uzun dönemde faiz dışı dengeye değerleri karşılaştırılmıştır. Uzun dönemde faiz dışı cari dengeyi belirleyen en önemli unsur GSYİH’nin büyüme oranlarıdır. Bir diğer önemli etken ise ulusal paranın değerlenmesidir. Bir başkası ise net doğrudan yabancı yatırımların GSYİH’ye oranıdır. Bunu kısa süreli sermaye hareketlerinin belirleyicisi olan uluslararası faiz oranı takip etmektedir.

Kısa dönemde ise en önemli etken spekülasyon nitelikli sermaye hareketlerinin belirleyicisi uluslararası faiz oranıdır. Bundan sonra kısa dönemde etkili olan unsur GSYİH’deki büyüme oranıdır. Onu net doğrudan yabancı yatırımların GSYİH’ye oranı takip etmektedir. Uzun dönemde yaşanan ekonomik büyüme faiz dışı cari dengeyi olumlu yönde etkilerken; kısa döneme ise uluslararası faiz oranları en önemli unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Bunun sonucu olarak kısa vadeli sermaye girişleri yerli paranın değerlenmesine neden olmaktadır. Bu süreçte yerli paranın değer kazanması ithalatı avantajlı konuma getirirken dış ticaret dengesi hesabında bir bozulmaya neden olmaktadır.

Yüksek cari açık ve düşük kur Türkiye ekonomisi için bir tehdit olarak görülebilir; ancak cari işlemler hesabı açığı artan oranlara rağmen sürdürülebilmektedir. Türkiye'de 1994 ve 2001 yıllarındaki gibi bir krizin ortaya çıkma ihtimali birkaç sebepten dolayı daha düşük görülmektedir. Öncelikle bankacılık sektörü geçmişe oranla çok daha sağlıklı bir yapıya sahiptir. Sektördeki brüt döviz pozisyon açığının makul seviyelerde olması, hem özel hem de kamu bankalarının sermaye yapıları oldukça sağlam olması, kamu maliyesinde ciddi bir disiplinin sağlanması, Hazine'nin borçlanma gereğinde bir düşüşün yaşanması, kamu kesiminin 2006 ve 2007 yılında az da olsa bir fazla vermesi cari açığın sürdürülebilir olmasında önemli etkenlerdendir. Yani cari açıktaki artışın sebebi artık kamu sektörü değildir. Son olarak dalgalı kur rejimi muhtemel kriz riskini azaltan diğer bir faktör olarak görülebilir. Bütün bu gelişmeler ekonomideki kırılganlığı azaltmakta ve cari işlemler açığının sürdürülebilir olduğu görüntüsünü yansıtmaktadır.

Ülkemiz gibi gelişmekte olan ülkelerde yüksek oranlı büyüme yüksek cari işlemler açıklarını beraberinde getirmektedir. Bu nedenle, yüksek oranlı büyüme yerine sürdürülebilir büyüme hedefi daha sağlıklı görülmektedir. Türkiye'de işgücüne katılım oranlarının giderek artması büyümenin kalıcı olmasını özellikle gerektirmektedir. Sürdürülebilir büyümenin sağlanması için ihracatı ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını teşvik edici ve turizm gelirlerini arttırıcı politikaların geliştirilmesi gereklidir. Cari işlemler açığının temel problemi bu açığının finansmanıdır. Açığın sağlıklı finansmanı, turizm gelirlerinin artırılması ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ülkeye çekilmesi için gerekli politikaların uygulanması ile mümkündür.





- Cooper, R. N. (1971a). Currency devaluation in developing countries. *Princeton Essays in International Finance*, 86. Aktaran: Tolga Tiryaki (2002).
- Cooper, R. N. (1971b). Issues in trade policy in the seventies. *Tübingen, Mohr*. Aktaran: Tolga Tiryaki (2002).
- Çukurova üniversitesi Türkiye’de bütçe açıkları ve finansman yöntemleri. (2006, Şubat 12). Erişim tarihi: 5 Nisan 2007, <http://idari.cu.edu.tr/igunes/butce/yontem.doc>
- Doğan, Ç. (2004). Döviz kuru dış ticaret ilişkisi: ihracat, değerli TL’ye rağmen mi artmaktadır?. *Finans-Politik&Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 487, 7.
- Dornbush, R. (1983). Real interest rates, home goods, and optimal external borrowing. *Journal Of Political Economy*, 141-153.
- Dornbusch, R. ve Fischer, S. (1998). *Makro Ekonomi*. Çevirenler: Mahir Füsunoğlu, Erhan Yıldırım, Refia Yıldırım. Ankara: Akademi Yayınları.
- Edwards, S. (2001). *Does the current account matter?* National Bureau of Economic Research, Working Paper No:8275. Aktaran: Tolga Tiryaki (2002).
- Erçel, G. (1996). *Türkiye’de para politikası uygulamaları ve etkileri*. Erişim Tarihi:17 Mart 2006, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/1996/kitap6.html>
- Eren, A. (1999). Türkiye’nin ekonomik yapısı ve güncel sorunlar. *Muğla Üniversitesi Yayını, Muğla*, 93. <http://www.mevzuatdergisi.com/2003/10a/03.htm>
- Erkılıç, S. (2006). *Türkiye’de cari açığın belirleyicileri, T.C. Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi*. Erişim tarihi: 2 Ocak 2006, <http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/serdarerkilic.pdf>
- Freund, C. L. (2000). *Current account adjustment in industrialized countries. Board of governors of the FED*. International Finance Discussion Papers. Aktaran: Ercan Uygur (2004).

- Froyen, R. T. (1999). *Macroeconomics theories and policies* (6th Edition). New Jersey: Prentice Hall Inc. Aktaran: Ay ve Karaçor (2003).
- Gökçe, D. (2007). *Cari açık neden gündemden düştü?*. Erişim tarihi: 15 Aralık 2007, <http://www.gazeteoku.com/go.php?link=http://www.aksam.com.tr>
- Hazine Müsteşarlığı 2001 Yılı Yabancı Sermaye Raporu*. (2001, Şubat 12). Erişim tarihi: 5 Haziran, 2006, [http://www.hazine.gov.tr/duyuru/basin/ybs\\_rapor.pdf](http://www.hazine.gov.tr/duyuru/basin/ybs_rapor.pdf)
- İnandım, Ş. (2005). *Kısa vadeli sermaye hareketleri ile reel döviz kuru etkileşimi: Türkiye örneği*. Erişim tarihi: 9 Ocak 2007, <http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/seydainandim.pdf>
- International Monetary Fund ( IMF ) (2001). *International Reserves and Foreign Currency Liquidity: Guidelines For a Data Template*. Washington DC.
- Kaminsky, G.L.ve Reinhart, C.M. (1999). The twin crises: the causes of banking and balance-of-payments problems. *American Economic Review*, 89, ISSUE 3, 473-500. Aktaran: Barış Babaoğlu (2005).
- Kar, M. (2003). *Türkiye'ye yönelik sermaye hareketleri ve krizler*. Erişim tarihi: 5 Nisan 2007, <http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/TanitimKoordinasyonDb/sermaye%20hareketleri.doc>
- Karaca, O. (2005). *Türkiye'de faiz oranı ile döviz kuru arasındaki ilişki: faizlerin düşürülmesi kurları yükseltir mi ?*. *Türkiye ekonomi kurumu tartışma metni 2005/14*. Erişim tarihi: 12 Ocak 2007, <http://www.tek.org.tr>
- Karluk, R. (1996). *Uluslararası ekonomi* (4. Baskı). İstanbul: Beta Yayıncılık.

- Karluk, R. (1995). *Türkiye ekonomisi* (2.Baskı). Eskişehir: Beta A.Ş.
- Kasman, T. ve Adnan, E. (2005). Cari açık büyümenin mi aşırı değerli TL'nin mi sonucudur?. *İşletme ve Finans Dergisi*, 20, 89.
- Kepenek, Y. ve Yentürk, N. (2000). *Türkiye ekonomisi*. İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Keyder, N. ve Öztürk, K. (2004). Türkiye'nin uluslararası rekabet gücü: birim ücret maliyetine dayalı rekabet endeksi ve reel kur. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 221, 42.
- Khalid, A. M. ve Guan T. W. (1999). Causality tests of budget and current account deficits: cross-country comparisons. *Empirical Economics*, 24, 389-402.
- Kirmanoglu, H. (2006). Türkiye'de cari açıklar, dış borç, kamu açıklarının seyri konusunda genel bir değerlendirme. *İktisat Dergisi*, 2006 Şubat Mart, 35.
- Knight, M. ve Scacciavillani, F. (1998). *Current accounts: what is their relevance for economic policymaking?* IMF Working Paper, 71. Aktaran: Tolga Tiryaki (2002).
- Kont, B. (1998). *Sermaye girişleri ve makroekonomik etkileri: Türkiye deneyimi iktisat politikası*. İstanbul: Alfa Basımevi.
- Kruger, A. (2006). *Türkiye'nin ağırlığı artıyor*. Erişim tarihi: 28 Aralık 2006, <http://www.gazeteoku.com/go.php?link=http://www.sabah.com.tr>
- Krugman, P.R. (1979). A Model of balance of payments crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, 11, 312-323.

- Livingston, M. (1996). *Money and capital markets* (3th Edition). Massachusetts: Blackwell.
- Lipsey, R. G. Vd. (1999). *Economics* (12th Edition). United States: Addison-Wesley Publishing Company. Aktaran: Ay ve Karaçor (2003).
- Mankiw, G. (1994). *Macroeconomics* (Second Edition). New York: Worth Publishers. Aktaran: Barış Babaoğlu (2005).
- Milesi-Ferretti, G. M. ve Assaf, R. (1996). Current account sustainability: Selected East Asian and Latin American Experiences. *Nber working paper series working paper 5791*, 2.
- Milesi-Ferretti, G. M. ve Assaf, R. (1996a). Current-account sustainability. *Princeton studies in international finance*, 81. Aktaran: Tolga Tiryaki (2002).
- Milesi-Ferretti, G. M. ve Assaf, R. (1996b). Current-account sustainability. *Selected East Asian and Latin American experiences*, 5791, 2. Erişim tarihi: 5 Nisan 2006, NBER Veri Tabanı.
- Nordhaus, P. A. ve Samuelson, W. D.(1995). *Economics* (15th Edition). New York: McGraw Hill.
- Obstfeld, M. (2001). *International macroeconomics: Beyond the Mundell-Fleming model*. Natioanal Bureau of Economic Research, Working Paper No:8369. Aktaran: Tolga Tiryaki (2002).
- Obstfeld, M. ve Rogoff, K. (1997). *Foundations of international macroeconomics*. The MIT Press, Cambridge: Massachusetts.
- Ödemeler Dengesi Müdürlüğü (2005, Şubat 12). Erişim tarihi: 7 Haziran 2007, <http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/odemet.pdf>

*Ödemeler Dengesi İstatistikleri Tanım ve Türkiye Uygulaması*. Erişim Tarihi: 7 Ekim

2007, <http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/odemet.pdf>

*Ödemeler Dengesi Tablosu'ndaki "Diğer Mal ve Hizmet Gelirleri" Kaleminin İçerdiği ve*

*Hesaplama Yöntemine İlişkin Açıklama* (1999, Haziran 11). Erişim tarihi:13

Ağustos 2005, <http://www.hazine.gov.tr /odemedenge/duyuru19990611.htm>

Özmen, E. (2004). Cari açık ve ekonomi politikaları üzerine. *İşletme ve Finans Dergisi*,

*Ekim 2004*, 6-9.

Parasız, İ. (1998). *Türkiye ekonomisi 1923'den günümüze iktisat ve istikrar politikaları*.

Bursa: Ezgi Kitapevi.

Parkin, M. (2000). *Economics* (5th Edition). United States: Addison-Wesley Publishing

Company. Aktaran: Ay ve Karaçor (2003).

Roubini, N. ve Wachtel, P. (1998). *Current account sustainability in transition economics*.

NBER WP. No: 6468. Aktaran: Kasman ve Turgutlu.

Saatçioğlu, C. (2005). *Ödemler dengesi ve Türkiye açısından bir değerlendirme*. Erişim

tarihi: 7 Temmuz 2006,

<http://archive.ismmmo.org.tr/docs/malicozum/55MaliCozum/11%20->

[2055%20CEM%20SAATCIOGLU.DOC](http://archive.ismmmo.org.tr/docs/malicozum/55MaliCozum/11%20-2055%20CEM%20SAATCIOGLU.DOC)

Sağlam, E. (2007). *Cari açık yüksek finansmanı rahat*. Erişim tarihi: 24 Kasım 2007,

<http://hurarsiv.hurriyet.com.tr/goster/haber.aspx?id=6315543&yazarid=8>

Seyidoğlu, H. (2003). *Uluslararası finans* (4. Baskı). İstanbul: Güzem Can Yayınları

Şen, A. (2005). Türkiye'nin cari işlemler sorunsalı bağlamında turizm gelirlerinin artan

önemi. *Finans-Politik&Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 495, 17.

- TCMB 2001 Para Politikası Raporu (2002, Şubat 15). TCMB Veri Tabanı. Erişim tarihi: 28 Mayıs 2006, [http://www.tcmb.gov.tr/yeni/paraprogram/para\\_politikasi.html](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/paraprogram/para_politikasi.html)
- Tiryaki, T. (2002). *Cari işlemler hesabına çeşitli yaklaşımlar, sürdürülebilirlik ve Türkiye örneği*. Erişim tarihi: 8 Nisan 2006, <http://www.tcmb.gov.tr>
- Tiryakioğlu, B. (2006). *Doğrudan yabancı yatırımlara ilişkin uluslararası düzenlemeler*. Erişim Tarihi: 25 Temmuz 2007, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/kitap2/dogrudanyabyatirimci.doc>.
- Tuncer, N. (2001). Para krizleri ve Türkiye. *İktisat Dergisi*, 410-411, 43-51.
- Türel, O. (2004). *Döviz kuru, cari açık ve reel ekonomi*. Erişim tarihi: 5 Ocak 2007, <http://www.tek.org.tr/toplantipdf/O-TUREL.pdf>
- Uygur, E. (2001). *Krizden krize Türkiye: 2000 Kasım ve Şubat krizleri*. Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni. Erişim Tarihi: 5 Nisan 2006, <http://www.econturk.org>
- Uygur, E. (2004). Türkiye’de cari açık tartışmaları. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, 222, 12-23.
- Uysal, Y. (2006). *Ödemeler bilançosu dengesi ve cari açık*. Erişim tarihi: 18 Mart 2006, <http://kisi.deu.edu.tr/yasar.uysal/gazete/3.htm>
- Yaldız, E. (2006). *İkiz açık hipotezi ve Türkiye*. Erişim tarihi: 5 Haziran 2008, [http://ikam.ieu.edu.tr/reports/BCR%202006\\_01.pdf](http://ikam.ieu.edu.tr/reports/BCR%202006_01.pdf)
- Yaşa, M.ve Diğerleri (1980). *Cumhuriyet dönemi Türkiye ekonomisi 1923-1978*. İstanbul: Akbank Yayını.
- Yeldan, E. (2005). *Yükselen piyasa ekonomisi olarak Türkiye*. Erişim tarihi: 28 Haziran 2007, [http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Yeldan14\\_2Mar05.pdf](http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Yeldan14_2Mar05.pdf) s.54.

- Yeldan, E. (2005). *2005'e girerken cari açık sorunu*. Erişim tarihi: 5 Ocak 2007, <http://www.iscikonseyi.org/modules.php?name=News&file=article&sid=1595>
- Yeldan, E. (2005). *Türkiye ekonomisi'nde dış açık sorunu ve yapısal nedenleri*. Erişim tarihi: 8 Aralık 2007, <http://www.calismatoplum.org/sayi7/makale2.doc>
- Yükseler, Z. (1998). *Makro ekonomik hesaplar ve ödemeler dengesi*. Devlet Planlama Teşkilatı Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü. Erişim tarihi: 5 Haziran 2006, <http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/makro/yukselez/odemeler.pdf>
- Zivot, E. ve Andrews, D.W.K. (1992). Further evidence on the great crash, the oil price shock, and the unit root hypothesis. *Journal of Business and Economic Statistics*, 10, 253-254.

LONG RUN  
(SELECTED BY AIC)  
NUMBER OF  
LAGS(P)

	LAG 1	LAG 2	LAG 3	LAG 4	LAG 5	LAG 6
	ARDL (1, 1, 1, 1, 0, 1)	ARDL (1, 2, 1, 1, 0, 0)	ARDL (1, 2, 1, 1, 0, 0)	ARDL (4, 3, 1, 4, 1, 0)	ARDL (4, 5, 1, 5, 5, 5)	ARDL (4, 2, 1, 6, 5, 0)
<b>B</b>	-0,016786 (0,707)	0,085654 (0,100)	0,077052 (0,151)	0,0048434 (0,966)	0,47242 (0,294)	1,1538 (0,415)
<b>R</b>	0,33283 (0,515)	-0,16290 (0,674)	-0,21336 (0,588)	-0,097410 (0,881)	0,94706 (0,582)	1,5622 (0,648)
<b>E</b>	-0,24022 (0,024)	-0,25285 (0,006)	-0,26167 (0,003)	-1,0638 (0,076)	-2,6379 (0,246)	-4,9841 (0,407)
<b>Y</b>	-1,4071 (0,000)	-1,2081 (0,000)	-1,2027 (0,00)	-1,0819 (0,181)	4,5157 (0,446)	12,2126 (0,481)
<b>F</b>	-1,3137 (0,011)	-0,62577 (0,059)	-0,61198 (0,066)	-0,94478 (0,115)	0,07463 (0,959)	-0,62047 (0,616)
<b>SABİT</b>	0,019123 (0,558)	-0,011349 (0,723)	-0,0035537 (0,916)	0,028200 (0,660)	-0,30669 (0,361)	-0,74608 (0,462)
<b>KUKLA</b>	-0,979E-3 (0,962)	-0,033102 (0,044)	-0,03399 (0,038)	-0,012603 (0,692)	-0,059644 (0,353)	-0,12707 (0,289)
<b>ECM</b>	-0,71302 (0,000)	-0,79513 (0,000)	-0,79268 (0,000)	-0,47742 (0,023)	-0,31855 (0,230)	-0,19784 (0,402)
<b>Rbar2</b>	0,58232	0,6245	0,62681	0,69415	0,76123	0,7633
<b>Seri Halinde Korelasyon</b>	1,3279 (0,274)	0,88179 (0,482)	0,82196 (0,518)	0,42593 (0,789)	1,3556 (0,281)	2,5333 (0,063)
<b>Fonksiyonel Form</b>	4,9941(0,030)	4,3241 (0,043)	4,3427 (0,043)	0,089208 (0,767)	1,1506 (0,294)	0,54721 (0,465)
<b>Normallik</b>	1,2255 (0,542)	1,8045 (0,406)	1,6864 (0,430)	2,2082 (0,332)	0,63747 (0,727)	0,67836 (0,712)
<b>Heteroscedasti city</b>	0,012663 (0,911)	0,087298 (0,746)	0,060683 (0,806)	0,43778 (0,51)	4,1687 (0,046)	1,4219 (0,238)
<b>DW</b>	2,1145	1,9626	1,9232	2,1651	2,2913	2,0727
<b>AIC</b>	138,3383	138,856	136,269	136,7928	140,2348	137,8561
<b>SBC</b>	125,5755	126,1907	123,7029	116,0175	107,2677	112,318
<b>Standart Error</b>	0,023845	0,022767	0,022857	0,02087	0,018549	0,018548



## LONG RUN (SELECTED BY SBC)

## NUMBER OF LAGS(P)

	LAG 1	LAG 2	LAG 3	LAG 4	LAG 5	LAG 6
	ARDL (1, 1, 1, 1, 0, 0)	ARDL (1, 2, 1, 1, 0, 0)	ARDL (1, 2, 1, 1, 0, 0)	ARDL (1, 2, 1, 1, 0, 0)	ARDL (1, 2, 1, 1, 0, 0)	ARDL (1, 2, 1, 1, 0, 0)
<b>B</b>	-0,016155 (0,738)	0,085654 (0,100)	0,077052 (0,151)	0,087421 (0,104)	0,089500 (0,113)	0,083799 (0,150)
<b>R</b>	0,055723 (0,909)	-0,16290 (0,674)	-0,21336 (0,588)	-0,12912 (0,746)	-0,11268 (0,789)	-0,18052 (0,684)
<b>E</b>	-0,26564 (0,021)	-0,25285 (0,006)	-0,26167 (0,006)	-0,26828 (0,005)	-0,27144 (0,006)	-0,26657 (0,008)
<b>Y</b>	-1,4209 (0,000)	-1,2081 (0,000)	-1,2027 (0,000)	-1,1735 (0,000)	-1,1661 (0,000)	-1,1717 (0,001)
<b>F</b>	-0,88885 (0,032)	-0,62577 (0,059)	-0,61198 (0,066)	-0,64244 (0,054)	-0,64766 (0,056)	-0,61968 (0,073)
<b>SABİT</b>	0,31035 (0,358)	-0,011349 (0,723)	-0,0035537 (0,916)	-0,014362 (0,678)	-0,016475 (0,666)	-0,0094364 (0,818)
<b>KUKLA</b>	-0,12653 (0,515)	-0,033102 (0,044)	-0,034399 (0,038)	-0,032228 (0,052)	-0,031818 (0,062)	-0,033874 (0,055)
<b>ECM</b>	-0,66556 (0,000)	-0,79513 (0,000)	-0,79268 (0,000)	-0,79596 (0,000)	-0,79507 (0,000)	-0,79257 (0,000)
<b>Rbar2</b>	0,5767	0,6245	0,62681	0,63706	0,63370	0,6309
<b>Seri Halinde Korelasyon</b>	1,5297 (0,209)	0,88279 (0,482)	0,82196 (0,518)	0,71521 (0,586)	0,70596 (0,592)	0,82144 (0,519)
<b>Fonksiyonel Form</b>	7,2360 (0,010)	4,3241 (0,043)	4,3427 (0,043)	3,7774 (0,058)	3,6466 (0,063)	3,7613 (0,059)
<b>Normallik</b>	0,81000 (0,667)	1,8045 (0,406)	1,6864 (0,430)	1,6951 (0,428)	1,7951 (0,408)	1,6458 (0,439)
<b>Heteroscedastici ty</b>	0,4301E-3 (0,984)	0,087298 (0,769)	0,060683 (0,806)	0,051885 (0,821)	0,096106 (0,758)	0,090253 (0,765)
<b>DW</b>	2,1703	1,9626	1,9232	1,9454	1,9379	1,9637
<b>AIC</b>	138,3098	138,856	136,269	134,2403	131,2784	128,4794
<b>SBC</b>	126,6106	126,1907	123,7029	121,775	118,9157	116,2211
<b>Standart Error</b>	0,024005	0,022767	0,022857	0,022734	0,022975	0,023161