

Türkiye’de Cari İşlemler Hesabı ile Finans Hesabı Arasındaki Nedensellik İlişkisi

Nagehan KESKİN¹

Özet

Bu çalışmada Türkiye’de cari işlemler hesabı ile finans hesabı ve cari işlemler hesabı ile finans hesabının bileşenleri arasındaki nedensellik ilişkisi 1998:Q1- 2018:Q2 dönemi için Toda-Yamamoto nedensellik analizi ile incelenmektedir. Ampirik bulgular, finans hesabından cari işlemler hesabına doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğunu ortaya koymaktadır. Finans hesabının bileşenleri ile cari işlemler hesabı arasındaki nedensellik ilişkisine bakıldığında ise bulgular farklılaşmakta; finans hesabını oluşturan sermaye akımlarından portföy yatırımları ile kısa vadeli sermaye akımlarından cari işlemler hesabına doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi mevcutken, cari işlemler hesabından doğrudan yatırımlar ile diğer uzun vadeli sermaye akımlarına doğru ise tek yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğu tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Cari İşlemler Hesabı, Finans Hesabı, Sermaye Akımları, Nedensellik

Jel Sınıflandırma Kodları: F32, F40, C10

The Causality Relationship Between Current Account and Financial Account in Turkey

Abstract

In this study the causality relationship between the current account and financial account and the current account and the components of the financial account is examined by Toda-Yamamoto causality analysis for the period of 1998:Q1- 2018:Q2 in Turkey. The empirical findings show that there is a unidirectional causality relationship from the financial account to the current account. However, when we look at the causality relationship between the components of financial account and the current account, the findings are different. While there is a unidirectional causality relationship between portfolio investments and short term capital flows to current account, it is determined that there is a unidirectional causality relationship from current account to direct investment and other long term capital flows

Keywords: Capital Account, Financial Account, Capital Flows, Causality

JEL Codes: F32, F40, C10

1. GİRİŞ

Bir ülkenin yabancı ülkelerle olan ekonomik ilişkilerinin özetlendiği ödemeler bilançosu; cari işlemler hesabı, sermaye hesabı, finans hesabı, resmi rezervler hesabı ile net hata ve noksan hesaplarından oluşmaktadır. Bu hesaplar arasında cari işlemler hesabı, reel ekonomiyle doğrudan ilişkili olması, finans hesabı ise bir ülkenin dış kaynak ihtiyacını nasıl karşıladığını göstermesi nedeniyle ödemeler bilançosunda çok önemli bir yere sahiptir (Bulut vd., 2018: 51). Ülkenin gelir ve giderlerini ölçen cari işlemler hesabı, mal ve hizmet ticareti ile birincil ve ikincil gelir hesaplarından oluşmaktadır. Cari işlemler hesabında, gelirlerin giderleri aştığı durum cari işlemler fazlasını; giderlerin gelirleri aştığı

durum ise cari işlemler açığını ifade etmektedir. Finans hesabı ise kısa ve uzun vadeli uluslararası sermaye akımlarının kaydedildiği bir hesap olup, bir ülkenin dış finansal varlıkları ve yükümlülüklerindeki değişimler ile bu değişimlerin karşılıklı kayıtlarını içermektedir (TCMB, 2015: 1). Uluslararası sermaye akımları, gerçek veya mali varlıkların ulusal sınırları aşan alım satım işlemlerinden oluşmaktadır. Bu çerçevede, bir ülkedeki varlıkların o ülkede yerleşik olamayanlar tarafından satın alınması “sermaye girişi”, ülkede yerleşik kişi ve kurumların yabancı varlıkları satın alması “sermaye çıkışı”, aradaki fark da net sermaye girişi veya net sermaye çıkışı olarak ifade edilmektedir (Cesur, 2016: 118-119).

¹ Dr. Öğretim Üyesi, Dokuz Eylül Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Buca/İZMİR, nagehan.keskin@deu.edu.tr ORCID: 0000-0003-3217-2686

Ödemeler bilançosunun finans hesabına kaydedilen uluslararası sermaye akımları, doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlardan oluşmaktadır. Doğrudan yatırımlar, sıfırdan fabrika kurmak ya da mevcut bir şirketin tamamını satın almak veya %10'dan fazla olmak şartıyla bir kısmına ortak olmak ve gayrimenkul satın alımı şeklinde gerçekleşen uzun vadeli bir yatırım türüdür. Kısaca menkul değerlere yapılan yatırımlar olarak tanımlanan portföy yatırımları, hisse senetleri ile kamu ya da özel kuruluşlarca ihraç edilen bono ve tahvil şeklindeki borç senetlerini ve diğer para piyasası araçlarını içermektedir. Doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımları dışında kalan diğer tüm sermaye akımlarını içeren diğer yatırımlar ise efektif ve mevduatlar, krediler ve ticari kredilerden oluşmaktadır (Bulut vd., 2018: 61). Diğer yatırımlar kalemi de kendi içerisinde vadelerine göre uzun vadeli ve kısa vadeli sermaye akımları olarak ayrılabilir. Bu bağlamda doğrudan yatırımlar dışında kalan diğer uzun vadeli sermaye akımları, vadesi bir yıldan fazla olan krediler, banka mevduatları ve diğer alacak ve borçlardan oluşmaktadır. Kısa vadeli sermaye akımları ise finansman bonusu gibi kısa vadeli borçlanma araçları, banka mevduatları, kısa vadeli banka kredileri ve kısa vadeli diğer alacak ve borçlardan oluşmaktadır (Alp, 2000: 183,197). Genellikle faiz-kur arbitrajından yararlanmak amacıyla gelen portföy yatırımları ile kısa vadeli sermaye akımları, ağırlıklı olarak likiditesi yüksek fonlardan oluştuğundan son derece akışkan, risk algısına oldukça duyarlı ve istikrarsız bir yapıya sahiptir. Doğrudan yatırımlar ile diğer uzun vadeli sermaye akımları ise portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye akımlarına göre hem daha uzun vadeli hem yatırımlara kanalize edilebilme imkanı daha fazla hem de daha istikrarlı bir yapıya sahiptir (Kont, 1998: 704).

Uluslararası sermaye akımları temelde ekonominin dış dengesizliği ile bağlantılıdır. Sermaye akımlarının yöneldiği ülkede cari işlemler hesabının açık vermesi, ortaya bir finansman sorunu çıkartmakta ve rezerv

düzeyinin yeterli olmaması durumunda cari açığın finansmanı ancak net sermaye girişleriyle sağlanmaktadır (Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 45). Uluslararası sermaye akımları içerisinde, doğrudan yatırımlar dışındaki sermaye akımları doğası gereği borç arttırıcı özelliğe sahiptir. Bu nedenle cari açığın, doğrudan yatırımlar gibi fiziksel yatırımlar ve uzun vadeli kredilerle finanse edilmesi, portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye akımları ile finanse edilmesine göre daha tercih edilebilir bir seçenektir. Cari açığın ağırlıklı olarak kısa vadeli spekülatif sermaye akımları ile finanse edilmesi, ekonominin dışsal şoklara karşı kırılganlığını arttırarak makroekonomik ve finansal risk yaratmaktadır (Eşiyok, 2012: 67).

Ödemeler bilançosuna göre sermaye akımları cari işlemler açıklarını finanse ettiğinden, bu durum ilk bakışta, cari işlemler hesabının finans hesabında değişikliğe neden olduğu yani iki değişken arasındaki ilişkinin yönünün cari işlemler hesabından finans hesabına doğru olduğu biçiminde değerlendirilebilir (Erden ve Çağatay, 2011: 50). Sermaye akımlarının denetim altında olması durumunda, nedenselliğin yönünün cari işlemler hesabından finans hesabına doğru olması doğaldır. Sermaye akımlarının serbest olması durumunda ise nedenselliğin yönü değişkenlik gösterebilmektedir (Yan, 2007: 4-5). Diğer bir deyişle, sermaye akımları cari açıkları finanse edebileceği gibi cari işlemler hesabında dengesizliğe de yol açabilmektedir.

Uluslararası sermaye akımları, ekonomik büyümenin sağlanması için yurtiçi tasarrufları yetersiz olan Gelişmekte Olan Ülke (GOÜ)'lerde, dışarıdan finansman sağlamayı kolaylaştırarak daha yüksek bir ekonomik büyüme için potansiyel kaynak yaratmakla birlikte aynı zamanda ülkeye ani giriş-çıkışları ile finansal istikrar açısından risk oluşturarak ekonomi üzerinde olumsuz etkiler de yaratabilmektedir (Aslan vd., 2014: 20). Bu olumsuz etkiler arasında ulusal paranın değerlenmesi, parasal genişleme, enflasyonist baskının artması ve cari dengenin bozulmasını

saymak mümkündür. Özellikle 1980'li yılların sonlarından itibaren GOÜ'lerde sermaye akımlarının hızla serbestleştirilmesiyle birlikte, sermaye akımlarının cari işlemler hesabındaki istikrarsızlığın temel nedeni olabileceği ortaya çıkmıştır (Wong and Carranza, 1999: 226). Nitekim 1990'lı yıllarda GOÜ'lerde yaşanan finansal krizler, serbest sermaye akımlarının cari işlemler açığını tetiklediğine dair güçlü kanıtlar sunmaktadır. Esnek kur rejimi altında, net sermaye girişleri ulusal paranın reel olarak değerlendirilmesine neden olmaktadır. Ulusal para biriminin reel olarak değer kazanması; ülkenin ihracatını daha pahalı, ithalatını ise daha ucuz getirerek cari işlemler açığına yol açmaktadır. Sermaye akımları serbestken yüksek kar arayan yabancı yatırımcılar, fonlarını kolaylıkla GOÜ'lere yönlendirebilmektedir. Bu ülkelerin finansal sistemlerinin sermaye girişlerini uygun şekilde absorbe edebilme kapasitesinin yetersiz olması, aşırı tüketim ve verimsiz yatırımlara yol açarak cari açıkları arttırmaktadır (Kim and Kim, 2011: 497; Yan, 2007: 5).

Türkiye'de 1980 yılında başlayan dışa açılma ve finansal serbestleşme süreci, 1989 yılında sermaye akımları üzerindeki tüm kısıtlamaların kaldırılması ile tamamlanmıştır. Sermaye akımlarının tamamen serbestleştirilmesi ile birlikte 1990 sonrasında Türkiye'ye yönelen sermaye akımlarının hacmi önemli ölçüde artmıştır. Bu süreçte Türkiye'ye yönelen uluslararası sermaye akımlarının niteliği ve bileşiminde de diğer GOÜ'lerdeki genel eğilime paralel bir değişim yaşanmış; resmi kanallardan özel piyasalara kayan sermaye akımları görece daha kısa vadeli ve spekülasyon bir niteliğe bürünmüştür. Zaman zaman farklılık gösterse de genel olarak Türkiye'ye yönelen portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye akımlarındaki artış, doğrudan yatırımlara göre çok daha yüksek seviyelerde gerçekleşmiştir. Bu gelişmelerin sonucunda, oynaklığı artan sermaye akımlarının, ekonominin dış dengesizliği ve cari açıkları olan bağlantısı da giderek zayıflamıştır (Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 1-4, 47; Alp, 2000: 386).

Türkiye, sermaye akımlarının serbestleştirilmesi sonrasında büyük miktarda sermaye girişlerinin yol açtığı canlanma dönemlerinde, büyümenin genellikle çok yüksek cari açık düzeyleriyle sonuçlandığına tanıklık etmektedir. Sermaye girişlerinin yol açtığı TL'nin değerlendirilmesi eğilimi, kredi genişlemesine bağlı olarak artan talep ve ithal girdiye bağlı üretim yapısı nedeniyle, cari açık çok yüksek düzeylere ulaşmıştır (Erdem, 2015: 154).

Boratav (2013)'a göre Türkiye'de cari işlemler ile sermaye akımları arasındaki ilişkinin yönü, sermaye akımlarının denetim altında olduğu 1989 öncesi dönem ile sermaye akımlarının serbestleştirildiği 1989 sonrası dönemde farklılık göstermektedir. Sermaye akımlarının denetlendiği 1989 öncesi dönemde, iç talepteki değişimler cari işlemler dengesini etkilemektedir. İç talebin genişlemesi durumunda cari açık büyümekte ve büyüyen cari açığın finansmanı yabancı sermaye girişini gerekli kılmaktadır. Dolayısıyla bu dönemde cari işlemler ile sermaye akımları (finans hesabı) arasındaki ilişki; talep genişlemesi (büyüme) → cari açık → sermaye girişi şeklinde özetlenebilir. Sermaye akımlarının serbestleştiği 1989 sonrası dönemde ise kısa dönemli genişleme sürecinin ülke içinden kaynaklanan otonom talep artışları ile başlama olanağı giderek azalmış ve talep genişlemesini başlatan en etkili değişken yabancı sermaye girişi olmuştur. Yabancı sermaye girişi ile başlayan talep genişlemesi (kısa dönemli büyüme), dış ticaret dengesinden başlayarak cari işlemler açığının artmasına neden olmaktadır. Bu koşullarda cari işlemler ile sermaye akımları arasındaki ilişkiyi; sermaye girişleri → talep genişlemesi (büyüme) → cari açık şeklinde özetlemek mümkündür (Boratav, 2013: 205-206).

Literatürde Türkiye ekonomisi için gerek cari işlemler dengesi/cari işlemler açığı gerekse sermaye akımları farklı yönleriyle birçok çalışmaya konu olmakla birlikte, cari işlemler hesabı ile finans hesabı arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalar sınırlı sayıdadır. Bu

çalışmanın amacı, önemli ölçüde cari açık veren ve aynı zamanda sermaye akımlarının serbestleştirilmesinden sonra büyük miktarda yabancı sermaye girişi yaşayan Türkiye’de cari işlemler hesabı ile finans hesabı ve ayrıca cari işlemler hesabı ile finans hesabını oluşturan portföy yatırımları, kısa vadeli sermaye akımları, doğrudan yatırımlar ve diğer uzun vadeli sermaye akımları arasındaki nedensellik ilişkisini incelemektir. Bu bağlamda çalışmanın; cari işlemler hesabı ile finans hesabı arasındaki ilişkiyi Türkiye açısından inceleyen sınırlı sayıda çalışmadan biri olması, literatürde bu konuyu ele alan çalışmalardan farklı olarak teorik olarak cari işlemler hesabı ile finans hesabının birbirlerini etkileme kanallarından tümüne ayrıntılı olarak yer verilmesi ve söz konusu ilişkiyi finans hesabının alt kalemleri açısından da analiz etmesi yönleriyle literatüre katkı sağlayabileceği düşünülmektedir. Giriş kısmının ardından çalışmanın ikinci kısmında cari işlemler hesabı ile finans hesabı arasındaki nedensellik ilişkisinin teorik temelleri açıklanmakta, üçüncü kısımda ampirik literatür özetlenmektedir. Dördüncü kısımda çalışmanın ampirik analizinde kullanılacak veri seti tanıtılmakta ve kullanılacak ampirik yöntemle ilişkin bilgiler aktarılmakta, beşinci kısımda ampirik bulgular değerlendirilmekte, altıncı kısımda ise ulaşılan sonuçlara ilişkin genel bir değerlendirme yapılarak politika önerilerine yer verilmektedir.

2. TEORİK ÇERÇEVE

Sermaye akımları ile cari işlemler arasındaki çeşitli teorik ilişkiler, cari işlemler hesabı ile finans hesabı arasında farklı nedensel ilişkilerin ortaya çıkmasına yol açmaktadır (Yan and Yang, 2012: 29). Literatürde, cari işlemler hesabı ile finans hesabı arasında dört olası nedensellik ilişkisi söz konusudur: Cari işlemler hesabından finans hesabına doğru ya da finans hesabından cari işlemler hesabına

doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi, çift yönlü nedensellik ilişkisi ve nedensellik ilişkisinin bulunmaması (Kim and Kim, 2011:497-498).

Cari işlemler hesabı ile finans hesabı arasındaki nedensellik ilişkisinin incelenmesinde ödemeler dengesi muhasebesini ifade eden (1) nolu eşitlik yararlı bir başlangıç noktası olmaktadır. Ödemeler dengesi muhasebesi çerçevesinde cari işlemler hesabı ile finans hesabı arasındaki ilişkiyi şu şekilde ifade edebiliriz:

$$\text{Cari işlemler hesabı} + \text{Finans hesabı} + \text{Resmi rezervler hesabı} = 0 \quad (1)$$

(1) nolu eşitlik cari işlemler hesabı, finans hesabı ve resmi rezervler hesabının toplamının sıfıra eşit olması gerektiğini belirtmektedir². Resmi rezervler hesabı sabit kabul edildiğinde, cari işlemler hesabı açığı (fazlası) finans hesabı fazlasını (açığını) gerektirmekte ve yabancı sermaye girişini (çıkışını) ifade etmektedir (Yan, 2005: 150). (1) nolu eşitliğe makroekonomik çerçeveden bakıldığında, cari işlemler hesabı ulusal tasarruflar ile yatırımlar arasındaki farkı yansıtmaktadır. Finans hesabı ise doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar olmak üzere üç ana bileşenden oluşmaktadır (Yan and Yang, 2012: 28). (1) nolu eşitlik ex-post anlamda ödemeler dengesi muhasebesini ifade eden bir özdeşliktir. Bu nedenle de (1) nolu eşitlik her ne kadar finans hesabının (FA) (sermaye akımlarının) cari işlemler hesabını (CA) finanse ettiğini ima etse de bu eşitlikten hareketle CA ile FA arasındaki nedensellik ilişkisine dair bir çıkarımda bulunmak mümkün değildir (Yan, 2007:4). CA ile FA arasındaki ilişki birçok iktisadi kanal ve mekanizma aracılığıyla gerçekleştiğinden, CA ile FA arasındaki nedensellik ilişkisini açıklayabilmek için CA ile FA arasındaki çeşitli teorik ilişkilerin incelenmesi gerekmektedir.

Obstfeld ve Rogoff (1996)’un öne sürdüğü zamanlararası cari işlemler denge modeline

² Ödemeler bilançosunun diğer iki hesap kalemi olan sermaye hesabı ile net hata ve noksan hesabının analiz dışında bırakılması durumunda.

(intertemporal current account balance model) göre, sermaye akımları cari işlemler açığını finanse etme amacına hizmet etmektedir ki bu da yurtiçi tasarruflar ile yatırımlar arasındaki negatif farktır. Bu durumda cari işlemler hesabı sermaye girişlerine neden olmaktadır (Ersoy, 2011: 188; Yan and Yang, 2012: 29). Yani nedenselliğin yönü cari işlemler hesabından finans hesabına doğrudur. Cari işlemler hesabından finans hesabına doğru tek yönlü nedensellik ilişkisinin varlığı, cari işlemler açığı sorununun ülkenin ticaret açıkları ve bütçe açıkları gibi bazı yapısal sorunlarının varlığından kaynaklandığına ve aynı zamanda finansal serbestleşme politikalarının cari açık üzerinde olumsuz etkiye yol açmadan uygulanabileceğine işaret etmektedir (Kim and Kim, 2011: 498; Manda, 2014: 87).

İki hesap arasındaki nedensellik ilişkisi, finans hesabından cari işlemler hesabına doğru da olabilir. Esnek döviz kuru rejimi uygulanması durumunda net sermaye girişleri ulusal para biriminin değerlenmesine neden olmaktadır. Sermaye akımlarının yarattığı döviz arzı, piyasalarda aynı döviz talebi karşısında ülke parasının reel olarak değer kazanmasına yol açmaktadır. Ulusal paranın değerlenmesi ise ihraç mallarının fiyatının uluslararası fiyatlara yükselmesine, ithal mallarının fiyatının ise ucuzlamasına yol açarak cari işlemler açığına neden olmaktadır. Bu durumda nedensellik ilişkisinin yönü finans hesabından cari işlemler hesabına doğrudur (Uzunoğlu vd., 1995: 72-73; Wong and Carranza, 1999: 226). Finans hesabından cari işlemler hesabına doğru tek yönlü nedensellik ilişkisinin varlığı; finansal serbestleşme politikalarının cari işlemler dengesinin bozulmasına yol açtığına ve bu nedenle yeterli düzenleme ve denetlemenin olmadığı bir finansal sistemde, sermaye akımları üzerindeki kısıtlamaların kaldırılmasında temkinli olunması gerektiğine işaret etmektedir (Kim and Kim, 2011: 497). Nedenselliğin yönünün finans hesabından cari işlemler hesabına doğru olması durumunda, ülkeye yönelen sermaye akımlarının bileşimi de önem taşımaktadır. Bu bağlamda, ülkeye

yönelen sermaye akımları ağırlıklı olarak doğrudan yatırım şeklinde ise bu durum görece daha az problemlidir. Ancak cari açığın aniden tersine dönebilen portföy yatırımları ile kısa vadeli sermaye akımlarının bir sonucu olması durumunda ekonomide istikrarı bozma tehlikesi bulunmaktadır (Manda,2014: 87).

Yan ve Yang (2008, 2012), sermaye akımları ile cari işlemler arasındaki nedensellik ilişkisinin yönünün, sermaye akımlarını belirleyen faktörlere bağlı olabileceğine dikkat çekmektedirler. Sermaye akımlarını belirleyen faktörler, çeken (içsel) ve iten (dışsal) faktörler olmak üzere iki başlık altında incelenmektedir. Çeken faktörler sermaye girişlerinin olduğu ülke koşullarınca belirlenen faktörlerdir. GOÜ'lere yapılan yatırımların yüksek getirileri, bu ülkelerde gerçekleştirilen ekonomik reformlar, büyüme oranlarının artması, enflasyon oranlarının düşmesi gibi makroekonomik göstergelerdeki iyileşmeler sermayeyi çeken önemli faktörlerdir (İnandım, 2005: 17). Sermaye akımlarına sermayenin çıktığı ülkeler açısından yaklaşan iten faktörler ise daha ziyade gelişmiş ülke ekonomilerinde meydana gelen gelişmeleri ve uluslararası konjonktürdeki değişmeyi ifade etmektedir (Alp, 2000: 194). Bu bağlamda küresel likidite fazlası, yatırımcı risk iştahı, gelişmiş ülkelerdeki düşük faiz oranları ve ekonomik durgunluk sermayenin GOÜ'lere yönelmesine neden olan en temel iten faktörler olarak gösterilmektedir (İnandım, 2005: 20; Barlas ve Kaya, 2013: 7). Yan ve Yang (2008, 2012)'a göre eğer sermaye akımları çeken faktörler tarafından belirleniyorsa, bu durum iç ekonomik ortamın yabancı yatırımları çekmek için elverişli olduğuna ve sermaye girişlerinin yurtiçi talebe bağlı olduğuna işaret ettiğinden, nedensellik ilişkisinin yönünün cari işlemler hesabından sermaye hesabına doğru olması beklenebilir. Sermaye akımlarının iten faktörler tarafından belirlenmesi durumunda ise dışsal faktörler yabancı sermayenin iç piyasaya akmasına ve cari işlemler hesabında dengesizliğe neden olabilmektedir (Yan and Yang, 2008: 439; Yan and Yang, 2012: 29).

Cari işlemler hesabı ile finans hesabı arasındaki nedensellik ilişkisi, finans hesabını oluşturan sermaye akımlarının türüne göre de farklılık gösterebilmektedir. Çünkü sermaye akımlarının farklı türleri, yurtiçi ve küresel ekonomik koşullarda farklı davranmakta ve farklı tepkiler göstermektedirler. Bu bağlamda, doğrudan yatırımlar diğer sermaye akımı türlerine göre daha istikrarlı bir yapıya sahipken ve daha ziyade yapısal ve uzun vadeli içsel faktörler tarafından belirlenirken, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar şeklindeki sermaye akımları ise daha istikrarsızdır ve ağırlıklı olarak dışsal faktörler tarafından belirlenmektedir. Dolayısıyla cari işlemler hesabı ile olan ilişkileri de farklılık gösterebilmektedir (Oeking and Zwick, 2015: 4). Uluslararası sermaye akımlarının makroekonomik etkileri genellikle bu fonların vade yapıları ile bağlantılıdır. Bu bağlamda uzun vadeli sermaye akımları ve özellikle doğrudan yatırım şeklindeki sermaye akımları, yöneldikleri ülkeye uzun vadeli olarak belirli bir fiziki sermaye yanında aynı zamanda yeni teknoloji, gelişmiş üretim ve pazarlama teknikleri de getirdiklerinden, genellikle ev sahibi ülkenin ekonomik gelişmesine olumlu katkılar sağlamaktadırlar. Öte yandan portföy yatırımları ile kısa vadeli sermaye akımları ise çok likit olmaları ve her an ülkeyi terk edebilecek yapıda bulunmaları nedeniyle makroekonomik dengeler üzerinde olumsuz etkiler yaratabilmektedirler. Bu olumsuz etkilerden en önemlilerinden birisi ise cari dengenin bozulmasıdır. Portföy yatırımları ile kısa vadeli fon şeklindeki sermaye akımları; ulusal paranın aşırı değerlenmesine, ulusal kredi ve tüketim hacminin genişlemesine yol açarak cari açığa neden olabilmektedir (Alp, 2000: 218-220, 248).

Cari işlemler ile finans hesabı arasındaki nedensellik ilişkisi, sermaye girişlerine tepki niteliğinde uygulanan politika tedbirlerine bağlı olarak da değişebilmektedir. Ülkeye sermaye girişi gerçekleştiğinde, para otoritesi kısmen veya tamamen sterilizasyon politikasını kullanabilir veya kullanmayabilir. Kısmi sterilizasyon ve sterilizasyon

politikasının uygulanmaması, parasal genişlemeye yol açarak enflasyon üzerinde yukarı yönlü baskı yaratmakta ve aynı zamanda ulusal para biriminin değerlenmesine neden olarak cari açığı arttırmaktadır. Bu durumda sermaye girişleri cari açığa neden olmaktadır. Diğer bir deyişle ilişkinin yönü finans hesabından cari işlemler hesabına doğru gerçekleşmektedir (Yan, 2007: 4; Yan and Yang, 2008: 440). Tam sterilizasyon politikası uygulanması durumunda ise yabancı rezervler resmi rezervler hesabıyla aynı miktarda artarken cari işlemler hesabında herhangi bir değişiklik olmamaktadır. Dolayısıyla bu durumda sermaye akımları ile cari işlemler arasında herhangi bir ilişki tespit edilemeyebilir. Ancak bu ilişkisizlik durumu genellikle kısa vadeli olmaktadır. Çünkü Calvo (1991)'nin ifade ettiği gibi, sterilizasyonun da belli bir sınırı vardır. Açık piyasa işlemlerinin yurtiçi faiz oranlarını yükseltmesi nedeniyle, yurtiçi faiz oranlarının yurtdışı faiz oranlarından daha yüksek olması durumunda ülkeye daha fazla sermaye girişi gerçekleşecektir. Bu durumda ulusal paranın değerlenmesi cari işlemler hesabında bozulmaya yol açacaktır (Yan, 2007: 4).

Cari işlemler hesabı ile sermaye akımları arasındaki ilişki, ülkeye giren sermaye akımlarının yatırımları mı yoksa tüketimi mi finanse ettiğine bağlı olarak da değişebilmektedir. Sermaye akımlarının yatırımları, özellikle de ihracat potansiyeli olan yatırımları finanse etmesi halinde cari işlemler dengesini olumlu yönde etkileyebilmektedir. Bu bağlamda daha ziyade doğrudan yatırım şeklindeki sermaye akımları reel ekonomiye yöneldiğinden yatırımları arttırma olasılıkları daha yüksektir. Ancak sermaye akımlarının büyük ölçüde tüketimi ve tüketim malları ithalatını finanse etmesi halinde cari işlemler dengesizlikleri ile karşılaşılabilir (Uzunoğlu vd., 1995: 66-67; Cengiz ve Karacan, 2015: 339).

Cari işlemler hesabı ve finans hesabı arasındaki nedensellik ilişkisi tek yönlü olabileceği gibi çift yönlü de olabilmektedir.

Cari işlemler hesabı ve finans hesabı her ikisi de iç ve dış gelir düzeyi, döviz kuru ve faiz oranı gibi benzer makroekonomik değişkenlerden etkilenmektedir³. Her iki hesabın ilgili makroekonomik değişkenler tarafından dışsal olarak belirlenmesi nedeniyle aralarında çift yönlü bir nedensellik ilişkisi de söz konusu olabilmektedir (Oeking and Zwick, 2015: 8; Kim and Kim, 2011: 498). Ayrıca bu iki hesap nedensel olarak birbirinden bağımsız da olabilir. Ödemeler dengesi metodolojisi çerçevesinde, teorik olarak cari işlemler hesabı açığı finans hesabı fazlasına eşit olduğundan, hatalar ve eksiklikler dışında iki hesap arasında bir nedensellik ilişkisi söz konusu olmayabilir (Kim and Kim, 2011: 498).

3. AMPİRİK LİTERATÜR

Literatürde cari işlemler dengesi/cari işlemler açığı ve sermaye akımlarını çeşitli yönleriyle inceleyen pek çok ampirik çalışma yapılmış olmasına rağmen, cari işlemler hesabı ile finans hesabı arasındaki ilişkiyi ve ilişkinin yönünü analiz eden çalışma sayısı oldukça sınırlıdır. Cari işlemler hesabı ile finans hesabı arasındaki ilişkiyi ele alan çalışmaların çoğunda, nedensellik testleri ile iki hesap arasındaki ilişkinin yönü belirlenmeye çalışılmıştır. Literatür taramasında öncelikle cari işlemler hesabı ile finans hesabı arasındaki ilişkiyi ele alan uluslararası ölçekte yapılan çalışmalara daha sonra ise Türkiye üzerine yapılan çalışmalara yer verilmiştir.

Cari işlemler hesabı ile finans hesabı arasındaki ilişkiyi inceleyen bazı çalışmalarda (Yan, 2005; Yan, 2007; Yan and Yang, 2008; Guerin, 2003) iki hesap arasındaki ilişkinin yönünün, gelişmiş ülkeler ile GOÜ'lerde farklılık gösterdiğine dikkat çekilmektedir. Bu bağlamda gelişmiş ülkelerde nedenselliğin yönü genellikle cari işlemler hesabından finans hesabına doğru iken GOÜ'lerde ise finans hesabından cari işlemler hesabına doğrudur. Diğer bir deyişle gelişmiş ülkelerde sermaye

akımları cari işlemler hesabını finanse ederken GOÜ'lerde ise cari işlemler hesabında dengesizliğe yol açmaktadır.

Wong ve Carranza (1999), 4 GOÜ'de (Arjantin, Meksika, Tayland ve Filipinler) cari işlemler hesabı ile finans hesabı arasındaki nedensellik ilişkisini Granger nedensellik testi ile sınımlar ve 1989-1994 döneminde yüksek sermaye hareketliliğinin cari işlemler hesabındaki dengesizliğin temel nedeni olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Çalışmadan elde edilen bulgular, finansal serbestleşme döneminde (1989-1994 dönemi) Arjantin ve Meksika'da finans hesabından cari işlemler hesabına doğru tek yönlü, Filipinler ve Tayland'da ise çift yönlü nedensellik ilişkisi olduğunu; finansal serbestleşme öncesi dönemde (1989 öncesi dönem) ise yalnızca Arjantin'de cari işlemler hesabından finans hesabına doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi olduğunu, diğer 3 ülkede ise finans hesabı ile cari işlemler hesabı arasında herhangi bir nedensellik ilişkisinin bulunmadığını ortaya koymaktadır.

Guerin (2003), 1970-2000 dönemini kapsayan çalışmada, 20 sanayileşmiş ülke ve 19 GOÜ'de net sermaye girişleri ile cari işlemler hesabı arasındaki ilişkiyi, eşbütünleşme testleri (Engle-Granger ve Johansen), Granger nedensellik testi ve Hata Düzeltme Modelini (ECM) kullanarak incelemiştir. Analiz sonucunda, net sermaye girişlerinin GOÜ'lerde cari hesap dengesizliğine neden olurken, sanayileşmiş ülkelerde ise net sermaye girişlerinin cari hesap dengesizliğine neden olmadığı tespit edilmiştir.

Yan (2005), 5 gelişmiş ülke (G-5) ve 5 GOÜ'de (Arjantin, Meksika, Endonezya, Güney Kore ve Tayland) cari işlemler hesabı ile finans hesabı arasındaki nedensellik ilişkisini Granger nedensellik testini kullanarak incelemiştir. Çalışmada GOÜ'ler için 1989-2000 dönemi, gelişmiş ülkeler için ise sermaye akımlarının serbest bırakıldığı dönemler referans alınarak

³ Wong ve Carranza (1999), cari işlemler hesabının faiz oranından ziyade döviz kurunda meydana gelen değişikliklere daha duyarlı iken, finans hesabının ise

hem faiz oranı hem de döviz kurunda meydana gelen değişikliklere aynı derecede duyarlı olduğunu ileri sürmektedirler. (Wong ve Carranza, 1999:226)

her ülke için değişik dönemler kullanılmıştır. Elde edilen ampirik bulgular, finans hesabının gelişmiş ülkelerde cari işlemler hesabını finanse ederken GOÜ'lerde ise cari işlemler hesabında dengesizliğe yol açtığını ortaya koymaktadır.

Yan (2007), çalışmasında 7 gelişmiş ülke (G-7) ve 7 GOÜ'de (Arjantin, Brezilya, Meksika, Endonezya, Filipinler, Güney Kore ve Tayland) cari işlemler hesabı ile finans hesabı ve cari işlemler hesabı ile finans hesabının alt kalemleri (doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve ağırlıklı olarak banka kredilerinden oluşan diğer yatırımlar) arasındaki ilişkiyi Granger nedensellik testi ile analiz etmiştir. Çalışmada GOÜ'ler için 1989-2004 dönemi, gelişmiş ülkeler için ise sermaye akımlarının serbest bırakıldığı dönemler referans alınarak her ülke için değişik dönemler kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlar, gelişmiş ülkelerde cari işlemler hesabından finans hesabına doğru, GOÜ'lerde ise tam tersine finans hesabından cari işlemler hesabına doğru bir nedensellik ilişkisinin söz konusu olduğunu göstermektedir. Ayrıca GOÜ'lerde finans hesabının alt kalemlerinden en az bir veya ikisinin cari işlemlerdeki dengesizliğin nedeni olduğu, gelişmiş ülkelerde ise ilişkinin yönünün genellikle cari işlemler hesabından finans hesabının alt kalemlerine doğru olduğu tespit edilmiştir.

Yan ve Yang (2008), 5 gelişmiş ülke (Avustralya, Kanada, Japonya, İngiltere ve ABD) ve 5 GOÜ'de (Arjantin, Meksika, Endonezya, Güney Kore ve Tayland) cari işlemler ile brüt sermaye akımları arasındaki ilişkiyi ve aynı zamanda brüt sermaye akımları ile ulusal tasarruflar ve yatırımlar arasındaki ilişkiyi Granger nedensellik testi ile sınımlamışlardır. Çalışmada GOÜ'ler için 1989-2005 dönemi, gelişmiş ülkeler için ise sermaye akımlarının serbest bırakıldığı dönemler referans alınarak her ülke için değişik dönemler kullanılmıştır. Analiz sonuçları, GOÜ'lerin tamamında brüt sermaye akımlarının cari işlemler hesabında dengesizliğe yol açtığını, buna karşılık 5

gelişmiş ülkeden yalnızca birisinde brüt sermaye akımlarının cari işlemlerin Granger nedeni olduğunu ortaya koymaktadır. Ayrıca çalışmada, GOÜ'lerde brüt sermaye akımları ulusal tasarruf ve yatırımların Granger nedeni iken gelişmiş ülkelerde böyle bir ilişkinin söz konusu olmadığı bulgusuna ulaşılmıştır.

Kim ve Kim (2011), 1980-2009 döneminde Kore'de cari işlemler hesabı ile finans hesabı arasındaki nedensellik ilişkisini incelemişler ve cari işlemler hesabı ile finans hesabı arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Değer ve Ay (2013), doğrudan yabancı yatırımlar ile cari işlemler bilançosu arasındaki ilişkiyi 1990-2011 döneminde 30 orta üstü gelirli GOÜ için panel nedensellik testini kullanarak sınımlamışlar ve doğrudan yabancı yatırımlar ile cari işlemler bilançosu arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca doğrudan yatırımlar ile cari işlemler bilançosu arasındaki bu iki yönlü ilişkiden, doğrudan yatırımların cari işlemler bilançosu üzerindeki etkisinin istatistiki olarak daha kuvvetli olduğunu vurgulamışlardır.

Oeking ve Zwick (2015), cari işlemler hesabı ile finans hesabının bileşenleri olan doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar arasındaki ilişkiyi, 1990-2013 döneminde seçilen 23 OECD ülkesi için Granger nedensellik testi ile incelemişlerdir. Analiz sonucunda nedensellik ilişkisinin yönünün genellikle cari işlemler hesabından finans hesabının bileşenlerine doğru olduğu tespit edilmiştir. Çalışmada ayrıca, kısa vadeli sermaye akımları için konjonktürel dalgalanma dönemlerinde nedensellik ilişkisinin yönünün değiştığı ve buna göre ekonomik durgunluk dönemlerinde kısa vadeli sermaye akımlarının cari işlemler hesabını finanse ederken, ekonominin yükselişe geçtiği dönemlerde ise cari işlemler hesabında dengesizliğe yol açtığı belirlenmiştir.

Saçık ve Karaçayır (2015), 1992-2013 döneminde Türkiye'de cari açığın finansmanında etkili olan değişkenleri ARDL

sınır testi yaklaşımı ile incelemişlerdir. Analiz sonucunda, uzun ve kısa dönemde cari açığın finansmanında doğrudan yatırımların portföy yatırımlarına göre daha etkili olduğu, uzun dönemde kamu ve özel sektör borçlanmasının cari açığın finansmanında etkisinin olmadığı, kısa dönemde ise yalnızca özel sektör borçlanmasının cari açık üzerinde olumlu etkiye sahip olduğu bulgusuna ulaşmışlardır.

Turan ve Karakaş (2016), 1998-2014 döneminde Türkiye’de cari denge ile finans hesabı ve cari denge ile finans hesabını oluşturan doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar arasındaki nedensellik ilişkisini Toda-Yamamoto ve Hatemi-J nedensellik testleri ile analiz etmişlerdir. Elde edilen ampirik sonuçlar, finans hesabından ve portföy yatırımlarından cari dengeye doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğunu göstermektedir.

Keskingöz ve Karataş (2016), 1992-2001 dönemi ve 2002-2015 dönemi olmak üzere iki alt dönemde Türkiye’de yabancı sermaye yatırımları ile cari açık arasındaki ilişkiyi Granger nedensellik testi ile analiz ettikleri çalışmaları sonucunda, her iki dönemde de cari açığın yabancı sermaye yatırımlarının nedeni olduğu bulgusuna ulaşmışlardır.

Çöldemli (2015), 2003-2013 döneminde Türkiye’de portföy yatırımları ile cari işlemler dengesi arasındaki nedensellik ilişkisini Granger nedensellik testi ile araştırdığı çalışmada, portföy yatırımlarından cari işlemler dengesine doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Akçağlayan (2015), Toda-Yamamoto nedensellik analizini kullanarak Türkiye’de 1992-2014 döneminde reel sanayi üretim endeksi, reel efektif döviz kuru, finans hesabı ve cari işlemler dengesi arasındaki nedensellik ilişkisini araştırmıştır. Analiz sonucunda, cari işlemler dengesi ile finans hesabı arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi olduğu tespit edilmiştir.

Ayhan (2014) çalışmasında, portföy girişleri ile cari açık arasındaki ilişkiyi BRICS ülkeleri (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika) ve Türkiye için 1994-2009 döneminde panel Granger nedensellik analizi ile incelemiştir. Ampirik analiz sonucunda, ele alınan ülkelerde portföy girişlerinin cari açığın Granger nedeni olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Ulaşılan bu bulgu neticesinde çalışmada, cari açığı düşürmek amacıyla uygulanan politikaların, sermaye girişlerini teşvik etmesi durumunda tam tersi etkilere yol açabileceği vurgulanmıştır.

Mercan ve Yurttañıkırmaz (2013), doğrudan yabancı yatırımların cari işlemler açığı üzerindeki etkisini ARDL sınır testi yaklaşımıyla incelemişlerdir. 1991-2013 dönemini kapsayan analiz sonucunda, Türkiye’de doğrudan yabancı yatırımların cari açığı azaltıcı yönde etkilediği bulgusuna ulaşmışlardır.

Erden ve Çağatay (2011), Türkiye’de 1992-2009 döneminde cari işlemler hesabı ile sermaye hesabı arasındaki ilişkiyi, VAR analizinden elde edilen etki-tepki fonksiyonları ve Granger nedensellik testini kullanarak incelemişlerdir. Analiz sonucunda, sermaye hesabından cari işlemler hesabına doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğunu, sermaye hesabının alt kalemlerinden olan sıcak para akımlarının cari açığı tetiklediğini, diğer finansal yatırımlar ile cari açık arasında ise herhangi bir ilişki olmadığını ortaya koymuşlardır.

Ersoy (2011), Türkiye’de cari işlemler hesabı ile finans hesabı ve finans hesabının alt kalemleri (doğrudan yabancı yatırım, hisse senetleri ve banka yükümlülükleri) arasındaki nedensellik ilişkisini Granger nedensellik testi ile araştırdığı çalışmada, 1987-2010 döneminde finans hesabı ile finans hesabının alt kalemlerinden cari işlemler hesabına doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğu sonucuna ulaşmıştır.

4. VERİ SETİ VE YÖNTEM

Çalışmada kullanılan veriler üçer aylık olup, 1998:Q₁-2018:Q₂ dönemini kapsamaktadır⁴. Çalışmada kullanılan değişkenler ve tanımları şu şekildedir: CA: cari işlemler hesabını, FA: finans hesabını, KPY: portföy yatırımları ile kısa vadeli sermaye akımlarının⁵ toplamını, UDY: doğrudan yatırımlar ile diğer uzun vadeli sermaye akımlarının⁶ toplamını, KUK: 2000-2001 ve 2008 yıllarında yaşanan krizlere ilişkin kukla değişkeni göstermektedir. Ampirik analizde kullanılan değişkenlere ait zaman serileri TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden (EVDS) derlenmiştir. Veri tabanında dolar cinsinden ifade edilen bu değişkenler TCMB EVDS'den alınan ortalama döviz kuru kullanılarak TL'ye çevrilmiştir. Tüm seriler yapıları itibariyle negatif değerler taşıdığından logaritmik formları kullanılmamış, GSYİH'ya oranlanarak analizlerde kullanılmıştır.

Yukarıda açıklandığı üzere, cari işlemler hesabı ve finans hesabı farklı kanallar yoluyla birbirlerini etkileyebildiklerinden ve farklı durumlarda aralarındaki ilişkinin yönü değişebildiğinden, iki hesap arasındaki ilişkinin yönü teorik olarak net değildir. Bu nedenle cari işlemler hesabı ile finans hesabı ve finans hesabının bileşenleri arasındaki nedensellik ilişkinin ampirik olarak belirlenmesi önem arz etmektedir.

Ampirik analizlerde, değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisinin araştırılmasında en sık kullanılan yöntemlerden birisi Granger (1969) tarafından geliştirilen nedensellik testidir. Granger nedensellik testinin kullanılmaya başlandığı dönemlerde durağanlık kavramı

önemli olmadığından, tüm seriler düzey halleriyle modellenmiştir. Ancak serilerin durağanlık düzeyleri incelendiğinde birçok makroekonomik zaman serisinin düzeyde durağan olmadığı ortaya çıkmıştır. Durağan olmayan zaman serileriyle çalışılması halinde sahte regresyon sorunuyla karşılaşılabilir. Bu durumda test istatistikleri standart dağılıma sahip olmadıklarından geçerliliğini yitirmekte ve bu nedenle regresyon analizinden elde edilen sonuçlar gerçek ilişkiyi yansıtmamaktadır. Durağan olmayan zaman serileri ile yapılan regresyon analizleri, ancak bu seriler arasında bir eşbütünleşme ilişkisi varsa gerçek ilişkiyi yansıtmaktadır. Durağan olmayan zaman serileri arasında bir eşbütünleşme ilişkisi olması halinde, nedensellik sınaması Engle ve Granger (1987) tarafından geliştirilen hata düzeltme modeli (VEC) ile yapılmaktadır. Ancak, kısıtlı bir VAR modeli olan VEC modelinin nedensellik sınamalarında kullanılabilmesi için, durağan olmayan serilerin aynı dereceden bütünleşik olmaları ve seriler arasında bir eşbütünleşme ilişkisinin olması gerekmektedir. Aksi takdirde nedenselliğin sınanmasında kullanılan F test istatistiği standart dağılıma uymadığı için geçerli olmayabilmektedir (Erbaykal, 2007: 83). İşte Toda ve Yamamoto (1995) tarafından geliştirilen gecikmesi arttırılmış VAR yöntemi, aynı dereceden veya farklı dereceden bütünleşik seriler için, eşbütünleşme ilişkisinin varlığına ihtiyaç duyulmaksızın nedenselliğin analiz edilmesine olanak tanımaktadır (Çalışkan vd., 2017: 50).

Toda-Yamamoto (1995) yönteminde ilk aşamada VAR modelinde yer alan

yükümlülüklerine diğer yatırımların net varlık edinimi kaleminin eklenmesi ile kısa vadeli sermaye akımlarının net değerine ulaşılmaktadır.

⁶ Diğer uzun vadeli sermaye akımları ödemeler bilançosu finans hesabındaki diğer yatırımlar kaleminin net yükümlülük oluşumu alt kalemindeki; Merkez Bankası'nın uzun vadeli mevduatları, Merkez Bankası'nın, Genel Hükümet'in, bankaların ve diğer sektörlerin kullandığı uzun vadeli krediler ile uzun vadeli ticari kredilerin toplamından oluşmaktadır.

⁴ Dönem aralığı verilerin bulunabilirliğine göre belirlenmiştir.

⁵ Kısa vadeli sermaye akımları hesaplanırken, diğer yatırımların net yükümlülük oluşumu alt kalemlerindeki; Merkez Bankası'nın kısa vadeli mevduatları, bankaların mevduatları, Merkez Bankası'nın, Genel Hükümet'in, bankaların ve diğer sektörlerin kullandığı kısa vadeli krediler, kısa vadeli ticari krediler ve diğer yükümlülükler kalemleri toplanarak kısa vadeli sermaye akımları yükümlülükleri elde edilmektedir. Kısa vadeli sermaye akımları

değişkenlerin maksimum bütünleşme derecesi (d_{max}), ikinci aşamada VAR modeli için uygun gecikme uzunluğu (k) belirlenir. Üçüncü aşamada ise VAR modeli için belirlenen uygun gecikme uzunluğuna, modelde yer alan değişkenlerin maksimum bütünleşme derecesi eklenerek ($k+d_{max}$). dereceden VAR modeli tahmin edilerek nedensellik sınaması gerçekleştirilir. Bu yöntemde nedensellik sınaması için, tahmin edilen ($k+d_{max}$). dereceden VAR modelinde, katsayılar matrisinin ilk k tanesine Wald testi uygulanmaktadır. Toda ve Yamamoto (1995) serilerin düzeyde durağan, farklı dereceden durağan veya eşbütünleşik olup olmadığına bağlı olmaksızın, VAR modeline serilerin maksimum bütünleşme derecesi kadar fazladan gecikme eklenerek yapılacak Wald

testinin (Modified Wald-MWald) Ki-kare (χ^2) dağılımına sahip olduğunu kanıtlamışlardır. Serilerin düzey değerlerinin yer aldığı VAR modelinin tahminine dayanan bu yöntemin temel özelliği, serilerin birim kök ve eşbütünleşme özelliklerine duyarlı olmamasıdır (Toda and Yamamoto, 1995: 225-226, 230). Toda-Yamamoto yönteminin başarısı, VAR modelinde yer alan serilerin maksimum bütünleşme derecesinin ve VAR modeli için uygun gecikme uzunluğunun doğru olarak tespit edilmesine bağlıdır (Şengül ve Tuncer, 2006: 75).

Toda-Yamamoto yaklaşımına göre cari işlemler hesabı ile finans hesabı arasındaki nedensellik ilişkisinin araştırılacağı VAR modelleri aşağıdaki gibi oluşturulmuştur:

$$CA_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^k \beta_{1i} CA_{t-i} + \sum_{j=k+1}^{d_{max}} \beta_{2j} CA_{t-j} + \sum_{i=1}^k \alpha_{1i} FA_{t-i} + \sum_{j=k+1}^{d_{max}} \alpha_{2j} FA_{t-j} + \beta_3 KUK + e_{1t} \quad (2)$$

$$FA_t = \delta_0 + \sum_{i=1}^k \delta_{1i} FA_{t-i} + \sum_{j=k+1}^{d_{max}} \delta_{2j} FA_{t-j} + \sum_{i=1}^k \gamma_{1i} CA_{t-i} + \sum_{j=k+1}^{d_{max}} \gamma_{2j} CA_{t-j} + \delta_3 KUK + e_{2t} \quad (3)$$

Finans hesabını oluşturan sermaye akımları; doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, kısa vadeli sermaye akımları ve diğer uzun vadeli sermaye akımlarından oluşmaktadır. Finans hesabını oluşturan sermaye akımlarından doğrudan yatırımlar ve diğer uzun vadeli sermaye akımları ile portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye akımları hem vade yapıları hem taşıdıkları özellikler hem de makroekonomik etkileri itibarıyla benzerlik gösterdiğinden, cari işlemler hesabı ile finans

hesabının bileşenleri arasındaki nedensellik ilişkisi analiz edilirken; finans hesabının bileşenleri, doğrudan yatırımlar ile diğer uzun vadeli sermaye akımlarının toplamı (UDY) ve portföy yatırımları ile kısa vadeli sermaye akımlarının toplamı (KPY) şeklinde ele alınmıştır. Bu bağlamda cari işlemler hesabı ile finans hesabının bileşenleri arasındaki nedensellik ilişkinin araştırılacağı VAR modelleri aşağıdaki gibi oluşturulmuştur:

$$CA_t = \theta_0 + \sum_{i=1}^k \theta_{1i} CA_{t-i} + \sum_{j=k+1}^{d_{max}} \theta_{2j} CA_{t-j} + \sum_{i=1}^k \varepsilon_{1i} KPY_{t-i} + \sum_{j=k+1}^{d_{max}} \varepsilon_{t-j} KPY_{t-j} + \sum_{i=1}^k \varphi_{1i} UDY_{t-i} + \sum_{j=k+1}^{d_{max}} \varphi_{2j} UDY_{t-j} + \theta_3 KUK + e_{1t} \quad (4)$$

$$KPY_t = \partial_0 + \sum_{i=1}^k \partial_{1i} KPY_{t-i} + \sum_{j=k+1}^{d_{max}} \partial_{2j} KPY_{t-j} + \sum_{i=1}^k \omega_{1i} CA_{t-i} + \sum_{j=k+1}^{d_{max}} \omega_{t-j} CA_{t-j} + \sum_{i=1}^k \mu_{1i} UDY_{t-i} + \sum_{j=k+1}^{d_{max}} \mu_{2j} UDY_{t-j} + \partial_3 KUK + e_{2t} \quad (5)$$

$$UDY_t = \rho_0 + \sum_{i=1}^k \rho_{1i} UDY_{t-i} + \sum_{j=k+1}^{d_{max}} \rho_{2j} UDY_{t-j} + \sum_{i=1}^k \vartheta_{1i} CA_{t-i} + \sum_{j=k+1}^{d_{max}} \vartheta_{t-j} CA_{t-j} + \sum_{i=1}^k \epsilon_{1i} KPY_{t-i} + \sum_{j=k+1}^{d_{max}} \epsilon_{2j} KPY_{t-j} + \rho_3 KUK + e_{3t} \quad (6)$$

Yukarıdaki modellerde k, tahmin edilen VAR modelinin uygun gecikme uzunluğunu, d_{max} ise modeldeki değişkenlerin maksimum bütünleşme derecesini ifade etmektedir. Toda-Yamamoto yaklaşımına göre değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisi araştırılırken, örneğin (2) numaralı denklemde, FA değişkeninden CA değişkenine doğru bir nedensellik ilişkisi olup olmadığını test etmek için, FA değişkeninin CA değişkeninin Granger nedeni olmadığını belirten temel hipotez (sıfır hipotezi) α_{1i}=0 şeklinde kurulmakta ve Wald testiyle sınanmaktadır. Temel hipotezin red edilmesi FA'dan CA'ya doğru bir nedensellik ilişkisi olduğunu ifade ederken, temel hipotezin red edilememesi ise FA'dan CA'ya doğru bir nedensellik ilişkisi olmadığını göstermektedir. Wald testi yalnızca k gecikmeli değerlerin katsayıları (α_{1i}) için

yapılmakta, α_{2j} asiptotik düzeltme için modelde yer almaktadır (Söylemez ve Yılmaz, 2012: 57).

5. AMPİRİK BULGULAR

Toda-Yamamoto nedensellik testinde öncelikle modelde yer alan değişkenlerin maksimum bütünleşme derecelerinin belirlenmesi gerekmektedir. Bu çalışmada değişkenlerin bütünleşme derecelerini (durağanlık düzeylerini) belirlemek için Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) ve Kwiatkowski-Philip-Schmidt-Shin (KPSS) birim kök testleri kullanılmıştır. ADF testinde serinin durağan olmadığı, KPSS testinde ise serinin durağan olduğu şeklindeki sıfır hipotezi test edilmektedir. ADF ve KPSS test sonuçları Tablo 1'de sunulmuştur⁷.

Tablo 1: ADF ve KPSS Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	ADF		KPSS	
	Düzye Değeri	Birinci Fark	Düzye Değeri	Birinci Fark
CA	-1.6125 ^a (7)	-5.6260 ^{c**} (6)	0.7564 ^a (6)	0.1045 ^{a**} (8)
FA	-3.8608 ^{a**} (1)	-8.1000 ^a (2)	0.3681 ^{a*} (5)	0.2509 ^a (4)
KPY	-2.8182 ^{c**} (4)	-8.3003 ^c (2)	0.0850 ^{b**} (5)	0.1977 ^a (4)
UDY	-3.3656 ^{a**} (0)	-11.5079 ^c (0)	0.1243 ^{a**} (6)	0.0597 ^a (5)

Not: Parantez içindeki değerler; ADF testi için Akaike bilgi kriterine (AIC) göre belirlenen uygun gecikme uzunluklarını, KPSS testi için Newey-West ölçütü kullanılarak tespit edilen bant genişliğini göstermektedir. a: regresyonun sabit terim içerdiğini, b: regresyonun sabit terim ve trend içerdiğini, c: regresyonun sabit terim ve trend içermediğini ifade etmektedir. *: %1 anlamlılık düzeyini, **: %5 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 1'deki ADF ve KPSS birim kök testi sonuçlarına göre; FA, KPY ve UDY değişkenleri düzeyde durağan iken [I(0)], CA değişkeni ise birinci farkı alındığında durağan [I(1)] çıkmıştır. Bu durumda Toda-Yamamoto nedensellik testi için serilerin maksimum bütünleşme derecesi, d_{max}=1 olarak

belirlenmiştir. Toda-Yamamoto nedensellik analizi çerçevesinde ilk olarak cari işlemler hesabı (CA) ile finans hesabı (FA) arasındaki nedensellik ilişkisi araştırılacaktır. Maksimum bütünleşme derecesi belirlendikten sonra ikinci aşamada, CA ile FA arasındaki nedensellik ilişkisinin araştırılacağı VAR

⁷ ADF ve KPSS birim kök testlerinde regresyonun sabit terim ve trend içerip içermemesine, sabit terim ve trend

katsayılarının anlamlı olup olmamasına göre karar verilmiştir.

modeli için uygun (optimal) gecikme uzunluğunun (k) belirlenmesi gerekmektedir. Uygun gecikme uzunluğu Likelihood Ratio (LR), Final Prediction Error (FPE), Akaike (AIC), Schwarz (SC) ve Hannan Quinn (HQ) gibi bilgi kriterleri esas alınarak belirlenmekte ve kritik değeri en küçük yapan gecikme uzunluğu modelin uygun gecikme uzunluğunu ifade etmektedir. Toda-Yamamoto yönteminde VAR modeli için uygun gecikme uzunluğunun doğru olarak tespit edilmesi büyük önem taşımaktadır. Bu nedenle model için belirlenen uygun gecikme uzunluğunda VAR modelinin istikrar koşulunu (AR

polinomunun ters köklerinin birim çember içinde yer alması) ve hata terimlerine dayalı varsayımları (otokorelasyonun ve değişen varyansın olmaması ve normal dağılımın sağlanması) sağlayıp sağlamadığının mutlaka test edilmesi gerekmektedir.

Çalışmada kullanılan değişkenler üçer aylık gözlemlerden oluştuğundan, VAR modelinde uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesinde maksimum gecikme uzunluğu 8 olarak seçilmiş olup, sonuçlar Tablo 2’de yer almaktadır.

Tablo 2: VAR Modeli için Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi (CA,FA)

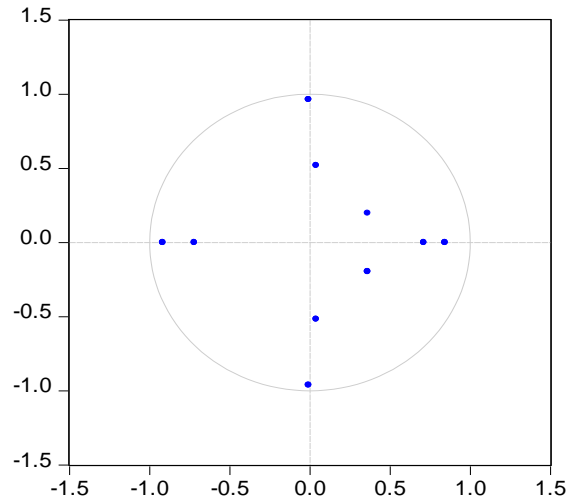
Gecikme Sayısı	LR	FPE	AIC	SC	HQ
1	44.0532	6.75e-19	-36.1633	-35.9765	-36.0888
2	6.9863	6.80e-19	-36.1565	-35.8451	-36.0323
3	13.5668	6.19e-19	-36.2509	-35.8150	-36.0770
4	17.1523	5.31e-19	-36.4066	-35.8462	-36.1831
5	34.1930*	3.44e-19*	-36.8413*	-35.1563*	-36.5680*
6	2.2826	3.71e-19	-36.7706	-35.9610	-36.4470
7	1.4172	4.05e-19	-36.6865	-35.7524	-36.3139
8	7.2144	4.00e-19	-36.7050	-35.6463	-36.2827

Not:* İlgili bilgi kriteri için uygun gecikme uzunluğunu göstermektedir.

Tablo 2’deki sonuçlara göre tüm bilgi kriterleri, uygun gecikme uzunluğu olarak 5 gecikmeyi gösterdiğinden VAR modelinin uygun gecikme uzunluğu 5 olarak belirlenmiştir. VAR(5) modelinin gerekli koşulları sağlayıp sağlamadığını belirlemek amacıyla yapılan testlerin sonuçları Şekil 1, Tablo 3 ve Tablo 4’de sunulmuştur.

Şekil 1’e göre AR polinomunun ters köklerinin hepsinin birim çember içinde yer alması, VAR (5) modelinin istikrar koşulunu sağladığını göstermektedir. Belirlenen gecikme uzunluğunda VAR modelinin otokorelasyon sorunu olup olmadığı LM testi ile araştırılmıştır.

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



Şekil 1: AR Karakteristik Polinomunun Ters Kökleri (CA,FA)

Tablo 3: VAR(5) Modeli için Otokorelasyon LM Testi Sonuçları (CA,FA)

Gecikme Sayısı	LM İstatistiği	Prob.
1	3.2880	0.5108
2	5.3029	0.7248
3	6.0304	0.9145
4	7.0693	0.9719
5	7.8385	0.9929
6	9.7932	0.9953
7	14.0746	0.9867
8	23.6826	0.8557

Tablo 3'e göre belirlenen gecikme uzunluğunda otokorelasyonun olmadığını ifade eden sıfır hipotezi 8 gecikme için reddedilememektedir. Dolayısıyla VAR(5) modeli için otokorelasyon problemi söz konusu değildir.

Tablo 4: VAR(5) Modeli için Değişen Varyans Testi Sonuçları (CA,FA)

Ki-kare	Serbestlik Derecesi	Prob.
79.2593	78	0.4390

Tablo 4'e göre sabit varyansı ifade eden sıfır hipotezinin reddedilememesi VAR(5) modelinde değişen varyans problemi olmadığını göstermektedir.

Elde edilen sonuçlar VAR(5) modelinin gerekli koşulları sağladığını göstermektedir. Böylece VAR modelinin uygun gecikme uzunluğu ($k=5$) belirlendikten sonra, bu gecikme uzunluğuna modeldeki değişkenlerin maksimum bütünleşme derecesi ($d_{max}=1$) eklenerek $k+d_{max}= (5+1) = 6$. dereceden VAR modeli çerçevesinde nedensellik analizi yapılmıştır.

Tablo 6: VAR Modeli için Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi (CA, KPY, UDY)

Gecikme Sayısı	LR	FPE	AIC	SC	HQ
1	101.8104	2.44e-28	-55.0685	-54.6949*	-54.9195
2	9.9695	2.68e-28	-54.9741	-54.3202	-54.7132
3	21.5423	2.45e-28	-55.0674	-54.1333	-54.6948
4	25.3027	2.08e-28	-55.2390	-54.0247	-54.7546
5	34.2048*	1.48e-28*	-55.5855*	-54.0909	-54.9893*
6	5.8387	1.73e-28	-55.4484	-53.6736	-54.7404
7	3.5974	2.10e-28	-55.2743	-53.2193	-54.4546
8	6.0921	2.43e-28	-55.1554	-52.8202	-54.2239

Not: *İlgili bilgi kriteri için uygun gecikme uzunluğunu göstermektedir.

CA ile FA arasındaki nedensellik analizi sonuçları Tablo 5'de özetlenmiştir.

Tablo 5: Toda-Yamamoto Nedensellik Testi Sonuçları (CA, FA)

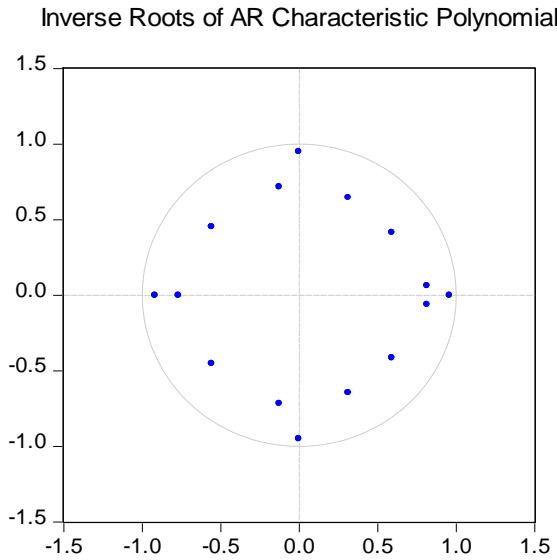
Temel Hipotez	χ^2 -ist	p-değeri	Karar
FA CA'nın Granger nedeni değildir	14.1198	0.0149*	Red
CA FA'nın Granger nedeni değildir	6.6557	0.2475	Kabul

Not: *%1 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Nedensellik testi sonuçlarına göre CA ile FA arasında %1 anlamlılık düzeyinde, FA'dan CA'ya doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi mevcuttur. FA'dan CA'ya doğru tespit edilen tek yönlü nedensellik ilişkisi, literatürde hakim görüş olan GOÜ'lerde finans hesabının cari işlemler hesabında dengesizliğe yol açtığı görüşünü desteklemektedir.

Cari işlemler hesabı (CA) ile finans hesabı (FA) arasındaki nedensellik analizinden sonra cari işlemler hesabı (CA) ile finans hesabının bileşenlerini oluşturan portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye akımlarının toplamı (KPY) ile doğrudan yatırımlar ve diğer uzun vadeli sermaye akımlarının toplamı (UDY) arasındaki nedensellik ilişkisi araştırılmıştır. Tablo 1'deki birim kök testi sonuçlarına göre değişkenlerin maksimum bütünleşme derecesi (d_{max}) 1 olarak belirlenmişti. Bu bağlamda ikinci aşamada CA, KPY ve UDY arasındaki nedensellik ilişkisinin araştırılacağı VAR modeli için uygun gecikme uzunluğu (k) belirlenmiş ve sonuçlar Tablo 6'da sunulmuştur.

Tablo 6'ya göre SC hariç tüm bilgi kriterleri, uygun gecikme uzunluğu olarak 5 gecikmeyi gösterdiğinden VAR modelinin uygun gecikme uzunluğu 5 olarak belirlenmiştir. VAR(5) modelinin gerekli koşulları sağlayıp sağlamadığını belirlemek amacıyla yapılan testlerin sonuçları Şekil 2, Tablo 7 ve Tablo 8'de verilmiştir.



Şekil 2: AR Karakteristik Polinomunun Ters Kökleri (CA, KPY, UDY)

Şekil 2'ye göre AR polinomunun ters köklerinin hepsinin birim çember içinde yer alması, VAR (5) modelinin istikrar koşulunu sağladığını göstermektedir.

Tablo 7: VAR(5) Modeli için Otokorelasyon LM Testi Sonuçları (CA, KPY,UDY)

Gecikme Sayısı	LM İstatistiği	Prob.
1	3.9714	0.9134
2	8.5428	0.9696
3	13.8435	0.9830
4	19.8743	0.9870
5	25.4763	0.9922
6	31.7363	0.9941
7	45.8086	0.9579
8	58.0585	0.9093

Tablo 7'ye göre belirlenen gecikme uzunluğunda otokorelasyonun olmadığını ifade eden sıfır hipotezinin 8 gecikme için de reddedilememesi, VAR(5) modeli için otokorelasyon sorununun olmadığını ifade etmektedir.

Tablo 8: VAR(5) Modeli için Değişen Varyans Testi Sonuçları (CA, KPY, UDY)

Ki-kare	Serbestlik Derecesi	Prob.
235.3720	228	0.3547

Tablo 8'e göre sabit varyansı ifade eden sıfır hipotezinin red edilememesi VAR(5) modelinde değişen varyans problemi olmadığını göstermektedir. Elde edilen sonuçlar VAR(5) modelinin gerekli koşulları sağladığını ortaya koymaktadır. Böylece VAR modelinin uygun gecikme uzunluğuna ($k=5$) modeldeki değişkenlerin maksimum bütünleşme derecesi ($d_{max}=1$) eklenerek, $k+d_{max}= (5+1) = 6$. dereceden VAR modeli çerçevesinde nedensellik analizi yapılmıştır. Elde edilen sonuçlar Tablo 9'da gösterilmiştir.

Tablo 9: Toda-Yamamoto Nedensellik Testi Sonuçları (CA, KPY, UDY)

Temel Hipotez	χ^2 -ist	p-değeri	Karar
KPY CA'nın Granger nedeni değildir	16.7960	0.0049*	Red
CA KPY'nin Granger nedeni değildir	8.4436	0.1334	Kabul
UDY CA'nın Granger nedeni değildir	7.6636	0.1758	Kabul
CA UDY'nin Granger nedeni değildir	9.6411	0.0861**	Red
KPY UDY'nin Granger nedeni değildir	6.8078	0.2353	Kabul
UDY KPY'nin Granger nedeni değildir	6.1345	0.2933	Kabul

Not: * ve** sırasıyla %1 ve %10 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Finans hesabının bileşenlerini oluşturan KPY ve UDY ile CA arasındaki nedensellik analizi sonuçlarına bakıldığında KPY ile CA arasında %1 anlamlılık düzeyinde KPY'den CA'ya doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi mevcutken, UDY ile CA arasında ise %10 anlamlılık düzeyinde CA'dan UDY'ye doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğu görülmektedir. KPY ile UDY arasında ise herhangi bir nedensellik ilişkisi tespit edilememiştir. KPY'den CA'ya doğru tek yönlü nedensellik ilişkisinin varlığı; kısa vadeli, spekülasyon nitelikli ve aniden tersine dönme özelliği yüksek olan portföy

yatırımları ile kısa vadeli sermaye akımlarının cari işlemler hesabında bozulmaya yol açtığını ortaya koymaktadır. CA'dan UDY'ye doğru tek yönlü nedensellik ilişkisinin tespit edilmesi ise; portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye akımlarına göre daha istikrarlı, daha uzun vadeli, reel sektöre ve yatırımlara yönelme kapasitesi yüksek ve aniden tersine dönme özelliği göstermeyen doğrudan yatırımlar ile diğer uzun vadeli sermaye akımlarının cari işlemler hesabında bozulmaya yol açmadan cari açığı finanse ettiğini göstermektedir.

6. SONUÇ

Ödemeler dengesi metodolojisi çerçevesinde, cari işlemler hesabı ile finans hesabı arasında bir nedensellik ilişkisi bulunduğu açık olmakla birlikte, nedensellik ilişkisinin yönü net değildir. Teorik olarak cari işlemler ve sermaye akımlarının birbirlerini kanallar yoluyla etkileyebilmelerine bağlı olarak, cari işlemler hesabı ile finans hesabı arasında farklı nedensellik ilişkileri söz konusu olabilmektedir. Bu nedenle iki hesap arasındaki nedensellik ilişkisinin yönünün ampirik olarak belirlenmesi önem arz etmektedir. Türkiye gibi yüksek cari açık veren ülkeler açısından uluslararası sermaye akımları cari açığın finansmanı için önemli bir kaynak olmakla birlikte aynı zamanda cari işlemler açığının nedeni de olabilmektedir.

Bu çalışmada 1998:Q1-2018Q2 döneminde Türkiye'de cari işlemler hesabı ile finans hesabı ve aynı zamanda cari işlemler hesabı ile finans hesabının bileşenleri arasındaki nedensellik ilişkisi Toda-Yamamoto nedensellik analizi ile araştırılmıştır. Cari işlemler hesabı ile sermaye akımlarının toplamını ifade eden finans hesabı arasındaki nedensellik analizine ilişkin elde edilen ampirik bulgular, finans hesabından cari işlemler hesabına doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisinin varlığını ortaya koymaktadır. Literatürde GOÜ'ler için yapılan çalışma sonuçları ile örtüşen bu bulgu, Türkiye'de serbest sermaye akımlarının cari dengeyi olumsuz yönde etkileyebileceğini göstermektedir.

Cari işlemler hesabı ile finans hesabı arasındaki nedensellik ilişkisi finans hesabının alt bileşenlerine göre incelendiğinde, finans hesabını oluşturan sermaye akımlarından yalnızca portföy yatırımları ile kısa vadeli sermaye akımlarından cari işlemler hesabına doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğu görülmektedir. Portföy yatırımları ile kısa vadeli sermaye akımlarının toplamının genel olarak finans hesabını temsil ettiğine işaret eden bu bulgu, büyük ölçüde yerli otoritelerin kontrolü dışındaki dışsal faktörler tarafından belirlenen, genellikle yüksek faiz ve karlılık oranlarından yararlanmak amacıyla gelen ve bu nedenle oldukça akışkan ve istikrarsız bir yapıya sahip olan portföy yatırımları ile kısa vadeli sermaye akımlarının cari işlemler dengesinde bozulmaya yol açtığını göstermektedir. Finans hesabının bileşenlerinden doğrudan yatırımlar ile diğer uzun vadeli sermaye akımları ile cari işlemler hesabı arasındaki nedensellik analizi sonuçları ise cari işlemler hesabından doğrudan yatırımlar ile diğer uzun vadeli sermaye akımlarına doğru (%10 anlamlılık düzeyinde) tek yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğunu ortaya koymaktadır. Bu bulgu, sermaye akımları içerisinde görece en istikrarlı ve reel sektöre, yatırımlara yönelme kapasitesi yüksek olan doğrudan yatırımlar ile diğer uzun vadeli sermaye akımlarının cari işlemler dengesini olumsuz yönde etkilemeksizin finanse ettiği anlamına gelmektedir.

Elde edilen ampirik bulgular, cari işlemler hesabı ile finans hesabı arasındaki nedensellik ilişkisinin finans hesabını oluşturan sermaye akımlarının türüne göre farklılık gösterdiğini ortaya koymaktadır. Bu bağlamda Türkiye'de cari açığın sermaye akımı türlerinden portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye akımları tarafından tetiklendiğini söylemek mümkündür. Portföy yatırımları ile kısa vadeli sermaye akımlarından cari işlemler hesabına doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi mevcutken aynı zamanda cari dengeden doğrudan yatırımlar ile diğer uzun vadeli sermaye akımlarına doğru da tek yönlü bir nedensellik ilişkisinin varlığı, Türkiye'de cari açığın makul

seviyelere düşürülebilmesi ve cari işlemler hesabında istikrarın sağlanabilmesi için ülkeye yönelen sermaye akımlarının bileşiminin önemine işaret etmektedir. Bu bağlamda Türkiye’de toplam sermaye akımları içerisinde portföy yatırımları ile kısa vadeli sermaye akımlarının payının, doğrudan yatırımlar ile diğer uzun vadeli sermaye akımlarının payına göre daha yüksek olduğu gerçeği göz önüne alındığında, cari dengenin olumsuz yönde etkilenmemesi açısından ülkeye yönelen sermaye akımlarının kompozisyonunun, doğrudan yatırımlar gibi uzun vadeli ve daha

istikrarlı olan sermaye akımlarının payını arttıracak buna karşılık portföy yatırımları ile kısa vadeli sermaye akımları gibi likiditesi yüksek ve daha istikrarsız bir yapıya sahip olan sermaye akımlarının payını azaltacak şekilde değiştirilebilmesi için gerekli politikaların uygulanması büyük önem arz etmektedir. Ayrıca ülkeye yönelen sermaye akımlarının tüketim harcamalarını finanse etmek yerine, ticarete konu olan malların üretimine ilişkin verimli yatırımlara kanalize edilebilmesini sağlayacak politikalara da ağırlık verilmesi gerekmektedir.

KAYNAKÇA

AKÇAĞLAYAN, A. (2015), “Türkiye’de Cari Açık, Büyüme, Kur ve Sermaye Hareketleri Arasındaki Nedensellik İlişkisi”, *EY International Congress on Economics II*. November 5-6. Ankara. <http://www.ekonomikyaklasim.org/eyc2015/userfiles/downloads/Paper%20218.pdf> (17.10.2017).

ALP, A. (2000), *Finansın Uluslararasılaşması*, Yapı Kredi Yayınları, İstanbul.

ASLAN, N., TERZİ, N., SİAMPAN, E. (2014), “Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme ve Reel Döviz Kuru İle İlişkisi”, *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 5(10), Ocak, 15-31.

AYHAN, D. (2014), “BRICS-T Ülkelerine Yönelik Portföy Yatırımlarının Cari Açık Üzerindeki Etkisi: Dinamik Panel Veri Analizi”, *Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi*, 7(1), 67-75.

BARLAS, Y., KAYA, N. (2013), “Parasal Genişleme Politikalarının Gelişmekte Olan Ülke Portföy Akımları Kompozisyonuna Etkisi”, *TCMB Ekonomi Notları*, Sayı: 2013-01, Ocak, 1-10.

BERKSOY, T., SALTOĞLU, B. (1998), *Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri*, İstanbul Ticaret Odası, Yayın No: 1998-58, İstanbul.

BORATAV, K. (2013), *Türkiye İktisat Tarihi*, İmge Kitabevi, 18. Baskı, Ankara.

BULUT, E., ÇERMİKLİ, A.H. ve DİKMEN, F.H. (2018), “Türkiye’nin Uluslararası Yatırım Pozisyonu ve Yatırım Gelir-Gider Dengesi: 2000-2016”, *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 20(1), 49-77.

CALVO, G. (1991), “The Perils of Sterilization”, *IMF Staff Papers*, No: 38, December, 921-926.

CENGİZ, V., KARACAN, R. (2015), “Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Sonuçları”, *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, 8(15), 327-344.

CESUR, E. E. (2016), “Küresel Sermaye Hareketlerinin Türkiye’deki İşgücü Piyasasına Etkisi”, *Karatahta İş Yazıları Dergisi*, Sayı: 6, Aralık, 117-156.

ÇALIŞKAN, Ş., KARABACAK, M. ve MECİK, O. (2017), “Türkiye Ekonomisinde Eğitim Harcamaları ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Bootstrap Toda-Yamamoto Nedensellik Testi Yaklaşımı”, *KOSBED*, No: 33, 45-56.

ÇÖLDEMLİ, F. (2015), “Türkiye’de Yabancı Portföy Yatırımları ile Cari İşlemler Dengesi Arasındaki İlişki: 2003-2013”, *Electronic*

Journal of Vocational Colleges, December, 59-64.

DEĞER, S., AY, S. (2013), "Gelişmekte Olan Ülkelerde Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Cari İşlemler Arasındaki Nedensel İlişkiler (1990-2011)", *Paradoks Ekonomi, Sosyoloji ve Politika Dergisi*, 9(2), Temmuz, 5-22.

ENGLE, E. R., GRANGER, C. W. J. (1987), "Co-Integration and Error Correction Representation, Estimation and Testing", *Econometrica*. 55(2), 251-276.

ERBAYKAL, E. (2007), "Türkiye'de Ekonomik Büyüme ve Döviz Kuru Cari Açık Üzerinde Etkili midir? Bir Nedensellik Analizi", *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*. 3(6), 81-88.

ERDEM, N. (2015), "Finansal Birikim Rejimi Altında Türkiye'de Bankacılık", *Finansallaşma, Devlet ve Politik İktisat*, (Ed. H. Mıhçı), NotaBene Yayınları, Ankara, 147-172.

ERDEN, L., ÇAĞATAY, O. (2011), "Türkiye'de Cari İşlemler ve Sermaye Hesapları Arasındaki İlişki", *Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, 29(2), 49-67.

ERSOY, İ. (2011), "The Causal Relationship Between The Financial Account And The Current Account: The Case of Turkey", *International Research Journal of Finance and Economics*. 75, 187-193.

EŞİYOK, B. A. (2012), "Türkiye Ekonomisinde Cari Açık Sorunu ve Nedenleri", *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, 49(569), 63-86.

GRANGER, C.W.J. (1969), "Investigation Causal Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods", *Econometrica*, 37(3), 424-438.

GUERİN, S. S. (2003), "The Relationship Between Capital Flows and Current Account: Volatility and Causality", *Trinity College Dublin Working Paper*, 1-62.

İNANDIM, Ş. (2005), "Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği", *TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi*, Ankara.

KESGİNGÖZ, H., KARATAŞ, A.R. (2016), "Yabancı Sermaye Yatırımları ile Cari İşlemler Açığı İlişkisi ve Cari İşlemler Açığı İçin Politika Önerileri", *İnsan ve Toplum Bilimleri Araştırmaları Dergisi*, 5(3), 597-610.

KİM, C. H., KİM, D. (2011), "Do Capital Inflows Cause Current Account Deficits?", *Applied Economics Letters*, 18, 497-500.

KONT, B. (1998), "Sermaye Girişleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Deneyimi (1990-1996)", *İktisat Politikası (Seçme Konular, Para Politikası, Maliye Politikası ve Uluslararası İktisat Politikası)*, (Ed. V. Serin), Alfa Basım Yayım Dağıtım Ltd. Şti, İstanbul, 685-739.

MANDA, S. (2014), "Capital Flows and Current Account Dynamics in Zimbabwe", *Journal of Economics and International Business Management*, 2(4), 82-99.

MERCAN, M., YURTTANÇIKMAZ, Z.Ç. (2013), "Doğrudan Yabancı Yatırımlar-Cari İşlemler Açığı ilişkisi: Türkiye İçin Ampirik Bir Analiz", *Bankacılar Dergisi*, 87, 57-78.

OBSTFELD, M., ROGOFF, K. (1996), *Foundations of International Macroeconomics*, The MIT Press.

OEKİNG, A., ZWİCK, L. (2015), "On the Relation Between Capital Flows and the Current Account", *RUHR Economic Papers*, 565, 1-24.

SAÇIK, S. Y., KARAÇAYIR, E. (2015), "Türkiye'de Cari İşlemler Hesabının Finansmanı: ARDL Sınır Testi Yaklaşımı", *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 33, 155-166.

SÖYLEMEZ, A. O., YILMAZ, A. (2012), "Türkiye Ekonomisinde Finansal Serbestleşme

Döneminde Uluslararası Sermaye Girişi-Büyüme İlişkisi”, *Marmara Üniversitesi İİB Dergisi*, XXXIII (II), 47-66.

ŞENGÜL, S. ve TUNCER, İ. (2006), “Türkiye’de Enerji Tüketimi ve Ekonomik Büyüme: 1960-2000”, *İktisat İşletme ve Finans*, 21, Mayıs, 69-80.

TCMB. (2015), *Ödemeler Dengesi İstatistiklerine İlişkin Yöntemsel Açıklama*, İstatistik Genel Müdürlüğü Ödemeler Dengesi Müdürlüğü, Ankara, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/0ab87526-c290-4bdd-94d4-b8e99e70eba9/BOPMetaveri.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-0ab87526-c290-4bdd-94d4-b8e99e70eba9-ml39cv0>, (01.07.2018).

TODA Y. H., YAMAMATO, T. (1995), “Statistical Inference in Vector Autoregressions with Possibly Integrated Process”, *Journal of Econometrics*, 66, 225-250.

TURAN, T., KARAKAŞ, M. (2016), “Cari Denge ve Finans Hesabı İlişkisi: Türkiye İçin Ampirik Bir Uygulama”, *Maliye Dergisi*, 170, Ocak-Haziran, 45-58.

UZUNOĞLU, S., ALKİN, K. ve GÜRLESEL, F. (1995), *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye*, İMKB Araştırma Yayınları, No: 6, İstanbul.

WONG, C. H., CARRANZA, L. (1999), “Policy Responses to External Imbalances in Emerging Market Economies: Further Empirical Results”, *IMF Staff Papers*, 46(2), June, 225-237.

YAN, H.D. (2005), “Causal Relationship Between The Current Account and Financial Account”, *International Advances in Economic Research*, 11, 149-162.

YAN, H.D. (2007), “Does Capital Mobility Finance or Cause a Current Account

Imbalance?”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 47, 1-25.

YAN, H. D., YANG, C.I. (2008), “Foreign Capital Inflows The Current Account Imbalance: Which Causality Direction?”, *Journal of Economic Integration*, 23(2), June, 434-461.

YAN, H. D., YANG, C.I. (2012), “Are There Different Linkages of Foreign Capital Inflows And The Current Account Between Industrial Countries And Emerging Markets?”, *Empirical Economics*, 43(1), 25-54.