



Cari Açık – Finansal Gelişme İlişkisi: Kırılgan Beşli Örneği

The Relationship of Current Account Deficit-Financial Development: The Case of Fragile Five

Oğuzhan ŞENGÜL¹

Öz

Amaç: Bu çalışmanın amacı “Kırılgan beşli” ülkelerinde oluşan cari açığın temelinde finansal sistemin olup olmadığının ampirik olarak test edilmesidir.

Tasarım/Yöntem: “Kırılgan beşli” ülkelerinde finansal sistemin gelişmesinin ve liberalize olmasının cari açığı artırıp artmadığı panel data analiz teknikleri ile test edilmektedir.

Bulgular: Test sonuçları cari açık ile finansal gelişmişliğin arasında sadece uzun dönemde karşılıklı nedensellik ilişkisinin olduğunu göstermektedir.

Sınırlılıklar: Bu çalışmada “Kırılgan beşli” ülkeleri şeklinde adlandırılan Brezilya, Hindistan, Endonezya, Güney Afrika ve Türkiye’de cari açık ve finansal gelişme ilişkisi incelenmiştir.

Özgünlük/Değer: İktisat literatüründe belirleyicileri üzerinde çok sayıda çalışma yapılan cari açık sorunu, 2013 yılı sonrasında gelişmekte olan ülkeler kategorisinde yer alan beş ülke için önemli hale gelmiş ve bu ülkeler Morgan Stanley tarafından yayınlanan raporda “Kırılgan beşli” ülkeleri şeklinde adlandırılmıştır. Bu ülkeler Brezilya, Hindistan, Endonezya, Güney Afrika ve Türkiye’dir. Söz konusu ekonomiler küresel finans krizi sonrası dönemde cari dengesizliklerinin yanı sıra 2013 sonrası dönemde sermaye çıkışlarından olumsuz etkilenmişlerdir.

Anahtar Kelimeler: Kırılgan beşli, finansal gelişmişlik, cari açık.

Abstract

Purpose: The purpose of this study is to test how much the financial system is at the root of the current account deficit in the "Fragile Five" countries.

Design/Methodology: Whether the development and liberalization of the financial system increases the current account deficit in the "fragile five" countries is tested by panel data analysis techniques.

Findings: Test results show that there is a mutual causality relationship between current account deficit and financial development in the long run.

Limitations: In this study, the relationship between current account deficit and financial development in Brazil, India, Indonesia, South Africa and Turkey, which are called "fragile five" countries, is examined.

Originality/Value: In the economics literature, the current account deficit problem, whose determinants have been studied a lot, became important for five countries in the category of developing countries after 2013, and these countries were nicknamed "The Fragile Five". These countries are Brazil, India, Indonesia, South Africa and Turkey. These economies were adversely affected by capital outflows in the post-2013 period, as well as current account imbalances in the post-global financial crisis period.

Keywords: Fragile five, Financial development, Current account deficit.

¹Dr., İbank, oguzhansengul2023@gmail.com, ORCID: 0000-0002-3558-4996

1. GİRİŞ

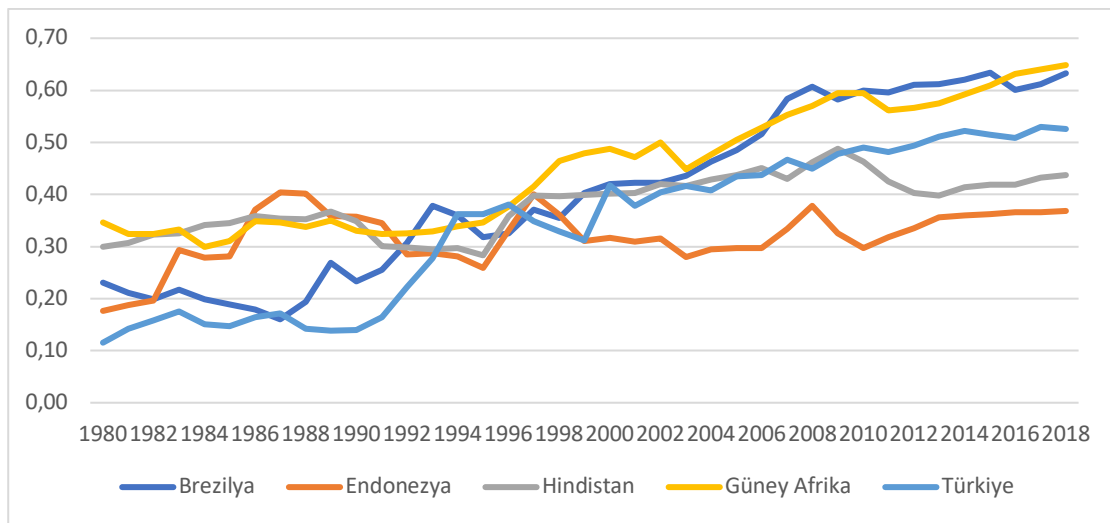
Gelişmekte olan ülkelerde cari işlemler hesabındaki açığın belirleyicileri ilgili literatürde sıkça tartışılan bir konu olmuştur. Birçok makro ekonomik değişkenin cari denge üzerindeki etkisi hem ampirik hem de teorik olarak tartışılmıştır. Karagöl ve Erdoğan (2017) çalışmalarında bu değişkenlerden birçoğuna yer vermekte ve muhtemel etkilerini ortaya koymaktadır. Bunlar içerisinde ekonomik büyüme, tasarruflar, sabit sermaye yatırımları, bütçe açığı, kur, enflasyon, petrol fiyatları ve faiz oranlarını dikkate alınmaktadır (Karagöl ve Erdoğan, 2017: 356 – 364, Chinn ve Prasad, 2000: 3). Öte yandan cari dengenin belirleyicisi olarak ikiz açıklar hipotezi kapsamında bütçe açıklarının etkisi de ampirik olarak araştırılmıştır (Kayhan vd., 2016: 138). Literatürdeki çalışmalarda ekonomik yapı, incelenen zaman aralığı ve ekonominin gelişmişlik seviyesi gibi farklı faktörlerin cari açığa neden olduğu sonuçlarına ulaşılmıştır. Bununla birlikte yaşanan son küresel kriz ile bazı gelişmekte olan ülkeler için durum biraz karmaşık hale gelmiştir.

Amerikan finans sisteminde 2008 yılında başlayan küresel finans krizi sonrasında ekonomilerin cari açıkları ve sürdürülebilirliği konusu bir kez daha gündeme gelmiş, açıkların sebepleri ile ilgili çalışma sayıları artış göstermiştir. Zira cari işlemler hesabında aşırı dengesizliklerin oluşmasının makro ekonomik krizlerin sebebi olabileceğine dair görüşler ortaya çıkmıştır. Turan ve Afsal'a (2020) göre cari işlemler hesabındaki değişiklikler ekonominin kırılganlığı için temel bir gösterge olarak görülmektedir.

Kırılganlığın önemli bir gösterge olması konusunda Mayıs 2013 tarihi bazı ülkeler için önemli bir milat haline gelmiştir. Bu tarihten sonra küresel ekonomide cari açık konusunda öne çıkan beş ülke “Kırılgan Beşli” adını almıştır. Mogan Stanley bankası bu ülkelerde yaşanan cari açık sorunu ve dış yatırım ihtiyacından dolayı bu ismi verdiği Hindistan, Güney Afrika, Brezilya, Endonezya ve Türkiye Amerikan Merkez Bankası başkanı Bernanke'nin 2013 yılının mayıs ayında krizden beri uyguladıkları “parasal genişleme” politikasına son vereceklerini açıklamasından en çok etkilenen ülkeler olmuşlardır. Zira parasal genişleme programı kapsamında küresel ekonomideki sermaye bolluğu, gelişmekte olan ülkelerin yatırımlarının finansmanında önemli bir kaynak olmuş, programın bitmesi ise sermaye bolluğunun sonunun geldiği anlamına gelmiştir.

Kırılgan beşli ülkelerinde finansal sistemler yabancı yatırımcıya cazip getiriler sunarak ülkeye sermaye girişlerini hızlandırmışlardır. Sermaye girişleri beraberinde finansal sistemde hem ürün çeşitliliği hem de sermaye yetkinliği bağlamında gelişmeyi getirmiştir. Aşağıdaki grafikte görüldüğü üzere, ülkeler 1980 sonrası dönemde finansal anlamda gelişmişlerdir. Bu gelişimin finansal liberalizasyon sonrasında ortaya çıktığı açıktır.

Grafik 1: Kırılgan Beşli Ülkelerinde Finansal Gelişmişliğin Gidişatı (1980 – 2018)



Kaynak: IMF, International Financial Statistics database, (Erişim tarihi: 20.12.2020)

Bu çalışmada kırılgan beşli ülkelerindeki cari açık problemi üzerinde finansal sistemde yaşanan gelişmelerin ne derece etkili olduğu sorgulanmaktadır. Bir başka deyişle finansal sistemlerin

son yirmi yılda gelişmesinin bir sonucu olarak “kırılgan beşli” tabiri bu beş ülkeye yapışıp yapışmadığı bu çalışma kapsamında incelenmektedir. Bu bağlamda sonraki bölümde finansal gelişmişliğin cari denge üzerindeki muhtemel etkileri teorik perspektifte anlatılmaktadır. Finansal gelişmişliğin nihai etkisinin olumlu mu ya da olumsuz mu olduğu teorik olarak tartişılmaktadır. nc bölümde konu ile ilgili uluslararası literatür gözden geçirilmektedir. Dördüncü bölümde veriler ve ampirik bulgular sunulmaktadır. Son bölümde ise ampirik sonuçlara politika önermeleri yapılmaktadır.

2. TEORİK ÇERÇEVE

Cari açık – finansal gelişme arasındaki ilişkinin teorik erevesi açıklanırken farklı etkileşim kanallarının kullanıldığı görülmektedir. Bu açıklamalar finansal gelişme ve liberalleşme ile birlikte cari açığın hem genişleyeceğine hem de daralacağına dair teorik açıklamalar bulunmaktadır. İlk görüş finansal liberalizasyon ile yabancı tasarrufların ülkeye giriş yapmasının etkileri üzerinden ilişkiyi açıklamaktadır. Buna göre yabancı tasarruf miktarı arttıkça sistemin teknolojik kapasitesi artacak, teknolojik gelişim rekabeti artıracak, rekabet ile birlikte ihracatın artması cari açığın düşmesine neden olacaktır. Aynı zamanda oluşan yüksek sermaye getirisi i yatırımcıların da yatırımlarını yurtiçi finansal sistem içerisine koymasını kolaylaştıracak ve tasarrufların artması ile yatırımların da artacağından cari açık düşebilecektir (Alper ve Oransay, 2015: 76).

Bayraktutan ve Demirtaş (2011) ise finansal gelişmişliğin bir lt olarak para arzındaki oransal artış olarak llmesinden yola çıkarak Parasalcı yaklaşıma göre ilişkiyi açıklamaktadırlar. Zira Parasalcılara göre para arzındaki artış cari açığın sebebidir. Para arzı artınca faiz oranı düşmekte, yurtiçi harcama miktarı artmaktadır. Yurtiçi harcamalar beraberinde ithalattaki artışı ve cari açıkta kötüleşmeyi gündeme getirecektir. Öte yandan para arzındaki artışın yerel para biriminin değerini düşürmesi de ithalat üzerinde olumsuz ihracat üzerinde olumlu etkide bulunarak cari açığın azalmasına neden olabilecektir. Sonuç olarak finansal gelişmişliğin cari denge üzerindeki net etkisi para arzındaki artışın faiz oranları ve kurlar üzerindeki nihai etkilerinden hangisinin büyük olacağına bağlıdır.

Roubini ve Watchel (1998) ile Obstfeld (2008) ise finansal gelişmişlik ile cari açık arasındaki ilişkiyi cari açığın sürdürülebilirlik üzerinden açıklamaya çalışmışlardır. şöyle ki; Roubini ve Watchel’e göre finansal gelişmişlik, Obstfeld’e göre ise finansal açıklık arttıkça cari açığın sürdürülebilirliği artmaktadır. Zira açığı finanse edebilecek kaynak bulmak konusunda ne kadar az problem var ise o kadar cari açık olabilir. Bununla birlikte, Roubini ve Watchel (1998) portföy yatırımlarının ani hareketlerinin finansal sisteme ve dolayısıyla cari açığın sürdürülebilirliğine olumsuz etkide bulunabilir. Çünkü ulusal ekonomideki bir olumsuzluk ya da küresel ekonomideki bir değişim sermaye çıkışlarına neden olurken, finansal sistemin kırılganlaşmasına neden olabilir.

Roubini ve Watchel (1998) tarafından çizilen ereve gelişmekte olan ülkeler için geçerli olduğu vurgulanırken 2013 yılı sonrasında “Kırılgan Beşli” lkelerinde yaşananlar için de bir açıklama niteliğindedir. Zira Amerikan Merkez Bankası başkanı Bernanke’nin yapmış olduğu açıklama sonrası küresel sermaye akımları gelişmekte olan ülkeleri terk ederken yüksek cari açık pozisyonunda yakalanan gelişmekte olan ülke ekonomileri kırılganlaşmıştır. Bu bağlamda konunun bu ülkeler için analizi bir kez daha önemli hale gelmektedir. Fakat ampirik analiz öncesinde daha önce yapılan çalışmaların incelenmesi ve sonuçlarının özetlenmesi, ampirik analiz sonrası elde edilecek bulguların karşılaştırılması ve politika çıkarsaması yapılabilmesi için önem taşımaktadır.

3. LİTERATÜR ANALİZİ

1990’lı yılların bitişi ile birlikte finansal sistemlerin liberalizasyon sürecini tamamlaması ile birlikte finansal gelişmişlik ile cari işlemler hesabı arasındaki ilişki daha fazla tartişılmaya başlanmıştır. Genel kaniya göre gelişmekte olan ülkelerin önemli cari açıklar vermesi beklenmektedir. Ancak zellikle Asya’da bulunan bazı gelişmekte olan ülkelerin genel beklentinin aksine cari fazla verdiği görülmektedir. Bu durum, finansal gelişmişliğin az olduğu ülkelerde cari açığın beklendiği gibi fazla olmasını engellediği şeklinde yorumlanmaktadır. Bu nedenle bu iki değişken arasındaki ilişki giderek fazla sayıdaki çalışmada ele alınmıştır ve nihai ilişkinin ne olduğu ortaya koyulmaya çalışılmıştır.

Calderon vd. (2000) tarafından 44 gelişmiş ülkenin cari açığının belirleyicileri incelenmiştir. Çalışmada 1966 ile 1994 yılları arasındaki döneme için 16 değişken kullanılarak panel veri analizi yapılmıştır. Ulaşılan sonuçlara göre yurtiçi üretimdeki artış ile ticaret hadlerini veya reel kuru artıran şokların daha büyük cari açıklara neden olduğu ifade edilmiştir. Ayrıca sanayileşmiş ekonomilerdeki yüksek büyüme oranlarının ve daha yüksek uluslararası faiz oranlarının, gelişmekte olan ekonomilerdeki cari işlemler açığını azalttığı tespit edilmiştir.

Finansal gelişmişlik ile cari açık ilişkisini inceleyen önemli çalışmalardan birisi Chinn ve Prasad (2000) tarafından 18 sanayileşmiş ve 71 gelişmekte olan ülkede cari açığın orta vadede belirleyicilerinin incelendiği çalışmalarıdır. Çalışmada net yabancı varlıkların milli gelire oranı, cari açığın milli gelire oranı, bütçe dengesinin milli gelire oranı, M2'nin milli gelire oranı değişkenlerinin 1971 ile 1995 yılları arasındaki döneme ait verileri kullanılarak yatay kesit regresyon ve panel regresyon analizleri yapılmıştır. Çalışmada cari açıklar, bütçe dengesi ve net yabancı varlıklardaki öncül şoklar ile arasında pozitif korelasyon olduğu tespit edilmiştir. Gelişmekte olan ülkelerde, finansal derinlik ile cari açık arasında pozitif korelasyon ve dışa açıklık ile cari açık arasında negatif korelasyon tespit edilmiştir. Finansal sistem derinleştikçe cari açık arttığı sonucuna ulaşılmıştır. Blanchard ve Gravazzi (2002) tarafından yapılan çalışmada OECD ve Avrupa Birliğinde finansal entegrasyonun fakir ülkelerin daha büyük cari açığa ve zengin ülkelerin daha büyük cari fazlaya sahip olup olmadığı araştırılmıştır. Cari açığın GSYH'ye oranı ve M3'ün GSYH'ye oranı değişkenleri kullanılarak panel veri analizi yapılmıştır. Araştırmacılar analiz neticesinde finansal entegrasyonun fakir ülkelerin daha büyük cari açığa ve zengin ülkelerin daha büyük cari fazlaya sahip olmalarına neden olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Mendoza vd. (2007) çalışmalarında ülkelerin finansal piyasa derinliklerinin farklılık gösterdiği durumlarda, finansal entegrasyon sonucu finansal dengesizliklerin oluşup oluşmadığını incelemişlerdir. Çalışmada değişken olarak varlık fiyatları, faiz oranları, riskli varlıkların getirileri, yabancı varlık pozisyonu, yabancı tahviller, riskli yabancı varlık, net ihracat ve net faktör gelirleri kullanılarak dinamik genel denge analizi yapılmıştır. Elde edilen sonuçlar neticesinde finansal entegrasyonun, zayıf finansal sistemlere sahip ülkeler için istenmeyen bir durum olabileceği sonucuna ulaşılmıştır. Araştırmacılara göre finansal küreselleşme finansal gelişmeyi teşvik ediyor ve teknolojik yayılmayı sağlıyorsa tüm ülkeler için faydalı olabilir.

Önemli bir diğer çalışma da Chinn ve İto'nun (2007) ABD ve önemli bazı Doğu Asya ülkelerinin cari hesap dengelerinin orta vadeli belirleyicilerini inceledikleri çalışmadır. Çalışmada Doğu Asya ekonomilerindeki daha yüksek finansal gelişme seviyelerinin daha düşük cari işlemler fazlasına neden olup olmadığı araştırılmaktadır. 19 sanayileşmiş ve 70 gelişmekte olan ülke için 1971-2004 yılları arasında yıllık veri kullanılarak panel veri analizi yapılmıştır. Çalışmada net dış varlıkların milli gelire oranı, kamu bütçe fazlasının milli gelire oranı, özel kesim kredilerinin milli gelire oranı, nispi gelir, ticaret oynaklığı, dışa açıklık oranı, büyüme oranı değişkenleri kullanılmıştır. Çalışmada daha gelişmiş finansal piyasaların, gelişmiş yasal sistemlere ve açık piyasalara sahip ülkeler için daha küçük cari açıklara neden olurken; önemli Doğu Asya ülkelerinde, daha fazla finansal gelişmenin daha yüksek tasarruflara neden olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmaya göre Asya ülkelerinde cari hesap fazlası aşırı tasarruflardan değil, düşük yatırımlardan kaynaklanmaktadır. Bir diğer çalışmada ise Gruber ve Kamin (2009) finansal gelişmişlik farklılıklarının ABD'nin finansal açığını ve gelişmekte olan ülkelerin cari fazlalarını açıklamada etkili olup olmadığını analiz etmişlerdir. Ayrıca varlık getirilerindeki farklılıkların, sermaye akımlarının uluslararası modelini açıklayıp açıklayamayacağını da incelemişlerdir. 1997 ile 2006 yılları arasındaki dönem için kredilerin GSYH'ye oranı, banka mevduatlarının GSYH'ye oranı, banka dışı mali kurumlar mevduatlarının GSYH'ye oranı, borsaya kayıtlı şirketlerin toplam hisse değerlerinin GSYH'ye oranı, borsa devir hızı, özel tahvil piyasası toplam değeri değişkenleri kullanılarak panel regresyon analizi gerçekleştirmişlerdir. Çalışmanın sonucuna göre daha düşük tahvil getirileri, genel olarak sanayileşmiş ülkelerde, daha büyük cari açıklarla ilişkilendirilmiştir.

Herman ve Wingler (2009) çalışmalarında finansal piyasa özelliklerinin, Avrupa'daki ve Asya'daki gelişmekte olan ülkelerin yakınsama sürecindeki ayrışmayı açıklayıp açıklayamadığını analiz etmişlerdir. Çalışmada 1994 ile 2006 arasındaki dönem analiz edilmiş ve M3'ün milli gelire oranı, özel sektöre verilen kredilerin GSYH'ye oranı, cari işlemler hesabı dengesinin milli gelire oranı, yatırımların milli gelire oranı, Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının GSYH'ye oranı, reel efektif

dvız kuru gibi toplam 23 değişken kullanılmıştır. Uygulanabilir Genelleştirilmiş En Küçük Kareler yöntemi (FGLS) kullanılarak yapılan analiz neticesinde daha gelişmiş ve daha entegre finans piyasalarının gelişmekte olan piyasaların yurtdışından borçlanma kabiliyetini artırdığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca finansal entegrasyon derecesi ve rezerv birikiminin, incelenen ülkelerde cari işlemler hesabını etkilediği tespit edilmiştir.

Chinn vd. (2011) 23 sanayileşmiş ve 86 gelişmekte olan ülke için 2008-09 küresel krizi öncesindeki yıllarda cari işlemler dengesinin davranışının değişip değişmediğini inceledikleri makalede, kriz sonrası dönemde küresel dengesizliklerin olasılığını da tespit etmeye çalışmışlardır. 1970 ile 2008 yılları arasında cari açık ile borsa endeks performansları ve reel konut değerlemeleri arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmada bu değişkenler ile cari açık arasında kayda değer bir ilişki bulunamazken, in ekonomisinde finansal liberalizasyon sonucu gelişmişlikteki artış ile cari denge arasında bir ilişki bulunmuştur. Dahası, 2006 – 2008 döneminin gelişmekte olan ülkeler için büyük ölçüde ve sanayileşmiş ülkeler için daha az ölçüde yapısal bir kırılma olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Mutlugün (2014) Türkiye için finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme arasındaki etkileşimi test etmiştir. Araştırmacı zel sektör kredilerinin GSYH'ye oranı ve reel büyüme oranı değişkenlerinin, 1988-2012 arasındaki dönem için çeyreklik verilerini kullanmıştır. VAR ve Granger nedensellik analizlerinin neticesinde araştırmacı, finansal gelişmişlik ile ekonomik büyüme arasında kısa dönemli ve büyümeden finansal gelişmişliğe doğru bir nedensellik tespit etmiştir. Ayrıca değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Ekinci vd. (2014) yaptıkları çalışmada 49 gelişmiş ve gelişmekte ülke için finansal değişkenleri de hesaba katarak cari dengeyi etkileyen faktörleri analiz etmişlerdir. Çalışmada cari açığın GSYH'ye oranı, özel sektöre bir yılda verilen kredilerin GSYH'ye oranı, net yabancı varlıkların GSYH'ye oranı değişkenleri kullanılmış ve 1991 ile 2011 yılları arasındaki dönem için veriler kullanılarak panel veri analizi gerçekleştirilmiştir. Çalışmada kredi büyümesinin yaşandığı durumlarda cari açıkta artış olduğu ve bu durumun gelişmekte olan ülkelerde daha baskın olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca finansal derinliğin daha az olduğu ülkelerde kredi büyümesinin cari açığı daha fazla etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Sadiku vd. (2015) Kuzey Makedonya'da makroekonomik değişkenler ile cari işlemler dengesi arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmada dışa açıklık oranı, reel efektif dvız kuru, M2'nin GSYH'ye oranı, cari işlemler dengesinin GSYH'ye oranı gibi toplam 10 değişken kullanılmıştır. 1998 birinci çeyrek ile 2013 nc çeyrek arasındaki döneme ait veriler kullanılarak, ARDL sınır testi yaklaşımı analizi gerçekleştirilmiştir. Çalışmanın sonucuna göre finansal gelişme, mali denge ve ticaret hadleri ile cari işlemler dengesi arasında pozitif korelasyon olduğu görülürken, dışa açıklık ile cari işlemler dengesi negatif yönde ilişkili olduğu sonucu ortaya kmıştır.

Yiğitbaş (2017) Türkiye için finansal derinlik ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi ARDL sınır testi yaklaşımı ile analiz etmiştir. Çalışmada 1987 ilk çeyreği ile 2014 dördüncü çeyreği arasındaki dönem için M2'nin GSYH'ye oranı ve cari açık değişkenlerine ait değerler kullanılmıştır. Araştırmacı finansal derinlik ile cari açık arasında kısa dönemde bir nedensellik tespit edememiş, ancak uzun dönemde nedensellik olduğunu ifade etmiştir. Çalışmanın sonucuna göre finansal derinliğin artması cari açığı azaltmaktadır.

Altaylıgil ve etrez (2020) 44 yüksek gelimli ve 53 gelişmekte olan ülke için cari işlemler dengesinin makroekonomik, kurumsal ve finansal belirleyicilerini tespit etmeye çalışmışlardır. 1986 ile 2003 yılları arasındaki dönem için büyüme oranı, ticaret hadleri, reel efektif dvız kuru, dışa açıklık oranı, kamu harcamaları, mali denge, nispi gelir, ortalama net ham petrol ihracatı değişkenleri kullanılarak panel veri analizi yapılmıştır. Araştırmacılar çalışmanın neticesinde büyüme oranı, reel efektif dvız kuru, mali açık, ticaret açıklığı, kurumsal kalite, finansal piyasa gelişimi ve gelişme seviyesindeki artışın daha büyük cari açıklara neden olacağı sonucuna ulaşmışlardır.

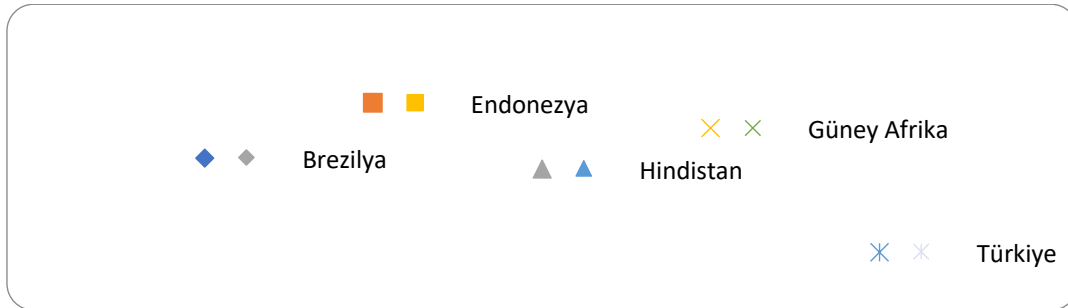
Literatüre bakıldığında çalışmaların çok farklı ülkeler için yapıldığı ve birçok farklı değişkenin analizlerde kullanıldığı görülmektedir. Bu farklılıklar ulaşılan sonuçlara da yansımaktadır. Yapılan çalışmaların ortak bir sonuca vardığını söylemek güçtür. Bazı alışmalar daha yüksek finansal gelişmişliğin daha yüksek cari açığa neden olduğunu bulurken diğer bazı çalışmalar bu sonucun aksine

sonuçlar bulmuşlardır. Bu çalışmada ele alınan ekonomiler için yapılan analizlerde de benzer şekilde farklı sonuçlar ortaya çıkmıştır. Şüphesiz analiz edilen dönemlerin ve ülkelerin farklı olması ve farklı değişkenlerin kullanılması bu farklı sonuçların elde edilmesinde etkili olmuştur. Sonuç olarak konu hakkında bir görüş birliğinin olmadığı söylenebilir

4. ANALİZ SONUÇLARI

Analizde “Kırılğan beşli” olarak adlandırılan Brezilya, Endonezya, Hindistan, Güney Afrika ve Türkiye ekonomilerinde finansal gelişme endeksi (FGE) ile cari işlemler dengesi (CİD) arasındaki etkileşim panel data yöntemi ile test edilmiştir. International Monetary Fund (IMF) veri tabanından elde edilen finansal gelişme endeksi Sagay vd. (2015) çalışması baz alınarak hazırlanmıştır. Dünya Bankası veri tabanından elde edilen cari işlemler dengesinin gayrisafı yurtiçi hasılaya oranı kullanılmıştır. Veri aralığı 1981-2018 arası yıllık verileri kapsamaktadır.

Grafik 2: Kırılğan Beşli Ülkelerinde Cari İşlemler Dengesinin Finansal Gelişme Endeksine Oranı



Grafik 2’de her bir ülkeye ait değişkenin 1981 – 2018 arası aritmetik ortalaması alınmış ve daha sonra cari işlemler dengesinin finansal gelişme endeksine oranı hesaplanmıştır. X eksenini finansal gelişme endeksini, Y eksenini ise cari işlemler dengesini göstermektedir. Grafikte rasyonun negatif olması cari açık veren ülkenin sermaye girişi ile optimal dengeye ulaştığını, pozitif olması ise cari fazla veren ülkenin sermaye çıkışı ile optimal dengeye ulaştığını ifade etmektedir. Finansal gelişmede açık ara Brezilya ekonomisinin kayda değer gelişmeler yaşadığı ve cari dengede ise Türkiye’nin kırılğan beşli ekonomileri içinde ön sıralarda yer aldığı görülmektedir. Finansal gelişmenin cari dengeye katkısı konusunda ise sırasıyla Endonezya, Güney Afrika, Brezilya, Hindistan ve Türkiye gelmektedir.

Kırılğan beşli ülkeleri birçok makro ekonomik gösterge ve sektörel açıdan birbirlerine benzediği için panel veri analizinde bu sorunun üstesinden gelmek gerekmektedir. Aksi takdirde elde edilen sonuçlar güvenilir olmamaktadır. Bu nedenle ampirik analizlere ilk olarak yatay kesit bağımlılığının olup olmadığını test etmekle başlamak gerekmektedir. Yatay kesit bağımlılığında Pesaran (2004) CD_{LM} , Breusch-Pagan CD_{LM1} , Pesaran (2004) CD_{LM2} testleri kullanılmaktadır. Yatay kesit bağımlılığının olup olmadığını inceleyen testlerde sıfır hipotezi paneli oluşturan ülkeler arasında yatay kesit bağımlılığının olmadığı, alternatif hipotez ise yatay kesit bağımlılığı olduğu şeklindedir.

Tablo 1: Yatay-kesit Bağımlılığı Testleri

Sabitli Model	FGE		CİD	
	Test İstatistiği	Olasılık Değeri	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
CD_{lm} (BP,1980)	23.076	0.00***	34.623	0.00***
CD_{lm} (Pesaran, 2004)	2.924	0.00***	5.506	0.00***
CD (Pesaran, 2004)	-3.807	0.00***	-4.417	0.00***
LM_{adj} (PUY, 2008)	6.356	0.00***	6.630	0.00***

Not: $\Delta y_{i,t} = d_i + \delta_i y_{i,t-1} + \sum_{j=1}^{p_i} \lambda_{i,j} \Delta y_{i,t-j} + u_{i,t}$ modelinde gecikme sayısı (p_i) 1 olarak alınmıştır. *,** ve *** ifadeleri sırasıyla

%10, %5 ve %1 anlam seviyelerinde alternatif hipotezin kabul edildiğini göstermektedir.

CD ve LM testlerin test istatistikleri ve bu istatistiklere bağlı olasılık değerleri Tablo 1’de yer almaktadır. Olasılık değerlerine göre yatay kesit bağımlılığının olduğu alternatif hipotez kabul edilmektedir. Bu sonuçlara göre kırılınan beşli ülkeleri dışsal para ve maliye şoklarından etkilenmektedir. Geleneksel birim kök testlerinde değişkenlerin iktisadi şoklara maruz kaldığını tespit edilmesinden sonra hangi dönemde şoklara maruz konusu tartışmaya açılmıştır. Bu tartışmaların içerisinde Im vd. (2005) tarafından geliştirilen birim kök testi değişkende dışsal olarak tek ve iki kırılma bulabilmektedir.

Im, Lee and Tieslau (2005) tarafından geliştirilen yapısal kırılmaları dikkate alan birim kök testinde boş hipotez değişkende yapısal kırılma olmadığı ve birim köke sahip olduğu şeklinindedir. Alternatif hipotez de ise değişkende yapısal kırılma olduğu ve değişkenin birim köke sahip olmadığı yönündedir. Finansal gelişme endeksinde tek kırılmalı modelde Brezilya’da 1993 yılında, Hindistan’da 2007 yılında, Güney Afrika’da 2003 yılında yapısal kırılma olduğu görülmektedir. Yine finansal gelişme endeksinde çift kırılmalı modelde Brezilya’da 1993, 2000 ve 2008 yıllarında, Endonezya’da 1994, 1998, 1999 ve 2011 yıllarında, Hindistan’da 1999, 2000, 2008 ve 2011 yıllarında, Güney Afrika’da 1987, 1989, 2005 ve 2009 yıllarında, Türkiye’de 1992, 2002, 2003 ve 2014 yıllarında yapısal kırılma olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

????

Tablo 2: İm vd. (2005) Yapısal Kırılmalı Panel Birim Kök Test Sonuçları

FGE	Tek Kırılma					
	Sabitte Kırılma			Sabitte ve Trende Kırılma		
	Lag	LM-stat.	Break Time	Lag	LM-stat.	Break Time
Brezilya	4	-4.776***	1993	4	-4.768***	1993
Endonezya	2	-5.765***	1999	0	-5.765***	1999
Hindistan	0	-3.512	2004	0	-3.914*	2007
Güney Afrika	0	-3.720*	1987	0	-5.963***	1987
Türkiye	2	-5.899***	2003	0	-5.269***	2003
Panel-LM		-10.298			-9.168	
Olasılık Değeri		0.00***			0.00***	
CİD	Çift Kırılma					
	Lag	LM-stat.	Break Time	Lag	LM-stat.	Break Time
	Brezilya	4	-5.691***	1993 2008	4	-5.819***
Endonezya	2	-6.198***	1998 2011	2	-5.996***	1994 1999
Hindistan	0	-5.771***	1999 2011	0	-6.202***	2000 2008
Güney Afrika	2	-4.830**	1989 2005	0	-6.236***	1987 2009
Türkiye	2	-6.417***	2002 2014	0	-6.477***	1992 2003
Panel-LM		-14.167			-10.898	
Olasılık Değeri		0.00***			0.00***	

CİD	Tek Kırılma					
	Sabitte Kırılma			Sabitte ve Trende Kırılma		
	Lag	LM-stat.	Break Time	Lag	LM-stat.	Break Time
Brezilya	0	-3.271	2008	0	-3.415	2007
Endonezya	1	-2.822	2001	0	-3.138	1991
Hindistan	3	-3.883*	1992	0	-3.984**	1988
Güney Afrika	0	-3.304	1998	0	-4.357**	1990
Türkiye	0	-4.069**	1992	0	-3.629	1999
Panel-LM		-5.521			-3.803	
Olasılık Değeri		0.00***			0.00***	

CİD	Çift Kırılma					
	Lag	LM-stat.	Break Time	Lag	LM-stat.	Break Time
	Brezilya	0	-5.494***	1988 2006	0	-5.290**
Endonezya	0	-4.638*	1988 2001	0	-5.777***	1991 2010
Hindistan	3	-5.561***	1991 2002	0	-5.637***	1992 2002
Güney Afrika	0	-7.574***	1991 2001	0	-6.166***	1995 2001
Türkiye	0	-5.303**	1992 1999	0	-5.981***	1992 1999
Panel-LM		-13.807			-9.374	
Olasılık Değeri		0.00***			0.00***	

Not: Tek kırılmalı model için %1, %5 ve %10 anlam seviyesinde kritik değerler sırasıyla -4.604, -3.950 ve -3.636'dir. Çift kırılmalı model için %1, %5 ve %10 anlam seviyesinde kritik değerler sırasıyla -5.365, -4.661 ve -4.338'dir. Maksimum gecikme uzunluğu 4 olarak alınmış ve optimal gecikme uzunlukları "t-stat significance" yaklaşımı ile belirlenmiştir. *, ** ve *** ifadeleri sırasıyla %10, %5 ve %1 anlam seviyelerinde alternatif hipotezin kabul edildiğini göstermektedir.

Cari işlemler dengesi ise, tek kırılmalı modelde, Hindistan’da sabitte kırılmalı modelde 1992 yılında ve sabit ve trendli modelde ise 1988 yılında, Güney Afrika’da sabitli ve trendli modelde 1990 yılında, Türkiye’de sabitli modelde 1992 yılında yapısal kırılma yaşanmıştır. Cari işlemler dengesinin çift kırılmalı modelinde ise Brezilya’da 1988, 1989, 2006 ve 2010 yıllarında, Endonezya’da 1988, 1991, 2001 ve 2010 yıllarında, Hindistan’da 1991, 1992 ve 2002 yıllarında, Güney Afrika’da 1991, 1995 ve 2001 yıllarında, Türkiye’de ise 1992 ve 1999 yıllarında yapısal kırılma olduğu görülmektedir. Brezilya, Endonezya ve Güney Afrika ekonomilerinde politik koşulların yarattığı makro ekonomik belirsizlikler ortaya çıkmaktadır. Küresel emtia üretiminde önemli konumları nedeniyle ilgili yıllarda emtia fiyatlarında ortaya çıkan dalgalanmalar her iki ülkenin cari işlemler dengesinin genel yapısını olumsuz etkilemektedir. Türkiye ekonomisinde ise cari işlemler dengesi Grafik 1’de de görüleceği üzere kronik bir makro ekonomik sorun olarak görülmektedir. Bütün kırılğan beşli ekonomilerinde ortaya çıkan yapısal kırılma tarihlerinin akabinde dalgalı kur rejimine ve enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilmesi gibi para politikası uygulamasında tercihlerin değişmesine neden olmuştur. Cari dengedeki yapısal kırılmalar nedeniyle oluşan finansman zorunluluğu finansal gelişmenin düşük olduğu kırılğan beşli ekonomileri için daraltıcı para politikasının gereklerini yapmak zorunluluğunu çıkarmıştır. Öte yandan kırılğan beşli ekonomilerinin Koçyiğit vd. (2015) kısa dönemde ihracata dayalı büyüme hipotezinin geçerli olmaması, Bayat vd. (2018) Fisher etkisinin bağlamında para politikasını şekillendirmemeleri ve Barak ve Naimoğlu (2018) fiyat istikrarının sağlanamaması nedeniyle reel döviz kurundaki değişmelerin dış ticaret hadlerinde beklenen etkiyi yaratmamasından dolayı ekonomik aktörlerin makro ekonomik krizlerin etkilenmesinde çarpan etkisi yaratmıştır.

Tablo 3: Yatay-kesit Bağımlılığı ve Homojenite Testleri

Regresyon Modeli:		
$CID_{it} = \alpha_i + \beta_{1i}FGE_{it} + \varepsilon_{it}$	Statistic	p-value
<u>Yatay Kesit Bağımlılığı</u>		
LM (BP,1980)	122.078	0.00***
CD_{lm} (Pesaran, 2004)	25.061	0.00***
CD (Pesaran, 2004)	10.597	0.00***
LM_{adj} (PUY, 2008)	3.520	0.00***
<u>Homojenite</u>		
$\tilde{\Delta}$	8.360	0.00***
$\tilde{\Delta}_{adj}$	8.701	0.00***

Not: *, ** ve *** ifadeleri sırasıyla %10, %5 ve %1 anlam seviyelerinde alternatif hipotezin kabul edildiğini göstermektedir.

Olasılık değerlerine göre panelde yatay kesit bağımlılığının olduğunu gösteren ve katsayıların homojen olmadığını iddia eden alternatif hipotez kabul edilmektedir. Bu yüzden yatay kesit bağımlılığını ön plana alan ve homojen olmayan tahmine dayalı yöntemler kullanılması gerekmektedir.

Tablo 4: Hata Düzeltme Panel Eşbütünleşme Test Sonuçları

	Sabitli Model			Sabitli ve Trendli Model		
	Test İst.	Asimptotik Olasılık Değeri	Bootstrap Olasılık Değeri	Test İst.	Asimptotik Olasılık Değeri	Bootstrap Olasılık Değeri
Group_tau	0.085	0.534	0.628	-2.388	0.00***	0.108
Group_alpha	-0.222	0.412	0.454	-2.235	0.013**	0.066*
Panel_tau	0.953	0.830	0.872	-3.001	0.00***	0.053*
Panel_alfa	0.894	0.814	0.906	-3.780	0.00***	0.025**

Not: Gecikme ve öncül bir olarak alınmıştır. Bootstrap olasılık değerleri 1.000 tekrarlı dağılımdan elde edilmiştir. Asimptotik olasılık değerleri, standart normal dağılımdan elde edilmiştir. *, ** ve *** ifadeleri sırasıyla %10, %5 ve %1 anlam seviyelerinde alternatif hipotezin kabul edildiğini göstermektedir.

Hata düzeltme modeline dayalı eşbütünleşme testinde sıfır hipotezi finansal gelişme endeksi ile cari işlemler dengesi arasında uzun dönemli ilişki olmadığı yönündedir. Alternatif hipotez ise finansal gelişme endeksi ile cari işlemler dengesi arasında uzun dönemli ilişki olduğu yönündedir.

Sabit terimin dahil edildiği modelde hem asimptotik hem de bootstrap olasılık değerlerine bakıldığında finansal gelişme endeksi ile cari işlemler dengesi arasında uzun dönemli ilişki olmadığı görülmektedir. Sabit terimin ve trend değişkeninin dahil edildiği modelde ise alternatif anlam seviyelerinde finansal gelişme endeksi ile cari işlemler dengesi arasında uzun dönemli ilişki olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Tablo 5: Panel Vektör Otoregresyon ve Hata Düzeltme Modeli Nedensellik Test Sonuçları

	Kısa Dönem Nedensellik		Uzun Dönem Nedensellik
	Δ (FGE)	Δ (CID)	ECT(-1)
Δ (FGE)	-	2.983 (0.394)	-0.057 [-2.388]**
Δ (CID)	2.760 (0.430)	-	-4.484 [-3.143]***

Not: *, ** ve *** ifadeleri sırasıyla %10, %5 ve %1 anlam seviyelerinde alternatif hipotezin kabul edildiğini göstermektedir.

Kısa dönemde ne finansal gelişmeden cari işlemler dengesine doğru ne de cari işlemler dengesinde finansal gelişmeye doğru nedensellik bulunmamaktadır. Uzun dönemde ise finansal gelişme ile cari işlemler dengesi arasında karşılıklı nedensellik ilişkisi bulunmaktadır. Yani finansal gelişmişlik cari açığı etkilerken, cari açık da finansal gelişmişlik seviyesini etkileyebilmektedir.

Bu sonuçlar ışığında finansal gelişmişlik ve cari açık arasındaki ilişkinin ancak uzun dönemde görülebildiği ve literatürden farklı olarak bu iki değişkenin karşılıklı etkileşim halinde olduğu söylenebilir. Yani finansal gelişmişlik cari açığı etkileyebilirken cari açıktaki değişiklikler de finansal gelişmişliğin seviyesini uzun dönemde etkileyebilmektedir.

5. SONUÇ

Bu çalışmada “Kırılgan beşli” ekonomilerinde finansal gelişmişlik ve cari açık arasındaki ilişkinin tespiti amacıyla 1981 – 2018 dönemi panel data ekonometrik yöntemi ile test edilmiştir. Analizde “kırılganlık” ifadesinin gerçekten bu ülkelerin finansal sistemleri için geçerli olup olmadığını, Roubini ve Watchel’in (1998) çalışmalarındaki finansal gelişmişlik – liberalizasyon ve cari açık ilişkisi bağlamında test edilmesi amaçlanmıştır.

Sonuçlar incelendiğinde finansal gelişmişlik ve cari açık arasında ilişkinin uzun dönemde bu ülkelerde mevcut olduğu, finansal gelişmişliğin cari açığa uzun dönemde neden olabileceği görülmektedir. Bu durum finansal gelişmişliğin cari açığın sürdürülebilirliği üzerinden de finansal gelişmişlik – cari açık ilişkisinin açıklanabileceğini göstermektedir. Bununla birlikte diğer çalışmalardan farklı olarak nedensellik ilişkisinin çift yönlü olduğu ve cari açıktan finansal gelişmişliğe, finansal gelişmişlikten de cari açığa uzun dönemde ilişki olması cari dengenin finansal sistemin gelişmesi için de önemli bir faktör olduğunu göstermektedir. Elde edilen bulgular finansal gelişmenin gerçekleşmesi ile birlikte cari dengenin sağlanmasına yönelik politikaların etkinliğinin artmasına yardımcı olacağını göstermektedir. Cari işlemler açığının iktisat teorisi açısından yurtiçi tasarruf açığını işaret etmesi nedeniyle finansal ürün ve araç çeşitliliğinin artmasının ortalama tasarruf eğilimini yükseltmesi beklenmektedir. Cari işlemler açığını finanse etmenin gerekliliği neticesinde yurtiçi faiz oranlarının artırmanın genel ekonomik görünüm içerisinde yarattığı olumsuz koşullar dengelenmiş olacaktır. Böylece diğer gelişmekte olan ekonomilerinde olduğu gibi kırılgan beşli ekonomilerinde önemli bir yapısal ekonomik sorun olan yurtiçi-yurtdışı tasarruf dengesinin sağlanması politika yapıcılara avantaj sağlayacaktır. Kırılgan beşli özelinde Brezilya ve Güney Afrika’nın önemli emtia üreticisi olmasına rağmen finansal gelişmenin cari işlemler dengesi üzerinde etkili olması kaynakların optimal dağıtılmadığı sorusunu gündeme getirmektedir. Her iki ülkenin geleneksel üretim yapısını terk edip yenilikçi üretim süreçlerine yönelmesi gerekmektedir. finansal gelişmenin ölçülmesine yönelik teorik tartışmalar ile birlikte gelecek çalışmalarda finansal gelişmenin değişen kavramsal çerçevesi ile birlikte söz konusu ilişkinin tekrar incelenmesi gerekmektedir. Öte yandan ekonometri teorisinde ortaya çıkan güncel gelişmeler ile birlikte Markov rejim değişimlerinin ele alan modeller ile finansal gelişme ve cari denge ilişkisinin olası daralma ve genişleme evrelerinde birbirilerini etkileme dereceleri ve yönü ortaya konulabilir.

Etik Beyan: Bu çalışmada “Etik Kurul” izni alınmasını gerektiren bir yöntem kullanılmamıştır.

Ethics Statement: In this study, no method requiring the permission of the “Ethics Committee” was used.

KAYNAKÇA

- Alper, A. E., & Oransay, G. (2015). Cari açık ve finansal gelişmişlik ilişkisinin panel nedensellik analizi ekseninde değerlendirilmesi. *Uluslararası Ekonomi ve Yenilik Dergisi*, 1(2), 73 – 85.
- Altaylıgil, Y. B., & etrez, M. (2020). Macroeconomic, institutional and financial determinants of current account balances: a panel data assessment. *Economic Structures*, 9(49).
- Barak, D., & Naimoğlu, M. (2018). Reel döviz kurunun dış ticaret üzerindeki etkisi: Kırılğan Beşli rneği. *Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 11(2), 82-95.
- Bayat, T., Kayhan, S., & Taşar, İ. (2018). Re-visiting fisher effect for fragile five economies. *Journal of Central Banking Theory and Practice*, 7(2), 203-218.
- Bayraktutan, Y., & Demirtaş, I. (2011). Gelişmekte olan ülkelerde cari açığın belirleyicileri: panel veri analizi. *Kocaeli Üniversitesi SBE Dergisi*, 22(2), 1-28.
- Blanchard, O., & Giavazzi, F. (2002). Current account deficits in the euro area: The end of the Feldstein-Horioka puzzle. *Brookings Papers on Economic Activity*, 33(2), 147-210.
- Breusch, T. S., & Pagan, A. (1980). The Lagrange multiplier test and its application to model specification in econometrics. *Rev. Econ. Stud.*, 47, 239–253.
- Calderon, C., Chong, A., & Loayza, N. (2000). Determinants of current account deficit in developing countries. *The World Bank, Policy Research Working Paper Series*, No: 2398
- Chinn, M. D., & Ito, H. (2007). Current account balances, financial development and institutions: Assaying the world “saving glut” . *Journal of International Money and Finance*, 26(4), 546-569.
- Chinn, M. D., & Prasad, E. S. (2000). Medium-Term determinants of current accounts in industrial and developing countries: An empirical exploration. *NBER Working Paper*, No. 7581.
- Chinn, M. D., Eichengreen, B., & Ito, H. (2011). A forensic analysis of global imbalances. *NBER Working Paper Series*, No. 17513.
- Ekinci M.F., Erdem F. P., & Kılın, Z. (2015). Credit growth, current account and financial depth. *Applied Economics*, 47(17), 1809-1821.
- Gruber, J., & Kamin, S. (2009). Do differences in financial development explain the global pattern of current account imbalances?. *Review of International Economics*, 17(4), 667-688.
- Herrmann, S., & Winkler, A. (2009). Real convergence, financial markets, and the current account–emerging Europe versus emerging Asia. *The North American Journal of Economics and Finance*, 20(2), 100-123.
- Mendoza, E. G., Rıos-Rull, J. V., & Quadrini, V. (2007). Financial integration, financial deepness and global imbalances. *NBER Working Paper Series*, Working Paper no. 12909.
- Im, K.-S., Lee, J., & Tieslau, M. (2005). Panel LM unit root tests with level shifts. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 67(3), 393-419.
- Koyığit, A., Bayat, T., Kayhan, S., & şentrk, M. (2015), Short and Long Term Validity of Export-Led Growth Hypothesis in BRICS-T Countries: A Frequency Domain Causality Approach, *Journal of Asian Development Studies*, 4(3).
- Karagöl, V., & Erdoğan, M. (2017). Türkiye ekonomisinde cari aığın belirleyicileri ve cari aığa yönelik politika uygulamaları. *Ulakbilge*, 5(10), 353 – 381.
- Kayhan, S., Adığuzel, U., & Skmen, F. ř. (Eds.). (2016). *Kamu Harcamaları–Dış Ticaret Aığı İlişkisi: Birbirlerini Aynı Ynde mi Etkiler? Türkiye rneği. ICPESS (International Congress on Politic, Economic and Social Studies)*, no. 1, 137 – 150.

- Lee, J., & Strazicich, M. (2003). Minimum Lagrange multiplier unit root test with two structural breaks. *Review of Economics and Statistics*, 85(4), 1082-1089.
- Lee, J., & Strazicich, M. (2004). Minimum LM unit root test with one structural break. Manuscript, Department of Economics, Appalachian State University, 1-16.
- Mutlugün, B. (2014). The relationship between financial development and economic growth for Turkey. *Journal of Economic Policy Researches*, 1(2), 85-115
- Obstfeld, M. (2008). International finance and growth in developing countries: What have we learned?. *The World Bank*, WP/34.
- Pesaran, H. M. (2004). General diagnostic tests for cross section dependence in panels. *University of Cambridge Working Paper*, No:0435,.
- Pesaran, H. M., Ullah, A., & Yamagata, T. (2008). A bias-adjusted LM test of error cross section independence. *Econometrics Journal*, 11, 105–127.
- Pesaran, H. M., & Yamagata, T. (2008). Testing slope homogeneity in large panels. *Journal of Econometrics*, 142(1), 50-93.
- Roubini, N., & Wachtel, P. (1998). Current account sustainability in transition economies. *NBER Working Paper Series*, WP/6468/1-58.
- Sadiku, L., Fetahi-Vehapi, M., Sadiku, M., & Berisha, N. (2015). The persistence and determinants of current account deficit of FYROM: an empirical analysis. *Procedia Economics and Finance*, 33, 90-102.
- Sahay, R., Čihák, M., N'Diaye, P., & Barajas, A. (2015). Rethinking financial deepening: Stability and growth in emerging markets. *Revista de Economía Institucional*, 17(33), 73-107.
- Turan, T., & Afsal, M. Ş. (2020) Türkiye’de cari açığın belirleyicileri: Ampirik bir analiz. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, 651, 217 – 236.
- Westerlund, J. (2007). Testing for error correction in panel data. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 69(6), 709-748.
- Yiğitbaş, Ş. B. (2017). The Relationship between financial depth and current account deficit in Turkey. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 13(3), 507-520.