T.C.

ANKARA ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT TEORİSİ ANABİLİM DALI

TÜRKİYE'DE KÜRESELLEŞME SÜRECİNDE CARİ AÇIĞIN T.C. MERKEZ BANKASI POLİTİKA FAİZİ İLE ETKİLEŞİMİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan

Nilgün TONGUÇ

Ankara, Şubat 2018

T.C.

ANKARA ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT TEORİSİ ANABİLİM DALI

TÜRKİYE'DE KÜRESELLEŞME SÜRECİNDE CARİ AÇIĞIN T.C. MERKEZ BANKASI POLİTİKA FAİZİ İLE ETKİLEŞİMİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan

Nilgün TONGUÇ

Tez Danışmanı

Doçent Dr. Seçil Aysed KAYA BAHÇE

Ankara, Şubat 2018

ÖNSÖZ

1980'li yıllarda dünya, küreselleşme (globalleşme) denilen yeni bir döneme girmiştir. Türkiye'de küreselleşme etkilerinin görüldüğü 1987-2016 yıllarında cari açık ile cari açığın finansmanına önemli katkısı bulunan portföy yatırımlarındaki gelişmeler önem kazanmıştır.

Söz konusu çerçevede yapılan çalışmada, T.C. Merkez Bankası politika faiz oranlarının cari açığın finansmanını nasıl etkilediği ekonometrik yöntemle araştırılmıştır. Bu araştırmanın yapılmasını sağlayan ve büyük anlayışı, sabrı, özverili çalışması ile verdiği destek için tez danışmanım Doç. Dr. Seçil Aysed KAYA BAHÇE hocama sonsuz şükranlarımı borç bilir, saygılarımı sunarım.

Nilgün TONGUÇ

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER iii

TABLOLAR LİSTESİ v

GRAFİKLER LİSTESİ vii

I.BÖLÜM : GİRİŞ 1

II.BÖLÜM : TEMEL KAVRAMLAR

2.1 Cari Denge ve Portföy yatırımlarının Önemi 3

2.2 Küresel Ekonomi, Gelişmekte Olan Ülkeler, Yükselen Piyasa Ekonomileri, Uluslararası Portföy Yatırımları Açısından Durumları 3

(a) Küresel Ekonomi 3

(b) Gelişmekte Olan Ülkeler ve Yükselen Piyasa Ekonomileri 5

(c) Ülke Gruplarına Göre Cari Açık 6

2.3 Uluslararası Portföy Yatırımları ve Faiz İlişkisi (Yapılan Çalışmalar) 15

III.BÖLÜM: TEORİK YAKLAŞIMLAR

3.1 Cari Dengeyi Açıklayan Yaklaşımlar 20

(a) Elastikiyetler Yaklaşımı 20

(b) Massetme Yaklaşımı 21

(c) Parasalcı Yaklaşım 21

(d) Zamanlararası Model 22

3.2 Gelişmekte Olan Ülkelerde Cari Açık, Faiz ve Dış Kaynak İlişkilerine Teorik Açıklamalar ve Yaklaşımlar 23

IV.BÖLÜM: TÜRKİYE'DE CARİ AÇIK, PORTFÖY YATIRIMLARI VE FAİZ İLİŞKİSİ

4.1 T.C. Merkez Bankası Para Politikası 26

4.2 Türkiye'de Cari İşlemler Dengesi Açığının Finansmanında Portföy Yatırımları ve Faiz Hadleri (1990-2016 Dönemi), Ampirik Gözlemler, Analiz 27

4.3 Türkiye'de Faiz Hadleri 36

V.BÖLÜM : EKONOMETRİK MODEL, VERİ VE TAHMİN YÖNTEMİ, UYGULAMA

5.1 Veri 42

5.2 Zaman Serisi Analizi Seçimi 43

5.3 Varsayımlar 47

5.4 Değişkenler 47

5.5 Ekonometrik Model (Zaman Serisi Olarak VAR Modeli) Oluşturulması 48

5.6 Faiz ve Cari Açık/GSYİH İlişkisi 53

5.7 VAR Uygulaması 57

(a) Birim Kök Testi 57

(b) Üç Aylık Dönemler İtibariyle İnceleme 57

5.8 Cari Açığın Faiz ve Başlıca Makro Ekonomik Değişkenlerle Etkileşimi 65

(a) Veri 65

(b) VAR Uygulaması 66

VI.BÖLÜM : SONUÇ 77

VII.BÖLÜM : KAYNAKLAR 83

EK: Tablo 1 88

EK: Tablo 2 92

ÖZET 95

ABSTRACT 97

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1 : Cari Açık (2009-2016)

Tablo 1.1 : Portföy Yatırımları (2010-2016)

Tablo 1.2 : Cari Açık, Portföy Yatırımları (Yükümlülük ve Varlıkları)

Tablo 1.3 : En Fazla Cari Fazla Veren Ülkeler, En Fazla Cari Açık Veren Ülkeler

Tablo 1.3.1 : Kısa Vadeli Faiz Oranları (2016)

Tablo 1.3.2 : Hazine Bono ve Tahvil Faiz Oranları (2016)

Tablo 1.3.3 : G-20 Ülkeleri Reel Faizleri (2014-2016 Dönemi)

Tablo 1.4.1 : En Yüksek Politika Faizi Uygulayan Ülkeler (2016)

Tablo 1.4.2 : En Düşük Politika Faizi Uygulayan Ülkeler (2016)

Tablo 2 : Ekonomik Göstergeler (Türkiye Verisi)

Tablo 3: Enflasyon, Faiz Oranları

Tablo 4 : T.C. Merkez Bankası Faizleri

Tablo 5 : Fiyatlar ve Döviz Kurları

Tablo 6.1: Birim Kök Test

Tablo 6.2 : Birim Kök Birinci Fark

Tablo 6.3 : Nedensellik Analizi

Tablo 7 : VAR Tahmin Tablosu

Tablo 8 : Varyans Ayrıştırma Tablosu

Tablo 9 : Birim Kök Test (5 Değişkenli Model)

Tablo 10 : Nedensellik Analizi (5 Değişkenli Model)

Tablo 11 : VAR Tahmin Katsayıları (5 Değişkenli Model)

Tablo 12 : Varyans Ayrıştırma (5 Değişkenli Model)

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1 : 2002-2016 Dönemi T.C. Merkez Bankası Politika Faizi

Grafik 2 : Portföy Yatırımları ve Cari Açık

Grafik 3 : Altı Aylık Dönemler için Enflasyon ve T.C. Merkez Bankası Fonlama Maliyeti

Grafik 4 : Portföy Yatırımları, Net Varlık Edinimi, Net Yükümlülük Oluşumu

Grafik 5 : Portföy Yatırımları Gelir-Gider Dengesi

Grafik 6 : Altı Aylık Dönemler için Portföy Yatırımları ve Cari Açık

Grafik 7: Ödemeler Dengesi Finansal Hesap Kalemleri

Grafik 8: T.C. Merkez Bankası ve ABD Politika Faizi

Grafik 9 : Uluslararası Piyasalarda Faiz

Grafik 10 : T.C. Merkez Bankası Politika Faizi ve Cari Açığın GSYİH'ya oranı (%)

Grafik 11 : Ödemeler Dengesi Finansal Hesap Kalemleri (Türkiye, Milyon $)

Grafik 12 : Portföy Yatırımları ve Cari Açık (Yıllık Veri)

Grafik 13: Portföy Yatırımları ve Cari Açık (6 Aylık Dönemler için)

Grafik 14 : Portföy Yatırımları (Milyon $, Üç Aylık Dönemler için)

Grafik 15 : Cari Açık/GSYİH ve Reel GSYİH Büyüme Oranı (%)

I.BÖLÜM:GİRİŞ

Türkiye'de Ödemeler Dengesi sorunu olarak yüksek cari açık verilmesinin nedenleri ile cari açığın temel ekonomik göstergeler ile etkileşimleri konusu ekonomi gündeminde sık olarak yer almaktadır. Cari açık tartışmaları ile birlikte, döviz rezervlerinin durumu, bütçede mali disiplinin korunması, enflasyon, döviz kuru artışları, küresel sermaye hareketleri, faiz artışları ile T.C. Merkez Bankası'nın izleyeceği politikalar da gündeme gelmektedir.

Türkiye için olduğu gibi, uluslararası alanda da faiz seviyesinin etkileri iktisadın temel konularından olup, gerek hükümetler tarafından, gerekse akademik çevrelerde tartışmaların odak noktalarındandır. Gelişmiş ülkeler düşük seviyelerde, bazen sıfır veya negatif olmak üzere, faiz seviyelerine sahip iken, "Yükselen Piyasa Ekonomileri ve Gelişmekte olan ülkeler" ise gelişmiş ülkelere göre daha yüksek seviyede faizlere sahip olmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde faiz seviyesinin etkilerinden biri, cari açık veya dış kaynak açığı olması dolayısıyla, likidite sağlamada önemi olan portföy yatırımlarının giriş veya çıkışına yaptığı etkidir. Diğer bir ifade ile, yüksek pozitif faiz kaydedilen dönemlerde portföy yatırımları girişi ve tersi durumda yatırım çıkışı görülmekte ise, bu durum bizi faizleri yüksek tutmak yönünde bir politika izlemeye teşvik edebilecektir. Literatürde faiz paranın fiyatı olarak tanımlanmakta ve çeşitli türleri (bileşik faiz, mevduat faizi, kredi faizi gibi) bulunmaktadır. Yatırımcılar reel getiri amaçladıklarından, faizin seviyesi önemlidir. Türkiye'de faizlerin düşürülmesi 1990'lı yıllardan itibaren ekonomi yönetimlerinin amacı olduğu çeşitli ortamlarda ifade edilmiş olduğundan konunun önem taşıdığı düşünülmektedir.

1980'li yıllardan itibaren başlayan küreselleşme (globalleşme) dönemi uluslararası finansal piyasaları etkileyerek, hem sermayenin hızlı hareketine, hem de piyasaları birbirine bağlı hale gelmesine yol açmıştır. Bu durum sonucunda gelişmekte olan ülkelere daha fazla portföy yatırımı (hisse senedi/tahvil ve sıcak para) girmeye başlamıştır. Bu durumun bir sonucu olarak da yükselen piyasa ekonomilerinin (emerging markets) önemi artmıştır.

Portföy yatırımları gelişmekte olan ülkelerin ve özellikle yükselen piyasa ekonomilerinin kronik sorunu olan cari açığın finansmanına çare olmaya başlamıştır. Ancak, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına göre daha kısa vadeli ve gelir/kâr elde etme amaçlı olup, piyasalara hızlı bir şekilde girip çıkabilen portföy yatırımları büyük ölçüde getiri/faiz odaklı faaliyetlerde bulunmaktadır. Bu nedenlerle, özellikle Türkiye açısından bakarsak, portföy yatırımlarının ülkenin cari açık düzeyi ve faiz oranları ile bağlantısı olduğunu görmekteyiz. Ülkeler de, cari açıklarını finanse edebilmek amacıyla, özellikle borç/risk seviyeleri yüksek ise, enflasyon gibi iç koşulların olumlu etkisi olsa bile, yüksek faiz politikasından kolay kolay vazgeçemezler. Hatta, ABD gibi belli başlı ülkelerin faiz artırımına gitmeleri de, açıkça bir faiz savaşına yol açmasa bile, hemen tüm ülkeler için faizlerini düşürmede bir engel faktör olabilmektedir.

Yapılan çalışmalar, getiri/faiz ile portföy yatırımları arasında pozitif bir ilişki olmakla birlikte, portföy yatırımlarının, bazen, risk faktörü gibi faiz dışı etmenlerle, inişli/çıkışlı bir seyir izleyebildiği, ani faiz artırımı gibi şoklara karşı cevabın kısa süreli olduğu sonucuna varmaktadır. Aynı şekilde, cari açık büyüdükçe ve portföy yatırımlarına ihtiyaç arttıkça, ülkeler faizlerini yükseltme eğilimine girebilmekte olup, cari açık ile faiz arasında da negatif bir ilişki görülmektedir. Burada da faiz şoklarının etkisi kısa sürmektedir.

Bu çerçevede, gelişmekte olan bir ülke olarak Türkiye'de Merkez Bankası Politika Faiz oranlarının, cari açığın büyüklüğü ve finansmanı amacıyla çekmek istenilen portföy yatırımları ile ilişkili olup olmadığı konusunda bir saptama yapmak amacıyla 1991 (son dönemi)-2016 yılı üç aylık dönemler itibariyle incelenmiş ve bir zaman serisi analizi (VAR) yapılmıştır.

II.BÖLÜM: TEMEL KAVRAMLAR

2.1 Cari Denge ve Portföy Yatırımlarının Önemi

Ödemeler Dengesi ülke dışına çıkan ve ülkeye giren fonların (kaynakların) kaydedildiği bir sistemdir. Cari İşlemler Dengesi, Sermaye hesabı, Finans Hesabı ve Net Hata/Noksan olmak üzere dört ana kalemden oluşmaktadır. Cari İşlemler Dengesi (Cari Hesap), ülkenin mal ve hizmet ihracat/ithalatı ile çeşitli yatırım gelirleri ve transferleri kapsamaktadır. Ödemeler Dengesinin en önemli kalemlerinden biri Finans Hesabıdır. Finans Hesabı, Doğrudan Yatırımlar, Portföy Yatırımları, Finansal Türevler, Diğer Yatırımlar ve Rezerv Varlıklar olmak üzere beş bölüme ayrılır. Portföy Yatırımları, IMF'nin tanımına göre (BMP6, 2009), doğrudan yatırım ve rezerv varlıkların haricinde borç ve hisse senedi şeklindeki menkul değerleri içeren sınır ötesi işlem ve pozisyonlardır. Genellikle, Hazine Bonosu, ticari ve finansal bonolar gibi menkul değerler ve borç senetlerini kapsamaktadır. Söz konusu Bono ve Borç Senetleri, bir yıl veya daha kısa/uzun vadelerde ihraç edilmiş olabilirler. Kısaca, portföy yatırımlarında yabancı yatırımcı sermaye dışında bir katkıda bulunmamakta, yerleşik şirketin yönetiminde hak sahibi olmamaktadır. Bu açıdan tercih sebebi olabilmektedir.

2.2 Küresel Ekonomi, Gelişmekte Olan Ülkeler, Yükselen Piyasa Ekonomileri, Uluslararası Portföy Yatırımları Açısından Durumları

(a)Küresel Ekonomi:

Küresel ekonomi 2008 krizinden beri büyümektedir. Kriz yaşanmamıştır ama büyüme oldukça istikrarsızdır ve düşük seviyelerde gerçekleşmiştir. (IMF Annual Report 2015) Seneler süren düşük büyüme oranlarından sonra 2017 yılında küresel ekonominin büyüme hızı artmaya başlamıştır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde, hatta en az gelişmiş ülkelerde (Least Developed Countries) kaydedilen yüksek büyümeden daha önemlisi, istihdam oranlarında artış görülmesidir. Ancak, söz konusu gelişmelerle birlikte, 2017'de başlayan

büyüme hızının devam ettirilebilmesi konusu da karşımıza çıkmaktadır. Bu amaçla, büyümenin bütün ülkeler tarafından para ve maliye politikaları ile yapısal reformlarla desteklenmesi gerekmektedir. (IMF Annual Report 2017)

2017 yılında küresel ekonomide büyümenin hız kazandığına yukarıda değinmiştik. Özellikle Avrupa, Japonya, Çin ve ABD'de büyümenin hız kazanması gelecek için olumlu görülmektedir. 2008 küresel krizinden sonra en düşük küresel büyüme oranı yüzde 3.2 ile 2016 yılında kaydedilmişti. Söz konusu oranın 2017'de 3.6 (tahmini) olması önemlidir. Ancak riskler devam etmektedir. Örneğin, petrol başta olmak üzere hammadde ihracatçısı ülkelerde görülen ihracat düşüşleri büyümeyi olumsuz yönde etkileyebilir. Ayrıca, gelişmiş ülkelerde düşük ücretler ile düşük enflasyon ve düşük faiz oranları merkez bankalarının daha fazla faiz indirimine gitmelerini engellemektedir. Bu şekilde gelir dağılımında eşitsizlik ve globalleşme karşıtlığı artmaktadır. Benzer şekilde, "Yükselen Piyasa Ekonomileri" (Emerging Market Economies) liberalleşme ve teknolojik gelişme sonucu çeşitli risklerle karşılaşmaktadırlar. (IMF World Economic Outlook, Ekim 2017)

Yükselen Piyasa Ekonomilerine sermaye girişi 2015 yılında büyük ölçüde azalmış ve 1990 yılından beri en düşük seviyesine inmişti. Sermaye girişinin negatif seviyelere inmesi krize yol açma ihtimali nedeniyle endişe yaratmıştı. Ancak 2016 ve 2017 yıllarında sözü edilen ekonomilere sermaye girişinde önemli artışlar görülmüştür. 2015-2016 üç aylık dönem ortalaması 120 milyar $ iken, 2017 ilk altı aylık dönem ortalaması 200 milyar $'a yükselmiştir. Burada, küresel ekonominin görünümünde pozitif algı oluşması ve finansal koşulların elverişli hale gelmesi etken olmuştur. (IMF World Economic Outlook, Ekim 2017)

2017 yılında küresel ekonomide büyümeye paralel olarak finansal ortamın iyileşmeye başladığını, uluslararası sermaye akışının artmakta olduğunu görmekteyiz. Bu durum uluslararası finansal sistemin güçlendirilmesi için fırsatlar yaratmaktadır. Ancak, sermaye akışının artması aynı zamanda riskler de içermektedir. Şöyle ki, bankacılık sektörü dışındaki

finansal sektörün, gerekli izleme mekanizmaları kurulmadığı takdirde, risklerinin artacağını söylemek mümkündür. Bankacılık sektörü ise, 2008 küresel krizi sonrası yapılan düzenlemeler ile daha sıkı denetlenmektedir. Sonuçta, bankacılık sektörü riskleri azalırken, bankacılık sektörü dışındaki finansal sektörde risklerin artmakta olduğunu söyleyebiliriz. (IMF Global Financial Stability Report, Ekim 2017)

Küresel ekonomi için Çin'in büyüme oranı, yaratacağı dışsallıklar (spillover) nedeniyle önemlidir. Çin'deki büyümenin devamlılığı yanında Çin finansal sektöründeki gelişmeler de, dünya ekonomisine etkileri açısından önemli görülmektedir. (IMF Global Financial Stability Report, Ekim 2017)

(b)Gelişmekte Olan Ülkeler ve Yükselen Piyasa Ekonomileri:

Gelişmekte olan ülkeler, paralarının değerlerini sabit tutmakta zorlanırlar. Karşılaştıkları Ödemeler Dengesi krizlerinin temel nedeni zayıf finansal sisteme sahip olmalarıdır. Spekülatif davranışlara, özellikle Ödemeler Dengesi krizlerinde sıkça rastlamak mümkündür. (Vegh, 2013) Gelişmekte olan ülkelerden bir grup "Yükselen Piyasa Ekonomileri" olarak sınıflandırılmaktadır. Söz konusu ülkeler, 1990'larda, hızlı büyüme umutlarıyla, piyasalarını dış dünyaya açmışlardır. Finansal piyasaları henüz gelişmeden mal, hizmet ve sermaye piyasalarını dış dünyaya açan bu ülkeler çeşitli finansal zorluklarla ve dengesizliklerle karşılaşmaktadırlar. (Mishkin, 2016). Ayrıca, yükselen piyasa ekonomilerinin gelişmiş ülkelere göre dış şoklara daha açık, inişli-çıkışlı seyir izledikleri, sermaye ihtiyaçlarının yüksek olduğu, yabancı kaynak girişinde kesintiler olmasının finansal krizlere yol açabildiği, bu nedenle yüksek faiz politikası izlemek zorunda kaldıkları, aynı zamanda, makro-ekonomik dalgalanmalarının arkasında faiz hadlerinin etkilerinin bulunduğu görülmektedir. (Tiryaki, 2010) Gelişmekte olan ülkelerde ve Yükselen Piyasa Ekonomilerinde sermaye ihtiyacının yüksek olması yanında gelişmiş piyasalara göre riskin yüksek olmasına bağlı olarak da getiriler (faiz) yüksektir. (Delice, Ege, 2015)

(c)Ülke Gruplarına Göre Cari Açık

IMF Dünya Ekonomik Raporu (World Economic Outlook) esas alınarak ülkeleri bölgesel olarak aşağıdaki şekilde sınıflandıralım ve 2009-2016 dönemi cari açık verilerine bakalım:

Gelişmiş Ülkeler

-Euro Bölgesi

-G-7 Ülkeleri

-Diğer Gelişmiş Ülkeler

Yükselen Piyasa Ekonomileri ve Gelişmekte olan Ülkeler

-Bağımsız Devletler Topluluğu(Rusya dahil)

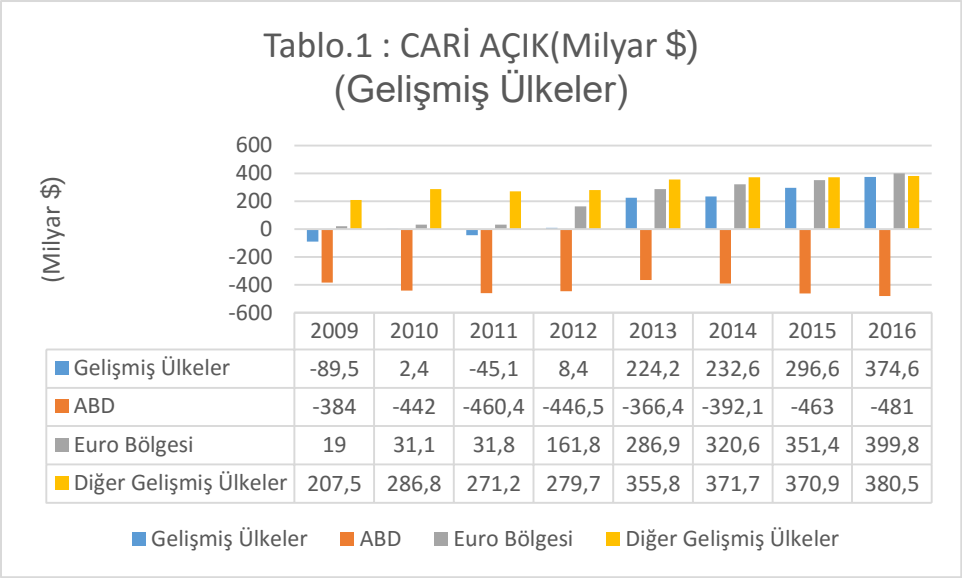
-Asya Ülkeleri

-Avrupa Ülkeleri

-Güney Amerika ve Karayipler

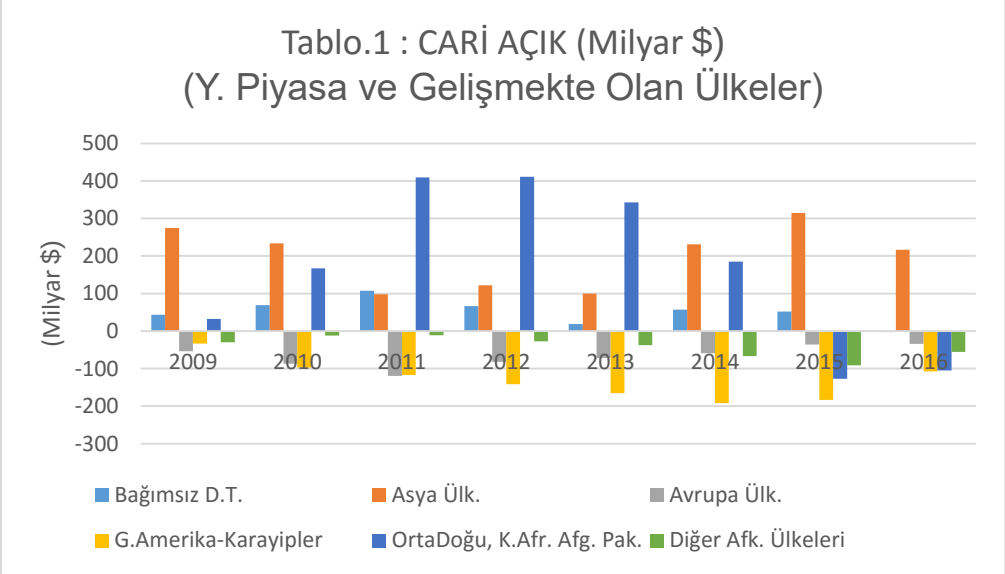
-Ortadoğu, Kuzey Afrika, Afganistan, Pakistan

Yukarıdaki ülke grupları için 2009-2016 dönemi cari açığı 1 No.lu Tabloda verilmektedir.



	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Gelişmiş Ülkeler	-89,5	2,4	-45,1	8,4	224,2	232,6	296,6	374,6
ABD	-384	-442	-460,4	-446,5	-366,4	-392,1	-463	-481
Euro Bölgesi	19	31,1	31,8	161,8	286,9	320,6	351,4	399,8
Diğer Gelişmiş Ülkeler	207,5	286,8	271,2	279,7	355,8	371,7	370,9	380,5

Kaynak: IMF World Economic Report Data (2017)



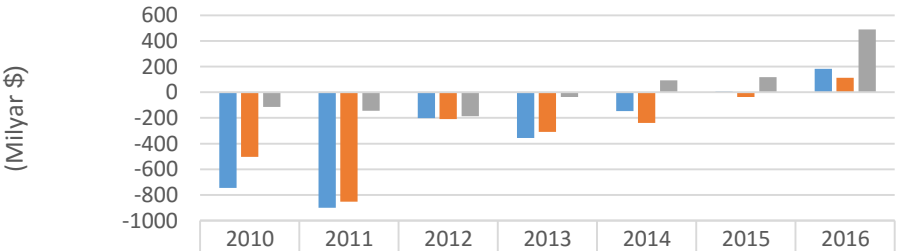
Kaynak : IMF World Economic Report Data (2017)

1 No.lu Tabloda, genel eğilim olarak, Yükselen Piyasa Ekonomileri ve Gelişmekte Olan Ülkelerde cari açık, Gelişmiş Ülkelerde ise cari fazla görülmektedir. Asya'da Çin ve Hindistan etkin olurken, Ortadoğu ve Kuzey Afrika grubunu petrol ihracatçısı ülkeler etkilemektedir. Gelişmiş ülkelerde ise en fazla cari açık ABD'dedir. Ancak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki cari açığın nedenleri farklıdır. Gelişmekte olan ülkelerde iç faktörler ağırlık kazanırken, gelişmiş ülkelerde dış faktörler (ABD'deki ikiz açıklar-Twin

Deficits gibi) öne çıkabilmektedir. Konumuz açısından ise, faiz ve dış açık arasındaki ilişki, cari açığın nedenlerine göre pozitif veya negatif olabilmektedir. Türkiye'de negatif ilişki söz konusudur.

Aynı şekilde, ülke grupları için portföy yatırımları aşağıdaki tabloda verilmektedir. (Tablo 1.1)

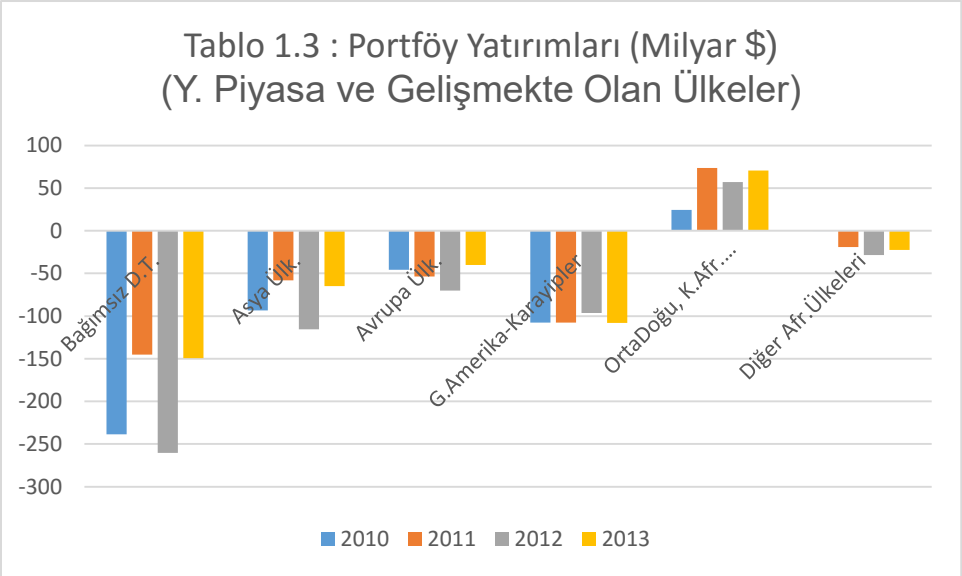
Tablo 1.1 :Portföy Yatırımları(Milyar $)
(Gelişmiş Ülkeler)



	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Gelişmiş Ülkeler	-744,4	-899,7	-201,4	-357	-145,5	5,2	183
G-7 Grup	-504	-851	-210	-309,3	-239,9	-37,2	112,4
Euro Bölgesi	-113,7	-144,7	-185,3	-36	91,6	118	490

Gelişmiş Ülkeler G-7 Grup Euro Bölgesi

Kaynak: IMF World Economic Report Data (2017)



Kaynak : IMF World Economic Report Data (2017)

1 ve 1.1 No.lu tabloların incelenmesinden, cari açık veren ülkelerin aynı zamanda portföy yatırımı alan ülkeler olduğunu görmekteyiz. Sonuçta, genel olarak, gelişmiş ülkelerde cari fazla, gelişmekte olan ülkelerde ise cari açık görülmekte, ayrıca, gelişmiş ülkeler dış dünyada portföy yatırımları yapmakta olup, gelişmekte olan ülkeler ise alıcı durumda görünmektedir. Hemen tüm dünyada, portföy yatırımları miktarının ekonominin hacmi büyüdükçe artmakta olduğunu da görmekteyiz. Yukarıdaki tablodan çıkarabileceğimiz bir başka sonuç da cari açık veren ülkeler için portföy yatırımlarının cari açığın finansmanında önemli bir yer almakta olduğudur.

Yukarıda belirtilen ülke gruplarında yer alan ülkeler için cari açık ve portföy yatırımları EK Tabloda (Tablo 1.2) verilmiştir.

Aşağıda, dünyada en fazla cari fazla ve en fazla cari açık veren 10 ülkenin listeleri ile Merkez Bankası politika faiz oranı en yüksek ve en düşük 10 ülkenin listeleri verilmektedir. Bahse konu listelerin incelenmesinden, cari fazla veren ülkelerde faizlerin daha düşük, cari açık

verenlerde ise daha yüksek olma eğilimi görmekteyiz. Bu gözlem de yukarıda belirtilen hususları destekler niteliktedir.

Tablo.1.3

EN FAZLA CARİ FAZLA VEREN ÜLKELER (MİLYAR $)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Çin	237,8	136,1	215,4	148,2	277,4	330,6	-
Almanya	193	228	248,9	235,5	281,3	280	-
Japonya	220,9	129,6	60,1	46,4	36,4	134,1	187,3
Kore	28,9	18,7	50,8	81,1	84,4	105,9	98,7
İsviçre	86,6	55,7	69,7	78,7	61,4	77,4	70,6
Rusya	67,5	97,3	71,3	33,4	57,5	68,9	25
Hollanda	61,8	81,3	89,5	85,5	78,6	66,2	64,8
Singapur	55,4	61	50,3	51,2	60,8	53,8	56,5
Norveç	50,3	66,5	63,6	53,4	55	33,7	18,1
Tayland	11,5	9,4	-1,6	-4,8	15,3	32,1	-

EN FAZLA CARİ AÇIK VEREN ÜLKELER (MİLYAR $)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ABD	-442	-460,4	-446,5	-366,4	-392,1	-463	-481,2
İngiltere	-66,8	-46,3	-97,1	-119,9	-139,7	-122,6	-115,5
Brezilya	-75,8	-77	-74,1	-74,8	-104,2	-58,9	-
Avustralya	-44,7	-44,4	-64,5	-47,9	-42,3	-58	32,9
S.Arabistan	66,8	158,5	164,8	135,4	73,8	-56,7	-24,9
Kanada	-58,2	-49,7	-65,7	-59,4	-43,6	-53,1	-51,2
Meksika	-5,3	-14	-17	-31	-26,2	-33,3	-27,9
Türkiye	-44,6	-74,4	-48	-63,6	-43,6	-32,1	-32,6
Cezayir	12,2	17,7	12,1	1,2	-9,5	-27,2	-
Hindistan	-54,5	-62,5	-91,5	-49,1	-27,3	-22,5	-

Kaynak : IMF Data

Yukarıdaki 1.3 tablosundan, en fazla cari açık veren ülkelerin çoğunluğunun gelişmekte olan ülkeler, cari fazla veren ülkelerin de çoğunlukla gelişmiş ülkelerden oluştuğunu görmekteyiz. Bu durum gelişmekte olan ülkelerin dış kaynak ihtiyacının daha yüksek olduğu şeklinde yorumlanabilir.

IMF kaynağından aldığımız ve 2016 yılı sonu itibariyle en yüksek ve en düşük kısa vadeli faiz oranları ile Hazine tahvil ve bonolarının faizlerini gösteren tablolar (Tablo.1.3.1 ve Tablo.1.3.2) aşağıda verilmektedir:

Tablo.1.3.1

Kısa Vadeli Faiz Oranları (%)(2016)	
Arjantin	25,48
Brezilya	13,75
Rusya	10
Türkiye	7,25
Hindistan	6,75
Güney Afrika	5
Meksika	5,75
Endonezya	4,75
Çin	2,9
Avusturya	1,5
Güney Kore	1,25
Hong Kong, Çin	1
Suudi Arabistan	0,75
ABD	0,63
Kanada	0,5
Japonya	0,3
İngiltere	0,25
Singapur	0,2
Danimarka	0
Euro Bölgesi	0
İsviçre	-0,25
İsveç	-0,5

Kaynak: IMF Financial Statistics(2016 sonu itibariyle)

Tablo.1.3.2	
Hazine Bono ve Tahvil Faiz Oranları (%)(2016)	
Güney Afrika	8,87
Meksika	6,67
Hindistan	6,58
Polonya	3,32
Avustralya	2,5
Singapur	2,22
ABD	2,13
Kanada	1,99
Güney Kore	1,85
İtalya	1,76
İspanya	1,31
İngiltere	1,3
Euro Bölgesi	1,1
İrlanda	0,73
Fransa	0,58
Belçika	0,48
İsveç	0,43
Avusturya	0,42
Finlandiya	0,35
Danimarka	0,28
Lüksemburg	0,25
Almanya	0,15
Kaynak: IMF Financial Statistics(2016 sonu itibariyle)	

Söz konusu tabloların incelenmesinden, genel eğilim olarak, gelişmekte olan ülkelerin faiz seviyelerinin gelişmiş ülkelere göre daha yüksek olduğunu anlamaktayız.

Yukarıdaki tablolara ek olarak, dünya ekonomisinin yaklaşık yüzde 85'ini temsil eden ve küresel ekonomi ile finansal sistem açısından büyük önem taşıyan G-20 ülkelerinin 2014-2016 yıllarına ilişkin ve Dünya Bankasından alınan reel faiz oranları aşağıdaki tabloda (Tablo.1.3.3) verilmektedir.

Tablo.1.3.3

G-20 Ülkeleri Reel Faizleri(2014-2016 Dönemi, %)

	2014	2015	2016
Türkiye	-	-	-
Arjantin	-11,6	0,3	-6,8
Avustralya	4,4	6,3	5,9
Brezilya	22,4	33,4	40,4
Kanada	1,1	3,6	2,1
Çin	4,7	4,3	3,1
Fransa	5,5	4,9	5,1
Almanya	3,1	3,1	4,3
Hindistan	7	8,1	5,9
Endonezya	6,8	8,3	9,2
İtalya	3,9	3,4	2,7
Meksika	-1,1	0,4	0,1
Japonya	-0,5	-0,9	0,8
Rusya	0,4	7	8,7
Suudi Arabistan	-	-	-
Güney Afrika	3,2	4,2	3,4
Güney Kore	3,6	1,1	1,5
İngiltere	-1,1		
ABD	1,4	2,2	2,2
AB	-	-	-

Kaynak : World Bank Data

Yukarıdaki tabloyu incelediğimizde, Arjantin dışında hemen tüm ülkelerde pozitif reel faiz görmekteyiz. Brezilya, Hindistan, Endonezya ve Rusya ortalamanın üzerinde reel faize sahip görünmektedir. Bu nedenle, ülkelerin gelişmişlik düzeylerinin faizleri açıklamada bir etken olabileceğini düşünmek mümkündür.

Tablo.1.4.1	
En yüksek politika faizi uygulayan ülkeler (2016 yılı)	
	%
Gana	25,5
Surinam	25
Gambiya	23
Tajikistan	18
Belarus	18
Angola	16
Mısır	15,25
Azerbaycan	15
Moğolistan	14
Nijerya	14
Brezilya	13,75

Tablo.1.4.2	
En düşük politika faizi uygulayan ülkeler (2016 yılı)	
	%
İsveç	0,05
İsviçre	0,13
İsrail	0,25
İngiltere	0,25
Norveç	0,25
Kanada	0,5
Fiji	0,5
ABD	0,5
Suudi Arabistan	0,68
Singapur	1

Kaynak: IMF International Financial Statistics Book, 2017

Yukarıdaki en yüksek ve en düşük politika faizine sahip olan ülkeler listesi (Tablo.1.4.1 ve Tablo.1.4.2) 2016 yılı için hazırlanmıştır. Söz konusu tablolar, genel eğilimi, yani gelişmiş ülkelerin faiz oranlarının düşük seviyelerde olması ve gelişmekte olan ülkelerin faiz oranlarının yüksek seviyelerde olmasını yansıtmaktadır. Bu durumda, Merkez Bankalarınca saptanan politika faizlerinin seviyesinde ülkenin gelişmişlik düzeyinin de bir etken olacağı yorumunu yapmak mümkündür.

2.3 Uluslararası Portföy Yatırımları ve Faiz İlişkisi (Yapılan Çalışmalar)

Uluslararası sermaye akımları ile faiz arasındaki etkileşim konusundaki tartışmalar eski yıllara dayanmaktadır. Kreicher (1981), 1970'lerden sonraki gelişmeler, yani Bretton Woods sisteminin çöküşü ve "faiz savaşları" tehlikesinden söz edilmeye başlanması ile iktisatçıların uluslararası sermaye akımlarında reel faiz hadlerinin etkisi konusunu tartışmaya başladıklarını ifade etmiştir. 1980'lerin başına gelindiğinde, faiz savaşları tartışmaları yerini yüksek faiz tartışmalarına bırakmıştır. Kuipers(1985), geçmişteki teorik çalışmaların (Keynes, Walras, Say v.b.) denge üzerinde durduğunu, ancak tasarruf açığının ve likidite açığının, beklentilerin (expectations) karşılanmadığı durumlarda ortaya çıktığını söylemiştir. Biagio Bossone (1991), uluslararası likidite azlığı problemini bir tasarruf azlığı problemi çerçevesinde yeniden değerlendirmeye çalışmıştır. Sözü edilen tartışmalardan hareketle, tasarruf ve likidite sağlaması yönünden, özellikle de tasarruf/sermaye sıkıntısı çeken gelişmekte olan ülkeler için portföy yatırımlarının önem taşıdığını söyleyebiliriz. Bu nedenle, çalışmamızda, bir ülkenin cari açığının tasarruf açığına eşit olduğu varsayımıyla, net portföy yatırımlarının dış dengesizlikleri düzeltmede önemli rol üstlenmekte olduklarını belirttik.

Avrupa Merkez Bankası'nca 2006 yılında, çok sayıda ülke için 1979-2003 dönemini kapsayan Panel Veri Analizi yapılmış, çalışmanın esas amacı cari açık nedenlerinin saptanması olmakla birlikte, analiz sonucunda net portföy yatırımlarının dış dengesizlikleri düzeltmede önemli rolü olduğu görülmüş, cari açığın portföy yatırımları ile kolayca finanse edilebileceği belirtilmiştir. Cari açık ile portföy yatırımlarının potansiyel olarak bağlantılı olduğu, cari açığın finansmanında portföy yatırımları dışında çeşitli araçlar bulunmakla birlikte, son 10 yıllık dönem göz önüne alındığında, bir anlamda globalleşme ile birlikte, portföy yatırımlarının uluslararası piyasalarda önemli rol oynamaya başladığı da belirtilmektedir. Çalışmanın önemli bulgularından biri de dış kaynak sağlanmasında uzun

vadeli faiz seviyesinin daha etkin olduğu, bunun nedeninin kısa vadeli yatırımların daha kolay bir şekilde başka piyasalara yönelebilmesi olduğudur. (Santis, Lührmann, 2006)

Obstfeld ve Rogoff (2009), 2000'li yıllarda başlayan global dengesizliklerin 2008 kriziyle bağlantılı olduğunu, ABD başta olmak üzere çok sayıda ülkenin cari açıklarının hızlı artış gösterdiğini, yüksek tasarruf oranına sahip ülkelerin (petrol ihracatçıları, Çin gibi) global faiz hadlerinin baskı altına alınmasına yol açtıklarını, bu nedenle yatırımcıların daha riskli ve daha yüksek faiz veren ülkelere yöneldiklerini ifade etmiştir. Ayrıca, cari açıkların, kolay elde edilen dış kaynaklarla finanse edildiği, dış dengesizliklerin, iç dengesizliklerin yansıması olduğu da belirtilmiştir. (2000'lerden sonra, Çin başta olmak üzere Güney Asya ülkeleri ve petrol ihracatçısı ülkelerin büyük varlıklara sahip olmalarının dünyada faizlerin düşük seviyede devam etmesine yol açtığı dönemde Türkiye'ye bakarsak, 2001 krizi sonrasında faizlerin pozitif olmakla birlikte çok büyük oynamalar olmadığını, III. Bölümde verilen faiz tablosunda görmekteyiz).

Chen ve Imam (2011) yaptıkları çalışmada, yukarıda sözü edilen dönemlerde Yükselen Piyasa Ekonomilerindeki gelişmelere yakından bakmış ve sermaye piyasalarının hızla gelişmesi ile birlikte kaynak yetersizliği ile karşılaştıkları, finansal varlıkların tasarruflar kadar hızlı büyüme göstermediğine işaret etmişlerdir. Sermaye piyasalarının gelişmeye devam etmesi ile kaynak ihtiyacının artarak sürmesi beklenmektedir. Yazarlar özellikle BRIC, Latin Amerika ve Doğu Asya ülkelerini mercek altına almışlardır. Konu çerçevesinde Türkiye'ye baktığımızda, cari açık sorunu ile birlikte yabancı kaynak ihtiyacının yakın gelecekte devam edeceğini söyleyebiliriz.

Wakas, Hashmi ve Nazir (2015), Güney Asya ülkeleri ile ilgili olarak yaptıkları ve 2000-2012 dönemini kapsayan çalışmada, makro ekonomik göstergeler (faiz haddi, döviz kuru, enflasyon, doğrudan yabancı yatırım, büyüme oranı) ile yabancı portföy yatırımlarının volatilitesi arasında

pozitif ilişki saptamışlar, ayrıca yüksek faizlerle birlikte volatilitenin azalmakta olduğunu görmüşlerdir. Çalışmada, portföy yatırımlarının, yatırım maliyetinin düşmesi nedeniyle yüksek faize yöneldiği, ancak yüksek faiz ile birlikte yatırım yapılan ülkenin makro ekonomik istikrarının da önemli olduğu sonucuna da varılmıştır.

Lay ve Wickramanayake (2007), portföy yatırımlarını teşvik eden ve dış faktörleri kontrol gücü olmayan bir ekonomi olarak Singapur'da faiz oranı, döviz kuru, GSYH (GDP), sermaye piyasalarının gelişmişlik derecesi gibi reel ekonomik göstergeler seçilerek yabancı portföy yatırımları ile uzun dönem etkileşimi incelemiştir. Sonuçta, Portföy yatırımlarının Singapur faiz oranı ile pozitif, ABD faiz oranı ile negatif ilişkili olduğu görülmüştür. Söz konusu sonuçtan hareketle, dış dünyaya göre daha yüksek faizlere sahip olmanın daha fazla portföy yatırımı çekeceği hipotezine çalışmamızda yer verdik.

Yukarıda net portföy yatırımlarının dış dengesizlikleri düzeltmede önemli rol üstlendiğini belirtmiştik. Ancak, çok fazla miktarda yabancı sermaye girişine maruz kalan ülkeler, bazı durumlarda karşı önlemler alarak sermaye girişini sınırlandırmaya çalışmaktadırlar. Konu ile ilgili olarak Ghosh, Ostry ve Qureshi (2017), Yükselen Piyasa Ekonomilerine giren ve Ödemeler Dengesindeki "Diğer Yatırımlar" kaleminin volatilitesinin çok yüksek olduğunu, bunu Portföy Yatırımlarının izlediğini belirterek, ülkelerin bu tür girişleri yönetmelerindeki zorluklar nedeniyle başta politika faizini yükselterek girişleri sınırlandırmaya çalıştıklarını ifade etmektedirler. Sözü edilen politikanın nedeni, "sıcak para" girişlerinin enflasyonist olması ve faiz artışlarıyla enflasyonun kontrol altına alınmak istenmesidir. Böyle bir durum her ülke için geçerli olmayıp, Türkiye'de portföy yatırımları ile faiz arasındaki pozitif ilişkinin nedeninin portföy yatırımlarını frenlemek olmadığı, T.C. Merkez Bankası ve PPK kararlarından anlaşılmaktadır.

Assefa, Esqueda, Mollick (2017)'in makalesinde, gelişmekte olan ülkelerde menkul değerlerin (tahvil, hisse senedi) getirilerinin gelişmiş ülkelere göre yaklaşık 3-4 kat fazla

olduğu, bu durumun gelişmiş ülkelerde faiz seviyelerinin düşük olması, sermaye piyasalarının gelişmiş (derinleşmiş) olması gibi etmenlerle açıklanabileceği; gelişmekte olan ülkelerde ise dünya portföy yatırım hacminin piyasayı etkilemekte olduğu ifade edilmektedir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde para politikalarının etkilerinin farklı olabileceği, gelişmekte olan ülkelerin dış kaynak çekmek ihtiyacında olmaları nedeniyle faiz hadlerini indirme kararını almakta zorlandıkları, gelişmiş ülkelerin ise faiz hadlerini aşırı derecede aşağı çekebildikleri, bu şekilde Merkez Bankalarının politika faiz kararlarının yatırım kararlarını ne şekilde etkiledikleri konusunun araştırılmaya değer görüldüğü de belirtilmektedir. Yazarlar, Reuters kaynaklarından aldıkları ve 19 gelişmiş ülke ile Türkiye dahil 21 gelişmekte olan ülke verileri ile analiz yapmışlardır. Sonuçta, para politikalarının faizleri ve menkul değer yatırımları gelirlerini etkilediği, sermayenin uluslararası piyasalarda serbest hareket etmesi ile "Varlık Etkisi" (Wealth Effect) durumunun ortaya çıktığı, kazançların gelişmekte olan ülkelere doğru aktığı saptamalarının yapıldığı ifade edilmiştir. Makalede, Türkiye'den örnek verilerek 1999 yılı son çeyreğinde Türkiye piyasası yatırımlarının yaklaşık % 150 getiri ile en yüksek seviyeye çıktığı da vurgulanmaktadır.

Yukarıda sonuçlarına kısaca değinilen makale konusu ile bağlantılı olarak, Artus (1992) tarafından yazılan makalede, 1980'li yıllara kadar gelişmiş batı ülkelerinde (ABD ve Almanya'nın etkisinin fazla olduğunu kabul etmektedir) faizlerin yüksek olduğu; ülkelerin Ödemeler Dengesi açığı vermemek için yüksek faiz seviyelerini tercih ettikleri, söz konusu durumun sermayenin serbest hareket etmeye başladığı daha sonraki dönemlerde değiştiği, faiz seviyelerinin ülke koşul ve politikalarından daha çok dış koşullardan etkilenmeye başladığı öne sürülmektedir. Yazar, faiz seviyelerini dünya tasarrufunun yetersizliği ve dünya piyasaları için yazılan aşağıdaki denklemle açıklamaktadır:

$$Y = f(K) = C(Y,r) + I(Y,r) + G$$

Y dünya üretimi, K (sermaye)'nin fonksiyonu olarak yazılmıştır. Tüketim (C) ve Yatırım (I)'ın Hasıla(Üretim)(Y) ile faiz haddi(r) ne bağlı olduğu varsayılmıştır. G hükümet harcamalarını göstermektedir. Dünyada tasarruf düşük ise, faizin yükseleceği ifade edilmiştir.

Hissler (2006), faiz seviyesinin sadece makro-ekonomik değişkenlerin hareketliliği (volatilite) ile açıklanmasının isabetli olup olmadığını araştırmıştır. Yazara göre, 2003 yılından itibaren uzun vadeli faiz seviyesinin çok düşük olması, bildiğimiz klasik makro-ekonomik değişkenlerle açıklanamaz. Aynı şekilde, ABD ve Euro Bölgesinde 2006 yılı ortalarına doğru uzun vadeli faiz oranlarının makro-ekonomik değişkenlerin işaret ettiğinden alt seviyelerde gerçekleşmesi ile 2007 yılı başından itibaren yükselmeye başlaması da sadece makro-ekonomik değişkenlerle açıklanamaz. Burada, likidite bolluğu gibi dönemsel (konjonktürel) faktörlerin yanında, gelişmiş ülke merkez bankalarının güvenirliğinin yüksek olması, ekonomik dengesizliklerin giderilmesi sonucu belirsizliklerin azalması, bazı ülkelerde tasarruf ve yatırım arasındaki dengesizlikler gibi yapısal faktörlerin de etkisi bulunmaktadır. Yazar, sözü edilen hipotezini Avrupa ülkeleri ve ABD verileri ile test etmeye çalışmıştır.

III.BÖLÜM: TEORİK YAKLAŞIMLAR

3.1 Cari Dengeyi Açıklayan Yaklaşımlar

Bir ülkenin Ödemeler Dengesi içinde en önemli kalemin cari hesap (Current Account) olduğu ve cari hesap dengesinin ülkenin uluslararası varlıklarındaki (International wealth position) değişmeyi gösterdiği bilinmektedir. Neden bazı ülkeler cari hesap fazlası verirken diğerleri açık vermektedir? Sorunun cevabını vermeye çalışan dört modele ana hatlarıyla bakalım:

(a)Elastikiyetler Yaklaşımı: Hemen bütün ülkelerin sabit döviz kuru sistemi uyguladığı dönemlerden gelen bir teoridir. Esneklikler Yaklaşımı, Bickerdike (1920), Robinson(1947) ve Metzler(1948) 'in birbirinden bağımsız olarak yaptığı çalışmalara dayalı olarak Marshall-Lerner Koşulu (Marshall-Lerner Condition) da denilen ve isimleri geçen iki iktisatçı tarafından bağımsız olarak geliştirilen ve devalüasyon ile Ödemeler Dengesi açığı arasında ilişki kuran yaklaşımdır. Yaklaşımın varsayımları, devalüasyonun ödemeler dengesine etkileri ile ihracat ve ithalatın arz ve talep koşullarına (esneklikleri) ilişkindir. Bu yaklaşıma göre arz ve talebin fiyat esneklikleri uluslararası sermaye hareketlerini yönlendirmektedir. Dolayısıyla elastikiyetler yaklaşımı, devalüasyon ile ithal mallarına talebin düşmesi ve ülkenin döviz giderlerinin azaltılması beklentisi üzerine oluşturulmuştur. Hangi oranda döviz tasarrufu sağlanacağı halkın yabancı mallara olan talep esnekliğine bağlıdır. Kısaca, cari hesap açıklarını döviz kurunun denge sağlayacak seviyenin üzerinde veya altında saptanması ile açıklar. Döviz kurunda ayarlamalar ile, devalüasyon gibi, dengenin yeniden kurulacağı öngörülür. 1973 yılında, hemen tüm dünyada dalgalı kur sistemine geçilmiştir. (Bretton Woods sisteminin çöküşü)

(b)Massetme Yaklaşımı (The absorption Approach): Yukarıda sözü edilen Elastikiyetler Yaklaşımı, sadece dış ticaret mallarını konu ederek diğer ekonomik büyüklükleri sabit kabul etmesi nedeniyle eleştirilmiş ve söz konusu Yaklaşım genişletilerek Massetme Yaklaşımı oluşturulmuştur. Massetme Yaklaşımı, devalüasyon sonucunda ülke üretimine göre mal/hizmet harcamalarının değişerek cari dengeyi etkilemeleri üzerine kurulmuştur. Massetme toplam iç harcamaları göstermektedir. Denklemle ifade edersek:

$Y = C + I + G + (EX – IM)$

$Y = A + (EX – IM)$

Bir ülke, devalüasyon yapar ve sıkı para politikası uygulayarak harcamaları kısarsa, cari denge fazla verecektir. Söz konusu denklemden anlaşılacağı üzere, Massetme Yaklaşımı dış açık sorununu bir ülkenin toplam geliri ile toplam harcamaları arasındaki ilişki ile açıklar. Yani, yurtiçi üretim yurt içi harcamalara eşitse Ödemeler Dengesi dengede olacaktır. Herhangi bir nedenle yurt içi üretim yurt dışı harcamalardan büyükse dış Ödemeler Dengesi fazla verecek, tersi durumda ise açık verecektir. Dış açık durumu ülkenin kaynaklarından fazla tüketmekte olduğunu gösterir. Söz konusu yaklaşım, ilk olarak Sydney Alexander (1960) tarafından geliştirilmiş, Ödemeler Dengesinin, doğal yapısı itibariyle, dengede olduğu varsayılarak Keynesyen milli gelir (National Income) ilişkilerine dayandırılması nedeniyle, Keynes'in milli gelir teorisinin uluslararası ekonomiye uygulanması olarak kabul edilmiştir. Keynesyen milli gelir ilişkilerine dayandığı için Keynesyen Yaklaşım olarak da bilinir.

(c)Parasalcı Yaklaşım(Monetarist Approach): 1970'li yıllarda yaşanan stagflasyon sonucunda Keynesyen iktisada olan eleştirilerini arttıran Friedman öncülüğündeki Chicago okulu, ekonomik krizin Keynesyen politikalarla çözümlenemeyeceğini öne sürmüştür. Daha önceki yaklaşımların parasal etkileri yeteri kadar dikkate almadıklarını, bu nedenle dış ticaret açıklarının nedenlerini ortaya koyamadıklarını ifade etmişlerdir. Parasal Yaklaşıma göre bir

ülkede dış fazla para otoriteleri tarafından karşılanamayan aşırı para talebi yüzünden ortaya çıkmaktadır. Dış açık ise aşırı para arzı nedeniyle meydana gelmektedir. Para arzı ile döviz kuru arasında yakın ilişki vardır. Para talebinde bir değişiklik yok iken para arzının artması nominal geliri arttıracaktır. Artan nominal gelir ya tüketilecek ya da tasarruf edilecektir. Tüketimin ithal mallara yönelmesi ve tasarrufların sermaye ihracı yoluyla dışarıya çıkması döviz kuru üzerinde baskı yaratacak ve milli paranın değer kaybetmesi ile ihracat artarak ticaret açığı, dolayısıyla cari açık azalacaktır.

Parasalcı Yaklaşım Ödemeler Dengesini yukarıdan aşağıya değil, aşağıdan yukarıya doğru inceleyerek resmi rezervlerdeki değişime vurgu yapmaktadır. Ayrıca Ödemeler Dengesi sorunları geçicidir ve uzun dönemde kendi kendini düzeltme mekanizması ile giderilmektedir. Aşırı para arzı veya para talebi fonların ülkeye girip çıkmasıyla ortadan kaybolmakta ve dış dengesizlikler ortadan kalkmaktadır. Cari işlemler açığı ile karşılaşan bir ülkede faiz oranları yükselecek ve faiz artışı ile yurtdışı fonlar ülkeye girecek, cari işlemler açığı sermaye hesabı fazlasıyla kapanacaktır.

(d)Zamanlar Arası Model (The Intertemporal Model): Zamanlar Arası Model, bir ülkenin yatırım ve tasarrufu arasındaki farkın dış kaynaklarla finansmanı konusunu ele almaktadır. Yatırım ve tasarruf kararları zamana bağlı olarak alınmaktadır. Bireylerin gelecekte daha çok harcayabilmeleri için tasarruf yapmaları gibi, firmalar da bir sonraki dönem daha çok üretim yapabilmek için yatırım yaparlar. Buradaki modelde ise, ülke tasarrufu söz konusudur; yani bir ülke tasarrufları ile yatırım yapmayı veya cari fazla vermeyi tercih eder. Denklemle şu şekilde gösterebiliriz:

$Y = C + I + G + EX - IM$

$Y - C - G = I + CAB$ $\quad (EX - IM = CAB)$

$NS = I + CAB$ $\quad (NS = \text{National Savings})$

Yukarıdaki denklemden, ülkenin yatırım ve harcaması arasındaki farkın cari dengeyi verdiği sonucunu çıkarıyoruz. Küresel olarak baktığımızda, bazı ülkeler cari fazla, bazıları ise cari açık vermektedir ve tüm dünya için toplam sıfır olmaktadır. Aynı zamanda, Zamanlararası Modelde, oluşan faiz ödemeleri, Ödemeler Dengesinde, borçlanmanın vadesine göre, yıllarca yer almakta, dolayısıyla ödemeler dengesinin finansmanı için vade süresince sürdürülebilirlik sorunu taşımaktadır. (Dinamik süreç)

Sonuç olarak, modeller arasındaki fark cari açığın nedenlerine (döviz kur sistemi, milli gelirdeki büyüme ve harcamaların ülkeler arasında farklılık göstermesi veya yatırım ile tasarruf farkı gibi) ilişkin açıklamalarından kaynaklanmaktadır.

3.2 Gelişmekte Olan Ülkelerde Cari Açık, Faiz ve Dış Kaynak İlişkilerine Teorik Açıklamalar ve Yaklaşımlar

Finansal küreselleşme, 1980'li yıllarla birlikte uluslararası sistemde meydana gelen yeniden yapılanmanın önemli bir boyutunu oluşturmaktadır. Finansal piyasalarda yaşanan küreselleşmenin doğal yansımalarından biri de uluslararası portföy yatırımlarının hacminde gözlemlenmektedir. (Akışoğlu, 2013) 1980'li yıllarda uluslararası ve ulusal finans piyasaları üzerindeki kontroller yavaş yavaş kaldırılmaya başlanmış, sermayenin ülkeler arasında serbestçe dolaşmasına izin verilmiştir. Finansal küreselleşme olarak da tanımlanan bu süreç sonucunda uluslararası fonların hem miktarı, hem de ülke ekonomileri üzerindeki etkilerinde artış yaşanmıştır. Bu süreçte yükselen piyasa ekonomileri (emerging markets) giderek önem kazanmışlardır. (Blommestein, Santiso, 2007)

Gelişmekte olan bir ülke ve Yükselen Piyasa Ekonomisi olan Türkiye'de kronik olarak Ödemeler Dengesi ve Cari Açık sorunlarının yaşandığını görmekteyiz. Bir ülkede cari açığın en önemli nedenleri ithalatın fazlalığı veya tasarrufların düşüklüğüdür. Bir anlamda, ülke, gerçekleştireceği yatırımlar için gerekli tasarrufa sahip değildir ve yatırımları tasarrufunu

aşmaktadır. Bu şekilde uzun süre cari açık problemine sahip olan ülke dış dünyaya karşı artmakta olan ve ileride ödenmesi gereken bir borç sorununa sahip demektir. (Ghosh, Ramakrishnan, 2006) Bu nedenle, ülkeler cari açık sorunlarını çözmek için tedbirler almaktadırlar. Cari açık veren ülkenin karşılaştığı ilk sorun finansmandır. Cari açığın finansmanı ülkenin sahip olduğu rezervlerden karşılanabileceği gibi, dış kaynaklardan da karşılanabilir. Olivier Jeanne (2016), 2008 Finansal krizi sonrası verileri kullanarak yaptığı analizde, Yükselen Piyasa Ekonomilerinin (Emerging Markets) uluslararası kaynaklardan yararlanma eğiliminin arttığını, vergi yoluyla sermaye girişini kısıtlama uygulamasının, Brezilya dışında uygulanmadığını tespit ettiğini ifade etmiştir. Söz konusu çalışma, Türkiye'de cari açığın finansmanı için portföy yatırımlarının artmakta olduğu yönündeki T.C. Merkez Bankası verilerini destekler niteliktedir. Bu çerçevede, Roberto Duncan (2014), son 30 yıllık dönemde uluslararası piyasaların en önemli özelliklerinin, Yükselen Piyasa Ekonomilerinin liberalleşmesi, Amerikan varlıklarının giderek artan ölçüde Amerika dışındaki portföy yatırımlarında kullanılmaya başlanması ve dünya genelinde düşmekte olan faiz oranları olduğunu ifade etmiştir. ABD gibi dünya piyasalarında etkin olan ülkeler, gelişmekte olan ülkelerden kaynak çıkışına, dolayısıyla şoklara yol açmamak için faiz artırımı kararlarını kolayca alamamaktadırlar. (Financial Times-In Dept : US Interest Rates, www.ig.ft.com).

Das (2016), uluslararası verileri kullanarak, cari açığın nedenleri ile ilgili olarak yaptığı Dinamik Panel Analizi sonucunda, Yükselen Piyasa Ekonomilerinde cari açığın oluşmasında dış etmenlerin iç etmenlere göre daha fazla ağırlığının olduğunu, özellikle gelişmekte olan ülkeler için pozitif büyüme ve dış ticarette liberalleşmenin cari açık üzerinde olumlu etkileri bulunduğunu tespit ettiğini belirtmiştir.

Ayrıca, ülkelerin portföy yatırımları açısından, gelişmiş finansal piyasaların varlığı ve yatırım araçlarının çeşitliliği de önemli olup, kaynakları sermaye piyasaları yoluyla yatırımlara kanalize ederek büyümeye katkıda bulunabilirler. (Bassanini, Scarpetta, 2001)

Keynesyen teoriye göre, bütçe açığının artması, harcama ve ithalatı artırma yoluyla cari hesap açığına yol açacak olup, sonuçta, reel faiz hadlerinin artması ile cari açığın kapatılmaya çalışılması beklenmelidir. Aynı şekilde, Dornbush'un teorisinde öngörüldüğü gibi, uluslararası sermaye hareketleri serbest ise, ülke içinde olabilecek faiz artışı, yeni faiz seviyesinin avantajlarından yararlanmak isteyen yabancı portföy yatırımcılarını ülkeye çekmektedir.

Kâr/Getiri amaçlı portföy yatırımları için reel faiz seviyesinin önemli olduğunu söylemek zor değildir. Cari açık büyüdükçe ve cari açığın finansmanı ihtiyacı arttıkça, hükümetlerin faiz artırımı konusunda nasıl bir tutum almaları gerektiği konusuna hem teorik tartışmalarda, hem de ampirik çalışmalarda yer verilmiştir. Örneğin, Obstfeld ve Rogoff (2000) cari açık ile faiz arasında negatif ilişki bulunduğunu ileri sürmüştür. Aynı şekilde, Anoruo ve Elike (2008) Tayland için yaptıkları ampirik araştırmada, faiz ile cari açık arasında negatif ilişki saptamışlardır. (Ener, Arıca 2012)

IV.BÖLÜM: TÜRKİYE'DE CARİ AÇIK, PORTFÖY YATIRIMLARI VE FAİZ İLİŞKİSİ

4.1 T.C. Merkez Bankası Para Politikası

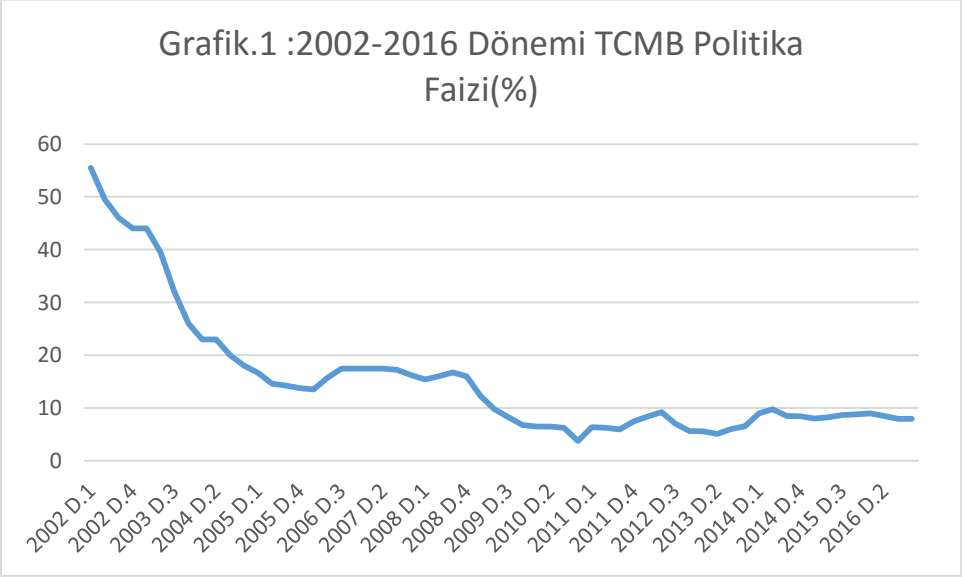
Türkiye'de para politikası T.C. Merkez Bankası tarafından yürütülmektedir. 1980 sonrasında hem Türkiye ekonomisi, hem de Merkez Bankası açısından önemli gelişmeler yaşanmıştır. T.C. Merkez Bankası'nın bağımsızlığı yönünde önemli adımlar atılmış ve bankaya kısa vadeli faiz oranlarını belirleme yetkisi verilmiştir. Ancak T.C. Merkez Bankası faiz oranlarını hükümetin izlediği ekonomi politikalarını göz önünde bulundurarak belirlemekle yükümlü kılınmıştır. 2001 krizi sonrası yapılan düzenlemelerle bankanın bağımsızlığı güçlendirilmiş ve uygulayacağı para politikasını belirlemeye başlamıştır. (TCMB ve Bağımsızlık, 2012)

Yukarıda sözü edilen 1980 yılı sonrası, yani küreselleşme dönemiyle birlikte, Türkiye'de uygulanan faiz politikaları da büyük değişiklikler göstermiş ve faiz oranlarının serbestçe belirlenmesi amaçlanmıştır. Ayrıca, faiz politikasının fiyat artışları ile ilişkilendirilmesine başlanmıştır. Resmi olarak, 1986 yılında T.C. Merkez Bankasının temel görevlerini fiyat istikrarını sağlayacak bir tarzda yürüteceği hükmü getirilmiştir. (T.C. Merkez Bankası Bülteni, 2006) 1990 yılında T.C. Merkez Bankası uygulayacağı para programını kamuoyuna ilk defa duyurmuş ve program ile döviz kurları ve faiz oranlarındaki istikrarı bozmadan piyasanın likidite ihtiyacını karşılamayı hedeflemiştir. Ancak, 1991 Körfez Krizi v.s. baskılar ile 1994 krizi yaşanmış ve söz konusu kriz ile T.C. Merkez Bankasının bağımsızlığı tartışılmaya başlanmıştır. (Dünden Bugüne Merkez Bankası, 2008) 1990'lı yılların temel özelliği bütçe açıkları ile yüksek enflasyon ve yüksek faizlerdir. T.C. Merkez Bankası yüksek enflasyonun önüne geçmeye çalışmış, ancak 1997 Asya krizi ve 1998 Rusya krizi ile yüksek reel faiz oranlarına rağmen sıcak para girişi azalmış ve 2001 krizine doğru gidilmiştir. (Tokel, 2017)

2001 krizinden sonra enflasyon hedeflemesi rejimi, önce örtük olarak, sonra açıkça uygulanmaya başlanmıştır. T.C. Merkez Bankası (2002), enflasyon hedeflemesine geçmeden kısa vadeli faizleri enflasyona yönelik kullanarak "örtük enflasyon hedeflemesi" politikası izlediğini beyan etmiştir. Daha sonra T.C. Merkez Bankasınca yayınlanan 05.12.2005 tarihli belgede, enflasyon hedeflemesi rejimine geçildiği duyurulmuştur. Söz konusu rejimin giderek artan sayıda ülke tarafından uygulanan bir para politikası olduğuna işaret edilmiştir. Bu şekilde, T.C. Merkez Bankasının birinci ve öncelikli amacının fiyat istikrarının sağlanması olduğu, kısa vadeli faiz oranlarının belirlenmesinin para politikası aracı olarak benimsendiği ifade edilmiştir. 13.12.2006 tarihli T.C. Merkez Bankası Para ve Kur Politikası belgesinde, para politikası ve faiz riski konusuna değinilmekte, faiz politikası da enflasyon hedeflemesi çerçevesine oturtulmaktadır.

4.2 Türkiye'de Cari İşlemler Dengesi Açığının Finansmanında Portföy Yatırımları ve Faiz Hadleri (1990-2016 Dönemi), Ampirik Gözlemler, Analiz

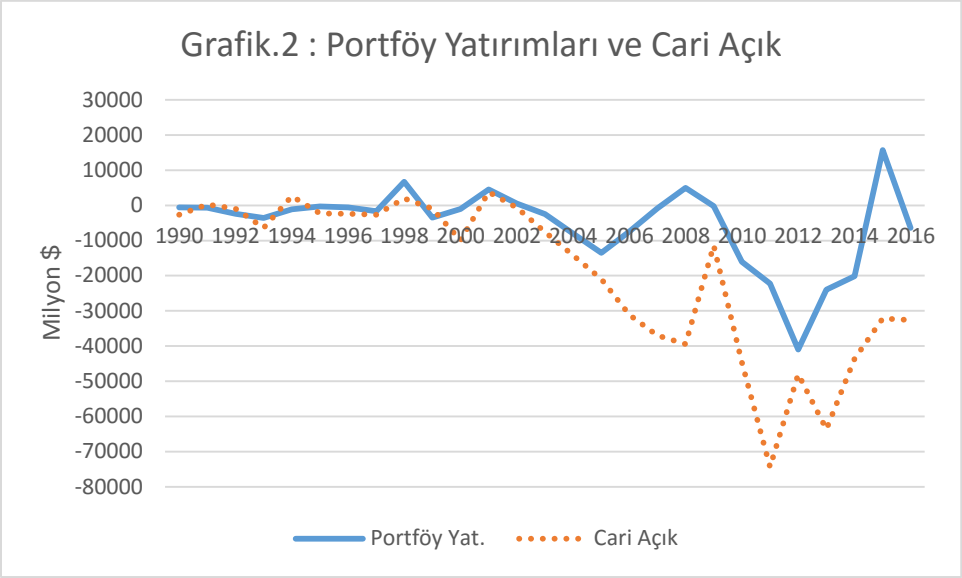
Türkiye'nin enflasyon hedeflemesi rejimine geçtiğini ilân ettiği 2002-2016 dönemi T.C Merkez Bankası politika faizleri aşağıda gösterilmektedir.



Kaynak: T.C. Merkez Bankası, evds, Net Fonlama ve Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti

Yukarıdaki grafikte, Türkiye'de faiz hadlerinin genel eğilim olarak inmekte olduğunu, ancak 2011 yılından itibaren keskin iniş ve çıkışlar olduğunu, 2016 yılında artmaya başladığını görmekteyiz. (Aynı eğilim 2017 yılında devam etmiştir).

Türkiye için 1990-2016 Dönemi cari açık ve portföy yatırımları ilişkisi de aşağıda verilmektedir.



Kaynak: T.C. Merkez Bankası, Ödemeler Dengesi, Ayrıntılı Sunum, Yıllık, Kesikli, Orijinal Gözlem

Yukarıdaki cari açık ve portföy yatırımları grafiğinden, Türkiye'de, portföy yatırımlarının cari açığın finansmanındaki önemi görülmektedir. Ayrıca, Türkiye'de cari açık ve portföy yatırımlarının giderek artmakta olduğunu da görmekteyiz. O halde, merkez bankaları, politika faiz seviyesini, ülke riski gibi diğer unsurları da göz önüne alarak, portföy yatırımlarını çekecek düzeyde tutmak durumundadırlar. Zaten piyasa koşulları da merkez bankalarını bu yönde kararlar almaya zorlamaktadır.

Yukarıdaki grafiklerden, faiz hadlerinde meydana gelen değişikliklerle birlikte cari açık ve portföy yatırımlarının giderek öneminin artmakta olduğunu görmekteyiz. Burada, faiz seviyesi yanında borçlanma ihtiyacının artışı, likidite bolluğu gibi uluslararası koşulların da etkili olduğunu söylemek mümkündür. Portföy yatırımlarının önemi giderek artmakla birlikte,

portföy yatırımları giriş/çıkışları dalgalı bir seyir izlemektedir. Türkiye'de cari işlemler açığı bazı senelerde hizmetler kalemi (turizm gibi) açığı karşılamakla birlikte, esas olarak resmi rezervler veya finans hesabının (dış yatırımlar) fazla vermesi ile açığın denkleştirilmeye çalışıldığını görmekteyiz. (T.C. Merkez Bankası Ödemeler Dengesi Raporları periyodik olarak gelişmeleri vermektedir)

Bu bölümde, Türkiye'de incelediğimiz 1990-2016 dönemi gelişmelerine yakından bakarsak, 1980'lerin başında serbest bırakılan faiz oranları, hem nominal hem de reel olarak, 1993 ve 2000 krizleri öncesi dönemler hariç, sürekli artış göstermiştir. Kamu kesimi borçlanma gereğinin yüksek olması ile yükselen faizler iç borçlanma için elverişsiz koşullar yaratmış, yüksek faiz ve yüksek getiri avantajı ile kısa vadeli yabancı sermaye ülkeye girmiş ve söz konusu dönemde istikrarı bozucu etki yaratmıştır. 1992-1995 dönemini incelediğimizde, genişletici para ve maliye politikaları sonucunda, 1993'de cari açığın büyüdüğünü görmekteyiz. (IMF IV. Madde Raporu, 8 Haz.1995) 1994-1997 döneminde sanayi/tarım/hizmetler kaynaklı hızlı büyüme görmekte olup, 1998 yılında da büyüme devam etmiş, ancak 2000 yılına geldiğimizde dış dengesizlikler yükselmiştir. (IMF IV. Madde Raporu, 15 Şub.2000) 2001 yılında uygulamaya konulan istikrar programı sürecinde faiz oranları gerilemekle beraber uzun süre yüksek seviyelerde devam etmiştir. Örneğin 2002'de nominal faiz oranı % 72.2 ve reel faiz oranı % 31.6 iken, 2005'de nominal faiz oranı % 16.1 ve reel faiz oranı % 9 olarak gerçekleşmiştir. (Karabulut, Yılmazoğlu, 2006) Ayrıca, 2002 yılında, dünya ekonomisinde durgunluk ve yatırımcıların riskten kaçması ile, sektörlerin portföy varlıklarında artış ve bankacılık sektöründe net geri ödeyici olarak çıkış olmuştur.

2003 yılında yabancıların satın almış olduğu hisse senetleri ve devlet iç borçlanma senetlerine ait temettü ve faiz ödemeleri nedenleriyle portföy yatırım giderlerinde artış olmuştur ve cari açığın artmasına yol açmıştır. 2004 yılında da portföy yatırımlarında uzun vadeli çıkış ile kısa vadeli giriş olmuş ve faiz giderleri ödemeleri olmuştur. 2005 yılında portföy gelir/giderleri (-)

bakiye vermiş, cari açığın genişlemesi ile finansman ihtiyacı artmıştır. 2006 yılında portföy yatırımları finansal piyasalarda yaşanan dalgalanma ile dalgalı bir seyir izlemiştir. 2007 yılında portföy yatırımları düşük seviyede kalmıştır. Bu dönemde doğrudan yatırımlar (FDI) ve özel sektörün uzun vadeli kredi kullanımı belirleyici olmuştur. 2008 Küresel Durgunluk ile net portföy çıkışları yaşanmıştır. 2009 yılında cari açık gerilemeye devam etmiş ve portföy girişleri düşük düzeyde kalmıştır. 2010 yılında ise, dış koşulların olumlu olduğunu görüyoruz. (IMF IV. Madde Raporu, 8 Eylül 2010) Gelişmiş ülkelerdeki düşük faiz ve gelişmekte olan ülkelere yönelik risk azalmasıyla, portföy kaynaklı girişler temel kaynak girişlerinden biri haline gelmiştir. 2011 ve 2012'de krizin sona ermesiyle portföy girişlerinde belirgin artışlar görülmüş, vade yapısı da uzamıştır. 2012'de dengesizlikler azalmıştır. (IMF Article IV Consultations, 20 Aralık 2013) Ayrıca, 2012 yılında doğrudan yatırım girişlerinin azalması ile, cari açığın finansmanında portföy yatırımlarının öneminin de arttığını görmekteyiz. 2013'de cari açık, büyümenin iç talep ve ithalat kaynaklı olması ile artmıştır. 2013 ve 2014 yıllarında portföy giriş/çıkışları dalgalı seyir izlemiştir. 2014'de yüksek büyüme dış açıkla birlikte geldi. Dolayısıyla, dış finansman koşullarına duyarlılık arttı. Faizlerin negatif (-) olması, yüksek enflasyon ile sermaye kaçışı riski ortaya çıktı. (IMF Article IV Consultations, 5 Aralık 2014).

Öngörüldüğü gibi, 2015 yılında portföy çıkış yönlü hareket etmiştir. 2016 yılında, ABD'de faiz artırımı beklentisi ve Türkiye'ye yönelik risk algısının artmasıyla, Türkiye diğer gelişmekte olan ülkeler arasında ayrışmış, gelişmekte olan diğer ülkelerde portföy yatırımı artarken, Türkiye'de azalmıştır. (T.C. Merkez Bankası Ödemeler Dengesi ve UYP Raporları). Yukarıdaki tabloların incelenmesinden, Türkiye'de portföy yatırımlarının cari açığın finansmanında önemli olduğunu, ancak inişli/çıkışlı bir seyir izlediğini, yatırım kararlarında sadece yüksek faizin yeterli olmadığını, ülke risk faktörünün de en az faiz kadar önemli olduğunu söylemek mümkündür. 1992-2010 döneminde kümülatif olarak 68 milyar $ portföy

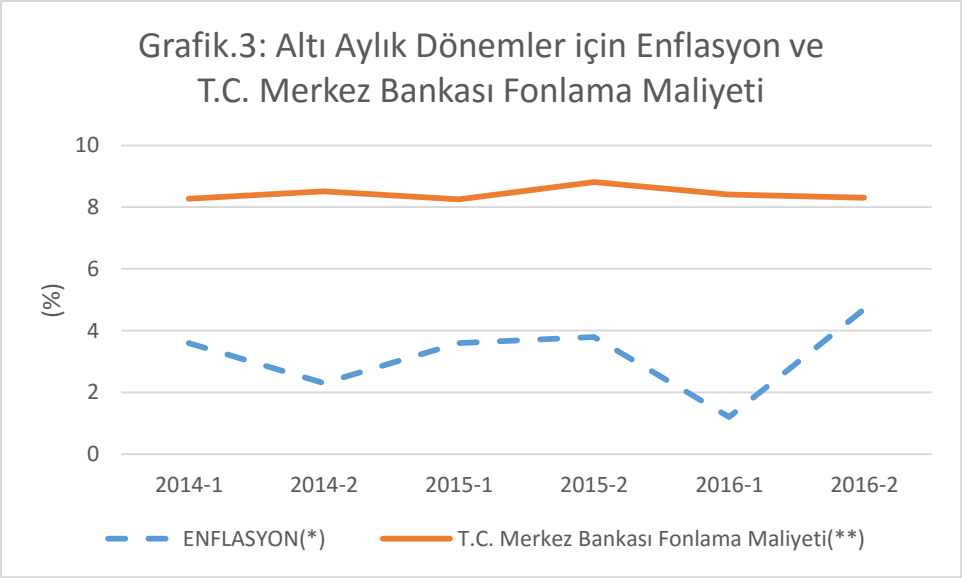
girişi (net değeri 43 milyar $) girişi gerçekleşerek Türkiye'nin cari açığının net %19'luk bölümünü karşılamıştır. 2010 yılından sonra, özel sektör dış borçlanmasının artışıyla- cari açığın % 69'una ulaşmıştır- portföy yatırımlarının ağırlığı düşmeye başlamıştır. (Orhan, Nergiz, 2014)

2 No.lu Tabloda, Türkiye'nin pozitif faiz vermekte olmasına rağmen, 2010 yılından sonra portföy yatırımlarının Ödemeler Dengesi Finans Hesabı içindeki payının düşmekte olmasını diğer gelişmekte olan ülke faizleri ve risk faktörleri ile açıklayabiliriz. Burada, Türkiye için genel görünüm pozitif faiz uygulaması yönünde olmakla birlikte, negatif faiz uygulanan 2014 yılında sermaye kaçışı riski dile getirilmiştir. (IMF IV: Madde Raporu, 5 Aralık 2014)

Tablo.2 **(Türkiye Verisi) (Göstergeler)**

SENE	TÜKETİCİ FİYAT ENDEKSİ(CPI)	POLİTİKA FAİZİ(Policy Rate)	İSKONTO ORANI (Discount Rate)	MEVDUAT FAİZ ORANI (Deposit Interest Rate)
2010	100	1,63	14	15,27
2011	106,97	5	17	14,22
2012	115,94	5	13,5	16,35
2013	124,63	3,5	10,25	15,76
2014	135,66	7,5	9	16,77
2015	146,07	7,25	9	14,92
2016	157,42	7,25	8,75	14,61

(Kaynak: IMF Market Sector Indicators)



(*)Tüketici fiyat endeksine göre hesaplanmıştır.(TÜİK, 2003=100)

(**)Zorunlu karşılıklara uygulanan faiz oranları, T.C. Merkez Bankası, ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti

Kaynak: evds.tcmb.gov.tr

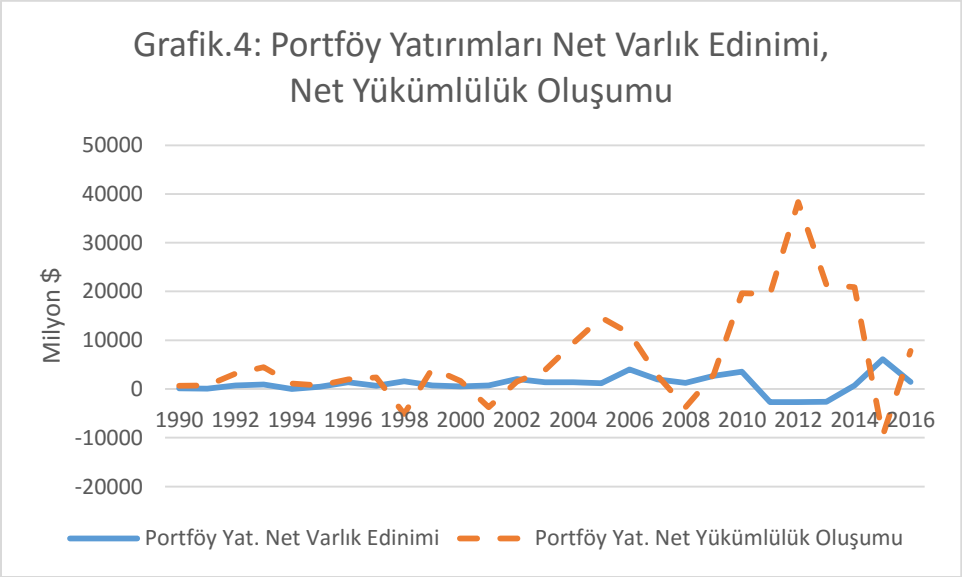
Yukarıdaki grafikte, T.C. Merkez Bankası ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin enflasyonun üzerinde olduğu görülmektedir. (Bileşik faiz ile getiriler katlanmaktadır. Hazine Müsteşarlığı tarafından DİBS için bileşik faiz bilgisi yayınlanmaktadır. Ancak diğer portföy yatırım kalemleri için bilgiye ulaşmak zordur).

IMF Yönetim Kurulunun (Executive Board) 3 Şubat 2017 Tarihli Raporunda (Article IV Consultation with Turkey), cari hesap açığının büyüklüğünü sürdürdüğü belirtilmiştir. Hızla düşen turizm gelirleri, bir ölçüde düşen enerji fiyatları ile dengelenmiştir. T.C. Merkez Bankası gecelik faiz oranını .250 puan düşürürken, faiz koridorunu daraltmış ve repo faiz oranını % 8'e çıkarmıştır.

IMF Executive Board, Türkiye için dış dengesizliklerle birlikte dış kaynak ihtiyacına bağımlılık ve meydana gelebilecek dalgalanmaların belli-başlı riskler arasında olduğunu düşünmektedir. Dış dengesizlikler 2016'da da sürmüştür. Cari açık büyüktür. 2016'nın ilk

yarısında yabancı kaynak girişi için olumlu ortam mevcut iken, 2016'nın ikinci yarısında dış kaynak maliyetinin artmakta olduğuna dikkat çekilmektedir.

Türkiye'ye ilişkin yukarıdaki tablolarda Portföy Yatırımları dengesi yer almıştı. Bu aşamada, yıllar itibariyle giriş ve çıkışlar bilinmek istenebilir. Bu nedenle 4 No.lu Grafik oluşturulmuştur.



(Net Varlık Edinimi: Yurtiçi yerleşiklerin yurtdışındaki portföy yatırımları)

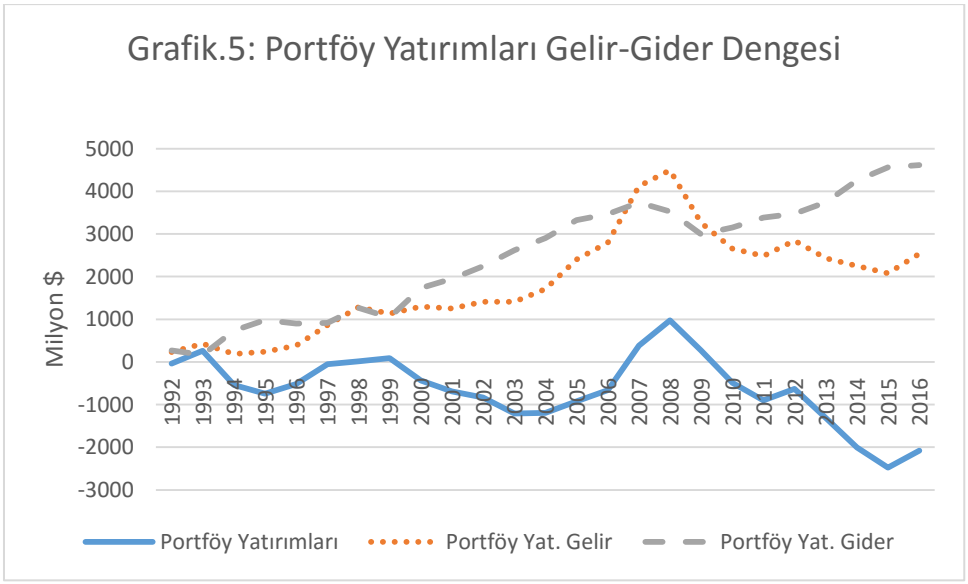
(Net Yükümlülük Oluşumu: Yurtdışındaki yerleşiklerin yurtiçindeki portföy yatırımları)

(Kaynak: T.C. Merkez Bankası Ödemeler Dengesi İstatistikleri)

Yukarıdaki grafikten görüleceği üzere, net varlık edinimi net yükümlülük oluşumundan daha düşüktür, hatta bazı seneler yurtdışı varlıkların satışı söz konudur. Bu durumu ABD gibi ülkelerin faiz seviyelerinin düşüklüğü ile açıklayabiliriz. Örneğin, ABD'de faizlerin yükselmesi Türkiye gibi yabancı kaynak ihtiyacı olan ülkelerde cari açığın artması ve dışarıdan kaynak bulmanın zorlaşması ile faizlerin yükselmesi sonucuna yol açabilecektir. Bu aşamada, hükümetin faiz ayarlama seçeneğini tercih etmemesi nedeniyle, geriye, etkisini zamanla gösterebilecek olan üretimi artırıcı önlemler seçeneği kalmaktadır. O halde likidite

bolluğu gibi global koşulların ne kadar süre Türkiye'nin lehine olacağı önemlidir. (Orhan, Nergiz, 2014) Yukarıda anlatılanlar çerçevesinde, portföy yatırımlarının, özellikle gelişmiş finansal piyasaların varlığı ve yatırımların vadesi uzadıkça ekonomiye likidite sağlanması açısından önemli olduğunu söyleyebiliriz. Ancak, Türkiye'nin cari işlemler dengesindeki yapısal sorunların, geçici olarak, yabancı portföy yatırımları ile çözülmeye çalışılması da isabetli olmayacaktır. Tasarruf açığını azaltmaya yönelik politikalar ve katma değeri yüksek ihracatın gerçekleştirilmesi ile sürdürülebilir büyümenin sağlanması gereklidir. (Çöldemli, 2015)

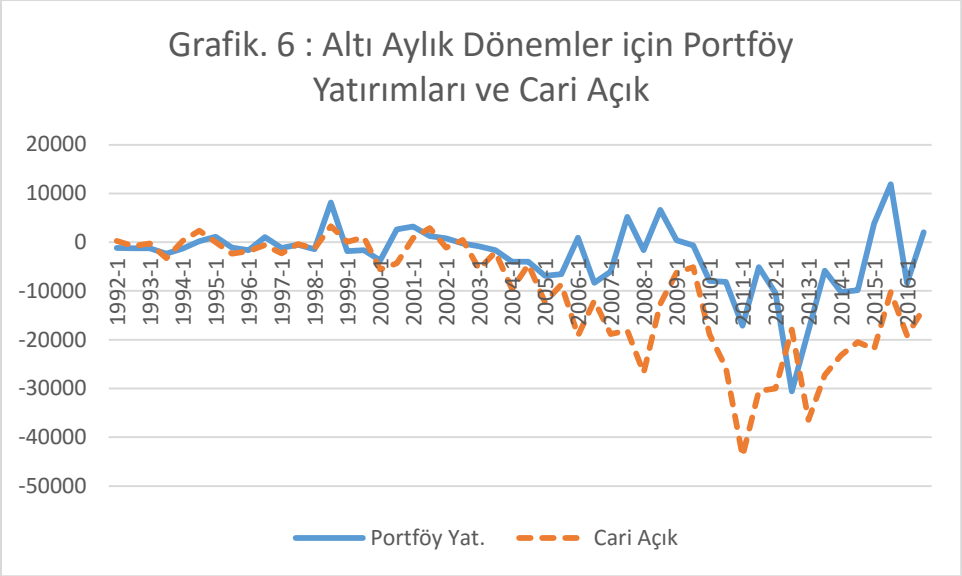
Portföy yatırımları Ödemeler Dengesinde Finans Hesabı başlığı altında yer almakta iken, portföy yatırımları (hisse senedi ve borçlanma senedi) ile ilgili gelir ve giderler (kâr payları ve faiz) Cari İşlemler Hesabı Birincil Gelir başlığı altında kaydedilmektedir. 5 No.lu Grafikte portföy yatırımları gelir-gider farkı ile gelir ve giderleri gösterilmektedir.



(Kaynak: T.C. Merkez Bankası Ödemeler Dengesi İstatistikleri)

Grafikten anlaşılacağı üzere, elde edilen gelirin, yabancı yatırımcılara ödenen giderden daha az olmasını yüksek getiri/faize bağlayabiliriz. Buradan, cari açığın finansmanı için kaynak gerektiği için faizlerin yükseltildiği, ancak bir sonraki dönem gelir ve kâr transferi yapılırken cari açığı arttırıcı etki meydana getirdiği sonucunu çıkarabiliriz.

6 No.lu Tablo ve grafikte ise, portföy yatırımları ile cari açık verilerine 1990-2016 dönemi için ve 6'şar aylık dönemler için yer verilmiştir. Söz konusu tablo ve grafiğin incelenmesinden, yıllık verilerdekine benzer eğilimin olduğunu görmekteyiz.



(Kaynak: T.C. Merkez Bankası EVDS İstatistikleri)

Yukarıdaki 6 aylık dönemler için portföy yatırımları ve cari işlem grafiğinin yıllık veriler tablosu ile benzer olduğundan, yıllık veya 6 aylık verilerin sonucu fazla değiştirmeyeceği sonucuna ulaşmak mümkündür. Söz konusu tablodan da görüldüğü üzere, Türkiye'de portföy yatırımlarının önemi giderek artmaktadır. 1992 yılından itibaren tabloya yansıyan gelişmelere baktığımızda, 2000 yılı krizine giden süreçte, yani 1999 ve 2000 yıllarında, 1998 yılındaki hızlı artıştan sonra portföy yatırımlarının düşmekte olduğunu, krizden çıkılma sürecine girildiğinde, yani 2001 yılı ve sonrasında yeniden portföy yatırımlarının artmaya başladığını

görmekteyiz. Ancak, 2005 yılına kadar azalma eğilimine giren portföy yatırımları 2006 yılından itibaren geçmişte olduğundan daha yüksek seviyelere çıkmış, hem de büyük ve ani iniş ve çıkışlar göstermeye başlamıştır. Aynı şekilde, cari açık da, 2005 yılında itibaren hem büyük miktarlara ulaşmış, hem de hızlı ve ani iniş ve çıkışlar yaşamıştır.

4.3 Türkiye'de Faiz Hadleri:

İktisadın en önemli çalışma konularından birinin faiz olduğunu belirtmiştik. Faiz, borçlanmanın fiyatı olarak tanımlanmakta olup, genellikle, yıllık ve yüzde oranı olarak ifade edilmekte ve faiz seviyelerinde mevsimsellik olmadığı kabul edilmektedir. Basit faiz, bileşik faiz, denge faiz oranı (natural rate of interest), nominal faiz, reel faiz gibi çeşitleri vardır. Ancak, faiz tanımlarında ve hesaplamalarında farklılıklar olabilmektedir. Burada bir eğilimi ve etkileşimi ortaya koymak istediğimiz için TÜİK (Türkiye İstatistik Kurumu) tarafından yayınlanan resmi enflasyon oranlarını aldık. İncelenen dönemde Türkiye'de TÜİK enflasyon oranları, Merkez Bankası politika faiz oranları ve ortalama banka mevduat faiz oranlarına baktığımızda, aşağıdaki tablodan görüleceği üzere, genellikle pozitif faiz oranları ile karşılaşmaktayız.

Tablo.3 ENFLASYON- FAİZ ORANLARI TABLOSU

		Banka Faizi(%)(**)	TCMB Faiz Oranları(%)	(***)	
			(Gecelik Borç Alma)	1 Hafta Repo	TCMB Ağırlıklı Ort. Fonlama Maliyeti
Sene	Enflasyon (%)				
2002	-	46	50		
2003	0	27	33,5		
2004	9	20	21		
2005	7,3	17	15		
2006	10	18	16		
2007	8,5	18	16,5		
2008	10,7	20	16		
2009	5,8	8	8,875		
2010	8,5	9		6,75	
2011	6,7	11		6	
2012	8,9	8		5,5	
2013	7	9		4,75	
2014	9	10		9,125	9
2015	7,8	12		7,625	9
2016	7,6	11		8	8
2017	9,2	13			12

(*) Kaynak : TÜİK, (2003=100), Fiyat Endeksi (Tüketici Fiyatları)'ndan hesaplanmıştır.

(**)Bankalarca açılan mevduatlara uygulanan ağırlıklı ortalama faiz(vadeli,TL)

(Kaynak:Merkez Bankası, evds.tcmb.gov.tr)

(***)Merkez Bankasınca, 2010 yılı mayıs ayına kadar gecelik borç alma faizi, 2010 yılı haziran ayından sonra 1 hafta vadeli repo ihalesi faizi, 2011 ocak ayından sonra TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faizi politika faizi olarak kabul edilmektedir.

(Kaynak: Merkez Bankası Para Politikası Çıkış Stratejisi-14 Nisan 2010)

Yukarıdaki tablolardan, Türkiye'de incelenen dönemde, genel eğilim olarak faizlerin enflasyon oranı üzerinde olduğunu görmekteyiz. İstisnai gibi görünen 2012 senesine baktığımızda, küresel kriz sonrası artan likidite ve risk iştahı ile gelişmekte olan ülke piyasalarına ilginin arttığını, dolayısıyla düşük faiz seviyelerine rağmen dış kaynak girişinin yüksek olduğunu görmekteyiz. 2012 senesi son döneminde portföy yatırımları girişinde tarihi

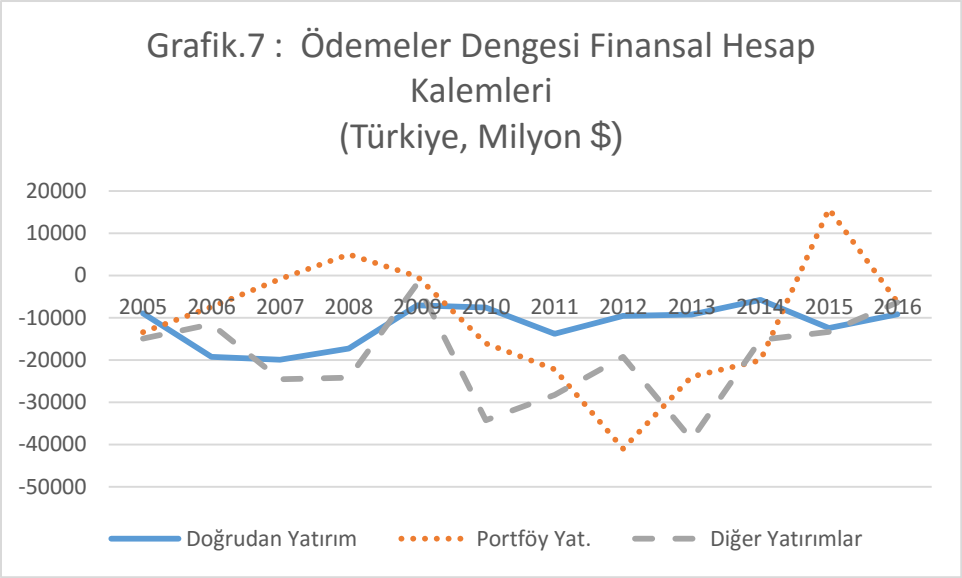
yüksek seviyeye ulaşılmıştır. Gelişmede, not artışı beklentisi ve bankaların yurtdışı tahvil ihracı ve DİBS satışları etkin olmuştur. (T.C. Merkez Bankası Ödemeler Dengesi ve UYP Raporları, 2012)

2015 yılında küresel iktisadi faaliyetlerin zayıflaması, para politikalarının belirsizliği küresel risk iştahını düşürmüştür. Çin ve enerji ihracatçısı ülkelerde büyümeye yönelik endişeler gelişmekte olan ülkeleri etkilemiştir (T.C. Merkez Bankası Ödemeler Dengesi ve UYP Raporları, 2015)

2016 yılı ilk çeyreği ile birlikte FED'in faiz artırımını geciktireceği beklentisi ile gelişmekte olan ülkelere portföy girişleri gerçekleşmiştir. Söz konusu durum ikinci çeyrekte de devam etmiş, ancak üçüncü çeyrekte Türkiye, bölgedeki jeopolitik ve siyasi gelişmelerin- darbe girişimi gibi- etkisiyle, negatif ayrışmıştır. 2016 yılı dördüncü çeyrekte Türkiye'deki bankalar likidite tercihleri sonucu yurtdışı portföylerini artırmışlardır. 2016 sonunda Amerikan seçimleri ile FED'in para politikasını hızlı sıkılaştıracağı beklentisi gelişmekte olan ekonomilerden portföy çıkışlarına neden olmuştur. (T.C. Merkez Bankası Ödemeler Dengesi ve UYP Raporları, 2016)

Türkiye'de pozitif faiz konusuna, güncel ve önemli olduğunu düşünerek, biraz daha yakından bakabiliriz:

Ödemeler Dengesinde, temel olarak, gelirleri etkileyen "Cari İşlemler Hesabı" (mal/hizmet ihracatı ve ithalatı, transferler, faiz gelir ve giderleri) ile yurtdışı yatırım ilişkilerini gösteren "Finans Hesabı" (Doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar) bulunduğu belirtilmişti. Türkiye için portföy yatırımlarının göreceli önemini daha iyi anlayabilmek amacıyla, 2005-2016 dönemi "Finans Hesabı" kalemleri aşağıdaki grafikte gösterilmektedir.



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı (Temel Ekonomik Göstergeler)

Yukarıdaki grafikten görüleceği üzere, Türkiye'de portföy yatırımları doğrudan yatırımlardan oldukça yüksek düzeyde ve büyük iniş-çıkışlar göstermektedir. Portföy yatırımlarına göre daha fazla sıcak para özelliği gösteren diğer yatırımlarda hem büyüklük daha fazla, hem de iniş-çıkışlar daha sık olmaktadır. Doğrudan yatırımlar ise istikrarlı görünmektedir.

Tablo.4 TCMB FAİZLERİ

Sene	TCMB Gecelik Borç Alma	TCMB Gecelik Borç Verme	TCMB Bir Hafta Vadeli Repo	TCMB Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti
2005	13,5	17,5	-	-
2006	17,5	22,5	-	-
2007	15,75	20	-	-
2008	15	17,5	-	-
2009	6,5	9	-	-
2010	1,5	9	6,5	-
2011	5	12,5	5,75	9,04
2012	5	9	5,5	5,55
2013	3,5	7,75	4,5	7,1
2014	7,5	11,25	8,25	8,51
2015	7,25	10,75	7,5	8,81
2016	7,25	8,5	8	8,31

Kaynak: evds.tcmb.gov.tr

Tablo.5 FİYATLAR VE DÖVİZ KURLARI

Sene	TÜFE (2003=100) (Dönem sonu, yıllık % değişim)	Yİ-ÜFE(2003=100) (Dönem sonu, yıllık % değişim)	Ortalama $ Kuru (TL)
2005	7,72	2,66	1,34
2006	9,65	11,58	1,43
2007	8,39	5,94	1,3
2008	10,06	8,11	1,29
2009	6,53	5,93	1,55
2010	6,4	8,87	1,5
2011	10,45	13,33	1,67
2012	6,16	2,45	1,79
2013	7,4	6,97	1,9
2014	8,17	6,36	2,19
2015	8,81	5,71	2,72
2016	8,53	9,94	3,02

(Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, Ekonomik Göstergeler, İstatistikler)

Yukarıdaki tablolardan, Türkiye'de faiz oranlarının pozitif olduğunu söylemek mümkündür. Ancak, reel faiz hesaplamalarında nominal faiz oranından enflasyon veya beklenen enflasyon oranı çıkarılabileceği gibi, döviz kuru veya beklenen döviz kuru çıkarılması yolu da kullanılmaktadır. İkinci yöntemin, daha çok ikili ülke ilişkilerinde (İngiltere ile Türkiye arasındaki yatırımlar gibi) kullanılmasının isabetli olacağı düşünülmektedir. Her zaman için, politika –gösterge faiz oranlarının ülkelerin resmi politikalarına ilişkin bilgi vermekte olduğu kabul edilmekte ve önem taşımaktadır.

IMF, 2016 sonunda, Türkiye'de hızla düşen turizm gelirlerinin duraklama (recession) görüntüsü verdiğini belirtmiştir. 2016 yılında finansal piyasalara bakıldığında, uzun dönem reel ve nominal faiz oranlarının ağustos 2016'dan itibaren başta ABD ve İngiltere olmak üzere artış gösterdiği görülmüştür. Söz konusu faiz artışlarına tepkiler Yükselen Piyasa

Ekonomilerinde farklı olmuştur. Türkiye'de faiz artış kararı alınmıştır. Faiz artışlarının Yükselen Piyasa Ekonomileri için zorlaşan finansal ortam ve fon çıkışlarının devam etmesi anlamına gelmektedir. (IMF World Economic Outlook, ocak 2017)

V.BÖLÜM : EKONOMETRİK MODEL, VERİ, TAHMİN YÖNTEMİ, UYGULAMA

İktisadın önemli konularından faizin, Ödemeler Dengesi kalemleriyle etkileşiminin hem uluslararası, hem de ulusal düzeyde yapılan çalışmalara konu olduğu ifade edilmişti. Gelişmekte olan bir ülke ve sürekli cari açık sorunu olan Türkiye'de faiz seviyesinin cari açığın yabancı kaynaklarla finansmanına etkisini bir ekonometrik model çerçevesinde incelemek önemli olmaktadır. Bu amaçla, 1980'lerde başlayan küreselleşme sürecinde, 1991-2016 dönemi için cari açık ve politika faiz seviyesi arasındaki etkileşimini 3 aylık veriler kullanarak, zaman serilerinden VAR Modeliyle görmek istedik.

5.1 Veri

Ödemeler Dengesi kapsamındaki verilerin (Cari açık ve portföy yatırımları gibi) elde edileceği iki kaynak, T.C. Merkez Bankası ve IMF olarak belirlendi. Ödemeler Dengesi Finans hesabı kalemlerine ilişkin verilerin 3 aylık olarak ve milyon $ cinsinden hem IMF, hem de T.C. Merkez Bankası kayıtlarında bulunduğunu gördük. T.C. Merkez Bankasında Finans Hesabı verileri, yıllık dönemler için 1986'dan günümüze kadar gelmekte, üç aylık dönemler için olanlar ise, 1991 yılı son döneminden günümüze kadar gelmektedir. Ayrıca, IMF kaynağında, cari açığın yurtiçi hasılaya oranı (current account balance, % of GDP) 'nın 1987-2016 yılı dönemi için yıllık ve 3 aylık verilerin bulunduğunu saptadık. Bu şekilde, enflasyon veya döviz kuru etkisinden arınmış olan cari açık verisiyle politika faizi ilişkisini görebilme olanağını elde ettik. Faiz ile ilgili olarak, 1991 yılı son üç aylık dönem itibariyle başlayan cari denge ve portföy yatırımları kalemlerine karşılık gelen verinin elde edilmesi ve bu konuda öncelikle hangi faizin referans alınacağına karar verilmesi gerekliydi. T.C. Merkez Bankası tüm dünya ülkelerinde olduğu gibi, para politikasını yürütmekle birlikte politika faizini belirlemekle yükümlüdür. Politika faizi, merkez bankalarının izleyeceği para politikası hakkında sinyal vermekte olduğunun kabul edilmesi nedeniyle geniş bir kesim tarafından izlenmektedir. Bu nedenle, politika faizi seviyesi alınmıştır.

T.C. Merkez Bankası, 1990 yılında ilk kez orta vadeli bir perspektif içerisinde bir para politikası programı açıklamıştır ve parasal büyüklükler üzerine hedefler koymuştur. Ancak, 1990'lı yıllarda bütçe açıklarının kontrol altına alınamayışı T.C. Merkez Bankasının fiyat istikrarı hedefine odaklanmasını zorlaştırmış, yüksek enflasyon ortamında yüksek faiz uygulaması ile borç çevrilebilirliğini sağlamaya çalışmıştır. (Tokel, 2017). Bu çerçevede, 1991-2001 dönemi için reeskont işlemlerinde uygulanan faiz oranı (iskonto oranı, discount rate) alınmıştır. Reeskont kredisi, likidite ihtiyacı olan bankaların borç senetlerini T.C. Merkez Bankasına götürmesi ve krediye dönüştürmesi olup, reeskont kredilerine uygulanan iskonto oranı da enflasyona göre güncellenebilen ve bankaların T.C. Merkez Bankasından borçlanmasına etki edebilen bir politika aracıdır. Bölüm (V/B)'de açıklandığı gibi, 2001 krizinden sonra, 2002 yılından bu yana enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde kısa vadeli faizleri para politikası aracı olarak benimsemiştir. 2010 yılı mayıs ayına kadar gecelik borç alma faizi, haziran 2010'dan itibaren bir hafta vadeli repo ihalesi faizi para politikası faizi olarak kullanılmıştır. Ocak 2011'den sonraki dönemde farklı yöntemlerle fonlama yapıldığından "TCMB Ağırlıklı Ortalama Fonlama Faizi" kullanımı daha sağlıklı görülmüştür. (14.02.2010 tarihli "Para Politikası Çıkış Stratejisi" Belgesi) Sözü edilen faiz oranları T.C. Merkez Bankasından alınmıştır.

5.2 Zaman Serisi Analizi Seçimi

Çalışmamızda yaklaşık 30 yıllık bir dönemde Türkiye'yi incelediğimiz için zaman serisi yöntemini kullanmayı uygun gördük. Tek değişkenli ve çok değişkenli zaman serileri mevcuttur. Tek değişkenli zaman serilerinde veri üretme süreci kendi geçmiş değerinden veya rassal şoklardan kaynaklanmakta olup, AR, MA, ARMA gibi çeşitli isimler almaktadır. Değişen varyanslı zaman serilerinin ise ARCH, GARCH (genelleştirilmiş ARCH), EGARCH (Üslü ifadeler içeren model), IGARCH (durağan olmayan değişken durumu) gibi çeşitleri mevcuttur. Bazı durumlarda veriler, kendi geçmiş değerleri dışında başka serilerden de

etkilenmektedir. Bu durumda, çok değişkenli zaman serileri kullanılmaktadır. Burada, Otoregresif AR(p) modellerinin genelleştirilmiş bir biçimi olan Vektör Otoregresif VAR(p) modelleri kullanılacaktır.

VAR Modelleri 1980'li yıllarda R.Litterman ve C.Sims tarafından, makroekonomik tahmin modeli olarak geliştirilmiştir. Model, milli gelir, enflasyon, para arzı, işsizlik gibi belli-başlı makroekonomik göstergeleri kullanarak makroekonomik koşulların değişmesini belirleyebildiği gibi, politika değişikliklerini (Federal Funds Rate gibi) de kapsayarak, politika değişikliklerinin potansiyel etkilerini de değerlendirebilir. (Kempthorne, 2013).

VAR Modelleri, bir denklem sisteminde yer alan her bir içsel (endojen) değişkenin hem kendi, hem de sistemdeki diğer değişkenlerin gecikmeli değerlerinin yer aldığı eşitlikler sistemidir. VAR Modellerinde içsel-dışsal değişken ayrımına ihtiyaç duyulmamaktadır. VAR Modellerinin ekonometride kullanım alanı, ekonomik ve finansal zaman serilerinin dinamik davranışlarını belirlemek ve tahminde bulunmak yanında, yapısal öngörü (structural inference) ve politika analizi yapılmasıdır. (Zivot, 2006) Modelin çalışmamız açısından en önemli amacı, değişkenler arasındaki etkileşimi ortaya koymaktır. Yani, A değişkeni B değişkenini etkilemekte, daha sonra B değişkeni de A değişkenini etkilemektedir.

VAR Modellerinin birçok üstünlüğü olmasına rağmen, birçok sorunlar içerdiği de bilinmektedir. VAR Modellerinin belli başlı avantajları, model kurulumunda tüm değişkenlerin içsel kabul edilmesi, model kurulurken teoriye bakmanın gerekli olmayıp istenilen sayıda içsel ve dışsal değişkenlerin kullanılabilmesidir. Ancak, VAR Modellerine yönelik eleştiriler de vardır. Örneğin, modelde kullanılan değişkenlerin durağan olması, aynı gecikme uzunluğuna sahip olması gerekmektedir. Aksi halde, model sonuçları değişiklik gösterebilmektedir. Teoriden bağımsız olması VAR analizinin en temel eleştirileri içerisinde yer almaktadır.

Gerçekte, VAR Modellerine yönelik eleştiriler, Sims tarafından ortaya atılmasıyla (1972, 1980 ve 1982 yılı katkılarıyla) başlamış, hatta yanlış olduğu bile iddia edilmiştir. Özellikle metodoloji konusunda sonu gelmeyen tartışmalara yol açmıştır. Teoriyle çok az bağlantısı olduğu, sürdürülemez varsayımlara dayandığı söylenmiştir. Ancak, bütün eleştirilere rağmen, zaman serisi uygulaması yapanlar ve makroekonomik analiz yapanlar tarafından sürekli kullanılan bir yöntem haline gelmiştir. Başlıca kullanım amaçları, veriler arasında karşılıklı bağımlılıkları belirlemek, teorileri test etmek, politika analizleri yapmak ve son yıllarda ise, reel verileri, yapay zekâ v.b. ile tasarlanmış ekonominin verileriyle karşılaştırmaktır.

VAR modellerinin en önemli kısıtlamalarından biri, az sayıda denklem (low order systems) ile çalışmasıdır. Yani, önemli bir değişken modele dahil edilmediğinde, söz konusu değişkenin etkisi "residual" içinde yer almakta, etki-tepki fonksiyonlarının yorumu, tamamen yararsız olmasa bile, tartışmalı hale gelebilmektedir. Ancak, alınmayan değişkenin "residual" içinde yer alması nedeniyle, tahminde bir değişiklik meydana gelmemektedir. VAR Modelleri, az sayıda değişken ve şokların etkileri göz önünde bulundurularak, daha büyük bir yapısal sistemin bir özeti (approximation) olarak düşünülmelidir. (Bjornland, 2000)

VAR Modelleri "Etki-Tepki Fonksiyonu" değişkenlerin birinde meydana gelen bir birimlik şokun etkisini göstermektedir. VAR Modelleri "Varyans Ayrıştırması" ise, bir değişkenin standart hatasında bir birimlik değişmeye karşın diğer değişkenlerde meydana gelen değişikliği göstermekte olup, değişkenlerin bağımsızlığının saptanmasında kullanılmaktadır. Ayrıca, VAR Modelleri kapsamında "Nedensellik Analizi" de yapılabilmekte ve bir değişkenin değerinin değişmesine diğer değişkenin neden olup olmadığı saptanmaktadır.

Modelimiz çerçevesinde oluşturduğumuz VAR Tahmin tablosunda ilk sütun tahmin katsayısını, sonra sırasıyla standart hata, t-istatistiğini göstermektedir. VAR Modellerinde

genellikle katsayılar yorumlanmaz. Bunun nedeni, bir değişkenin bir denklemde içsel, diğerinde dışsal olabilmesinden kaynaklanmaktadır.

Burada, yukarıda açıklandığı gibi, çok değişkenli zaman serisi modeli tercih edilmiş, farklı ülkelerle veya dönemlerle karşılaştırma yapılmadığı için "cross-section" veya "panel veri" yöntemi kullanılmamıştır. Aynı şekilde, yaklaşık 25-30 yıllık bir dönemi incelediğimizden dolayı, şok etkilerinin araştırılmasında ve bir krizin etkilerinin ne kadar sürdüğünün belirlenmesinde kullanılan SVAR(Structural VAR) analizi de tercih edilmemiştir. VEC (Vector auto-correction) modelleri, doğrusal olmayan denklem sistemleri ile verilerde otokorelasyon sorunu bulunduğunda düzeltme yapmak amacıyla kullanılmaktadır. Burada kullanılan verilerde böyle bir sorun tespit edilmediği için VEC uygulaması yapılmamıştır. DSGE-VAR Modelinde dinamik ve stokastik verilerle, TVAR (Threshold VAR) modellerinde ise, doğrusal olmayan verilerle ve denklemlerle çalışılmakta olup, buradaki amacımız dışında olduğu düşünülerek tercih edilmemiştir. Zaman serilerinde "Eşbütünleşme Analizi" (Engle ve Granger Yöntemi) durağan olmayan serilerin uzun dönemde dengeye yakınsamalarını sınamak için yapılır ve serilerin aynı dereceden durağanlaşmaları gerekmektedir. Çok değişkenli zaman serilerinde ise, "Eşbütünleşme Analizi" yerini "Johansen Yöntemi (The Johansen Procedure)" ne bırakmıştır. Burada değişkenler arası etkileşimi araştırdığımız için söz konusu yöntemin kullanılmasına gerek görülmemiştir.

Sonuçta, birden fazla değişkenimiz arasındaki karşılıklı ilişkileri görmek istediğimiz için VAR (Vector Auto-Regressive) Modeli kullanılmıştır. VAR Modelinde bütün değişkenlerin içsel değişken gibi düşünülmesi amacımıza uygun olmuştur.

5.3 Varsayımlar

Yatırım ve faizin mevsimsellik içermediği kabul edilmektedir.

Modelde doğrusallık, normallik dağılımı ve I.I.D. (Independently Identically Distributed) varsayımı yapılmıştır. Veri serilerinin durağan olması (otokorelasyon olmaması) gereklidir. Bu nedenle öncelikle durağanlık testi yapılmalıdır.

VAR (1) modeline karar verilmesi, otokorelasyon sorununu gideren bağımlı değişkenin (cari açığın bağımlı değişken olduğu varsayımını yaptık) minimum gecikme sayısını sağlayan denklemin optimum gecikmeli denklem olmasındandır. Yani, otokorelasyon hangi gecikme sayısında kaldırılmışsa, o gecikme sayısı optimum gecikme sayısı olarak kabul edilir. Yapılan ekonometrik çalışmada, faiz (r) ile cari açığın GSYİH'ya oranı (CA) etkileşiminde 1 dönem gecikme olduğu sonucu ortaya çıkmış, ve VAR(1) modeli tahmin edilmiştir. Ayrıca, ilişkilerin hızlı tepki verme özelliği de gösterdiği görülmüştür.

5.4 Değişkenler

Yukarıda belirtildiği gibi, öncelikle hangi faizin referans alınacağına karar verilmesi gerekmektedir. T.C. Merkez Bankası tüm dünya ülkelerinde olduğu gibi, para politikasını yürütmekle birlikte politika faizini belirlemekle yükümlüdür. Politika faizi, merkez bankalarının izleyeceği para politikası hakkında sinyal vermekte olduğunun kabul edilmesi nedeniyle ekonomide geniş bir kesim tarafından izlenmektedir. Örneğin, T.C. Merkez Bankası'nın politika faizini indirme kararı alması, bankaların daha ucuz borçlanmaları ile mevduat faiz oranları ile kredi faiz oranlarını indirmelerine yol açacaktır. Sonuçta, T.C. Merkez Bankasınca ilân edilen politika faizinin ekonomideki diğer faizlere paralellik gösterdiği varsayımı yapılmıştır.

Cari açık, bir ekonomide tasarruf açığına eşittir. (Bölüm II-iv'de gösterilmişti) Cari açığın finansmanı yabancı kaynaklarla veya yatırımlarla yapılacak ise, faize bağlı olması

gerekmektedir. T.C. Merkez Bankası, para politikası ile ilgili bölümde anlatıldığı üzere, 05.12.2005 ve 13.12.2006 tarihli belgelerde, para politikasında enflasyon hedeflemesini esas aldığını ilân etmiştir. (Bölüm V.B'de açıklandığı gibi, gerçekte, T.C. Merkez Bankası'nca enflasyon hedeflemesine 1986 yılında başlamıştır) Bu nedenle, T.C. Merkez Bankası'nın politika faizi kararı alırken fiyat değişmelerini göz önünde bulunduğu varsayılarak, enflasyon ve buna bağlı olarak döviz kuru değişkenlerinin alınmasına gerek görülmemiştir.

Cari açık ve büyüme oranını birbirine bağlı kabul edebiliriz. Cari açığın artması, ithalat artışı veya dış kaynak girişinden kaynaklanabilir. Her iki durumda da harcama artışı ile büyüme oranı artacaktır. Bu nedenle, cari açık değişkeninin alınması yeterli olup, ayrıca büyüme oranının alınmasına gerek görülmemiştir. Ayrıca, yabancı banka ve yatırımcıların da, genel olarak, dünya merkez bankalarının politika faiz oranlarını takip etmekte oldukları varsayımı yapılmıştır. Modelimizde dış dünya ile ilgili verileri sabit kabul ettik. Modelin daha dinamik olacağını düşündüğümüz için üç aylık verilerle analiz yaptık. Veri grafiklerimize de baktık ve düzensiz değişmeler sergileyen seriler olduklarını gördük. Bu durumu da, incelenen dönemde Türkiye'de çeşitli krizlerin ortaya çıktığı şeklinde yorumlayabiliriz.

Türkiye'de portföy yatırımlarını, cari açığın finansmanında önemli bir yeri olmasına rağmen, modelimize dahil etmedik. Öncelikle, portföy yatırımları temel ekonomik göstergeler içinde (büyüme, enflasyon, faiz v.s.) yer almamaktadır. Ancak, portföy yatırımları ile faiz (T.C. Merkez Bankası politika faizi veya başka bir faiz çeşidi) arasındaki ilişkiler ayrı bir incelemenin konusu olabilir.

5.5 Ekonometrik Model (Zaman Serisi Olarak VAR Modeli) Oluşturulması

Zamanlar-arası Modele (Intertemporal Model) göre, belli bir zaman diliminde, bir ülke tüketimini erteleyerek tasarruf etmekte, diğer ülke ise, tüketimini arttırmak için borçlanmaktadır. Ülkeler arasında tasarruf ve borçlanma arasındaki denge uluslararası faiz

oranı ile kurulmaktadır. Küreselleşme koşullarında, ülkeler, iç ve dış faiz oranlarını karşılaştırarak tasarruf kararlarını vermektedirler. Söz konusu ilişkileri fonksiyon olarak:

$CA = f (r_d , r_w)$ şeklinde gösterebiliriz.

CA cari açık veya finanse edilmesi gereken miktar, r_d iç faiz, r_w ise dış faizdir.

Yukarıdaki ilişki çeşitli çalışmalarda yer almıştır. Örneğin, Makin ve Narayan (2011) çalışmasında konuya uluslararası açıdan bakılmış ve cari açık vererek dış kaynak alan ülkeler ile cari fazla vererek dışarıya kaynak aktaran ülkeler için kaynak veya yatırım dengesinin faiz seviyesi ile kurulacağını açıklanmıştır. Borç alan ülke açısından

$$I^d - S^d = CAD = B^* (r ; C_p , q , I_g , C_g)$$

I^d iç yatırım, S^d iç tasarruf, CAD cari açık, B^* borçlanma gereği, r faiz, C_p özel tüketim, q sermayenin amortisman oranı, I_g hükümet yatırımı, C_g hükümet harcamasıdır.

Yukarıdaki teorik çerçeveden, faiz ve cari açığın birlikte hareketi için aşağıdaki modeli geliştirerek (GARCH) modeli ile tahmin yapmışlar ve VAR Nedensellik Analizi (Granger Causality Test) uygulamışlardır.

$$r_t = \alpha_0 + \alpha_1 CA_t + \varepsilon_t$$

r_t denge faiz oranını, CA_t dış dengeyi göstermektedir.

Meliha ve Feyza (2012) ise, OECD ülkeleri için yaptıkları ve cari açık ile faiz ilişkisinin araştırıldığı Panel Veri çalışmasında, cari açık ile faiz arasındaki ilişkiyi tahmin etmek için aşağıdaki modeli kurmuşlardır.

$$CA_{it} = \beta_{0t} + \beta_{1t} . r_{it} + \varepsilon_{it}$$

CA cari açık, r faiz ve ε hata terimidir.

Aynı şekilde, Gumus ve Gungor (2013), Türkiye'de 2006-2012 döneminde yabancı portföy yatırımları ile belli-başlı ekonomik göstergeler arasındaki ilişkileri VAR Modeli yoluyla araştırdıkları çalışmada, bağımlı değişken olarak portföy yatırımlarını, bağımsız değişkenler olarak bütçe dengesi, cari işlemler dengesi, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası indeksi, TL/ABD $ nominal döviz kuru paritesi, tüketici fiyat indeksi, Bankalar arası ortalama günlük faiz, sanayi üretim indeksi gibi çeşitli ekonomik göstergeleri almışlar ve doğrusal bir model oluşturmuşlardır.

Ozcelebi, Yildirim ve Kansu (2014), Türkiye için yaptıkları ve çeşitli iç ve dış faktörlerin para politikası üzerindeki etkilerini inceledikleri DSGE-VAR Modelini temel VAR Modeline dayandırarak aşağıdaki gibi yazmışlardır.

$$y_t = \Phi_0 X_0 + \sum_{j=1}^{p} \Phi\, y_{t-1} + \varepsilon_t$$

Yukarıdaki modelden hareketle, model tahmininde kullanılacak olan aşağıdaki doğrusal ilişkiyi yazmışlardır.

$$y_t = \Phi Y_t + \varepsilon_t$$

(y_t iç üretimi(output), Y_t ise dış üretimi (output) göstermektedir).

Yukarıdaki model gösterimlerinden sonra, zaman serileri içinde yer alan VAR Modeli çıkarımına geçebiliriz. Auto Regression (AR)bir değişken için şöyle yazılır:

$X_{t} = \alpha + \Sigma\, A_j\, X_{t-j} + \varepsilon_t$ (Bir önceki değere bağlı)

Hata terimini bir önceki değere bağlı olarak yazarsak Vector Moving Average (MA) gösterimi elde ederiz:

$$X_t = \alpha' + \Sigma\, C_j\, \varepsilon_{t-j}$$

(Ibrahim ve Kumah, 1996)

Yukarıdaki iki denklemi birleştirerek VAR Modeli denklemlerini elde edebiliriz:

$$Y_t = \beta_{10} + \beta_{11}Y_{t-1} + \beta_{12}X_{t-1} + \varepsilon_t^y$$

$$X_t = \beta_{20} + \beta_{21}Y_{t-1} + \beta_{22}X_{t-1} + \varepsilon t^x$$

Her değişkenin hem kendi geçmişine, hem de diğer değişkenin geçmişine 1 gecikme (lag) ile bağlı olduğu sistem olan VAR(1) elde edilmiş oldu. (Hill, 2012)

Burada, zaman serisi analizi yapacağımız için, Makin ve Narayan (2011)'dan hareketle, doğrusallık varsayımı altında aşağıdaki denklemleri yazdık:

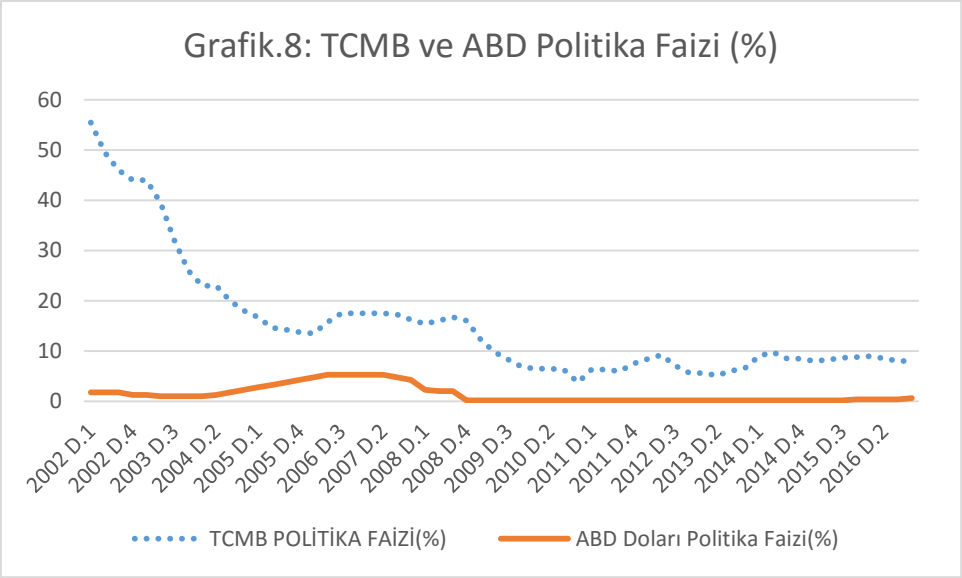
$$R_t = \alpha_{10} + \alpha_{11} R_{t-1} + \alpha_{12} CA_{t-1} + \varepsilon_t^R$$

$$CA_t = \alpha_{20} + \alpha_{21} R_{t-1} + \alpha_{22} CA_{t-1} + \varepsilon_t^{CA}$$

R, politika faizini, CA ise cari açığı göstermektedir.

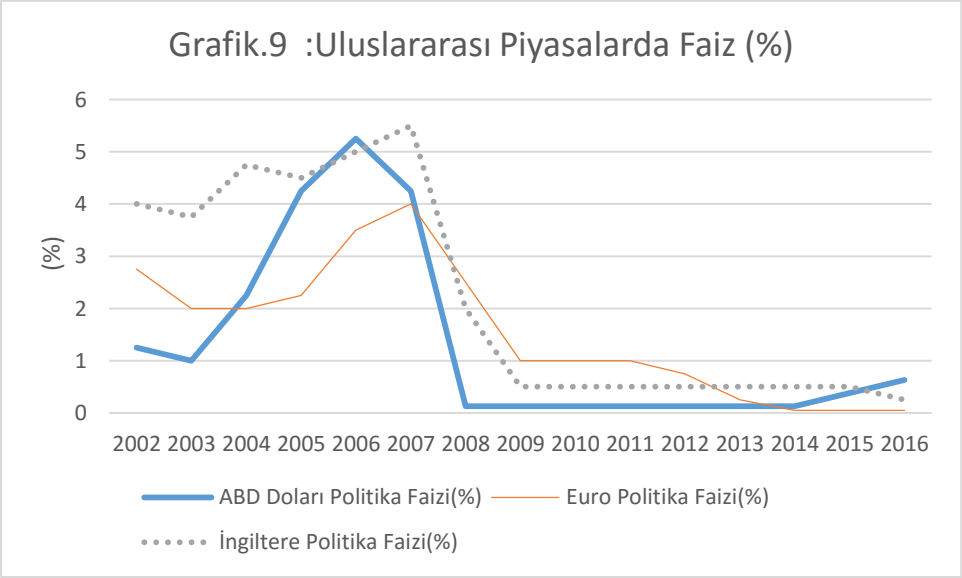
Cari açık (CA), herhangi bir nedenle, örneğin petrol fiyatları gibi, arttığında, T.C. Merkez Bankası dış kaynak girişini (en önemlilerinden biri portföy yatırımlarıdır) artırmak istiyorsa, politika faizlerini (r) yükseltmektedir. Bu durum, dış kaynak girişini artırmakta ve cari açık azalmaktadır. Böylece karşılıklı etkiler ortaya çıkmaktadır.

Modele uluslararası faiz oranı olarak, örneğin ABD politika faiz oranı (The Federal Funds Rate) eklenmesine gerek görülmemiştir; çünkü aşağıdaki 8 no.lu grafikte görüldüğü üzere, 2002-2016 dönemi üç aylık faiz verisine göre, Türkiye'deki politika faiz oranları ABD'dekinin oldukça üzerindedir ve rekabetçi faiz düzeyi görülmektedir.



Kaynak: IMF Principal Global Indicators

ABD faizi ile Türkiye için önemli olan Avrupa Merkez Bankası faiz oranı (ECB Rate) ve İngiltere Merkez Bankası faiz oranı (BOE Rate) arasındaki ilişkilere bakalım.

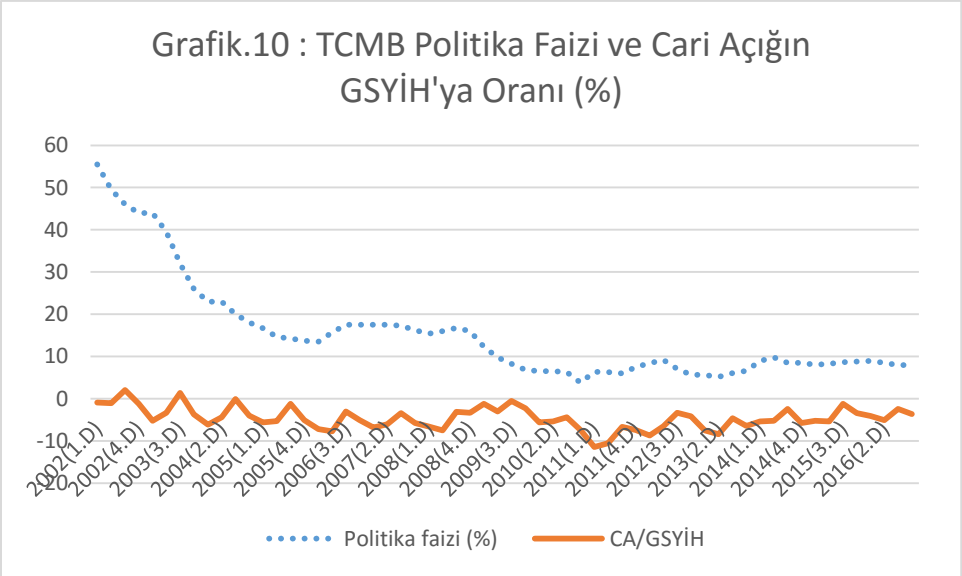


Kaynak: IMF data, Financial, Interest Rates, Monetary Policy-Related

Yukarıdaki grafikte, 2002-2016 döneminde uluslararası faizlerin benzer şekilde hareket ettiğini, bu nedenle, söz konusu faizlerin, ABD faizinde olduğu gibi, modelimize dahil edilmediğini söyleyebiliriz.

5.6 Faiz ve Cari Açık/GSYH İlişkisi

2002-2016 dönemi için, yıllık olarak, cari açığın GSYİH'ya oranı ile politika faizi arasındaki ilişkiyi aşağıdaki grafikten görebiliriz:

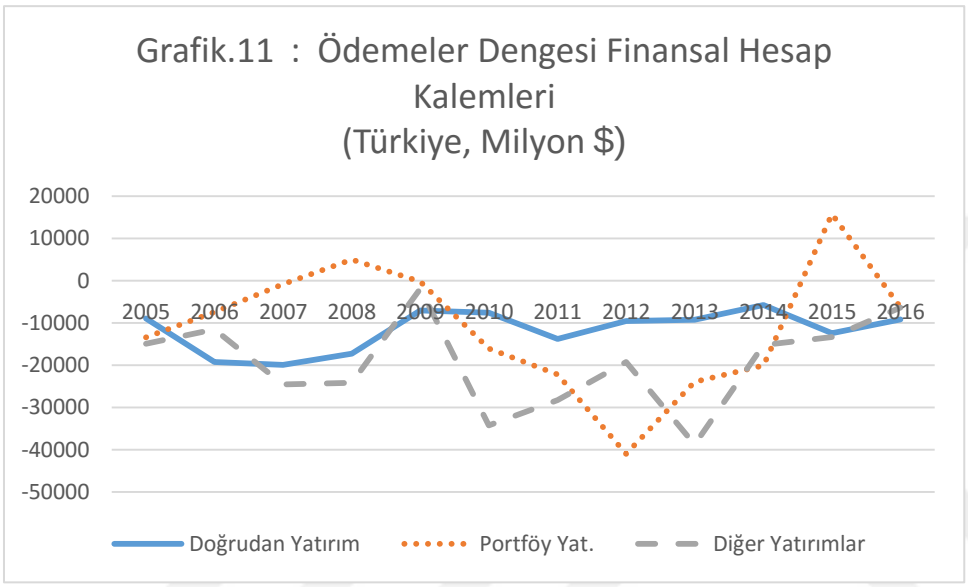


Kaynak : IMF Data, External Indicators

Yukarıdaki tablodan, küreselleşme etkilerinin görüldüğü dönemi içeren ve T.C. Merkez Bankasının enflasyon hedeflemesi rejimine geçtiği 2002-2016 döneminde T.C. Merkez Bankası politika faizlerinin pozitif olduğunu, dönem içinde azalarak yatay bir seyir izlediğini ve yüzde olarak cari açık düzeyinin üzerinde seyrettiğini görmekteyiz. 2008 krizinde faiz seviyesinin yükseldiğini görmekteyiz. Bu durumu, kriz esnasında alınan bir tedbir olarak yorumlamak gerekir. Kriz sonrasında faiz inişe geçmiştir.

Yukarıdaki grafikte, cari açık seviyesindeki ani iniş ve çıkışlar görülmekte, ancak genel seviye çok fazla değişmemektedir. 2008 kriz öncesinde cari açığın ve faiz oranının yükselişe geçtiğini, bu da bize Ödemeler Dengesi kalemlerinin olası krizler hakkında bilgi verebildiklerini göstermektedir. Ancak, Türkiye'de kriz dönemleri olmasa bile, cari açığın ve faizlerin yüksek seviyelerde olduğu, son dönemlerde tekrar artış eğilimine girdiği

görülmektedir. Tablodan çıkarabileceğimiz başka bir sonuç da, keskin iniş ve çıkışlar nedeniyle, etki ve tepkilerin kısa sürede oluşabildiğidir. Tepkilerin kısa sürede görülmesini, faiz artışının hızlı giriş-çıkış yapabilen portföy yatırımları nedeniyle cari açığa etki etmiş olduğu şeklinde yorumlamak mümkündür. Aşağıdaki grafikte, Ödemeler Dengesi Finansal Hesap kalemleri içinde portföy yatırımlarının önemi görülmektedir.

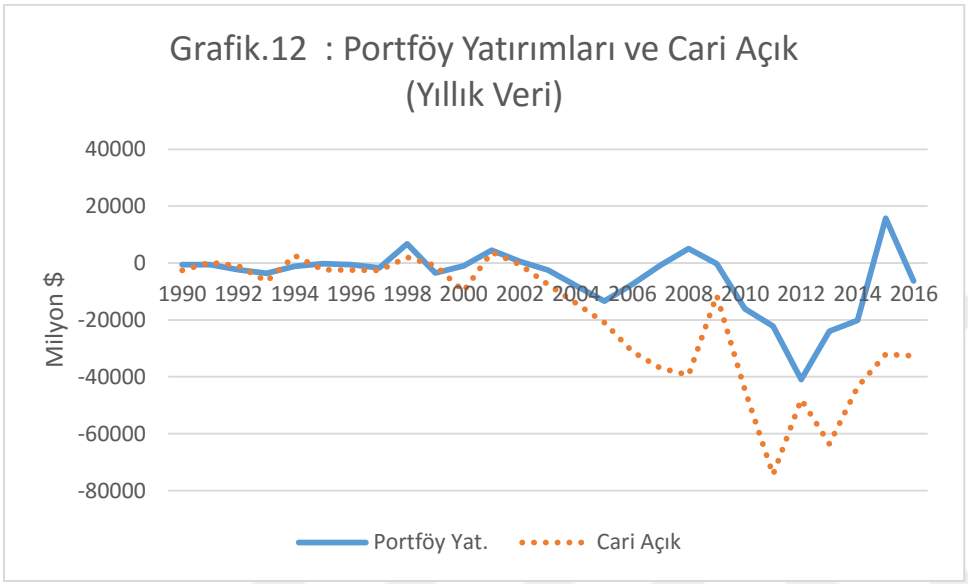


Kaynak: Hazine Müsteşarlığı (Temel Ekonomik Göstergeler)

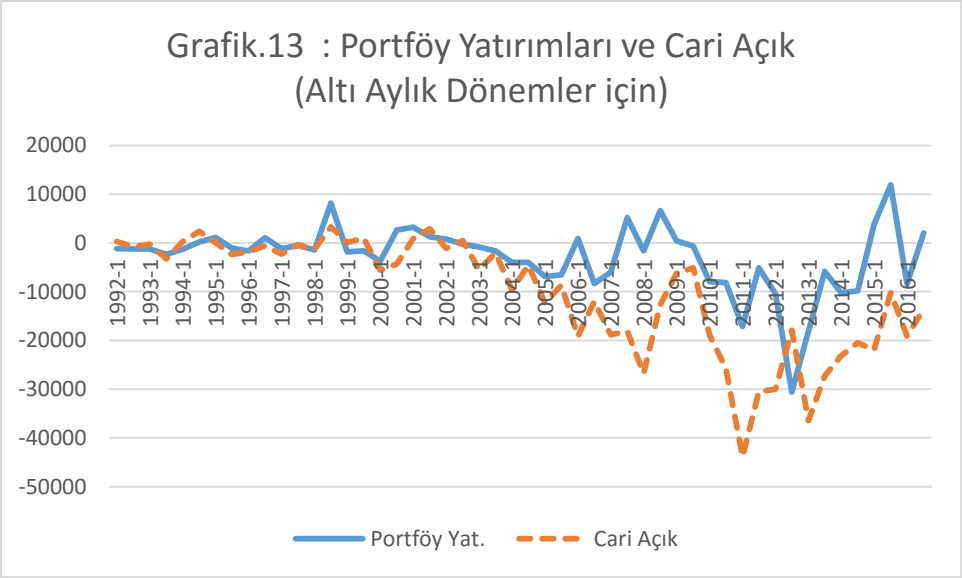
Cari açığın arttığı dönemlerde Merkez Bankasının faiz artırımı yapması veya en azından bir indirme yapmaması, faiz seviyesinin saptanmasında, diğer unsurların yanında, cari açığın da göz önünde bulundurulması gereken bir unsur olduğunu söylemek mümkündür.

Yukarıdaki grafikten görüleceği üzere, Türkiye'de portföy yatırımları doğrudan yatırımlardan oldukça yüksek düzeyde ve büyük iniş-çıkışlar göstermektedir. Portföy yatırımlarına göre daha fazla sıcak para özelliği gösteren diğer yatırımlarda ise, giriş-çıkışlar daha sık olmaktadır. Doğrudan yatırımlar ise istikrarlı görünmektedir. Bu durumda, cari açık ile politika faizi arasındaki ilişkinin, doğrudan yabancı yatırımlardan çok hızlı giriş-çıkış yapabilen portföy yatırımları ve diğer yatırımlar kanalıyla olduğunu söylemek mümkündür.

Cari açığın finansmanında portföy yatırımlarının önemi aşağıdaki iki grafikte de görülmektedir. Aşağıdaki grafikleri, T.C. Merkez Bankası kaynaklarından aldığımız 1 yıllık ve altı aylık verilerle oluşturduk.



Kaynak: evds.tcmb.gov.tr



Kaynak: evds.tcmb.gov.tr

Yukarıdaki 6 aylık dönemler için portföy yatırımları ve cari işlem grafiğinden görüldüğü üzere, Türkiye'de portföy yatırımlarının önemi giderek artmaktadır. 1992 yılından itibaren tabloya yansıyan gelişmelere baktığımızda, 2000 yılı krizine giden süreçte, yani 1999 ve 2000 yıllarında, 1998 yılındaki hızlı artıştan sonra portföy yatırımlarının düşmekte olduğunu, krizden çıkılma sürecine girildiğinde, yani 2001 yılı ve sonrasında yeniden portföy yatırımlarının artmaya başladığını görmekteyiz. Ancak, 2005 yılına kadar azalma eğilimine giren portföy yatırımları 2006 yılından itibaren geçmişte olduğundan daha yüksek seviyelere çıkmış, hem de büyük ve ani iniş ve çıkışlar göstermeye başlamıştır. Aynı şekilde, cari açık da, 2005 yılında itibaren hem büyük miktarlara ulaşmış, hem de hızlı ve ani iniş ve çıkışlar yaşamıştır. Söz konusu gelişmede, Türkiye'de dış kaynak ihtiyacının artması ve uluslararası piyasalardaki gelişmeler, likidite bolluğu gibi, etkin olduğu düşünülebilir.

5.7 VAR Uygulaması

(a) Birim Kök Testi

Faiz, portföy yatırımları ve cari açık değişkenlerimiz için "Augmented Dicky-Fuller" yapılmış ve serilerimizin birinci farkları alındığında durağan olduğu görülmüştür. Verilerin durağanlaştırılması ile, başlangıçta varsaydığımız gibi, verimizin zaman içinde normal dağılıma sahip olduğunu kabul etmekteyiz ve sonuçta veri üzerinde analiz yaparak yorumlayabiliriz.

Tablo.6.1 : Augmented Dickey Fuller Birim Kök Test

Değişkenler	ADF-t İstatistik	Prob.
Faiz(0)	-0,77577	0,8214
CA(0)	-1,50121	0,5288

* Seriler durağan değildir.

Analize, serilerin birinci farkları alınarak devam edilmiştir. Birincil farklara göre yeniden ADF birim kök testi uygulanmış ve serilerin durağan olduğu görülmüştür.

Tablo.6.2 : Serilerin Birinci Farkları ADF(-1) Birim Kök Testi

Değişkenler	ADF-t İstatistik	Prob.
DFaiz(0)	-8,70216	0,0000
DCA(0)	-12,3352	0,0000

* Seriler durağandır.

(b) Üç Aylık Dönemler İtibariyle İnceleme

Modelimizi yukarıda anlatılan Merkez Bankası politika faizi ve cari açığın GSYİH'ya oranı değişkenleri ile oluşturduk. Para otoritesi olarak T.C. Merkez Bankası cari açık arttıkça daha fazla dış kaynak çekmek için politika faizi seviyesini arttırmak isteyecektir. 2016 yılında

faizde yükselme başlamıştır. (2017 yılı birinci üç aylık dönem politika faizi % 10,03 ve ikinci üç aylık dönem politika faizi % 11,78)

VAR Nedensellik Analizi

3'er aylık dönem verileri için T.C. Merkez Bankası politika faizi ile Cari Açık değişkenleri için VAR Nedensellik Analizine (VAR Granger Causality Test) geçilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre, VAR Modelimizdeki cari açık için Chi-sq değeri 14,77913 ve prob değeri 0,0006 bulunmuştur. Faiz için Chi-sq değeri 0,484776 ve prob değeri 0,7848 bulunmuştur. Bu durumda, prob değerleri 0,05'den küçük olduğu durum için nedensellik ilişkisinden söz edebiliriz. Cari açıktan faize doğru bir nedensellik ilişkisi vardır. (Cari açık faizin nedenidir). Cari açık arttığında, T.C. Merkez Bankası politika faizini artırmaktadır. Tersi ise söz konusu değildir. Yani, cari açık, faiz dışı nedenlerle, örneğin, petrol fiyatlarının artması, siyasi gerginlik nedeniyle turist sayısının azalması v.s. değişikliğe uğramaktadır.

Tablo.6.3 : Granger Nedensellik Test Sonuçları

Causality			Chi-sq	Prob.
CA	—›	Faiz	14,77913	0,0006
Faiz	—›	CA	0,484776	0,7848

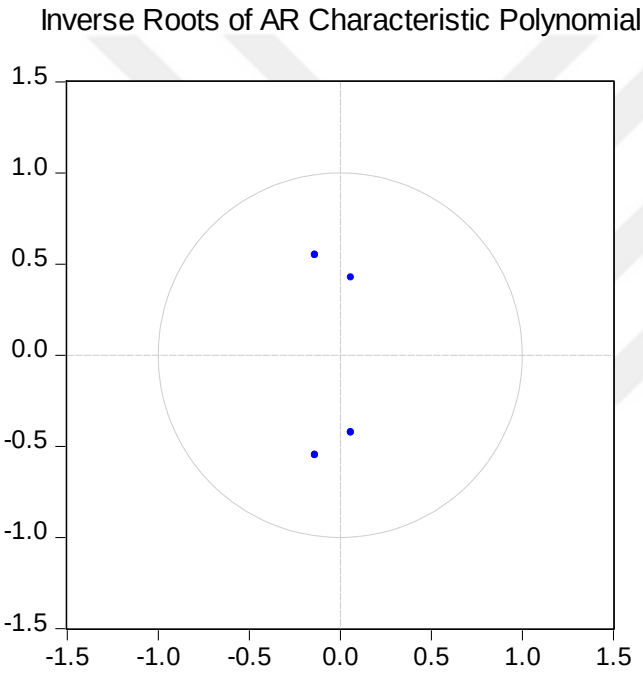
Nedensellik ilişkisini gördükten sonra, dinamik ilişkileri belirlemek için zaman serisi analizini yapalım:

Üç aylık verilerimiz için birim "Augmented Dickey-Fuller" birim kök testi yaptık ve serilerimizin birinci gecikmede durağan olduğuna karar verdik. Bu nedenle, VAR(1) Modelini tahmin edeceğiz. Modelimizdeki "1 gecikme" (lag) faiz, cari açık değişkenlerinin bir dönem gibi çok hızlı biçimde tepki verdiklerini göstermektedir.

Roots of Characteristic Polynomial
Endogenous variables: FARKCA FARKFAIZ
Exogenous variables: C
Lag specification: 1 2
Date: 12/03/17 Time: 22:59

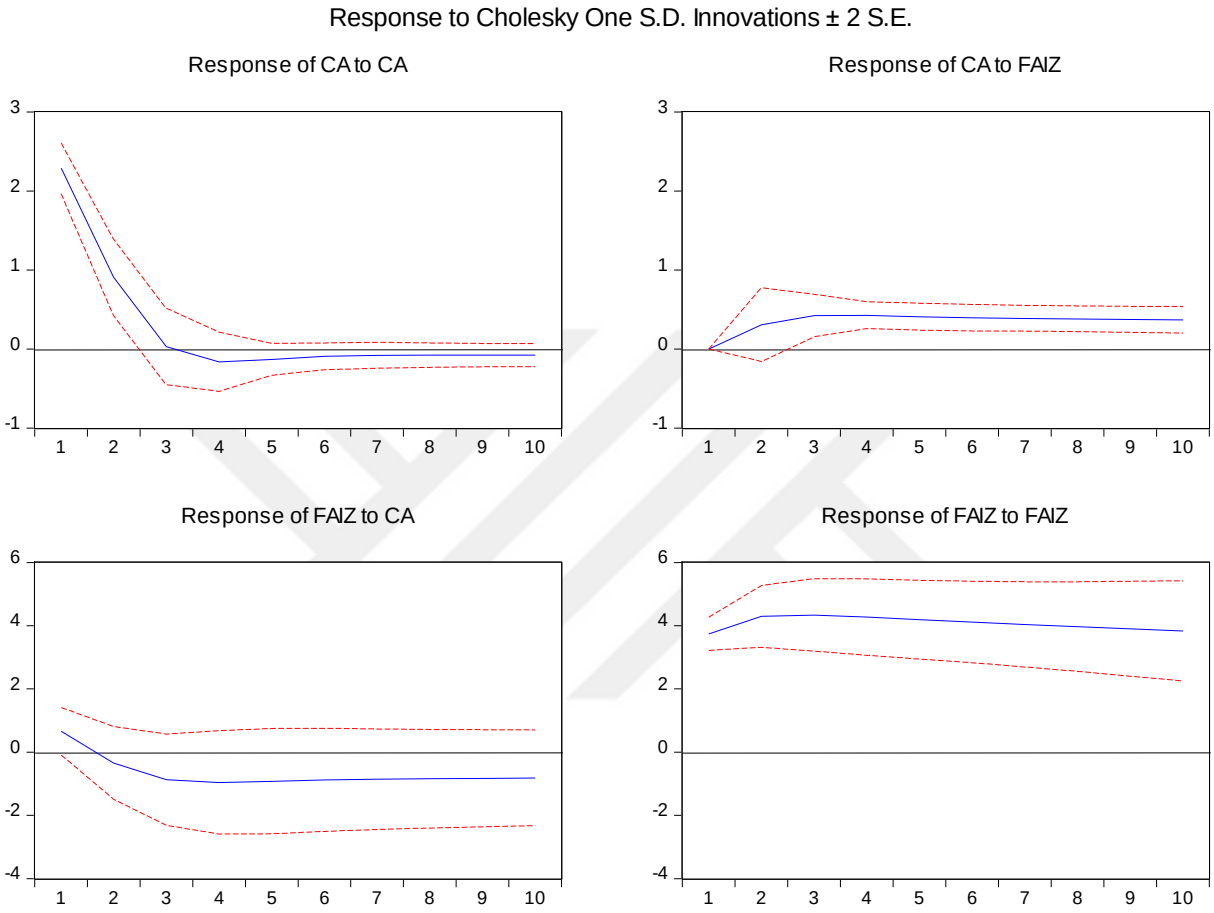
Root	Modulus
-0.136708 - 0.548673i	0.565448
-0.136708 + 0.548673i	0.565448
0.060103 - 0.424651i	0.428884
0.060103 + 0.424651i	0.428884

No root lies outside the unit circle.
VAR satisfies the stability condition.



Yukarıdaki tabloda ve şekilde, köklerin istikrarlık koşulunu sağladığı belirtilmektedir. ("AR Roots Graph" komutu ile köklerin daire içinde olduğunu ve istikrarlık koşulunu sağladığını görebiliriz).

VAR Etki-Tepki grafikleri aşağıda gösterilmektedir:



Response of "Cari Açık" to "Politika faizi" grafiğinden, politika faizi artınca, çok hızlı ve keskin biçimde cari açık azalmakta olduğu sonucunu çıkarabiliriz. Burada, politika faizinde bir birimlik artışın birinci dönemde cari açığa etkisini görmekteyiz. Faiz artışına cari açığın tepkisi

önce pozitiftir, sonra etki azalarak kaybolmaktadır. Response of "Politika Faizi" to "Cari Açık" grafiğinde ise, cari açıktaki azalma ile birlikte faizin de azaldığı görülmektedir. Etki

önce pozitiftir, sonra azalarak, özellikle 7'nci dönemden sonra, etkisi kaybolmaktadır. Genel olarak etkileşimleri gördükten sonra, yukarıdaki grafikleri daha ayrıntılı olarak yorumlayabiliriz. "Response of politika faizi to cari açık" grafiği, cari açık artınca Merkez Bankasının faiz artışı kararı aldığını ve ilk olarak cari açığın azaldığını, daha sonraki dönemlerde ise durağana yakın bir seyir izlediğini göstermektedir. Bunu da, faiz artışının cari açığı düzeltmede etkin olduğu, ancak daha sonra etkinliğin azaldığı şeklinde yorumlayabiliriz. Bu nedenle, Merkez Bankası cari açığın yükseldiği dönemlerde faiz artışına gitmek isteyecek ve gecikme sayısı (lag) 1 olduğu için faiz artışını kısa sürede yapmak durumunda kalacaktır. "Response of cari açık to politika faizi" grafiğini incelediğimizde, cari açığın faiz artışına ilk olarak hızlı ve yüksek tepki verdiği daha sonra tepkinin yavaşladığı ve benzer hale geldiği şeklinde yorum yapabiliriz.

Yukarıdaki grafikleri yorumlayarak Türkiye'de faiz artışının cari açığın azalmasına katkıda bulunduğu sonucunu çıkardık. Söz konusu sonuçta, portföy yatırımlarının artması yoluyla katkının sağlandığını söylemek, portföy yatırımlarının önemi düşünüldüğünde, anlamsız bir yorum olmayacaktır. Üstelik, Türkiye için incelediğimiz dönemde cari açığın ve portföy yatırımlarının giderek artmakta oluşu cari açığın finansmanında portföy yatırımlarının öneminin arttığını göstermektedir. Bu durumda, Merkez Bankası politika faizini artırma veya azaltma kararı verirken portföy yatırımları ve cari açık üzerindeki etkilerini de göz önüne almalıdır. Uluslararası piyasalarda portföy yatırımlarının artmakta olması ve çoğunlukla gelişmekte olan ülkelerde cari açık ve gelişmiş ülkelere göre yüksek politika faiz oranları tespit etmemiz (Tablo.1-C/1) gelişmekte olan ülke olarak Türkiye için de politika faiz seviyelerinde gelişmişlik düzeyinin önemi olduğunu göstermektedir.

Tablo.7 VAR	TAHMİN	KATSAYILARI
	Cari Açık	Faiz
Cari Açık(-1)	-3,361334	-0,252466
	'(0,10016)	'(0,15172)
	[-3,60746]	[-1,66401]
Cari Açık(-2)	-0,357105	-0,015944
	'(0,10165)	'(0,15397)
	[-3,51314]	[-0,10355]
Faiz(-1)	0,1145	0,208125
	'(0,06933)	'(0,10502)
	[1,65148]	[1,98177]
Faiz(-2)	0,105136	-0,159996
	'(0,07095)	'(0,10747)
	[1,48188]	[-1,48880]
C	0,029913	-0,35743
	'(0,25901)	'(0,39233)
	[0,11549]	[-0,91104]
R-squared	0,189225	0,076046
Adj. R-squared	0,155087	0,037142

Yukarıdaki VAR Tahmin tablosu, her değişken ve bir sonraki dönem için hem değişkenin kendi değerine karşı değişmesini, hem de diğer değişkenlere karşı değişmesini vermektedir. Katsayının (+) veya (-) olması artış veya azalışı gösterir. Cari açığın, hem kendi değeri, hem de faize karşı negatif tepki verdiğini görmekteyiz. ("Etki-Tepki" Grafikleri de aynı sonuçları göstermektedir). VAR Tahmin tablosunda t değerlerin baktığımızda, faizin cari açığa ve ikinci

dönem faize etkisinin anlamla olduğunu görmekteyiz. (Anlamlılık için t değeri 1.96 veya 2 civarında olmalıdır).

Bu aşamada, hata paylarının etkileşimini gösteren "Varyans Ayrıştırması" (variance decomposition) tablosunu değerlendirebiliriz. Varyans ayrıştırma analizi bir değişkenin varyansındaki değişimlerin kaynağını araştırmaktadır. Böylece değişkenin içsellik (endojen) durumu ortaya konur. Diğer taraftan, hata terimlerinin bağımsız olmasının yorumu olarak, cari açığın her yıl (veya dönem) için bir önceki dönemden bağımsız olarak oluştuğunu, bu durumun da cari açığın ortaya çıkmasına neden olan mal/hizmet ticaretinde azalma ve artışların, birbirinden bağımsız iç veya dış şoklar (siyasi, çevresel vs) etkisiyle meydana geldiğini söyleyebiliriz. Aynı şekilde, Merkez Bankasının faiz kararları alırken de bir önceki faiz seviyesinden çok ilgili döneme ilişkin koşulları göz önüne aldığı şeklinde yorumlanabilir.

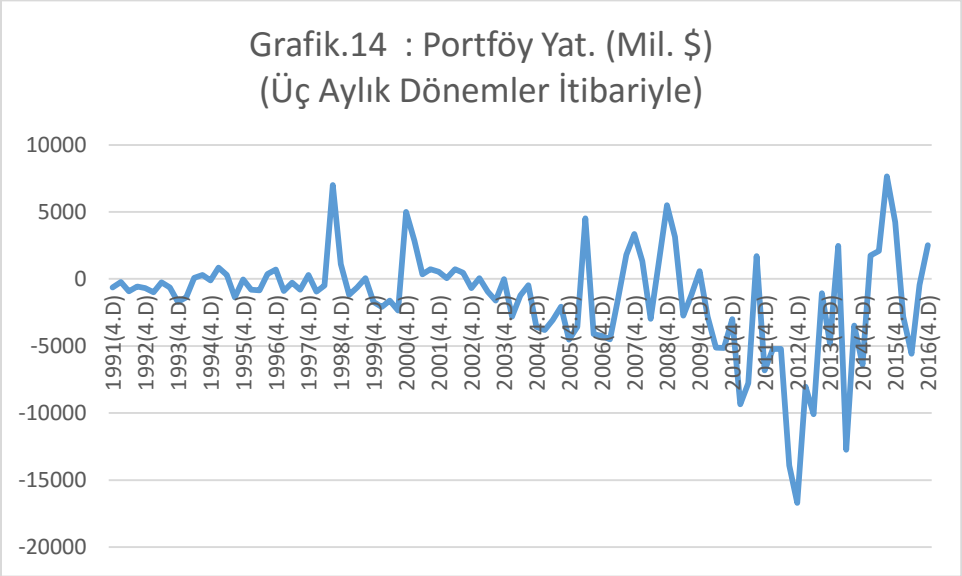
Tablo.8 : Cari Açığın GSYİH'ya oranı için Varyans Ayrıştırma
(Üç Aylık Veri)

Varyans	cari Açığın GSYİH'ya oranına ilişkin Varyans Ayrıştırması		
Periyod	S.E	Cari Açık/GSYİH	Politika Faizi
1	2,567795	'100.0000	'0.00000
2	2,722761	97,54902	2,45098
3	2,798269	96,32149	3,678514
4	2,842344	95,65705	4,342954
5	2,845411	95,48801	4,511989
6	2,851806	95,36617	4,633826
7	2,852025	95,35986	4,640142
8	2,852623	95,34396	4,656035
9	2,852696	95,3442	4,655799
10	2,852732	95,34276	4,657245
Varyans	Politika Faizine İlişkin Varyans Ayrıştırması		
Period	S.E.	Cari Açık/GSYİH	Politika Faizi
1	3,889537	8,388468	91,61153
2	3,987491	9,058437	90,94156
3	4,025543	8,956838	91,04316
4	4,043547	9,116194	90,88381
5	4,044497	9,122646	90,87735
6	4,046256	9,137478	90,86252
7	4,046423	9,143356	90,85664
8	4,046536	9,143809	90,85619
9	4,046565	9,144915	90,85509
10	4,04657	9,144895	90,85511

Yukarıdaki tabloda, cari açığın varyans ayrıştırma sonuçlarına baktığımızda, birinci dönemde cari açığın standart hatasında meydana gelen değişikliğin % 100'ü kendisinden kaynaklanmaktadır. İkinci döneme geldiğimizde bu oran % 97,5'e düşmekte, değişimin % 2,5'i faizden kaynaklanmaktadır. Bu şekilde değişmeler devam etmektedir. Beşinci dönemde faizin etkisi % 4,5'e çıkmaktadır. Yani, üç aylık dönem verileri için, T.C. Merkez Bankasının faizde değişiklik yapması kararında, enflasyon hedeflemesi, döviz kuru istikrarı gibi nedenler yanında cari açıktaki değişikliklerin de etkin olduğunu söylemek mümkündür. Faiz için varyans ayrıştırma sonuçlarına baktığımızda ise, cari açıktan ve kendinden kaynaklanan

oranların sabit olarak seyrettiğini görmekteyiz. Bu durum faizin bağımsız değişken olduğunu gösterir.

İncelediğimiz dönem için portföy yatırımları gelişmelerine bakalım:



Kaynak: T.C. Merkez Bankası, Ödemeler Dengesi Ayrıntılı Sunum, Üç aylık, kesikli, Orijinal Gözlem

Yukarıdaki grafikte, portföy yatırımlarının çok hızlı giriş/çıkış yaptığını görmekteyiz. Yani, faiz ve cari açık arasında dinamik ilişkilerin kısa süreli tepkilerle oluştuğunu görmekteyiz.

5.8 Cari Açığın Faiz ve Başlıca Makro Ekonomik Değişkenlerle Etkileşimi

Giriş Bölümünde cari açığın iç ve dış kaynaklı etkileşimlerinin tartışıldığından bahsetmiştik. Yukarıdaki bölümde de, cari açığı etkilemede en önemli değişken olarak faizi kabul ederek bir analiz yaptık. Ancak, cari açığın faiz ile birlikte diğer bazı makro ekonomik değişkenler ile etkileşiminin de merak edilmesi mümkündür. Bu nedenle, aynı analizi, büyüme, enflasyon ve döviz kurlarını ekleyerek yapabilir ve etkileşimlerini görebiliriz.

Bu çerçevede, IMF ve T.C. Merkez Bankasından elde ettiğimiz 1991-2017 dönemi üç aylık verileri kullanalım. Ayrıca, aynı varsayımları yapalım.

(a) Veri

1991-2017 dönemi üç aylık döviz kuru verisi T.C. Merkez Bankası'ndan (TP.DK.USD.A, ABD Doları Döviz Alış- Düzey Kurlar) alınmıştır.

Enflasyon verisi IMF (Prices, Production and Labor Selected Indicators, Source IFS, metadata by country, Prices, Producer Price Index, All Commodities, Index 2010=100) kaynağından elde edilmiştir.

Büyüme verisi olarak IMF (Gross Domestic Product and Components, IFS, metadata by country, GDP, Nominal, Domestic Currency in millions) 'den alınan veri kullanılmıştır.

Modele eklenen söz konusu veriler ile Bölüm 5.7'de kullanılan CA/GSYİH ve T.C. Merkez Bankası politika faizi için grafikler EK:2'de yer almaktadır. Ek:2'deki grafiklerin incelenmesinden, enflasyon ve döviz kurunun 1991-2017 döneminde sürekli ve benzer şekilde artış gösterdiğini, cari açık ve büyümenin hızlı iniş ve çıkışlar sergilediğini, T.C. Merkez Bankası politika faizlerinin, özellikle 2001 yılından sonra düşüş gösterdiğini, ancak son yıllarda artış eğilimine girdiğini görmekteyiz.

(b) VAR Uygulaması

Bölüm 5.7'de CA/GSYİH ile T.C. Merkez Bankası politika faizi için birim kök testi yapılmıştı. Bu defa, modele eklediğimiz başlıca makro ekonomik değişkenler için birim kök testi yapalım.

Tablo.9 Augmented Dickey Fuller Birim Kök Test

Değişkenler	ADF-t İstatistik	Prob.
Döviz Kuru(0)	1,137438	0,9976
GSYİH(0)	2,062887	0,9999
Enflasyon(0)	2,573114	1,0000

* Seriler durağan değildir.

Tablo. Serilerin Birinci Farkları ADF(-1) Birim Kök Testi

Değişkenler	ADF-t İstatistik	Prob.
DDöviz Kuru(0)	-9,110407	0,0000
DGSYİH(0)	-11,53042	0,0000
DEnflasyon(0)	-7,109830	0,0000

* Seriler durağandır.

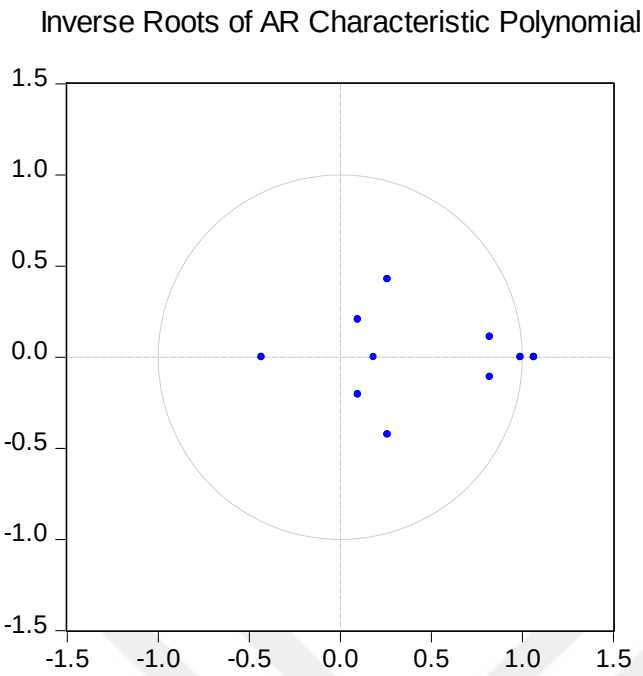
Seriler birinci farkı alınınca durağanlaştığı için VAR(1) modeli tahmini yapmanın mümkün olduğu sonucuna ulaşabiliriz.

Şimdi, cari açık/GSYİH ve T.C. Merkez Bankası Politika faizi değişkenlerini de alarak beş adet değişken için modelin istikrarlı olup olmadığına bakabiliriz.

Roots of Characteristic Polynomial
Endogenous variables: CA DOVIZKURU ENFLASYON FAIZ GDP
Exogenous variables: C
Lag specification: 1 2
Date: 05/19/18 Time: 13:57

Root	Modulus
1.064502	1.064502
0.992328	0.992328
0.823552 - 0.109653i	0.830820
0.823552 + 0.109653i	0.830820
0.261569 - 0.426147i	0.500020
0.261569 + 0.426147i	0.500020
-0.430975	0.430975
0.098869 - 0.205558i	0.228099
0.098869 + 0.205558i	0.228099
0.184363	0.184363

Warning: At least one root outside the unit circle.
VAR does not satisfy the stability condition.



Yukarıda görüldüğü üzere, 5.7 Bölümünde Cari Açık/GSYİH ve T.C. Merkez Bankası Politika faizi için model istikrarlı iken, döviz kuru, enflasyon ve büyüme değişkenlerini eklediğimizde modelimiz istikrarlı olmamıştır.

Bu aşamada, beş adet değişken için Granger Nedensellik Test Sonuçlarına bakalım:

Tablo.10 Granger Nedensellik Test Sonuçları

Causality	Chi-sq	Prob.
Cari Açık —› Döviz Kuru	2,389469	0,3028
Cari Açık —› Enflasyon	1,259460	0,5327
Cari Açık —› Faiz	11,28194	0,0035
Cari Açık —› Büyüme	4,096678	0,1289

Yukarıda, cari açıktan faize doğru bir nedensellik ilişkisi görmekteyiz. Bu da bize, cari açık durumunda T.C. Merkez Bankasının politika faizi yoluyla müdahalede bulunduğunu göstermektedir.

Tablo.10 Granger Nedensellik Test Sonuçları

Causality	Chi-sq	Prob.
Döviz Kuru —›Cari Açık	3,096363	0,2126
Döviz Kuru —› Enflasyon	0,416409	0,8120
Döviz Kuru —› Faiz	6,279067	0,0433
Döviz Kuru —› Büyüme	5,211885	0,0738

Burada, döviz kurundan faize doğru bir nedensellik görmekteyiz. Bu da bize, döviz kuru yükseldiğinde T.C. Merkez Bankasının politika faizi ile müdahalede bulunduğunu göstermektedir.

Tablo.10 Granger Nedensellik Test Sonuçları

Causality	Chi-sq	Prob.
Enflasyon —›Cari Açık	0,372387	0,8301
Enflasyon—› Döviz Kuru	1,842922	0,3970
Enflasyon—› Faiz	0,540616	0,7631
Enflasyon—› Büyüme	0,747061	0,6883

Burada, enflasyondan herhangi bir değişkene doğru nedensellik ilişkisi görmemekteyiz. Bu da, bize, T.C. Merkez Bankasının enflasyon nedeniyle politika faizi yoluyla müdahalede bulunmadığını göstermektedir.

Tablo.10 Granger Nedensellik Test Sonuçları

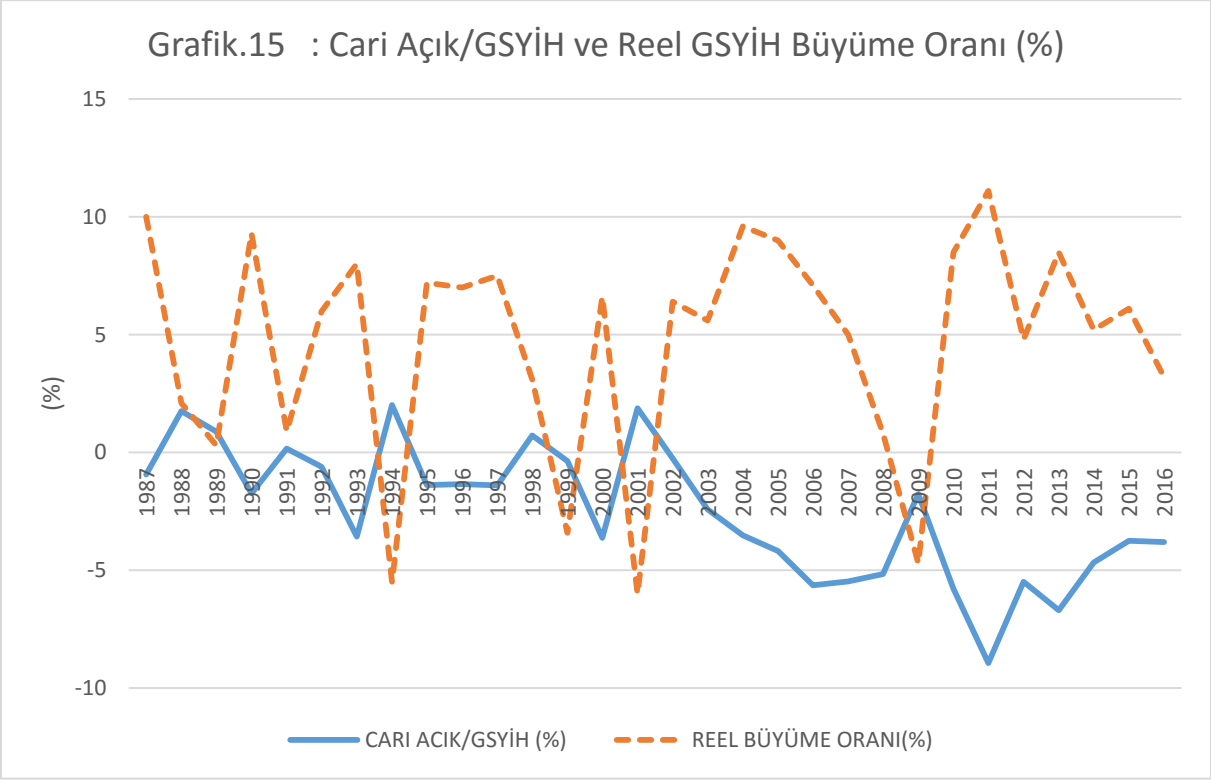
Causality	Chi-sq	Prob.
Faiz —› Cari Açık	7,493336	0,0236
Faiz —› Döviz Kuru	1,232756	0,5399
Faiz —› Enflasyon	11,93820	0,0026
Faiz —› Büyüme	16,66632	0,0002

Burada, T.C. Merkez Bankası faizinden cari açık, enflasyon ve büyümeye doğru nedensellik ilişkisi görmekteyiz. Bu da bize ekonomide faizin etkilerinin fazla olduğunu göstermektedir.

Tablo. 10 Granger Nedensellik Test Sonuçları

Causality	Chi-sq	Prob.
Büyüme —› Cari Açık	14,53816	0,0007
Büyüme —› Döviz Kuru	5,407413	0,0670
Büyüme —› Enflasyon	1,255322	0,5338
Büyüme —› Faiz	6,667289	0,0357

Burada, büyümeden cari açık ve T.C. Merkez Bankası politika faizine doğru bir nedensellik ilişkisi görmekteyiz. Büyüme cari açığı etkilemektedir. Bu durumu, aşağıdaki tabloda görüldüğü üzere, Türkiye'de ithalata dayalı büyüme, yani büyümenin yüksek olduğu dönemlerde cari açığın da yüksek olması ile açıklamak mümkündür. Cari açık durumunda da T.C. Merkez Bankası politika faizi yoluyla müdahalede bulunmaktadır.



(Kaynak IMF: Principal Global Indicators)

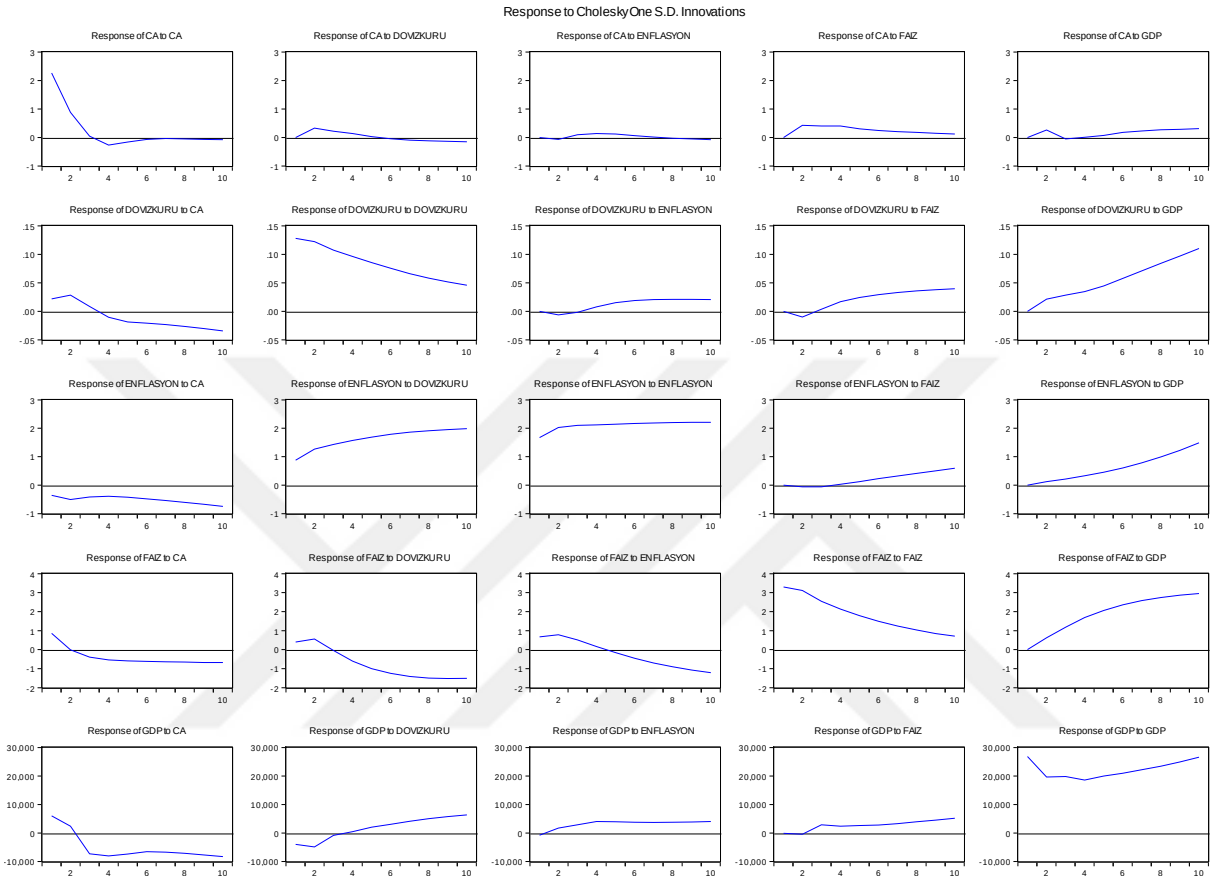
Değişkenler arasındaki nedensellik ilişkilerine baktıktan sonra, VAR(1) Tahmin Tablosunu oluşturabiliriz:

Tablo.11 VAR TAHMİN KATSAYILARI					
	Cari Açık	Döviz Kuru	Enflasyon	Faiz	Büyüme
Cari Açık(-1)	0,271325	0,001698	-0,051522	-0,424529	-363,0363
	'(0,11269)	'(0,00645)	'(0,09545)	'(0,17401)	'(1381,57)
	[-3,60746]	[0,26318]	[-0,53979]	[-2,43970]	[-0,26277]
Cari Açık(-2)	-0,057907	-0,011256	0,045347	-0,042022	-4827,347
	'(0,11485)	'(0,00658)	'(0,09728)	'(0,17735)	'(1408,09)
	[-5,50419]	[-1,71173]	[0,46614]	[-0,23694]	[-3,42330]
Döviz Kuru (-1)	3,101332	1,00565	1,751284	1,473918	-24938,68
	'(2,00844)	'(0,11499)	'(1,70118)	'(3,10133)	'(24623,5)
	[1,54415]	[8,74541]	[1,02945]	[0,47525]	[-1,01280]
Döviz Kuru (-2)	-2,532679	-0,114712	-0,790649	-2,631126	44019,47
	'(1,90819)	'(0,10925)	'(1,61626)	'(2,94652)	'(23394,4)
	[-1,32727]	[-1,04998]	[-0,48918]	[-0,89296]	[1,88163]
Enflasyon(-1)	-0,092197	-0,002206	1,223272	0,097335	1414,384
	'(0,14055)	'(0,00805)	'(0,11905)	'(0,21704)	'(1723,19)
	[-0,655595]	[-0,27419]	[10,2752]	[0,44848]	[0,82079]
Enflasyon(-2)	0,122603	0,003301	-0,232904	-0,265615	-1147,245
	'(0,14665)	'(0,00840)	'(0,12422)	'(0,22645)	'(1797,94)
	[0,83602]	[0,39311]	[-1,87501]	[-1,17295]	[-0,63809]
Faiz(-1)	0,128844	-0,003104	-0,017008	0,946168	-119,5817
	'(0,06993)	'(0,00400)	'(0,06923)	'(0,10799)	'(857,390)
	[1,84237]	[-0,77522]	[-0,28712]	[8,76178]	[-0,10047]
Faiz(-2)	-0,025484	0,006949	0,032666	-0,060084	1085,703
	'(0,06857)	'(0,00393)	'(0,05808)	'(0,10589)	'(840,714)
	[0,37162]	[1,76983]	[0,56241]	[-0,56744]	[1,29141]

Büyüme(-1)	0,271325	7,88E-07	4,64E-06	2,30E-05	0,731782
	'(0,11269)	'(4,7E-07)	'(6,9E-06)	'(1,3E-05)	'(0,10039)
	[-3,60746]	[1,68151]	[0,66881]	[1,81790]	[7,28967]
Büyüme(-2)	0,271325	-2,49E-07	-1,75E-06	8,11E-06	0,223069
	'(0,11269)	'(5,0E-07)	'(7,4E-06)	'(1,4E-06)	'(0,10738)
	[-3,60746]	[-0,49607]	[-0,23545]	[0,59963]	[2,07745]
	-7,040429	-0,160468	-0,43243	7,24086	-69534,1
C	'(1,95914)	'(0,11217)	'(1,65942)	'(3,02520)	'(24019,1)
	[-3,59363]	[-1,43059]	[-0,26059]	[2,39352]	[-2,89496]
R-squared	0,56334	0,981271	0,998853	0,979282	0,986274
Adj. R-squared	0,515877	0,979235	0,998728	0,977031	0,984782

VAR Tahmin Tablolarında katsayılar genellikle yorumlanmamakla birlikte, katsayı işaretinin (-) veya (+) olması negatif veya pozitif ilişki anlamına gelmektedir. Ayrıca, üçüncü satırlarda gösterilen t-istatistiğinin 1.96 değerine yakın olması da anlamlılık ifade etmektedir. Bu çerçevede, cari açık ile döviz kuru arasında negatif ilişki olduğunu söyleyebiliriz. Yani, cari açık arttığında, döviz talebi artmakta ve bir dönem sonra döviz kuru yükselmektedir. Aynı şekilde, faiz yükselince, ülkeye dış kaynak girişi olmakta ve cari açık azalmaktadır. Dış kaynak girişinin etkisi kısa (bir dönem) sürmekte, sonra cari açık yeniden artarak döviz fiyatı yükselmektedir. Bu durumu, dış kaynak giriş ve çıkışında yüksek oynaklık olması olarak yorumlayabiliriz. Diğer taraftan, cari açık ile büyüme arasında negatif ilişki görmekteyiz. Bu da büyümenin ithalata bağımlı olduğu şeklinde yorumlanabilir.

Aşağıda, VAR Etki-Tepki (Impulse-Response) Fonksiyonu grafikleri verilmektedir:



Yukarıdaki grafiklerde, etkilerin (-) veya (+) olması ile etki süresi görülebilmektedir. VAR uygulamalarında görsellik sunulması büyük avantaj sağlamaktadır. Birinci sıra, dördüncü grafikte, faiz değiştiğinde cari açığın yumuşak ve zamana yayılır bir tepki verdiğini görmekteyiz. Aynı şekilde, dördüncü sıra, birinci şekilde cari açık durumunda faizin ters yönlü ve kısa sürede sert bir tepki verdiğini görmekteyiz.

VAR Varyans Ayrıştırma (Variance Decomposition) Tablosu aşağıda verilmektedir:

Tablo.12: Varyans Ayrıştırma
(Üç Aylık Veri)

Varyans	Cari Açık için Varyans Ayrıştırması					
Periyod	S.E	Cari Açık	Döviz Kuru	Enflasyon	Faiz	Büyüme
1	2,264191	100	0	0	0	0
2	2,503476	94,24361	1,724295	0,088119	2,86393	1,080041
3	2,547457	91,04782	2,384031	0,214016	5,265885	1,088247
4	2,600747	88,43572	2,575397	0,493971	7,450778	1,044134
5	2,627193	87,04115	2,532933	0,699012	8,635942	1,090967
6	2,646443	85,84668	2,524164	0,740339	9,377589	1,511224
7	2,666029	84,61053	2,61198	0,730806	9,814193	2,232488
8	2,688437	83,24994	2,775202	0,728897	10,06998	3,175984
9	2,713059	81,81957	2,992582	0,754837	10,18322	4,249792
10	2,739715	80,32378	3,234821	0,817565	10,1906	5,433242
Varyans	Döviz Kuruna İlişkin Varyans Ayrıştırması					
Periyod	S.E	Cari Açık	Döviz Kuru	Enflasyon	Faiz	Büyüme
1	0,129634	2,757458	97,24254	0	0	0
2	0,182048	3,815493	94,39235	0,124373	0,320449	1,347332
3	0,213285	2,933488	93,9686	0,097288	0,258357	2,742267
4	0,237309	2,571095	92,24295	0,184186	0,696109	4,305662
5	0,258374	2,693817	88,74334	0,487849	1,473607	6,601384
6	0,278121	2,897408	83,90072	0,873194	2,365583	9,963095
7	0,29791	3,128952	78,02933	1,229724	3,263631	14,34837
8	0,318742	3,425463	71,47406	1,509469	4,095135	19,49587
9	0,341252	3,788789	64,61219	1,696192	4,801932	25,10089
10	0,365816	4,18613	57,78387	1,78954	5,350815	30,88965
Varyans	Enflasyona İlişkin Varyans Ayrıştırması					
Periyod	S.E	Cari Açık	Döviz Kuru	Enflasyon	Faiz	Büyüme
1	1,917801	3,541538	20,82113	75,83733	0	0
2	3,108916	4,012499	24,58482	71,2097	0,033024	0,159957
3	4,042988	3,441656	27,08803	69,06856	0,038931	0,352824
4	4,855583	3,047126	29,29927	66,9031	0,030681	0,719819
5	5,605433	2,856043	31,08974	64,78395	0,073197	1,197074
6	6,320573	2,828386	32,44436	62,68151	0,18546	1,860285
7	7,013971	2,896904	33,36958	60,61219	0,360197	2,761126
8	7,695645	3,027281	33,90107	58,52589	0,587663	3,958098
9	8,374583	3,203056	34,07251	56,37772	0,856549	5,49017
10	9,059928	3,417401	33,91543	54,12808	1,156456	7,382638

Varyans	Faize İlişkin Varyans Ayrıştırması					
Periyod	S.E	Cari Açık	Döviz Kuru	Enflasyon	Faiz	Büyüme
1	3,496242	6,080741	1,316821	3,75589	88,84655	0
2	4,821146	3,198486	2,048846	4,625569	88,49387	1,633224
3	5,613258	2,864203	1,51725	4,238688	85,72582	5,654034
4	6,290001	3,043214	2,121927	3,440023	79,73018	11,66466
5	6,955327	3,212334	3,793273	2,869033	71,78774	18,33762
6	7,637904	3,320226	5,843152	2,730868	63,33481	24,77094
7	8,332768	3,381355	7,782098	3,000758	55,41381	30,42198
8	9,028997	3,415801	9,367754	3,566473	48,48624	35,16373
9	9,715197	3,431034	10,54261	4,311695	42,64596	39,0687
10	10,38352	3,432615	11,33706	5,145349	37,8015	42,28347
Varyans	Büyümeye İlişkin Varyans Ayrıştırması					
Periyod	S.E	Cari Açık	Döviz Kuru	Enflasyon	Faiz	Büyüme
1	27759	4,595609	2,066647	0,084701	0,001215	93,25183
2	34471,52	3,457702	3,376014	0,294383	0,018975	92,85293
3	40636,03	5,719335	2,476319	0,698135	0,511377	90,59583
4	45619,74	7,636762	1,975836	1,312581	0,666563	88,40826
5	50602,82	8,36511	1,762971	1,660802	0,804955	87,40616
6	55438,01	8,361603	1,769515	1,848829	0,913107	87,10695
7	60440,51	8,265578	1,949914	1,929813	1,066737	86,78796
8	65633,53	8,206304	2,229447	1,966639	1,25646	86,34115
9	71107,47	8,180598	2,550138	1,972347	1,477104	85,81981
10	76900,82	8,152937	2,862811	1,95309	1,713663	85,3176

Yukarıdaki varyans ayrıştırma tablosundan çıkarabileceğimiz sonuçlar şu şekildedir: Cari açığın standart hatası en fazla faizden etkilenmektedir. Sonra, sırasıyla büyüme, döviz kuru ve enflasyon etkili olmaktadır. Döviz kurunun standart hatasının en fazla büyümeden etkilenmesini Türkiye'de ithalata dayalı büyümenin varlığı şeklinde yorumlamak mümkündür. Aynı şekilde, enflasyonun en fazla döviz kurundan etkileniyor olması da Türkiye ekonomisinde ithalatın önemli olduğunu göstermektedir. Faiz, hemen bütün değişkenlerden etkilenmektedir. Türkiye'de sadece cari açık ve faiz etkileşimini incelediğimiz Bölüm 5.7'de faizin bağımsız değişken olduğu sonucuna ulaşmıştık. Ancak, başlıca makro ekonomik değişkenleri modele eklediğimizde, cari açığın bağımsız değişken olarak yorumlanabileceğini görmekteyiz. Bu durumu da, cari açığın, Türkiye açısından kontrol edilemeyen dış piyasalardaki petrol/enerji fiyatları, turizm gelirleri v.s. faktörlerden de kaynaklanabildiği yönünde yorumlayabiliriz. Yukarıdaki tabloda, büyümenin standart

hatasının en fazla cari açıktan etkilendiğini de görmekteyiz. Bu durum, bize Türkiye'de büyümenin ithalata dayalı olduğunu göstermektedir.

VI.BÖLÜM: SONUÇ

1987-2016 dönemi Türkiye verileri bize, 1980'lerde başlayan küreselleşmenin etkilerini göstermektedir. 1987-2016 yıllarında Türkiye'de cari açık giderek artış göstermiş olup, cari açığın finansmanında portföy yatırımlarının da önemi giderek artmıştır. Ayrıca, 1980'lerden sonra Türkiye'de çok sayıda kriz yaşanmıştır. (1983, 1994, 2001 krizleri gibi). 2001 Şubat Krizi (2000 yılı sonunda başladığı için 2000 krizi de denilmektedir) sonrası Türkiye için bir dönüm noktası olmuş ve T.C. Merkez Bankası'nın temel amacı fiyat istikrarının sağlanması olarak belirlenerek, önce örtülü, sonra açık olarak politika faizi ilân edilmeye başlanmıştır.

Çalışmamızda, Türkiye'de cari açık ile T.C. Merkez Bankası'nca saptanan politika faizi arasındaki ilişkiyi, küreselleşme koşullarının yaşandığı 1991-2016 dönemi için üç aylık dönemler için zaman serisi yöntemi ile araştırdık. Cari açık verimizi enflasyon ve kur değişmelerinden arındırmak için cari açığın GSYİH'ya oranını (current account, per cent of GDP) aldık. Faiz için ise T.C. Merkez Bankası politika faizini aldık. Politika faizi olarak, T.C. Merkez Bankası uygulamalarına göre, iskonto oranı, gecelik borç alma faizi, 1 hafta vadeli repo ihalesi faizi, ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti alındı. Birden fazla değişkenimiz olduğu için, değişkenler arasındaki ilişkilerin saptanması ve tahmin yapılması amacıyla kullanılan VAR Modelini kullandık.

Üç aylık verileri T.C. Merkez Bankası ve IMF kaynaklarından elde ederek analiz yaptık. Politika faizinin etkilerinin önemli olduğunu, bu şekilde taraflara izlenecek para politikası konusunda sinyal verildiğini düşündüğümüz için ve konu ile ilgili fazla sayıda araştırma yapılmadığını gördüğümüz için etkileşimin olup olmadığını görmek istedik. Cari açığın GSYİH'ya oranı ile politika faizi arasındaki etkileşimi VAR Modeli çerçevesinde "Nedensellik Analizi", "Etki-Tepki (Impulse-Response)" grafikleri ve "varyans Ayrıştırması (Variance Decomposition)" yoluyla inceledik. "Etki-Tepki" grafiği sonuçlarına baktığımızda, üç aylık veriler için cari açık artınca T.C. Merkez Bankasının politika faizi yoluyla müdahale

kararı aldığını, yükselen faiz sonucu ülkeye dış kaynak girmesiyle döviz kurlarının düşmesi ve cari açığın azalmasının amaçlandığını ve daha sonra T.C. Merkez Bankasının politika faizini indirebilme yönünde elinin rahatladığını söyleyebiliriz. (Gelişmiş ülkelerde cari açığın nedenleri farklı olabildiğinden etkileşimler farklı yönde olabilmektedir. Burada, gelişmekte olan ve dışa açık bir ekonomi özellikleri düşünülerek değerlendirme yapılmıştır). Aynı zamanda politika faizi değişikliğine olan tepkinin ani, hızlı ve yüksek miktarda olduğunu görmekteyiz. Söz konusu hızlı tepkinin, Finans Hesabı kalemleri içinde piyasalara hızlı giriş ve çıkış yapma özelliğine sahip olan portföy yatırımlarından kaynaklandığını söylemek mümkündür; çünkü, doğrudan yatırımlar (FDI) istikrarlı bir seyir izlemekte ve büyük ölçüde faiz dışı faktörlerden etkilenmektedir.

"Etki-tepki" grafiğini incelediğimizde, dikkatimizi çeken bir başka durum da, cari açığın politika faizi değişmesine çok hızlı ve ani tepki vermesine karşın, tersi durumun aynı şekilde olmayıp daha yumuşak ve zamana yayılır bir tepki şeklinde olduğudur. Bu durumu da, cari açığın içsel veya dışsal şoklardan kaynaklandığı, tek nedeninin faiz olmadığı, ancak politika faizi artışına tepki gösterdiği şeklinde yorumlayabiliriz. Sonuçta, cari açık yükseldiğinde politika faizi artışı yoluna gidilebileceği, yani kısa vadeli para politika faizinin T.C. Merkez Bankasınca bir politika aracı olarak kullanılabileceği, özellikle kriz dönemlerinde dış kaynak temini amacıyla başvurulacak bir yöntem olduğu şeklinde yorumlamak mümkündür.

Yukarıda özetlenen sonuca "Nedensellik Analizi" ve "Varyans Ayrıştırma" analizinden de ulaşmak mümkün görülmektedir. Cari açıktan faize doğru bir nedensellik ilişkisi vardır. (Cari açık faizin nedenidir). Cari açık arttığında, T.C. Merkez Bankası politika faizi yoluyla müdahalede bulunmaktadır. Tersi ise söz konusu değildir. Yani, faiz, herhangi bir içsel veya dışsal nedenle arttığında, cari açık yumuşak ve zamana yayılan bir tepki vermektedir. (Cari açık, faiz dışı nedenlerle de, örneğin, petrol fiyatlarının artması, siyasi gerginlik nedeniyle

turist sayısının azalması v.s. değişikliğe uğramakta olup, cari açığın nedenleri bu çalışmanın amacı dışındadır).

"Varyans Ayrıştırma" analizinde, cari açık hata terimindeki değişme, dönemler ilerledikçe, giderek artan şekilde politika faizi değişkeninden etkilenmektedir. (Varyans Ayrıştırma tablosu 2. döneminde etkinin % 25'e çıkması gibi) Ancak, tersi durumda, etki daha düşüktür. Bu durumda, politika faizinin bağımsız değişken, cari açığın da bağımlı değişken olabileceği şeklindeki varsayım yapmanın uygun olduğunu söyleyebiliriz.

Yapılan analizin daha dinamik olması için yıllık veriler yerine üç aylık veriler tercih edildi. Burada, üç aylık tepkilerin boyutunun yıllık verilere göre daha küçük olmasını bekleyebiliriz; çünkü, yıllık veriler, ilgili yıl içinde meydana gelen tüm şokların ortalamasını içerebilir. Yani bir sene içindeki bir şok yıllık ortalamayı artıracaktır, ama üç aylık verilerden sadece birinin ortalamasını artıracaktır.

Üç aylık dönemde cari açık azaldığında politika faizi hemen azalmayıp bir müddet paralel hareket etmektedir. Aynı sonucu, yani üç aylık dönemler için etkilerin azlığını "Varyans Ayrıştırma" analizinde de görmekteyiz. (2. Dönem politika faizi etkisi % 2 seviyesindedir) Değer sıfır olmadığı için, her halde, bir etkileşimin varlığından söz etmek mümkündür. Burada da politika faizinin bağımsız değişken özelliğini gösterdiğini söyleyebiliyoruz. Yani, politika faizi artınca cari açık azalmakta, ancak cari açığın azalması hemen politika faizine yansımamaktadır. T.C. Merkez Bankasının politika faizi için karar vermesi için bir süre gerekmektedir. Sonuçta, cari açığın politika faizi dışında bir nedenle meydana geldiğini, ancak politika faizi artışına, önemli ölçüde portföy yatırımları girişiyle tepki verdiğini söyleyebiliriz.

Analizden elde edilen diğer bir sonuç ise, faiz, cari açık ve portföy yatırımlarının çok yönlü ilişki içinde bulunmalarıdır. Önce cari açık herhangi bir nedenle artmakta ve hükümet faizleri artırma yoluyla açığı kapatmaya çalışmakta, sonuçta dış piyasalarda rekabetçi bir faiz seviyesi önemli hale gelmektedir.

Türkiye'de cari işlemler açığı, esas olarak, ithalat ve ihracat arasındaki farktan kaynaklanmaktadır. Cari işlemler açığının finansmanı da Ödemeler Dengesindeki Finans Hesapları Kaleminden (Doğrudan Yabancı Yatırım (FDI), Portföy Yatırımları ve Diğer Yatırımlar) sağlanmaktadır. Yani, kriz dönemleri haricinde Türkiye sermaye ithalatçısı bir ülkedir ve sermaye girişi önemlidir. Piyasalara hızlı giriş/çıkış özelliğine sahip olan ve cari açığın finansmanında önemli yeri olan Portföy Yatırımları için getiri seviyesi önemlidir. Bu nedenle, T.C. Merkez Bankası politika faizi, diğer faizlere etkisi nedeniyle önemlidir ve cari açığın finansmanında kullanılacak araçlardan biridir.

Küreselleşme etkilerinin görüldüğü 1991-2016 dönemini kapsayan çalışmamızda, T.C. Merkez Bankasının açıkladığı politika faiz oranlarının, sadece enflasyon hedeflemesi değil, cari açık yönünden de değerlendirilmesi gerektiği sonucuna ulaştık. Yani, politika faizi tespit edilirken, Ödemeler Dengesi çerçevesinde dış kaynak ihtiyacı ve dış dünya ile rekabet edebilen pozitif faiz seviyesinin gerekliliği göz önünde bulundurulmalıdır.

Ayrıca, yukarıda sözü edilen modelimize, başlıca makro ekonomik göstergeleri (büyüme, enflasyon ve döviz kuru) ekleyerek, 1991-2017 dönemi ve T.C. Merkez Bankası ile IMF'den aldığımız üç aylık verileri kullanılması ile, cari açık ve faiz açısından etkileşimleri görmek istedik. Elde ettiğimiz sonuçlar, bize söz konusu makro değişkenler arasında değişik ölçülerde etkileşim olduğunu gösterdi.

Yukarıda görüldüğü üzere, 5.7 Bölümünde Cari Açık/GSYİH ve T.C. Merkez Bankası Politika faizi için model istikrarlı iken, döviz kuru, enflasyon ve büyüme değişkenlerini eklediğimizde modelimiz istikrarlı olmamıştır.

VAR Granger Nedensellik analizinde, T.C. Merkez Bankası faizinden cari açık, enflasyon ve büyümeye doğru nedensellik ilişkisi görmekteyiz. Bu da bize ekonomide faizin etkilerinin fazla olduğunu göstermektedir. Aynı şekilde, cari açıktan faize doğru bir nedensellik ilişkisi görmekteyiz. Bu da bize, cari açık durumunda T.C. Merkez Bankasının politika faizi yoluyla müdahalede bulunduğunu göstermektedir.

VAR Tahmin Tablolarında katsayılar genellikle yorumlanmamakla birlikte, katsayı işaretleri ile t-istatistiğine bakarak bazı sonuçlar çıkarabiliriz. Bu çerçevede, cari açık ile döviz kuru arasında negatif ilişki olduğunu söyleyebiliriz. Yani, cari açık arttığında, döviz talebi artmakta ve bir dönem sonra döviz kuru yükselmektedir. Aynı şekilde, faiz yükselince, ülkeye dış kaynak girişi olmakta ve cari açık azalmaktadır. Dış kaynak girişinin etkisi kısa (bir dönem) sürmekte, sonra cari açık yeniden artarak döviz fiyatı yükselmektedir. Bu durumu, dış kaynak giriş ve çıkışında yüksek oynaklık olması olarak yorumlayabiliriz. Diğer taraftan, cari açık ile büyüme arasında negatif ilişki görmekteyiz. Bu da büyümenin ithalata bağımlı olduğu şeklinde yorumlanabilir.

VAR Etki-Tepki grafikleri görsellik sunulması açısından büyük avantaj sağlamaktadır. Faiz değiştiğinde cari açığın yumuşak ve zamana yayılır bir tepki verdiğini görmekteyiz. Aynı şekilde, cari açık durumunda faizin ters yönlü ve kısa sürede sert bir tepki verdiğini görmekteyiz.

VAR varyans ayrıştırma tablosundan çıkarabileceğimiz sonuçlar şu şekildedir: Cari açığın standart hatası en fazla faizden etkilenmektedir. Sonra, sırasıyla büyüme, döviz kuru ve enflasyon etkili olmaktadır. Döviz kurunun standart hatasının en fazla büyümeden etkilenmesini Türkiye'de ithalata dayalı büyümenin varlığı şeklinde yorumlamak

mümkündür. Aynı şekilde, enflasyonun en fazla döviz kurundan etkileniyor olması da Türkiye ekonomisinde ithalatın önemli olduğunu göstermektedir. Faiz, hemen bütün değişkenlerden etkilenmektedir. Türkiye'de sadece cari açık ve faiz etkileşimini incelediğimiz Bölüm 5.7'de faizin bağımsız değişken olduğu sonucuna ulaşmıştık. Ancak, başlıca makro ekonomik değişkenleri modele eklediğimizde, cari açığın bağımsız değişken olarak yorumlanabileceğini görmekteyiz. Bu durumu da, cari açığın, Türkiye açısından kontrol edilemeyen dış piyasalardaki petrol/enerji fiyatları, turizm gelirleri v.s. faktörlerden de kaynaklanabildiği yönünde yorumlayabiliriz. Yukarıdaki tabloda, büyümenin standart hatasının en fazla cari açıktan etkilendiğini de görmekteyiz. Bu durum, bize Türkiye'de büyümenin ithalata dayalı olduğunu göstermektedir.

Sonuçta, küreselleşmenin etkilerinin yaşandığı 1987-2016 döneminde cari açığın, hızlı iniş ve çıkışlar yaparak ve giderek artmış olduğunu görmekteyiz. Aynı şekilde, cari açığın finansmanında portföy yatırımlarının önemi de, büyük miktarlarda ve hızlı giriş yapabilme özelliği nedeniyle artmıştır. Cari açığın azaltılmasında, diğer politikalarla birlikte, politika faizinin yükseltilmesi de bir politika aracı olarak T.C. Merkez Bankasınca uygulanması mümkündür. Yani, T.C. Merkez Bankası, politika faizi seviyesini saptarken, enflasyon hedeflemesi yanında cari açık ve dış kaynak ihtiyacını da göz önünde bulundurmak durumundadır. T.C. Merkez Bankası politika faizi kriz dönemlerinde ve kriz öncesi dönemlerde başvurulacak bir yöntem özelliği göstermektedir. Kriz öncesi dönemlerde faiz artışının krizin yönetilmesine de katkı sağlayacağını söyleyebiliriz.

VII.BÖLÜM:KAYNAKLAR

AKIŞOĞLU, B., (2013), Portföy Yatırım İstatistiklerinin Derlenmesi ve Türkiye Uygulaması, T.C. Merkez Bankası, İstatistik Genel Müdürlüğü, Ankara.

ARTUS, P., (1992), "Taux d'intérêt réels élevés et financement de L'economie" (Revue Économique, volume.43, no.4, sayfa 671-684).

ASSEFA, T.A., ESQUEDA, O.A., MOLLICK A.V., (2017), "Stock Returns and Interest Rates Around the World: A Panel Data Approach" (Journal of Economics and Business, No.89, sayfa 20-35.

BASSANINI A., SCARPETTA S., (2001), "The Driving Forces of Economic Growth: Panel Data Evidence for OECD Countries" (OECD Economic Studies, No.33, 2001/II, sayfa 18-22.

BLOMMESTEIN, H.J., SANTISO, J., (2007) "New Strategies for Emerging Domestic Sovereign Bond Markets in the Global Financial Landscape" OECD Global Economy Journal, Volume 7, Issue 2, Article 2.

BOSSONE, B., (1991) Shortage of Global Savings or Shortage of International Liquidity: Should We Forsake the Economics of Lord Keynes? elibrary.worldbank.org, (www.JSTOR.org, Ağustos 1991).

BJORNLAND, H. C., (2000) "VAR Models in Macroeconomic Research" Statistics Norway, Research Department, 2000/14.

CANOVA, F., (1995) The Economics of VAR Models, Springer Books, Springer Science+Business Media, sayfa 57.

CARLOS, V. H., (2013) Open-Economy Macroeconomics in Developing Countries, sayfa 778.

CHEN, J., IMAM P., (2011) "Causes of Asset Shortages in Emerging Markets" IMF Working Paper, WP/11/114.

ÇÖLDEMLİ, F., (2015), "Türkiye'de Yabancı Portföy Yatırımları ile Cari İşlemler Dengesi Arasındaki İlişki: 2003-2013" (İstanbul Ticaret Üniversitesi, Electronic Journal of Vocational Colleges.

DAS, D.K., (2016) "Determinants of Current Account Imbalance in the Global Economy: A Dynamic Panel Analysis", Journal of Economic Structures.

DE SANTIS, R.A., LÜHRMAN M., (2006) ECB Working Paper on the Determinants of External Balances and Net International Portfolio Flows, No.651.

DELİCE, G., EGE, İ., (2015), (Editörler), Uluslararası Finans, Teori, Politika ve Uygulama, Gazi Kitabevi, sayfa 167-169.

DUNCAN, R., (2014) "Financial Liberalization, Low World Interest Rates and Global Imbalances: A Note with a Simple Two-Country Model, Ohio University.

ENER, M., ARICA F., (2012) "The Current Account-Interest Rate Relation: A Panel Data Study for OECD Countries" Çanakkale 18 Mart University, , Journal of Business Management and Economics, Vol.3(2), sayfa 48-54.

GHOSH, A., RAMAKRISHNAN, U., (2006) "Back to Basics, Do Current Account Deficit Matter" Finance and Development, A Quarterly Magazine of the IMF, volume 43, number 4.

GHOSH, A., OSTRY, J. D., MAHVASH, S. Q., (2017) "Managing the Tide : How do Emerging Markets Respond to Capital Flows?" IMF Working Paper.

GUJARATİ, D., (2016), Örneklerle Ekonometri, BB101 Yayınları, 2. Baskıdan çeviri.

GUMUS, G.K., GUNGOR, B., (2013) "The relationship Between Foreign Portfolio Investment and Macroeconomic Variables" European Scientific Journal, Dec. 2013, edition vol.9, No. 34.

HILL, R.C., GRIFFITHS, W.E., LIM, G.C.,(2012), Principles of Econometrics, Fourth Edition, John Wiley & Sons Inc.

HISSLER, S., (2006) "La Baisse de la Volatilite Macro-economique explique-t-elle la bas niveau des taux D'intérêt?"Cairn.info, La Française, no. 174, sayfa 165-171.

IBRAHIM, S.B., KUMAH, F.Y., (1996) "Comovements in Budget Deficits, Money, Interest Rates and the Current Account Balance: Some Empirical Evidence", Applied Economics, 28, sayfa 117-130.

KARABULUT, G., DANIŞOĞLU, A. Ç., (2006) "Türkiye'de Cari İşlemler Açığının Büyümesini Etkileyen Faktörler" İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi, Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi, 8/1.

KEMPTHORNE, (2013) "Case Study 5: Multivariate Time Series", Topics in Mathematics with Applications in Finance, http://ovw.mit.edu, October 9, 2013.

KUTLAR, A.,(2017), Ekonometrik Zaman Serileri, Teori ve Uygulama, 2. Baskı.

IMF Annual Report, 2015.

IMF Annual Report, 2017.

IMF Global Financial Stability Report, Ekim 2017.

IMF World Economic Outlook, ocak 2017.

IMF World Economic Report, Ekim 2017.

IMF Article IV Consultations Reports.

JEANNE, O., (2016) "The Macro-Prudential Role of International Reserves", American Economic Review, Vol.106, No.5, sayfa 570-573.

KREICHER, L. L., (1981) "International Portfolio Capital Flows and Real Rates of Interest", Review of Economics and Statistics,

KUIPERS, S.K., (1985) “Interest Rate, Savings Shortage and Liquidity Shortage”, De Economist.

LAY, L., WICKRAMANAYAKE, J., (2007) “Role of Inward Foreign Portfolio Investment in Transition of Singapore to a High-Income Economy: First 25 years”, ICFAI Journal of International Business.

MAKIN, A.J., NARAYAN P.K., (2011) “Have Domestic or Foreign Factors Driven European External Imbalances?”, Journal of International Money and Finance, No.30, sayfa 537-546.

MISHKIN, F., (2016) The Economics of Money, Banking and Financial Markets, sayfa 338.

OBSTFELD, M., ROGOFF, K., (2000) “The Six Major Puzzles in International Macro Economics: Is there a common Cause?” NBER Working Paper Series, Volume 15, No.7777, MIT Press, Cambridge, MASS, July 2000.

OBSTFELD, M., ROGOFF K., (November 2009), “Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes” (Paper prepared for the Federal Reserve Bank San Francisco,Asia Economic Policy Conference, Santa Barbara, CA, October 2009).

ORHAN, O. Z., NERGİZ, E., (2014) “Turkey’s Current Account Deficit Problem and Its Effects on the European Union Accession” İstanbul Gelişim Üniversitesi SBD Cilt:1, Sayı:1.

OZCELEBI O., YILDIRIM N., KANSU A. (2014) “Possible Effects of Domestic and Foreign Factors on Monetary Policy Implementation in Turkey: a DSGE-VAR Approach” Economic Research, Vol.27, No.1, 590-606, Routledge Taylor & Francis Group.

SEVÜKTEKİN M., ÇINAR M., (2017), Ekonometrik Zaman Serileri Analizi, E-Views Uygulamalı, Dora Basım Yayın Dağıtım Ltd.Şti. 5. Baskı.

TCMB, www.evds.gov.tr

TCMB ve Bağımsızlık, Merkez Bankası Bağımsızlığı, 2012

T.C. Merkez Bankası Ödemeler Dengesi İstatistikleri.

T.C. Merkez Bankası, 2002 Yılında Para ve Kur Politikası ve Muhtemel Gelişmeler, 2 Ocak 2002, Sayı 2002-1.

T.C. Merkez Bankası, Bülten, Sayı:4, Aralık 2006.

Dünden Bugüne Merkez Bankası, pdf, 2008.

TİRYAKİ, S.T., (2010) "Interest Rates and Real Business Cycles in Emerging Markets", T.C. Merkez Bankası.

TOKEL, D., (2017) "Para Politikası ve Faiz Kararları Arasındaki İlişki: Teorik ve Uygulamalı Yaklaşım" Lega Yayıncılık, Hukuk Kitapları Serisi, Birinci Baskı, s.73-77.

WAKAS, Y., HASHMI, S., NAZIR, M.I., (2015) "Macro Economic Factors and Foreign Portfolio Investment Volatility : A Case of South Asian Countries", Future Business Journal.

ZIVOT, E., (2006) "Vector Autoregressive Models for Multivariate Time Series", Modeling Financial Time Series with S-Plus, Springer, New York, NY.

EK: Tablo 1

Tablo.1 CARİ AÇIK, PORTFÖY YATIRIMLARI (Yükümlülük ve Varlıklar)
(Ülkeler İtibariyle, 2016 yılı, milyon$)

	CARİ AÇIK	PORTFÖY YAT. (Yükümlülük)	PORTFÖY YAT. (Varlık)
Gelişmiş Ülkeler	271694	1668920	1702058
Euro Bölgesi (ECB dahil)	358321	332721	447697
Avusturya	7014	-14067	851
Belçika	1935	28296	5796
Finlandiya	-979	2307	-685
Fransa	-463	2641	61880
Almanya	283908	-82075	138264
İrlanda	28967	275369	141376
İtalya	29349	26494	125011
Lüksemburg	2962	487906	303846
Malta	290	-1074	4148
Hollanda	65130	-28777	-11047
Portekiz	841	673	860
Slovakya	-1119	-2633	-1533
Slovenya	2216	-1001	2226
İspanya	16207	84845	96083
G.Kıbrıs	-576	1515	-767
Estonya	493	-68	556
Yunanistan	218	-1578	7285
Latvia	-211	110	2393
Litvanya	-977	-91	-265

Diğer Gelişmiş Ülkeler			
Avustralya	-57746	74667	26340
Kanada	-49189	74104	46548
Hong kong, Çin	9632	-42014	99228
Macao, Çin	12920	-1136	11066
Danimarka	20835	9903	-5458
İzlanda	854	-6937	-3014
İsrail	13642	3141	9902
Japonya	135608	172749	305446
G.Kore	105871	-7287	41305
Yeni Zelanda	-5500	4958	3652
Norveç	33746	-417	36952
Singapur	57922	-6868	47913
İsveç	25861	2843	-9510
İsviçre	74875	-14597	39934
Tayvan, Çin	75788	-858	56341
İngiltere	-152950	367325	-37760
ABD	-462961	250937	153968
Yükselen Piyasa ve Gelişmekte Olan Ülkeler	-29537	72817	190710
Yükselen Piyasa ve Gelişmekte Olan Asya Ülkeleri	340902	15645	84438
Çin	330602	6739	73209
Hindistan	-22457	9207	-280
Endonezya	-17697	17703	968
Malezya	8960	-4961	2747
Myanmar	-3921	0	7
Nepal	2447	----------	---------
Papua-Yeni Gine	5690	-1	-275
Filipinler	7694	-2129	3237
Sri Lanka	-2009	689	0
Tayland	32149	-12691	3817
Vietnam	906	-65	--------

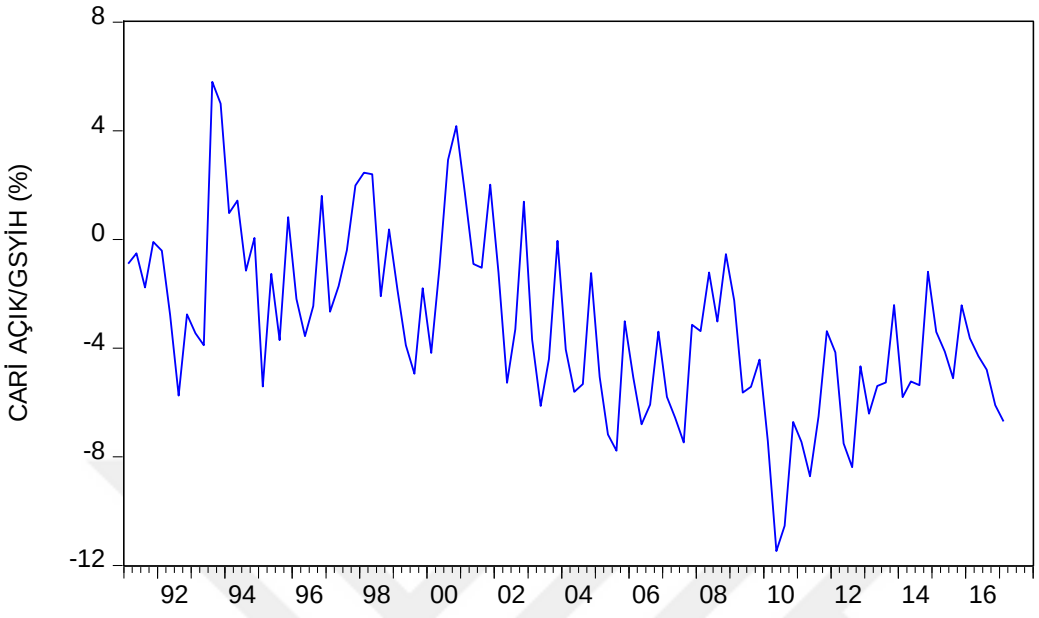
Avrupa Ülkeleri	18265	-22582	21870
Yükselen Piyasa ve Gelişmekte Olan Avrupa	-35656	-6468	17923
Arnavutluk	-1222	156	-198
Hırvatistan	2492	340	259
Macaristan	3946	-5856	446
Polonya	-2932	7760	11049
Romanya	-2096	277	330
Türkiye	-32241	-9369	6129
Bağımsız Devletler Topluluğu	53921		
Belarus	-2037	-943	9
Gürcistan	-1673	-71	83
Kazakistan	-5464	-3635	-9525
Rusya	69000	-12872	13551
Kırgızistan	-721	1	130
Tacikistan	-470	0	0
Azerbaycan	-222	773	-308
Ermenistan	-279	262	3
Ukrayna	-189	370	3
Orta-Doğu, Kuzey Afrika, Pakistan	-99723	2080	76761
Afganistan	-5216	---------	85
Cezayir	-27229	---------	---------
Mısır	-16787	-129	-201
Ürdün	-3332	1364	70
Kuveyt	8584	350	33018
Lübnan	-8146	-463	-1248
Moritanya	-956	---------	----------
Fas	-2161	1166	-150
Umman	-10807	1939	1287
Pakistan	-1603	935	26
Katar	13751	-4943	11605
Suudi Arabistan	-53478	347	10316
Sudan	-5933	---------	3
Tunus	-3850	153	---------
Yemen	-3026	----------	-34

Sub-Saharan Afrika	-94218	16725	7326
Angola	-10273	1493	-19
Bostwana	1117	0	878
Burundi	-375	---------	----------
Kongo DC	-1546	-94	----------
Gana	-2809	900	----------
Liberya	-860	---------	----------
Malawi	-710	9	0
Mauritius	-566	434	720
Mozambik	-5833	-83	-18
Nijerya	-15763	2588	1712
Rwanda	-1099	7	----------
Güney Afrika	-13644	8754	3887
Tanzanya	-3312	24	-4
Uganda	-2353	-67	165
Zimbabwe	-1521	123	----------
Batı Yarımküre Ülkeleri	-194763	60949	314
Arjantin	-15944	-492	8
Bahamas	-1409	--------	12
Bolivya	-1906	--------	917
Brezilya	-58882	18500	-3548
Şili	-4761	2990	437
Kolombiya	-18938	9807	276
Kosta Rika	-2353	731	272
Dominik C.	-1307	3414	37
Ekvador	-2201	848	-650
El Salvador	-920	1	-18
Honduras	-1291	-1	9
Jamaika	-395	1800	509
Meksika	-32707	20377	-1589
Nikaragua	-1045	-4	3
Panama	-3377	1778	1562
Paraguay	-462	280	----------
Peru	-8430	3043	-95
Surinam	-808	---------	9
Uruguay	-1241	977	1167
Venezuela	-20360	-3455	-502

Kaynak: IMF data, external sector indicators

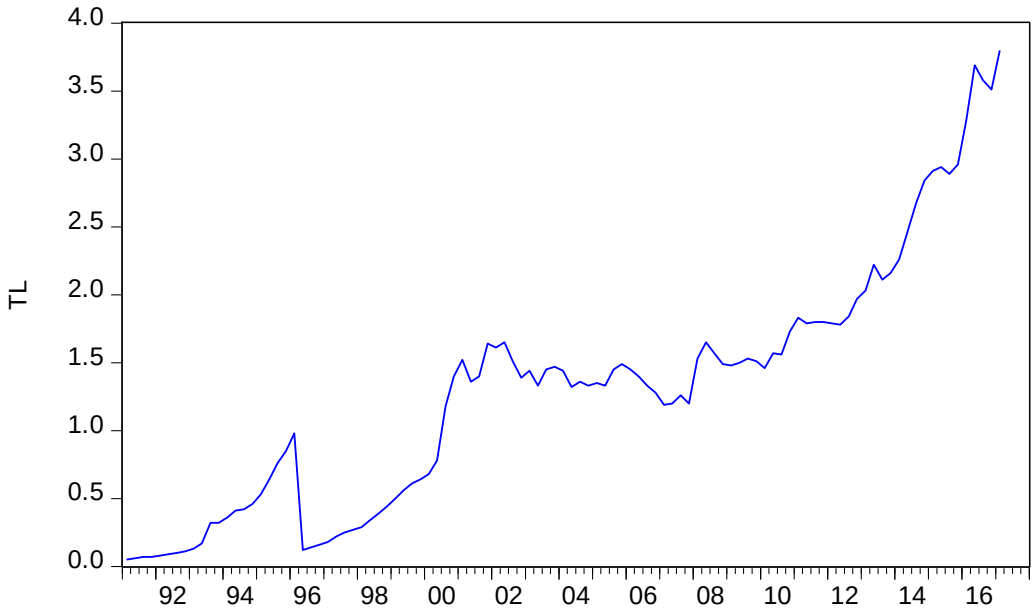
EK:2

CARİ AÇIK(1991-2017, 3 AYLIK VERİ)

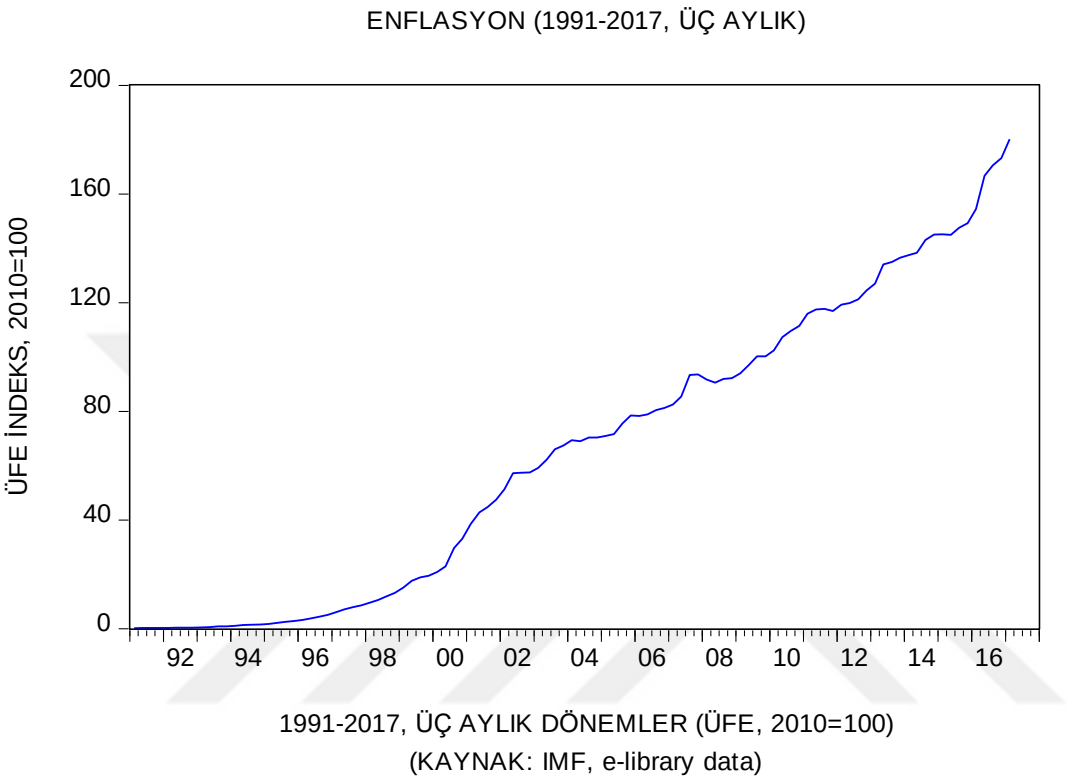


1991-2017, ÜÇ AYLIK VERİ
(Kaynak: T.C. Merkez Bankası)

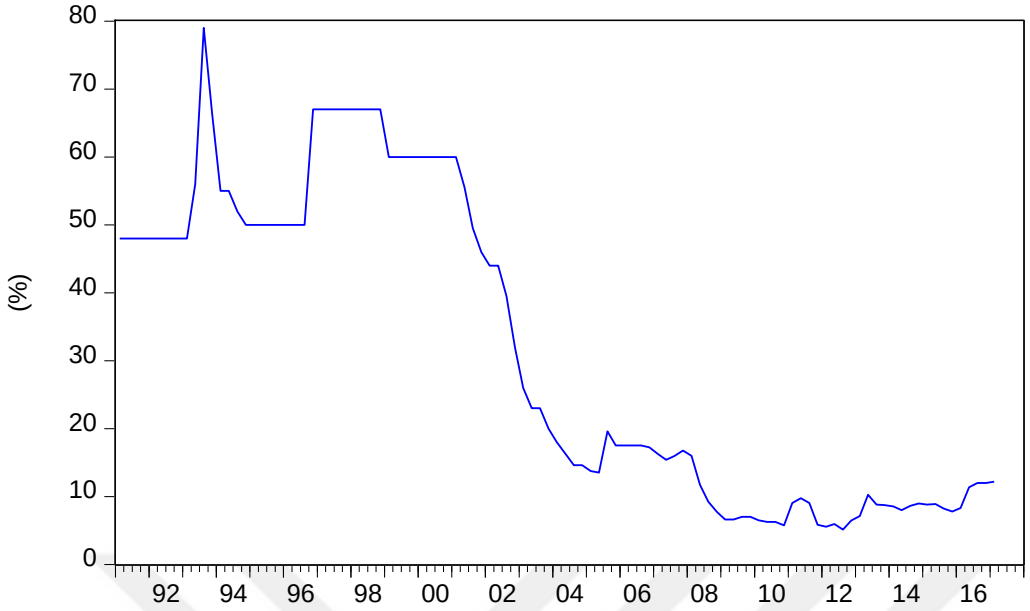
DÖVİZ KURU (ABD DOLARI, 1991-2017, ÜÇ AYLIK)



1991-2017 (ÜÇ AYLIK DÖNEMLER İTİBARİYLE)
(KAYNAK: T.C. MERKEZ BANKASI)

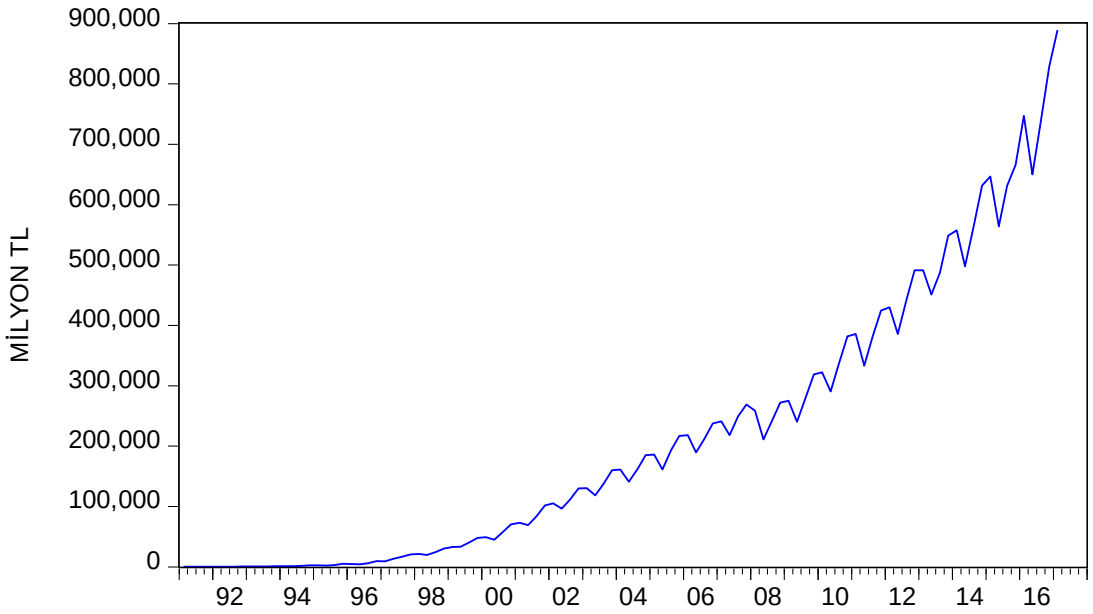

ENFLASYON (1991-2017, ÜÇ AYLIK)
ÜFE İNDEKS, 2010=100
200
160
120
80
40
0
92
94
96
98
00
02
04
06
08
10
12
14
16
1991-2017, ÜÇ AYLIK DÖNEMLER (ÜFE, 2010=100)
(KAYNAK: IMF, e-library data)

P.FAİZİ (1991-2017 ÜÇ AYLIK DÖNEMLER)



1991-2017 ÜÇ AYLIK DÖNEMLER
(KAYNAK: IMF, T.C. MERKEZ BANKASI)

GSYİH (1991-2017, ÜÇ AYLIK VERİ, MİLYON TL)



1991-2017 ÜÇ AYLIK DÖNEMLER
(KAYNAK: IMF, METADATA, IFS)

TÜRKİYE'DE KÜRESELLEŞME SÜRECİNDE CARİ AÇIĞIN T.C. MERKEZ BANKASI POLİTİKA FAİZİ İLE ETKİLEŞİMİ

Nilgün TONGUÇ

İktisat Teorisi Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Şubat 2018

Danışman: Doçent Dr. Seçil Aysed KAYA BAHÇE

ÖZET:

Globalleşme 1980'lerde başladı ve 1987'den itibaren etkisi giderek artmaya devam etti. Türkiye'nin Ödemeler Dengesi hesabına yansıdığı gibi, 1987-2016 döneminde Türkiye'de cari açık ile ilgili gelişmeler ele alınmış ve 1991 yılı son döneminden itibaren 2016 yılı sonuna kadar üç aylık verilerle cari açık ve T.C. Merkez Bankası politika faizi arasındaki ilişkiler zaman serilerinden VAR Modeli ile incelenmiştir.

Üç aylık dönemler için yapılan VAR Analizi (Etki-Tepki ve Varyans Ayrıştırması Analizi) sonucunda, cari açık arttığında T.C. Merkez Bankasınca değiştirilen politika faizine cari açığın tepki verdiği görülmüştür. Daha az olmakla birlikte ters yönlü etki de vardır. Söz konusu etkileşim, büyük ölçüde, piyasalara hızlı giriş/çıkış özelliğine sahip ve getiri amaçlı portföy yatırımlarından kaynaklanmaktadır. Esas olarak T.C. Merkez Bankası ve IMF kaynaklarından aldığımız verilerle yaptığımız incelemeler ve analizler sonucunda, T.C. Merkez Bankası politika faizi, cari açık ve portföy yatırımları etkilerinin hızlı bir şekilde gerçekleştiğini ve etkileşimin karşılıklı olduğunu, bu nedenle politika faizinin önemli bir politika aracı olduğunu gördük. (Gelişmiş ülkelerde cari açığın nedenleri farklı olabildiğinden, sonuçların yorumunda gelişmekte olan ve dışa açık ülke ekonomisi özellikleri göz önünde bulundurulmuştur.)

1980'lerden sonra Türkiye'de çok sayıda kriz yaşanmıştır. (1983, 1994, 2001 krizleri gibi). 2001 Şubat Krizi (2000 yılı sonunda başladığı için 2000 krizi de denilmektedir) sonrası Türkiye için bir dönüm noktası olmuş ve T.C. Merkez Bankası'nın temel amacı fiyat istikrarının sağlanması olarak belirlenerek, önce örtülü, sonra açık olarak politika faizi ilân edilmeye başlanmıştır. Bankanın bağımsızlığı güçlendirilmiş ve uygulayacağı para politikasını kendisi belirlemeye başlamıştır. T.C. Merkez Bankasınca 1991 yılı son döneminden 2002 yılına kadar iskonto faiz oranı politika faiz oranı olarak kullanılmıştır. 2002-2016 döneminde ise, enflasyon hedeflemesi rejimine geçilerek temel para politikası belirleyicilerinden olan kısa vadeli faiz oranları politika faizi olarak kullanılmaya başlanmıştır.

Kısaca, 1980'lerde başlayan küreselleşmenin etkilerinin görüldüğü 1987-2016 yıllarında Türkiye'de cari açık giderek artış göstermiş ve dış kaynak gereksinimi artmış olup, cari açığın finansmanında portföy yatırımlarının Ödemeler Dengesi Finans Hesabındaki payı giderek artmıştır. Bu çerçevede yaptığımız inceleme ve analizler, cari açığın finansmanı için dış kaynak ihtiyacı olan Türkiye'de T.C. Merkez Bankasınca ilân edilen politika faizinin önemini göstermekte, dış dünya ile rekabet edebilen faiz seviyesinin gerekliliğini ortaya koymaktadır.

ANAHTAR KELİMELER

Cari Açık, Portföy yatırımları, Küreselleşme, Politika faizi, VAR Modeli

THE INTERACTION BETWEEN THE POLICY INTEREST RATE OF THE CENTRAL BANK AND THE CURRENT ACCOUNT DEFICT IN TURKEY WITHIN THE PERIOD OF GLOBALİZATION STARTED IN 1980'S

Nilgün TONGUÇ

Department of Economic Theory, Master's Thesis, February 2018

Supervisor: Associate Professor Dr. Seçil Aysed KAYA BAHÇE

ABSTRACT

The globalization has started in 1980's, with increasing effect after 1987. As has been reflected in the Balance of Payments (BOP) Account of Turkey, the developments related to the current account deficit between 1987-2016 has been discussed and the relationship between the current account deficit and the Central Bank policy interest rate has been analyzed by the VAR Model of time series by using quarterly data from the end of 1991 to the end of 2016.

As a result of the analysis of the VAR (Vector Autocorrelation Regression) for the quarterly periods, the current account deficit reacted as the Central Bank of Turkey has changed the policy interest rate, during the times when the current account deficit increased. There is also t smaller and reciprocal effect. This interaction is largely due to portfolio investments which have fast entry and exit capabilities and seeking for profit on the market. As a result of analyzes made by mainly using the data from the Central Bank of Turkey and the IMF sources, we have seen that the Central Bank policy rate, current account deficit and portfolio investment effects are taking place rapidly and interaction is reciprocal and the policy rate is

an important policy tool for the Central Bank of Turkey. (The characteristics of a developing and open economy have been taken into account in the interpretation of the results).

After the 1980's, there were many crisis in Turkey (such as the crise of 1983, 1994 and 2001). After the 2001 crisis (since it started by the end of 2000, it is also called the 2000 crisis), it became a turning point in Turkey and it was determined that the main objective of the Central Bank of Turkey is to sustain price stability. So, the policy interest rate has been started to be set and declared officially. The independence of the bank has been strengthened and the policies have been started to be designed and implemented autonomously. From the end of 1991 until the end of 2002, the Central Bank of Turkey used the discount interest rate as the policy interest rate. In 2002-2016 period, inflation targeting regime was adopted and short-term interest rates, which are determinants of basic monetary policy, started to be used as policy interest rate.

Briefly, during the years 1987-2016, the current account deficit increased in Turkey with the increasing need for foreign financing as well as the increasing share of portfolio investments in the Finance Account of the Balance of Payments (BOP) of Turkey. The analysis made in this framework shows the importance of the policy rate declared by the Central Bank of Turkey, which is in need of foreign funding for the current account and it shows the necessity of interest rate level which can compete with the outside world.

KEY WORDS

Current account deficit, portfolio investment, globalization, policy interest rate, VAR Model