

## ÖDEMELER DENGESİ VE ÜLKENİN DÖVİZ POZİSYONU – FON AKIMLARI

Ödemeler dengesi, yurtiçinde yerleşik ekonomik birimlerle yurtdışında yerleşik ekonomik birimler arasındaki mal ve hizmet ticareti ve diğer ekonomik faaliyetleri gösteren bir bilançodur (Mahfi Eğilmez, 2018). Ödemeler dengesinin maliye politikası (Kamu borçlanması) ile ilgisi, iç tasarrufların yetersizliği nedeniyle kamu ve özel sektörlerin borçlanma ihtiyaçları olarak açıklanabilir. İç tasarruflar yatırım harcamalarına yetmediği gibi, belki de daha önemlisi, daha önce alınan borçların geri ödenebilmesine de yetmez. Bu durumda dışarıdan borçlanma gereği ortaya çıkar. Kamunun dışarıdan borçlanmasının, daha önceki bölümlerde de belirtildiği gibi, ekonomik etkileri kadar sosyo-politik sonuçları da önemlidir.

### a) Cari işlemler dengesi ve yurtiçi tasarruflar

Literatürde cari işlemler dengesinin yurtiçi tasarruflarla ilişkisi olduğu belirtilir. Yurtiçinde yeterli tasarruf olmamasının nedeni, az gelişmişlik olduğu kadar başka sosyo-ekonomik nedenler de olabilir. Örneğin, bazı yurtiçi yerleşikler, kayıtdışılık, işletmelerin yurt dışı faaliyetleri vb. nedenlerle tasarruflarını yurt dışında tutuyor olabilirler.

Milli gelir hesaplarının yardımıyla cari işlemler dengesini özetlersek;

$$Y = C + I + G + (X - M) \quad (1)$$

Formülde, Y = Milli Gelir, C = Toplam Tüketim, I = Toplam Yatırım, G = Devlet Harcamaları, X = İhracat (toplam döviz gelirleri), M = İthalat (toplam döviz giderleri), (X-M) = cari işlemler dengesini gösterir.

Öte yandan bir ekonomide tüketilmeyen kullanılabilir gelir, tasarruflara eşittir. Kullanılabilir gelire, toplam gelirlere vergiler düşülerek ulaşılır. Haneler ve şirketler elde ettikleri toplam gelirler üzerinden vergi verirler. Kalan gelirlerinin bir kısmını tüketime harcarlar veya eğer yeteri kadar gelirleri varsa bir bölümünü de tasarruf için saklarlar. O zaman kullanılabilir gelir eşitliği şöyle yazılabilir.

$$Y - T = C + S \quad (2)$$

Burada T = Vergiler, S = Toplam özel kesim tasarruflarını gösteriyor. İki formül, (1) ve (2) beraber yazılırsa;

$$(Sö - İö) + (I_g + (+T - G)) = (X - M) \quad (3)$$

Burada Sö, özel kesimin tasarruflarını, İö yatırım harcamalarını, (Sö-İö) özel kesimin tasarruf-yatırım dengesini gösterir. Formülün ikinci dengesi olan kamu kesiminin finansman dengesinde (I<sub>g</sub>+T-G), I<sub>g</sub> kamunun yatırım harcamalarını, G kamunun tüketimini gösterir. Eşitliğin sağ tarafı (X-M) cari işlemler dengesini gösterir. Buradaki X ülkeye gelen, mal ihracatı, turizm, navlun vb. tüm döviz gelirlerini, M ise ülkeden çıkan mal ithalatı, dışarıya faiz ödemeleri, navlun giderleri vb. tüm döviz giderlerini göstermektedir.

Son eşitlik cari denge eşitliğidir dersek yanlış olmaz. Özel kesim ile kamu kesimi, yaptıkları yatırımları kendi yurt içi tasarruflarından finanse edemiyorsa veya gereğinden fazla harcama yapıyorlarsa dışarıdan borçlanmak zorunda kalırlar. O zaman cari işlemler dengesi açık verir. Açık dışarıdan borçlanılarak kapatılır.

Strateji ve Bütçe Başkanlığının 2020 ve 2021 Yıllık Programlarında yayınladığı genel denge verilerinde, ekonominin tasarruf- yatırım dengesi aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.<sup>1</sup>

### Tasarruf-Yatırım Dengesi (GSYH içindeki yüzde pay)

	2018	2023
<b>Toplam Yatırım</b>	<b>29,5</b>	<b>33,0</b>
<b>Kamu</b>	4,4	4,1
<b>Özel</b>	25,1	29,0
<b>Toplam Yurtiçi Tasarruf</b>	<b>27,0</b>	<b>29,2</b>
<b>Kamu</b>	1,7	0,1
<b>Özel</b>	25,3	29,1
<b>Kamu Tasarruf-Yatırım Farkı</b>	<b>-2,7</b>	<b>-4,1</b>
<b>Özel Tasarruf-Yatırım Farkı</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>
<b>Dış Tasarruf</b>	<b>-2,5</b>	<b>-4,0</b>

Tasarruf-yatırım dengesi, Türkiye’de tasarruf sorunu olanın kamu kesimi olduğunu gösteriyor. Kamu topladığı gelirlerden çoğunu harcıyor. Özel sektör de aynı eğilim içinde olunca ekonomi dışarıdan tasarruf ithal ediyor. Diğer bir deyimle, ekonomi kendi gelirleriyle değil dışarıdan kaynak ithal ederek büyüyebiliyor. Ancak bir süre sonra, önceden alınan borçların geri ödenebilmesi için de dışarıdan borç alınmaya başlayınca, ekonomi dolarizasyon sarmalına giriyor.

#### b) Kimler tasarruf eder?

c)

Kalkınma Bakanlığının koordinasyonunda hazırlanan ve TBMM’de kabul edilen 11. Kalkınma Planının Tüketim ve Tasarruf Eğilimleri Özel İhtisas Komisyonu Raporunda; *“Tasarruf oranlarını açıklamada en etkili faktörün gelir olduğu hem teorik hem ampirik yazında kanıtlanmıştır. Yaşam boyu gelir hipotezinin öngörüsüne göre de gelirin yüksek olduğu dönemlerde tasarruflar artmakta, düşük seyrettiği dönemlerde tasarruflar azalmaktadır. Ancak gelir artışının kalıcı olduğu değerlendirilmesi durumunda tüketim artışı gelir artışının önüne geçerse tasarruflarda düşüşe sebep olabileceği de not düşülmektedir”* (Tasarruflar Özel İhtisas Komisyonu Raporu, 2018)

O zaman ekonomide faktör geliri elde edenlere bakarak kimlerin tasarruf edebileceğine karar verebiliriz. Öncelikle akla gelen kesim, kar gelirleri elde eden sermaye sınıfıdır. Yani bankaların, şirketlerin hissedarlarının gelirleri, tasarruf edebilecek kadar yüksektir. Türkiye’de şirket karları ile hissedar tasarrufları arasında doğrudan bir korelasyon olduğu söylenemez. Çoğu zaman zarar eden şirketlerin sahiplerinin kişisel tasarruflarında artışlar olduğu

<sup>1</sup><https://www.sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2023/10/2024-Yili-Cumhurbaskanligi-Yillik-Programi.pdf>

gözlenmektedir. Bununla beraber, yatırım yapmaya karar verdiklerinde, tüm yatırımlarını kendi öz kaynakları ile yapamayacaklarından onlar da kredi/borç ihtiyacı duyarlar.

İkinci tasarruf kabiliyeti olan grup faiz geliri elde eden kişiler ve şirketlerdir. Zaten tasarruf edebildikleri için faiz getiren yatırımlara para yatırdıkları için durumları açıktır. Diğer bir potansiyel tasarrufçu grup, topraktan ve gayrimenkulden rant geliri elde edenlerdir. Özellikle siyasetin işleyişi ranta bağlı olan bizim gibi ülkelerde, neredeyse hiçbir katkı sağlamadan elde edilen yüksek rant gelirlerini servete dönüştürme, işlerini kredi ile yürütme olanakları sayesinde en çok tasarruf etme olanağı olan grup budur dersek yanlış olmaz.

Tasarruf edebilmeleri tartışmalı olan, faktör geliri grubu maaş ve ücret geliri olanlar, yani emekçilerdir. Bu grubun içinde çok küçük bir üst düzey yönetici grubunun tasarruf etme olanağı vardır. Ancak bizdeki gibi, çalışanların %50'ından fazlasının asgari ücret kazandığı bir ekonomide bu grubun tasarruf yeteneği çok düşüktür.

Bir ülkenin tasarruf yeteneklerinin belirlenmesinde demografik faktörler de etkilidir. Eğitim düzeyinden başlayarak, kent-kır dağılımına kadar birçok etken vardır. Kentsel nüfusun tasarruf etmesi zordur. Tüm temel ihtiyaçlarını pazardan, marketten sağlamak durumunda olan kentli, eşit geliri olan kırsalda yaşayana göre daha az tasarruf edebilir.

Diğer bir etken toplumun genel gelir düzeyidir. Nüfusun büyük bir kısmı dar ve sabit gelirli ise ve kentlerde yaşıyorsa para biriktirmesi neredeyse imkansızdır. Hele bir de çalışanların neredeyse %50 asgari ücret alıyorsa para biriktirmek bir yana sadece borçlanarak hayatını idame ettirebiliyorsa iç tasarrufların yetersiz olması doğaldır.

Bunlara aile büyüklüğü de eklendiğinde demografik ve sosyal etkiler daha iyi anlaşılır. Çok çocuklu ailelerde kadının çalışması hem parasal hem de çocukların sağlığı açısından kolay değildir. Örneğin üç çocuğu olan bir anne, kreşe veya gündüz bakım evine para ödemek zorunda ise çalışmasının hiçbir anlamı yoktur. Çünkü aldığı parayı, belki de daha fazlasını, kreşe vermek zorunda kalınca boşuna çalışmış olacaktır. Üstüne üstlük çocuklar da anne özeninden uzak kalacaklardır.

Diğer bir demografik etken de genç nüfusun oranıdır. Gençler hem gelirlerinin az olması hem de tüketim eğilimlerinin yüksek olması nedeniyle tasarruf etmekte en zorlanan toplum kesimleridir. Eğitim açığında olan insanın geliri bellidir. Yanı sıra işe ilk başlayanların, eğer özel yetenekleri yoksa, yüksek ücret elde etmeleri de sık görülen bir olay değildir. Dolayısıyla genç nüfusu fazla olan ülkelerin iç tasarrufları düşüktür.

Enflasyon ve faiz oranları da tasarruf eğiliminde önemli etkenlerdendir. Enflasyonist ortamlarda belirsizlikler artacağı için tasarruflar azalır. Harcamasını erteleyip para biriktirenler enflasyonun birikimlerini reel olarak azalttığını görünce harcamaya başlarlar. Benzeri durum faiz oranı için de geçerlidir. Düşük reel faiz getirisi elde edecek olan birikimci harcamasını ertelemez, tasarruf yapmaz. Tüketim/talep artışına yeteri kadar üretimle cevap verilemezse ithalat ve enflasyon artmaya başlar. Bir süre sonra ekonominin makro dengeleri olumsuz etkilenmeye başlar.

Açıklamalardan sonra, Türkiye'nin durumunu incelersek. Nüfusun %20'lik dilimlerine göre bakıldığında, geliri az olan ilk üç grup (toplamın %60) genellikle borçludur. En üst gelire sahip %20 ile ondan sonraki ikinci %20'lik dilim, farklı oranlarda da olsa tasarruf edebilmektedirler.

Tablo x 2003, 2009 ve 2013 yıllarında, hanehalkının gelir gruplarına göre tasarruf oranlarını gösteriyor. Görüldüğü gibi, en fakir %40 hiçbir zaman tasarruf edemiyor. Orta gelirli 3. Grup önceleri az da olsa tasarruf edebilirken 2009 Küresel Krizi sonrasında, gelirleri azalmış, borçlanmaya başlamışlar. Benzer eğilimi üst gelir gruplarında da görüyoruz. Önceki yıllarda ulaştıkları tasarruf oranına artık ulaşamaz olmuşlar.

**Tablo XII.52: Yüzde 20'lik Gelir Gruplarına göre Hanehalkı Tasarruf Oranları**

Gelir Grupları	2003	2009	2013
Q1	-20,9	-40,3	-23,5
Q2	-2,8	-14,8	-10,7
Q3	5,8	-4,7	-4,8
Q4	13,0	6,8	5,4
Q5	32,8	26,6	22,1

Kaynak: Erdem B. Pektaş<sup>2</sup>

Not: Gelir grupları hanelerin yıllık kullanılabilir gelirlerinin en düşükten en yükseğe doğru sıralanıp beş gruba ayrılması ile belirlenmiştir.

Grupların tasarruf kabiliyetleri yanı sıra yapabildikleri tasarrufların ne kadarını yurt içinde tuttukları da önemlidir. Eğer tasarruflar herhangi bir nedenle yurtdışında saklanıyorsa, o paranın bankalar aracılığıyla ülkeye getirilip yurtiçinde kredi olarak verilmesi bile dış borç olarak yazılacaktır. Dolayısıyla sadece gelir ve yukarıda özetlenen diğer faktörler değil, hukukun üstünlüğü, sözleşme ve mal güvenliği ile demokratik kurumların varlığı ve işlerliği de tasarrufların artmasında etkindir.

#### d) Ödemeler dengesi hakkında açıklamalar

Ödemeler dengesi verileri dünyada Uluslararası Para Fonu, ülkelerde de merkez bankaları tarafından izlenir. Bu bağlamda Türkiye’de bu işlev TCMB tarafından yerine getirilmektedir. Ödemeler dengesi hakkında teknik açıklamaları TCMB yayınlamaktadır. (Ödemeler Dengesi Açıklaması, 2018) Bu konudaki tüm değişiklikler de aynı kurum tarafından yapılmaktadır. (Ödemeler Dengesi Teknik Açıklamalar, 2019) Dolayısıyla bu bölümde ağırlıklı olarak TCMB’nin yayınladığı notlardan yararlanılacaktır.

Bahsi geçen açıklama notlarında; “*Ödemeler dengesi, geniş anlamıyla, bir ekonomide yerleşik kişilerin (Genel Hükümet, Merkez Bankası, Bankalar, Diğer Sektörler) diğer ekonomilerde yerleşik kişiler (yurtdışında yerleşikler) ile belli bir dönem içinde yapmış oldukları ekonomik işlemlerin sistematik kayıtlarını elde etmek üzere hazırlanan istatistiki bir rapordur. Ekonomik işlemler; mal, hizmet ve gelirle ilgili işlemleri, finansal varlık ve yükümlülüklerle ilgili işlemleri, bir ekonomide yerleşik kişilerden diğer bir ekonomide yerleşik kişilere karşılıksız olarak reel ya da finansal kaynakların sağlandığı transferleri kapsamaktadır.*” Burada en

<sup>2</sup>Aktaran

[http://www.sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2020/04/Tuketim\\_ve\\_TasarrufEgilimleriOzellhtisasKomisyonuRaporu.pdf](http://www.sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2020/04/Tuketim_ve_TasarrufEgilimleriOzellhtisasKomisyonuRaporu.pdf)

önemli konu, ödemeler dengesinin, belli bir dönemdeki (ay, üç ay veya yıl) döviz akımlarının göstergesi olmasıdır. Diğer bir deyimle, aylık olarak yayınlanan veriler o ay içindeki değişimleri, akımları gösterir. Stok veriler değildirler. Dolayısıyla ekonomideki gelişmelerin hangi yönde olduğunu anlayabilmek için en önemli araçlardan birisi ödemeler dengesi bilançosudur. Özellikle bizim gibi aşırı dolarize olmuş ve dış borcu yüksek bir ekonomi için önemi daha da fazladır.

Ödemeler dengesindeki sektörel sınıflamada, genel hükümet tanımı, bu kitapta sıklıkla kullanılan, kamu kesimi sınıflamasından farklıdır. En büyük fark KİT'lerin genel hükümet içinde değil, "diğer sektörler"de, şirketlerle, hanelerle beraber ele alınmasıdır. Aynı şekilde kamu bankaları da "bankalar" içinde değerlendirilir. "Genel hükümet" tanımına merkezi hükümet, mahalli idareler, bağımsız düzenleme ve denetleme kurumları ve diğer kamu kurum ve kuruluşları girer.

*"Ödemeler dengesi tanımında iki temel kavram bulunmaktadır. Bunlar "ekonomi" ve "yerleşiklik"tir. "Ekonomi" sözcüğü bir hükümet tarafından idare edilen coğrafi bölgeyi ifade ederken, "yerleşik" deyimini ile bir ekonomide bir yıldan fazla süre ile devamlı olarak ikamet eden gerçek kişiler ile o ekonomide faaliyette bulunan tüzel kişiler ifade edilmektedir."*

Ekonomi ve yerleşiklik konusu, ödemeler dengesi gelişmelerini anlamakta önemlidir. Buradaki ekonomi kavramının arkasında siyasi olarak "egemenlik" tanımı bulunmaktadır. Bir hükümet egemenlik hakkının tesis etmeden coğrafi bölgeyi idare edemez. Dolayısıyla eğer biraz zorlama bir bakış açısıyla bakarsak, ödemeler dengesi açığı (cari açık) egemenlik hakkının zarar görmesidir. Çünkü, cari açık vermek dışarıya açılmaktan çok dışarıya bağımlılık olabilir. Bilindiği gibi, cari açığı finanse etmek için dövizle borçlanmak gerekir. "Borç alan emir alır" kuralından yola çıkarsak, egemenlik hakkının zarar gördüğünü söylemek yanlış olmaz.

Yerleşiklik kavramı çoğu zaman "pasaport sahipliği" ile karıştırılmaktadır. Burada önemli olan "pasaport" değil ekonomide "bir yıldan fazla" ticari faaliyette bulunmaktır. Örneğin Türkiye'de kurulmuş, tüzel kişilik kazanmış bir yabancı şirketin dışarıya TL göndermesi ödemeler dengesinde çıkış olarak kaydedilir. Diğer bir deyimle, ekonomiden çıkan ve ekonomiye giren paranın, ödemeler dengesine kaydedilmesi için mutlaka yabancı para olması gerekmez. Yurtdışında yerleşikler ile yapılan Türk Lirası işlemler de ödemeler dengesine kaydedilir.

Ödemeler dengesi kayıtlarında bazı ilkeler uygulanır. Bunlardan ilki Çift Kayıt sistemidir. Bilindiği gibi bu ilke aslında muhasebe ilkesidir. Ödemeler dengesi de ülkenin döviz hareketlerinin muhasebesidir. "Ödemeler dengesi istatistiklerinde ana ilke olarak çift kayıt muhasebe sistemi benimsenmiştir. Ödemeler dengesinin her bir işlemi, o işlemin giriş ve çıkış kayıtlarını gösterecek şekilde iki ayrı kaleme eşit değerde ve karşılıklı olarak kaydedilmektedir. Başka bir deyişle, çift kayıt muhasebe sistemine göre her ekonomik işlemin, bir "Alacak" bir de "Borç" olmak üzere iki kaydı gerekmektedir.

*Ödemeler dengesi istatistiklerinde, alacak kayıtlar; cari işlemler hesabında, reel kaynak (mal ve hizmet) ihracını; Finans hesabında, yükümlülük artışını veya varlık azalışını,*

*Borç kayıtlar; Cari işlemler hesabında, reel kaynak (mal ve hizmet) ithalini, Finans hesabında, yükümlülük azalışını veya varlık artışını gösterir.*

*Ayrıntılı olarak, ödemeler dengesi istatistiklerinde; Cari İşlemler Dengesi ve Sermaye Hesabı Gelir ve gider kalemleri artı (+) işaretle kaydedilmektedir. Birkaç istisna dışında, sadece*

kalemlerin netleştirildiği hesap bakiyeleri eksi (-) işaret taşıyabilir. Hesap bakiyeleri “gelir” den “gider” in çıkarılmasıyla hesaplanır ve dolayısıyla artı (+) ya da eksi (-) değer alabilir.

*Ödemeler Dengesi Finans Hesabı'nın işaretleme sistemi uluslararası yatırım pozisyonu ile tutarlıdır; şöyle ki, artı işaret varlıklarda ya da yükümlülüklerde artışı, eksi işaret ise varlıklarda ya da yükümlülüklerde azalışı göstermektedir. Varlık ve yükümlülük işlemlerinin netleştirildiği hesap bakiyeleri artı ya da eksi işaretli olabilir. Altıncı El Kitabı'nda, finans hesabının bakiyesi net finansal varlık edinimi eksi net yükümlülük oluşumu olarak gösterilmektedir. Dolayısıyla, eksi (artı) bakiye net girişe (çıkışa) işaret etmektedir.*

Bu çalışmanın Hazine merkezli olması nedeniyle finans hesabındaki hareketler öne çıkmaktadır. Bu bağlamda, finans hesabındaki eksi işaretli hareketleri yükümlülük (borç) artışlarını yakından izlemek gerekir.

#### **e) Klasik sınıflandırma**

Değerlendirmelerimize özet ödemeler dengesi bilançosuyla başlayalım. IMF sınıflandırmasını kabul eden tüm ülkelerde ana ayırım kalemleri aynıdır.

#### **I -Cari denge**

A- Dış Ticaret Dengesi

B- Hizmetler Dengesi

C- Birincil Gelir Dengesi

D- İkincil Gelir Dengesi

#### **II- Sermaye Hesabı**

#### **III- Finans hesabı**

1- Doğrudan Yatırımlar

2- Portföy Yatırımları

Hisse Senedi

Borç Senedi

3- Diğer Yatırımlar

3.1- Efektif ve Mevduatlar

3.2 – Krediler

3.3 – Ticari Krediler

3.4 – Diğer Varlıklar ve Yükümlülükler

4- Rezerv Varlıklar

#### IV- Net Hata ve Noksan

TCMB en son yayınladığı “*Ödemeler Dengesi İstatistiklerine İlişkin Yöntemsel Açıklama*” başlıklı çalışmada Ödemeler Dengesi Bilançosu üç ana bölüme ayrılmıştır: Cari işlemler hesabı, Sermaye hesabı ve Finans hesabı. (Ödemeler Dengesi Açıklaması, 2020)

Cari işlemler hesabında asıl olarak mal ve hizmet işlemlerinden doğan döviz hareketleri yer alır. Diğer bir deyimle, mal ihracatı/ithalatı, navlun gelir/gideri, turizm gelir/gideri, faiz gelir/gideri gibi hareketler buradan izlenir.

İlk bölüm Dış Ticaret Dengesi (mallar) başlıklıdır. “*Mallar Hesabı, genel mal ticareti, taşıtlar için limanlarda sağlanan mallar, net transit ticaret geliri, parasal olmayan altın (ticari altın) ve bavul ticaretini kapsamaktadır.*” Cari dengeyi en fazla etkileyen kalemdir. Özellikle sanayi ve diğer sektörlerdeki ara mallar ile yüksek teknoloji ürünlerinin büyük çoğunluğunun ithal edildiği gibi bizim gibi ülkelerde cari dengenin açık vermesi sıradandır.

Hizmetler bölümünde “*İşlem Gören Mallar, Tamir ve Bakım Hizmetleri, Taşımacılık (navlun dahil), Seyahat, İnşaat Hizmetleri, Sigorta Hizmetleri, Finansal Hizmetler, Fikri Mülkiyet Hakları Kullanım Ücretleri, Telekomünikasyon, Bilgisayar ve Bilgi Hizmetleri, Diğer Ticari Hizmetler (teknik hizmetler, ticari hizmetler, operasyonel kiralama dahil), Kişisel, Kültürel ve Eğlence Hizmetleri ile Resmi Hizmetler oluşturmaktadır.*”

Bu bölümü iyi anlayabilmek için, Hizmetler gelir fazlasına bakmak gerekir. Bu tanım; Turizm gelir – gider farkı, navlun gelir- gider farkı gibi kalemlerin toplamıdır. Dış ticaretten gelen açığın azalmasına önemli katkı sağlayan bu kalemler, cari açık finansman ihtiyacının küçülmesine yardım eder.

Ödemeler Dengesi bilançosunda Birinci Gelir Hesabı olarak geçen bölümde emek, finansal ya da doğal bir kaynak sağlanması karşılığında elde edilen gelirler ile ödenen tutarları göstermektedir. Yurtdışında çalışanların ücretleri veya yabancı işçilere ödenen ücretler ile yurtiçinde yerleşiklerin yurtdışında yaptıkları yatırımlardan ve portföy yatırımlarından elde edilen gelirler bu bölümde yer alır. Yurtdışında yerleşiklerin yaptıkları doğrudan sermaye yatırımlarından elde edilen karlar ile portföy yatırımlarından elde edip yurt dışına transfer ettikleri giderler bu bölümde izlenir. Doğrudan yabancı sermayenin yoğun yatırım yaptığı ülkelerden elde ettiği karları, doğal olarak kendi ülkesine, yurtdışına transfer edecektir.

Bu bölümün önemli kalemlerinden birisi de faiz gelir/giderleridir. Bizim gibi dış borcu yüksek olan ülkelerde dışarıya ödenen faizler önemli bir yük kalemidir. Dövizle alınan bir borç, dövizle gelir elde edilen bir yatırım için kullanılmaz ise geri ödeme günü geldiğinde ekonomi hem anapara hem de faiz ödemesi için döviz yaratmak zorunda kalacaktır. Anaparanın ekonomiye giriş yapıldığı gibi saklandığını, bir sektörden ötekine geçtiğini, yurtdışına çıkmadığını varsayalım. O zaman anapara ödemesi için döviz bulmanın tek şartı ulusal para bulmak olacaktır. Buna karşılık faiz ödemesi için aynı şeyi söyleyemeyiz. Çünkü, eğer ekonomi, alınan dövizli borçla yeteri kadar döviz geliri yaratamamışsa, ulusal para bulursa bile döviz bulmak için zorunlu olarak tekrar dışarıdan borçlanılmak durumunda kalacaktır. Böylelikle ekonomi dış borç batağına biraz daha bataacaktır.

İkincil Gelir Bölümünde, “*yurtiçinde (yurtdışında) yerleşik bir birim tarafından yurtdışında (yurtiçinde) yerleşik bir birime karşılıksız olarak mal ya da hizmet gibi reel bir kaynak ya da finansal bir varlık sağlanması şeklinde tanımlanan transferler*” yer almaktadır.

Sermaye Hesabı iki ana kaleme ayrılır. Birincisi, *“Üretilmeyen ve finansal olmayan varlıkların edinimi ve elden çıkarılması (kara parçası gibi maddi olmayan varlıklar ile bayilikler, ticari marka ve kira ile lisans gibi transfer edilebilir sözleşmeler gibi maddi olmayan varlıklar) dır. İkincisi ise “Sermaye transferleridir (borç affı ve diğer sermaye transferleri gibi).”*

Yukarıda da değinildiği gibi Finansal Hesaplar üzerinde durulması gereken kalemdir. Bu hesap finans hareketlerinin mahiyetine göre; Doğrudan Yatırımlar, Portföy Yatırımları Finansal Türevler ve Diğer Yatırımlar ile Rezerv Varlıklar olarak ayrılmaktadır. Doğrudan Yatırımlar enstrümana göre ayrılırlar. Doğrudan yatırım, yatırımcının yerleştiği olduğu ekonomi dışındaki bir ekonomide bir işletmenin yönetimini kontrol ettiği veya yönetiminde söz sahibi olduğu uzun vadeli yatırım şeklidir. Doğrudan yatırımda, yatırımcının işletmenin sermayesinde %10 daha fazla paya/oy hakkına sahip olması esastır.

Türkiye için önemli kalemlerden birisi olan Portföy yatırımları, menkul değerlere yapılan yatırımlar olarak tanımlanabilir. Genellikle hisse senetleri ile kamu veya özel sektör tarafından ihraç edilen bono ve tahvil şeklindeki borç senetlerini ve diğer sermaye ve para piyasası araçlarını içermektedir. Portföy Yatırımları da enstrüman, sektör ve vadeye göre izlenir. Genel Hükümetin borçlanma tahvillerindeki hareketler, şirketlerin ve bankaların hisse senetlerindeki işlemler bu bölümde yer alır. Finansal Türevler sektöre göre kayıt altına alınır.

Doğrudan yatırım, portföy yatırımı ve rezerv varlıklar dışında kalan tüm finansal hareketlerin (Kredi, mevduat vb.) izlendiği Diğer Yatırımlar ise enstrüman, sektör ve vadeye göre sınıflandırılarak izlenir. Burada hem yurtiçinde yerleşiklerin yurtdışına yaptıkları kredi mevduat transferleri hem de yurtdışı yerleşiklerin yurtiçine yaptıkları kredi ve mevduat hareketleri görülür.

Finansman Hesabının önemli kalemlerinden birisi de Rezerv Varlıklarıdır. Rezerv varlıklar, parasal altın<sup>3</sup>, Özel Çekme Hakkı (SDR), IMF nezdindeki Rezerv opsiyonu ve diğer rezerv varlıklardır. Ekonominin döviz açığını finanse etmek için merkez bankasının uluslararası döviz rezervlerinden ne kadar kullandığı veya belli dönemde ne kadar döviz rezervi biriktirildiği görülür. *“Rezerv varlıklar içerisinde yukarıda sınıflananlar dışında kalan diğer rezerv varlıklarıdır. Örneğin, bankaların elinde tuttuğu rezerv varlıkların parasal yetkilinin kontrolüne girmesi durumunda bu başlıkta kaydedilir.”*

Ödemeler Dengesi bilançosunun en tartışmalı bölümü Net Hata ve Noksan kalemidir. TCMB açıklama notunda bu kalem hakkında şöyle bir açıklama yer almaktadır. *“Ödemeler dengesinin her işlemin iki ayrı işaretle (alacak ve borç kaydı) kaydedildiği bir muhasebe sistemi olması nedeniyle, ödemeler dengesi konusu her işlem, mahiyeti itibarıyla ilgili kaleme kaydedilirken, karşı kaydının da bir başka kalemde yer alması esastır. Başka bir deyişle, her işlemin eşit değerde alacak ve borç kayıtlarıyla kaydedilmesi, böylece “Cari İşlemler Hesabı” ve “Sermaye Hesabı’nın toplamının her zaman “Finans Hesabı” kalemine eşit olması gerekmektedir. Ancak, verilerin değişik kaynaklardan elde edilmesi, değerlendirme, ölçme ve kayıt zamanı farklılıkları yaratmakta; sonuç itibarıyla oluşan farklar Net Hata ve Noksan (NHN) kalemine “kalıntı” şeklinde yansımaktadır. Bu kalem, finans hesabından, cari işlemler hesabı ve sermaye hesabının çıkarılmasıyla elde edilmektedir.”* Muhasebede buna benzer denkleştirme hesapları genel kabul görmüş bir uygulamadır. Ancak, Türkiye örneğinde, özellikle son yıllarda oldukça büyük, 18 milyar \$’a kadar ulaşan NHN büyüklükleri gözlemlenmektedir. Bunun bir denkleştirme işlemiyle açıklanması zordur. Tahmin yürütmek

<sup>3</sup> Parasal altın, merkez bankaları ve bankalarda işlem gören standarttaki altındır. Çeyrek, bilezik, küpe vb. altınlar “hurda altın” olarak tanımlanır.



gerekirse, bankalarda beyana dayalı döviz işlemlerin kayıtları yapılırken bazı kayıt hataları yapılmaktadır. İşlemin hangi hesapta kaydedileceği çok açık belirlenmeyince sorun çıkmaktadır. Bir döviz girişi veya çıkışı olduğu belli olmakla beraber hangi tür işlem olduğu bilinmemektedir. Diğer bir deyimle, döviz banka kayıtlarında görülmekle beraber, ihracat mı yoksa mevduat mı olduğu anlaşılmadığı için NHN olarak kayıt altına alınmaktadır. Ancak metodolojik hata sistematik hale gelince, ödemeler dengesi bilançosunu sağlıklı değerlendirme olanağı kalmamaktadır.

Özetlemek gerekirse, ödemeler dengesini daha iyi anlamak için aşağıdaki iki eşitlik kullanılabilir.

$$\text{Finans Hesabı} = \text{Cari açık} + \text{Sermaye Hesabı} + \text{Net Hata ve Noksan}$$

$$\text{Rezerv Varlıklar} = \text{Cari Hesap} + \text{Sermaye Hesabı} + \text{Finans Hesabı (Rezerv Varlıklar Hariç)} + \text{Net Hata ve Noksan}$$

Rezerv varlıkların büyüklüğü, ekonominin kur hareketleri ve dış borç geri ödemeleri için önemli bir güvenlik göstergesidir. Ülke kredi derecelendirmesi yapılırken yabancı sıcak para yatırımcılarının çok önem verdikleri bu kalemtaki değişiklikler, TCMB'nin her ay yayınladığı Ödemeler Dengesi İstatistikleri verilerinin Analitik Sunum bölümünden izlenebilir (Ödemeler Dengesi İstatistikleri, 2020).

#### **f) Ödemeler dengesi ve kamu finansmanı sorunsalı**

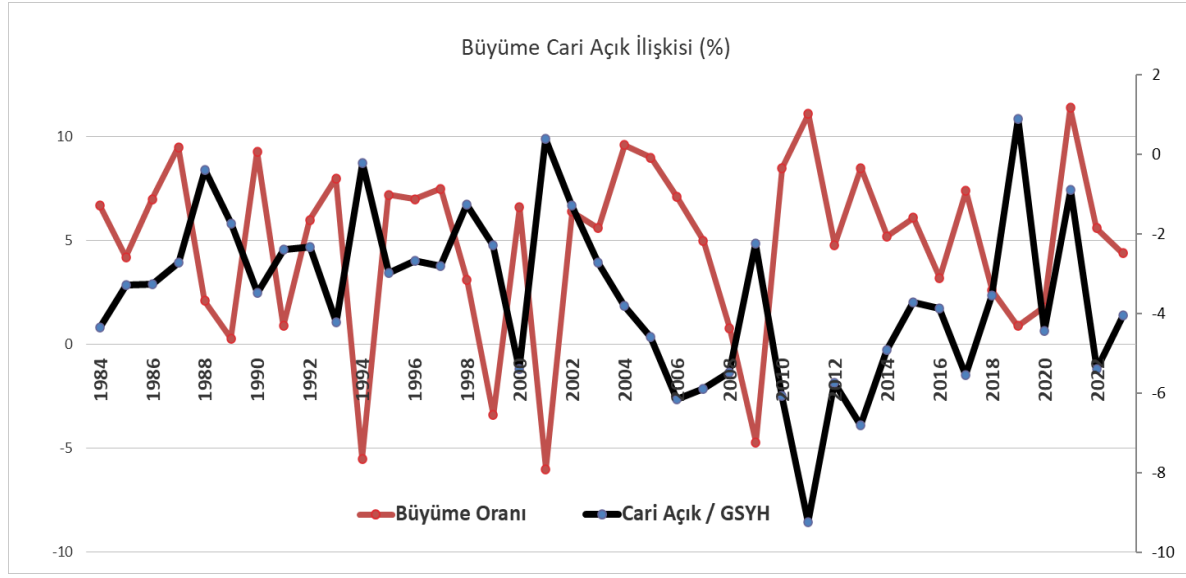
Bu bölüme bir atasözü; “AÇ DOYAR, AÇ GÖZLÜ DOYMAZ” (Türk Atasözü) ve bir Uzakdoğu hikayesi ile başlamak istiyorum. *Asya'da maymun yakalamak için kullanılan bir çeşit tuzak vardır: Bir Hindistan cevizi oyulur ve ipele bir ağaca veya yerdeki bir kazığa bağlanır. Hindistan cevizinin altına ince bir yarık açılır ve oradan içine tatlı bir yiyecek konur. Bu yarık sadece maymunun elini açıkken sokacağı büyüklüktedir. Yumruk yaptığında elini dışarı çıkaramaz. Maymun tatlının kokusunu alır, yiyeceği yakalamak için elini içeri sokar, ama yiyecek elindeyken elini dışarı çıkarması olanaksızdır. Sıkıca yumruk yapılmış el, bu yarıktan dışarı çıkmaz. Avcılar geldiğinde maymun çığına döner, ama kaçamaz. Aslında bu maymunu tutsak eden hiçbir şey yoktur. Onu sadece, kendi bağımlılığının gücü tutsak etmiştir. Yapması gereken tek şey, elini açıp yiyeceği bırakmaktır. Ama zihninde açgözlülüğü o kadar güçlüdür ki bu tuzaktan kurtulan maymun çok nadir görülür.*

Bu kısa hikâyeden sonra ilk bakışta ödemeler dengesinin “Kamu Finansmanı Analizi” ile bir ilgisinin olmayacağı düşünülebilir. Okuyucu haklıdır da. Ancak, eğer bir ekonomi tüketmek için ağırlıklı olarak ithal ediyorsa ve bunun için de dövizle borçlanıyorsa, dahası kamu borçlanma senedi almak isteyenlerin bir bölümü yabancılar ise bu eninde sonunda kamunun sorunu olur. Dahası, yerliler de DİBS alabilmek için dışarıdan döviz borçlanıyorlarsa, döviz akımlarını ve stoklarındaki gelişmeleri anlamak önem kazanır.

Piyasalara duyarlı ekonomi politikalarının ana amacı, toplumun kalkınmasından çok salt ekonomik büyümedir. Kısa vadeli yatırımcılar nasıl büyürse büyüsün, ekonominin büyüme oranına bakarlar. Onlar için gelir dağılımı eşitsizliği, ithalata bağımlı sanayi, borçla yapılan tüketim, işsizlik gibi toplumun geleceği için önemli kavramlar ikinci derecede öneme sahiptir.

Bu bağlamda, Türkiye'ye hep ekonomik büyümeyi takip eden bir anlayış yerleşmiştir. Buna bağlı olarak da yurt içindeki tasarrufların yüksek büyüme oranına yetmediği, cari açık verildiği ve dışarıdan tasarruf ithal edildiği genel kabul görmüştür. Aşağıdaki grafik 1984-2023 arası dönemde büyüme oranı ile cari açığın milli gelire oranını göstermektedir. Görüldüğü gibi, ne zaman ödemeler dengesi açığı büyüse, ekonomi de büyüyor. Grafikte 1994, 1999, 2001, 2009 ve 2020 yıllarında cari açığın ve büyüme oranının sıfıra yaklaştığını gösteriyor. Görüldüğü gibi hepsi kriz yılları.

### Büyüme Cari Açık İlişkisi (%)



Cari açık ile büyüme ilişkisini daha iyi anlayabilmek için, TCMB'nin Ödemeler Dengesi İstatistiklerini yayınlamaya başladığı 1984 yılından sonraki 35 yıllık gelişmelere bakalım. Tablo x bu amaçla hazırlandı. Anılan dönem için ekonominin döviz finansmanı ihtiyacını ve dağılımını gösteriyor. İlk olarak toplam içindeki dağılım, sonra da kriz yıllarına göre ayrılmış dönemler itibariyle dağılım görülüyor.

Türkiye'nin, 35 yılda toplam 1 trilyon 472 milyar dolar finansman ihtiyacı olmuş. 2002-19 arası dönem finansman ihtiyacının en çok olduğu yıllar. Bu dönemdeki cari açık 1 trilyon 316 milyar dolar, yani 35 yıllık toplam finansman ihtiyacının %86'sı son 17 yılda ortaya çıkmış. 2002-2019 döneminin finansman ihtiyacının nasıl ortaya çıktığını anlamak için dağılımına bakalım. Finansman ihtiyacının sadece %40 cari açık kaynaklı. Buna karşılık, %56'sı borç senedi ve kredi geri ödemesinden. Bu arada yurtiçinde yerleşikler, yurt dışından, finansman ihtiyacının %3,3 karşılığında denk gelen miktarda varlık edinmişler. Küçük bir miktar döviz de (43,7 milyar \$) bunun için harcanmış. O zaman ekonominin döviz ihtiyacının büyük bölümü, borç geri ödemelerinden kaynaklanmıyor dersek yanlış olmaz. Bu saptama önemlidir.

## Türkiye'nin Döviz Finansmanı İhtiyacı (Milyon \$)

<b>Finansman İhtiyacı</b>	1984-94	1995-2001	2002-08	2009-23
		-54.328	-102.182	-377.295
<b>Cari işlemler dengesi</b>	-9.340	-12.499	-150.890	-506.365
<b>Borç senedi ve kredi geri ödemeleri</b>	-40.037	-78.822	-201.958	-729.920
<b>Borç senetleri (Yurt dışı)</b>	-373	-12.767	-22.510	-53.673
<b>Uzun vadeli krediler</b>	-39.664	-66.055	-179.448	-676.247
<b>Ticari Krediler</b>	-888	-1.015	-870	-529
<b>Merkez Bankası</b>	4.850	99	0	0
<b>(IMF)</b>	0	-1.721	-14.912	0
<b>Genel Hükümet</b>	-21.399	-21.204	-22.660	-39.519
<b>(IMF)</b>	0	0	-19.973	-8.525
<b>Bankalar</b>	-4.232	-10.330	-19.396	-295.005
<b>Diğer sektörler</b>	-8.295	-31.686	-101.637	-332.669
<b>Diğer varlıklar (- artışa işaret etmektedir) (1)</b>	-4.951	-10.861	-24.447	-46.070

Cari açığın, finansman ihtiyacı içindeki payındaki değişime yıllar itibariyle baktığımızda, 1980'lerde %50'lerde olan seviyesinin, son yıllarda %30'lara yaklaştığına işaret ediyor.

Döviz finansmanı ihtiyacının nereden kaynaklandığını anladıktan sonra, bu ihtiyacın nasıl karşılandığına da bakmak gerekir. Aşağıdaki tabloda yine 1984-2023 arası döneme ait döviz finansmanı kaynaklarını gösteriyor. Görüldüğü gibi, 40 yıllık dönemde 1,5 trilyon \$'a yakın borçlanma, tahvil ve kredi yoluyla temin edilmiştir.

Finansman kaynaklarını da finansman ihtiyacında olduğu gibi, ağırlığını oluşturan 2002-2019 dönemini öne çıkararak ele alalım. Sanıldığı aksine en çok borç alan kamu değil. Kamu tahvil ve kredi olarak toplamın %20'si civarında borçlanmış. Buna karşılık bankalar ve şirketler toplamın %47'si kadar dışarıdan dövizli kredi kullanmışlar.

Döviz açığı finansmanının dönemsel dağılımı da doğal olarak, açığın dönemsel dağılımına benziyor. En çok borçlanma 2009 Küresel Krizinden sonra yapılmış. O dönemde borçlanmanın artmasının önde gelen etkenlerinden birisi 2010'lu yıllardaki enerji özelleştirmeleri ve önceki bölümde değinilen KÖİ projelerine hız verilmesidir. Bütün projelerin dışarıdan alınan kredilerle yapılmasının sonucu Türkiye'nin dövizle borçlanması zirve yapmıştır. Bu bize Hazine'nin üzerinde gitgide artan yükün açıklanmasında ağırlığı büyüyen politikanın ipucunu veriyor.

**Türkiye'nin Döviz Finansmanı Kaynakları (Milyon \$)**

<b>Finansman Kaynakları</b>	1984-94	1995-2001	2002-08	2009-23
		54.328	102.182	377.295
<b>Sermaye hesabı</b>	0	0	-69	-553
<b>Doğrudan Yatırımlar (NET)</b>	4.903	5.616	69.637	127.403
<b>Hisse senetleri (Net)</b>	2.162	714	15.778	7.321
<b>Borç senetleri ve krediler</b>	52.712	108.022	345.458	979.484
<b>Borç senetleri</b>	11.456	14.037	46.579	194.409
<b>Yurt içi (NET)</b>	1.147	-11.352	11.311	37.062
<b>Yurt dışı</b>	10.309	25.389	35.268	157.347
<b>Uzun vadeli krediler</b>	34.717	88.602	278.216	731.283
<b>Ticari krediler</b>	863	1.397	4.014	570
<b>Merkez Bankası (IMF)</b>	-264	0	0	0
<b>Genel Hükümet (IMF)</b>	340	15.910	0	0
<b>Bankalar</b>	12.021	10.062	17.581	41.168
<b>Diğer sektörler</b>	0	0	25.536	6.338
<b>Kısa vadeli krediler (Net)</b>	5.030	12.868	45.931	321.683
<b>Ticari krediler</b>	16.727	48.365	185.154	361.524
<b>Merkez Bankası</b>	6.539	5.383	20.663	53.792
<b>Genel Hükümet</b>	3.949	1.558	15.196	37.400
<b>Bankalar</b>	739	0	0	0
<b>Diğer sektörler</b>	-1.029	0	0	1.497
<b>Yurt dışı Yerleşikleri Mevduatları (Net)</b>	2.312	2.116	4.059	5.147
<b>Diğer Yükümlülükler</b>	568	1.709	1.408	9.748
<b>Net Hata ve Noksan</b>	6.685	8.169	8.549	158.404
<b>Bankalardaki efektif ve mevduatı (2)</b>	356	951	1.729	3.829
<b>Rezerv Varlıklar (2)</b>	-523	-1.255	6.809	44.242
1/ Bankaların döviz varlıkları hariç	-6.737	-3.567	-28.637	-17.936
2/ - artışa işaret etmektedir	-5.230	-16.468	-41.959	-19.839

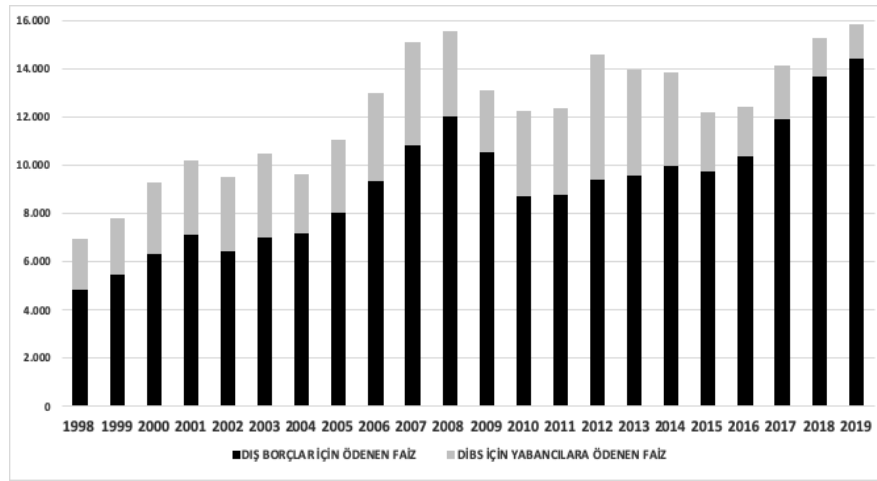
Cari açığın döviz ihtiyacındaki yerine baktığımız gibi, kredilere bakmak gerekirse, döviz finansmanı kaynakları açısından, yıllar itibariyle bir yükselme eğilimi göze çarpıyor. Borçlanma tahvillerinin ve kredilerin döviz finansman kaynakları içindeki payı artıyor. 1980'li yıllarda %50'lerin altında olan pay son yıllarda %70'leri geçmiş durumda...

Ekonomi kıt kaynakların etkin ve verimli kullanımını olduğuna göre, bu kadar borçlanma için yurt dışına ödenen faizleri incelemek yerinde olacaktır. Verilere geçmeden önce faiz konusunda

çok tartışılan bir konuya değinmekte yarar var. “Hemen hemen tüm eski-yeni din, kültür ve ideolojilerde meşruiyeti tartışmalı bir konu olan faizli borç ilişkileri kutsal metinlerde-tahrife uğramış noktalar hariç- herhangi bir ihtilafa mahal bırakmayacak netlikte yasaklanmıştır. Tarihin akışı içerisinde, herhangi bir işlemin muhtevassından, karakterinden, ruhundan ve sonuçlarından harekete benzer pek çok tartışmalı konu ile ilgili zamanla ortak bir kanaate ulaşılmışken, faiz ile ilgili henüz böyle bir aşamaya gelinememiştir.” (M. Ustaoglu, 2019) İlginç olan şey, bu kadar tartışmalı olmasına rağmen, toplumun dini düşüncelerini sömürerek siyaset yapan iktidarlar, yabancılara yüksek faiz ödemekten kaçınmamışlardır.

Aşağıdaki grafik, 1998-2019 arası yıllar için tüm sektörlerin dış borçları için ödedikleri faizler ile yabancıların aldıkları DİBS’ne ödenen faizleri gösteriyor. Görüldüğü gibi, 2000 yıllar öncesinde 5-6 milyar \$’ın altında olan toplam yıllık faiz ödemeleri, 2019’da 16 milyar \$’a yaklaşmıştır.

### Yabancıya Ödenen Yıllık Faiz (Milyon \$)



Bu durumda ekonominin döviz akımlarını gösteren ödemeler dengesi ile net uluslararası yatırım pozisyonunu ve büyüyen borç stokunu göz önünde tutarak borçlanma konusunu ve Hazine üzerinde artan yükü daha iyi kavramamıza yardımcı olacaktır.

### g) Uluslararası Yatırım Pozisyonu (UYP)

Uluslararası Yatırım Pozisyonu, akım değerleri gösteren ödemeler dengesinin aksine, ülkenin döviz varlık ve yükümlülüklerine ilişkin stok verileri gösterir. TCMB tarafından her ay yayınlanır. O ay itibariyle yurtiçi yerleşiklerin döviz varlıklarını ve ekonomik sektörlerin döviz yükümlülüklerini gösterir. Bu bölümde de TCMB’nin Uluslararası Yatırım Pozisyonu İstatistiklerine İlişkin Yöntemsel Açıklamasından geniş bir şekilde yararlanılacaktır (UYP Teknik Açıklaması, 2020).

UYP ile Ödemeler Dengesi arasındaki farkı aşağıdaki şekildeki gibi özetleyebiliriz. Döviz akımlarını gösteren ödemeler dengesi bilançosu cari açık ve net hata ve noksandan kaynaklanan farkların finans hesabında denkleştirilmesi esasına göre hareket eder. Sıklıkla cari açıktan bahsedilmesinden, cari denge farklarının her zaman açık olacağı anlamı çıkarılmamalıdır. Fazla verdiği yıllar da vardır. Özellikle kriz dönemlerinde yani, ithalatta hızlı düşüşler yaşandığı dönemlerde cari denge fazla verebilir. Bu fazlalar genellikle uluslararası döviz rezervi varlıklarına eklenir. Çok ender olsa da dış ödemesinde kullanılır.

“Uluslararası Yatırım Pozisyonu (UYP), bir ekonomideki yerleşik kişilerin yurtdışı yerleşik kişilerden olan finansal alacakları ile rezerv varlık olarak tutulan altın şeklindeki finansal varlıklarının ve yerleşiklerin yurtdışı yerleşik kişilere olan finansal yükümlülüklerinin belli bir tarihteki stok değerini gösteren istatistiki bir tablodur.

UYP’de toplam finansal varlıklar ile toplam finansal yükümlülüklerinin farkı net uluslararası yatırım pozisyonu olarak adlandırılmaktadır. Başka bir deyişle, net uluslararası yatırım pozisyonu, Türkiye’nin yurtdışından alacaklarıyla, Türkiye’nin yurtdışına borçlarının net (farkını) göstermektedir. Net UYP pozisyonu pozitif veya negatif olabilir.”

UYP yurtiçinde yerleşiklerin, yurtdışında yaptıkları doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları (hisse senedi ve borç senedi), yurt dışına verdikleri krediler, yurtdışına yatırdıkları mevduatlar (Diğer yatırımlar) ve TCMB’nın uluslararası döviz rezervleri ülkenin döviz varlık stoku olarak değerlendirilir. UYP’daki sektörel ayırım ve diğer sınıflandırmalar ödemeler dengesiyle hemen hemen aynıdır.

### Grafik XII.33: Ödemeler Dengesi – Uluslararası Yatırım Pozisyonu (UYP) İlişkisi



Bu bölümde üzerinde durulması gereken kalem rezerv varlıklardır. TCMB bu verileri brüt rezervler üzerinden izlemektedir. Oysa brüt rezervlerin önemli bir bölümü bankaların, zorunlu karşılık (mevduat munzam karşılığı)<sup>4</sup> olarak tuttuğu döviz ve altınlardır. Bu paralar nihayetinde bankaya para yatıran mevduat sahibine (mudiye) aittir. O mevduatını bankadan çektiğinde, banka da merkez bankasındaki zorunlu karşılığını isteyecek ve mudiye ödeme yapacaktır. Bu nedenle ekonomistler ve özellikle para ve sermaye piyasalarına yatırım yapan sıcak para

<sup>4</sup> Mevduat Munzam Karşılığı (MMK) veya Zorunlu Karşılıklar, bankalardaki TL ve döviz mevduatının bir bölümünün TCMB’de tutulmasıdır. Böylelikle merkez bankası para arzını ve ekonomideki kredi miktarını yönetmeyi hedefler. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Zorunlu+Karsilik+Oranlari/>

yatırımcıları, zorunlu karşılıkları hariç tutan Net Uluslararası Rezerv<sup>5</sup> tanımına ve verilerine önem verirler.

UYP'nin hazırlanış mantığı yurtdışındaki alacaklıların, alacaklarını tahsil edebilme kabiliyetini görmek istemeleridir. Böylelikle bir yandan "yükümlülük toplamıyla" alacaklarının toplamını görmekte öte yandan ülkenin toplam döviz varlıkları ile ödeme kabiliyetini izlemektedirler. Bu bağlamda ekonomideki tüm kesimlerin döviz varlık ve yükümlülükleri hesaba dahil edilmektedir.

Uluslararası yükümlülük kalemleri arasında da dışarıdan alınan krediler gibi önemli diğer bir kalem de doğrudan yabancı sermaye yatırımlarıdır. Doğrudan yatırımlardan kaynaklanan yükümlülükler hesaplanırken TCMB, esası IMF tarafından belirlenen, ilginç bir yöntem izlemektedir. "Yurtdışında yerleşik kişilerin Türkiye'de yaptıkları doğrudan yatırım stokuna ilişkin veriler, toplam yabancı sermayeli şirketler içinden sermaye büyüklükleri esas alınarak gruplandırılmış şirketlerin "tabakalandırılmış örnek alma yöntemine" göre seçilmesiyle, 2001 yılından itibaren yıllık olarak yapılan anketler yoluyla sağlanan ve söz konusu şirketlerin defter ve piyasa değerlerini de içeren bilgilerden derlenmektedir. Yabancı sermayeli şirketler anketinde, belirlenen sermaye miktarlarına göre şirketler büyük, orta ve küçük ölçekli olarak ayrıştırılmakta, büyük ölçekli firmaların tümüne anket gönderilirken, küçük ve orta ölçekli firmalardan tabakalandırılmış örnek alma yöntemine göre seçilenlere anket gönderilmekte, ilgili yılda yeni kurulan firmalar da aynı yöntemle ankete dahil edilmektedir. Söz konusu anketle bildiri yapılan şirket değerleri; üç aylık ve gösterge niteliğinde aylık olarak yayımlanan uluslararası yatırım pozisyonuna "piyasa fiyatı" üzerinden yansıtılan yurtiçi doğrudan yatırım stoku değerlerinin hesaplanmasında kullanılmaktadır.

Anket sonuçları izleyen yılın haziran ayında açıklanmaktadır. Anket açıklanmaya kadar, yurtiçindeki doğrudan yatırım stokları bir önceki yılın anket değeri esas alınarak yeniden hesaplanan stok değerine ödemeler dengesindeki akım değerler eklenerek yayımlanmaktadır.

Doğrudan yatırım stokunun piyasa değeri hesaplanırken, Borsa İstanbul'da (BIST) hisselerinin alım-satımı yapılan şirketlerin piyasa değerleri için BIST'te oluşan piyasa değerleri; diğer firmalar için ise defter değerlerinin BIST tarafından yayınlanan ilgili sektöre ait piyasa değeri/defter değeri oranı ile çarpılmasıyla bulunan değerler kullanılmaktadır. Anket verileri kullanılarak Türkiye'deki doğrudan yatırımlar stokunun coğrafi ve sektörel dağılımı da yapılmaktadır. Diğer sermaye kaleminin veri kaynağı özel sektörün yurtdışından kullandığı kredilerin kredi bazında ayrıntısına ilişkin banka raporlarıdır."

Akım-stok ilişkisine, diğer bir deyimle Ödemeler dengesi- UYP ilişkisine açıklık getirmeden konu tam açıklığı kavuşmayacaktır. TCMB'nin yukarıda belirtilen açıklama notunda konu şöyle açıklamaktadır. "Stoklar her dönem sonunda geçerli piyasa değerleri üzerinden değerlendirilmekte ve yine dönem sonunda geçerli kurlarla ABD dolar karşılıkları bulunmaktadır. Buna göre, dönem sonu piyasa fiyatlarıyla ve cari kurlarla değerlendirilmiş varlık ve yükümlülük kalemleri için iki dönem arasındaki fark, ödemeler dengesi finans hesaplarındaki akım rakamları ile iki dönem arasındaki piyasa değeri değişimi ve kur farklarından oluşmaktadır.

---

<sup>5</sup> Net döviz rezervlerinin hesaplanması için Dr. Mahfi Eğilmez'in blogundan yararlanılabilir.

<http://www.mahfiegilmez.com/2017/04/merkez-bankas-rezervleri.html>

*Örneğin; “Portföy Yatırımları-Yükümlülükler” kalemi altında yer alan ve 2012 yıl sonu itibarıyla 70.616 milyon ABD doları olan yurtdışında yerleşik kişilerin mülkiyetindeki hisse senedi stoku, 2013 yılı içinde yapılan ve ödemeler dengesi istatistiklerine yansıtılan net alımlar nedeniyle 842 milyon ABD doları artmış, ancak hisse senetlerindeki fiyat düşüşleri ve döviz kuru değişimi nedeniyle 19.124 milyon ABD doları değer kaybederek, 2013 yıl sonu cari piyasa ve kur değerleriyle 52.334 milyon ABD dolarına düşmüştür. Aynı kalem altında “Borç Senetleri-Genel Hükümet- Yurtiçi”nde yer alan yurtdışında yerleşik kişilerin mülkiyetindeki Devlet İç Borçlanma Senetleri, 2012 yıl sonu itibarıyla 62.685 milyon ABD doları iken, 14.691 milyon ABD dolarlık değer ve kur farkından dolayı azalış nedeniyle, 4.133 milyon ABD dolarlık net alımlara rağmen, 2013 yıl sonunda 52.127 milyon ABD dolarına düşmüştür.*

*Bu işlemlerin ödemeler dengesi istatistikleri ve UYP’ye yansımaları, yıl içindeki alım ve satımlar ödemeler dengesi istatistiklerine kaydedilmekte, değer ve kur farkı değişimleri ise UYP’ye yansımaktadır. Böylece iki dönem arasındaki stok farkı içindeki değer ve kur farkı değişimleri, ödemeler dengesi istatistikleri ile UYP arasındaki farkı oluşturmaktadır.”*

Bu açıklamalardan sonra yıllar boyunca sektörler itibarıyla UYP verilerine yakından bakalım. Aşağıdaki tablo bize, 1996, 2001, 2009, 2017 ve 2023 yılları için sektörlerin döviz varlık ve yükümlülüklerini veriyor.

Görüldüğü gibi, TCMB dışındaki sektörlerin yükümlülükleri varlıklarından fazla. TCMB’nin varlık fazlalığı da döviz rezervlerinden kaynaklanıyor. Onların ne kadarının Merkez Bankası’na ne kadarının bankalara ait olduğunu hatırlarsa, konu daha iyi anlaşılır.

Yükümlülükleri fazla olan, net uluslararası yatırım pozisyonu, bir anlamda, döviz pozisyon açığı veren sektörlerden hükümetin yurt dışında varlık biriktirmesi zaten beklenemez. Yurt dışında varlık biriktirebilen ülkeler, petrol, doğal gaz gibi doğal kaynak ihracatçısı olan ve ekonomileri döviz gelirlerine bağlı olan S. Arabistan, Katar, Norveç ve Rusya gibi ülkelerdir.

Bankaların net uluslararası yatırım pozisyonu açığı vermesinin ana nedeni, yurtdışı yerleşiklerin mevduatları ile dışarıdan aldıkları döviz kredileridir. Tablodan görüleceği gibi bankaların hem varlıklarında hem de yükümlülüklerinde mevduat kalemi vardır. Varlıklarında yer alan mevduatlar yurtiçi yerleşiklerin dışarıda tuttukları döviz hesaplarıdır. Bu hesapların önemli bir bölümü bankaların bankacılık işlemleri için dışarıda tuttukları dövizlerdir. Geçmiş yıllarda yurtiçi yerleşiklerin dışarıda tutulan mevduat varlıkları, yurtiçi yerleşiklerin Türkiye’deki bankalarda tuttukları mevduatlardan daha azmış. Son dönemde AB ve ABD’de mevduat faizleri sıfıra yaklaşınca, “bıyıklı yabancılar”<sup>6</sup> da dahil, yüksek döviz faizi veren Türkiye’de yerleşik bankalarda mevduat hesabı açanlar arttı.

Diğer sektörlerde özel şirketler, bankalar hariç üretici KİT’ler ve hanehalkları dahildir. Ağır olarak reel sektörün döviz varlık ve yükümlülükleri yer alıyor demek yanlış olmaz. Varlık bölümünde, ağırlıklı olarak yurtiçi yerleşiklerin dışarıdaki doğrudan yatırımları, mevduatları yer alır. Mevduatların önemli bir bölümü dış ticaret şirketlerinin ithalat/ihracat işlemlerini kolaylaştırmak için dışarıda tuttukları dövizlerdir. Öte yandan yükümlülükler bölümündeki doğrudan yatırımları, TCMB’nin, yukarıda özetlenen teknik açıklamaları çerçevesinde değerlendirmek gerekir. Yurtdışı yerleşiklere ait bir fabrikanın veya otelin yükümlülük olarak kabul edilmesinin mantığını anlamak zor olabilir. Varsayım şudur, hissedar hissesini satın

---

<sup>6</sup> “Bıyıklı yabancı” tanımı günlük dilde, parasını yurtdışında tutan T.C. vatandaşları için kullanılır. Bu kişilerin, çeşitli yollarla yurtdışına çıkardıkları ve orada tuttukları paralarını, yüksek getirilerden yararlanmak amacıyla Türkiye’de değerlendirdikleri kabul edilir.



yurtiçinde döviz talep ederse, ekonomide döviz talebi oluşacak ve yeteri kadar döviz yoksa piyasalarda oynaklık artacaktır. Teorik olarak doğru olan bu yaklaşımın pratikte ne kadar işlediği gözlemlenmesi gereken bir olgudur. Yabancılar satışların çoğunun ödemesini, içeride bürokratik işlemlerin çokluğu nedeniyle, yurtdışında yapmayı tercih etmektedirler.

Sonuç olarak net uluslararası döviz pozisyonuna bakıldığında, 1996 yılında 55 milyar \$ kadar olan açık, 2013 yılında 400 milyar \$'a yaklaşmış, 2017 yılında 442 milyar \$'ı geçmiş, 2023 yılında 285 milyar \$ civarına düşmüştür. Yükselişler ve azalışlar genellikle yükümlülüklerde görülen değişimlerden kaynaklıdır.

## Sektörler İtibariyle Uluslararası Yatırım Pozisyonu

	1996	2001	2009	2017	2023
<b>GENEL HUKUMET ( KİT'LER HARIÇ)</b>	<b>-36.174</b>	<b>-39.005</b>	<b>-80.209</b>	<b>-101.842</b>	<b>-75.694</b>
<b>VARLIKLAR</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>145</b>	<b>99</b>
Hisse senetleri	0	0	0	0	0
Krediler	0	0	0	145	99
<b>YUKUMLULUKLER</b>	<b>36.174</b>	<b>39.005</b>	<b>80.209</b>	<b>101.987</b>	<b>75.793</b>
Borç senetleri	12.474	18.149	43.938	75.267	45.150
Yurtiçi	0	727	21.086	30.942	2.637
Yurtdışı	12.474	17.422	22.852	44.325	42.513
Krediler	23.700	20.856	34.772	25.355	23.334
SDR Tahsisatları	0	0	1.499	1.365	7.309
<b>MERKEZ BANKASI</b>	<b>6.481</b>	<b>-2.972</b>	<b>63.205</b>	<b>107.535</b>	<b>96.100</b>
<b>VARLIKLAR</b>	<b>18.862</b>	<b>21.379</b>	<b>76.367</b>	<b>109.288</b>	<b>142.460</b>
Hisse senetleri	0	0	0	0	0
Krediler	1.160	183	23	9	9
Diğer Varlıklar	0	1.235	1.515	1.549	1.567
Rezerv varlıklar	17.702	19.961	74.829	107.730	140.884
Parasal altın	1.383	1.034	4.121	23.537	48.164
Diğer rezerv varlıkları	16.272	18.780	69.017	82.658	85.159
Menkul kıymetler	0	14.764	63.896	66.734	3.559
<b>YUKUMLULUKLER</b>	<b>12.381</b>	<b>24.351</b>	<b>13.162</b>	<b>1.753</b>	<b>46.360</b>
Efektif ve Mevduatlar	11.662	10.680	13.152	1.752	46.360
Krediler	719	13.671	10	1	0
<b>BANKALAR</b>	<b>-3.125</b>	<b>831</b>	<b>-11.584</b>	<b>-155.837</b>	<b>-86.606</b>
<b>VARLIKLAR</b>	<b>8.749</b>	<b>13.534</b>	<b>43.853</b>	<b>43.069</b>	<b>52.629</b>
Hisse senetleri	0	0	92	252	121
Borç senetleri	0	375	1.044	572	578
Efektif ve Mevduatlar	7.352	10.392	40.141	34.935	46.653
Krediler	1.397	2.767	2.576	7.310	5.277
<b>YUKUMLULUKLER</b>	<b>11.874</b>	<b>12.703</b>	<b>55.437</b>	<b>198.906</b>	<b>139.235</b>
Hisse senetleri	0	0	0	14.026	4.639
Borç senetleri	714	926	0	34.671	11.252
Efektif ve Mevduatlar	4.579	3.992	18.878	49.662	60.239
Krediler	6.581	7.785	36.559	100.547	63.105
<b>DİĞER SEKTÖRLER (REEL SEKTÖR + HANİ)</b>	<b>-17.317</b>	<b>-41.621</b>	<b>-241.341</b>	<b>-292.229</b>	<b>-219.008</b>
<b>VARLIKLAR</b>	<b>5.123</b>	<b>21.043</b>	<b>75.244</b>	<b>97.023</b>	<b>131.726</b>
Yurt Dışında Doğrudan Yatırımlar	0	4.581	23.314	46.999	61.944
Diğer Hisse Senedi ve Katılım Payları	5	588	913	1.721	2.198
Hisse senetleri	0	49	127	196	1.167
Borç senetleri	0	122	644	133	1.081
Efektif ve Mevduatlar	0	9.383	27.468	15.622	15.898
Krediler	5.118	6.320	22.778	32.352	49.438
<b>YUKUMLULUKLER</b>	<b>22.440</b>	<b>62.664</b>	<b>316.585</b>	<b>389.252</b>	<b>350.734</b>
Yurt İçinde Doğrudan Yatırımlar	0	20.316	145.759	198.310	158.583
Hisse senetleri	3.085	5.635	47.080	37.958	24.897
Borç senetleri	0	0	0	11.638	9.897
Krediler	19.355	36.713	123.746	141.346	157.357
<b>TOPLAM</b>	<b>-50.135</b>	<b>-82.767</b>	<b>-269.929</b>	<b>-442.373</b>	<b>-285.208</b>

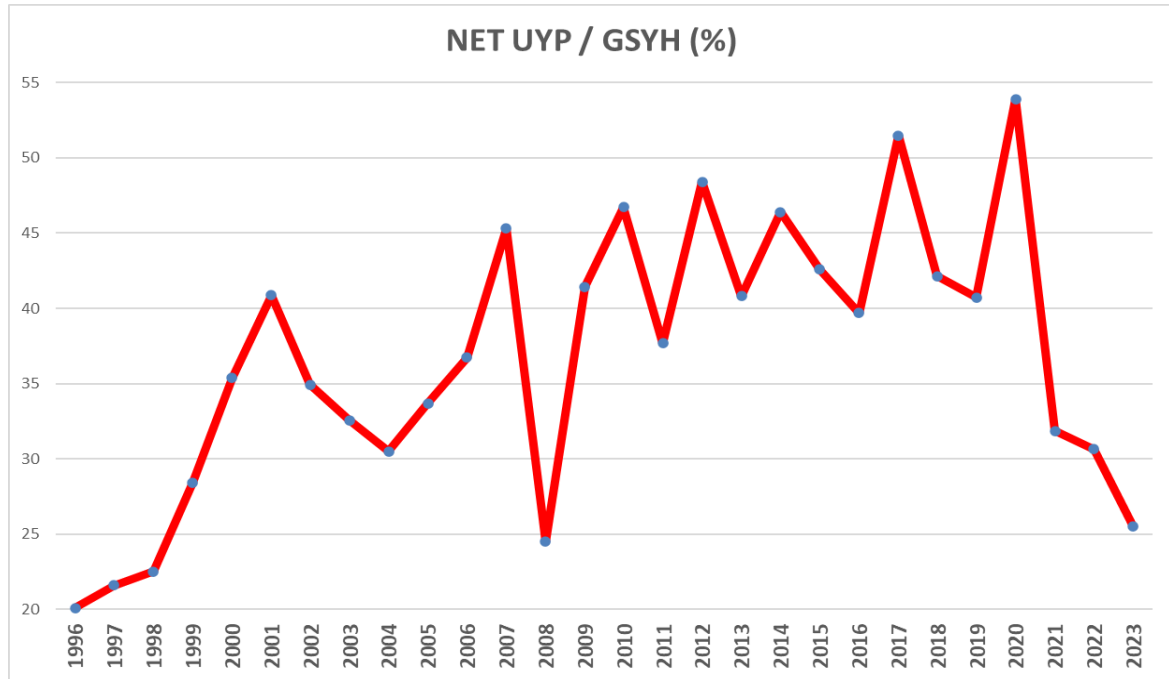
Döviz pozisyonu neden önemlidir? Bunu mikro bir örnekle açıklamaya çalışalım. Bir bankanın veya şirketin varlıklarıyla yükümlülükleri arasında ortaya çıkan para birimi farklılığına döviz

pozisyonu denir. Eğer döviz varlıkları yükümlülüklerden az ise buna açık pozisyon, aynı ise kapalı pozisyon, fazla ise uzun pozisyon denir. Aynı şeyi ülke için de söyleyebiliriz.

Konuyu daha iyi anlaşılması için rakamsal bir örnekle açalım. Örneğin, 1 US\$= 5TL kurunun olduğu durumda bir şirketin toplam yükümlülükleri 3 milyar dolar ve 2 milyar TL, buna karşılık varlıkları 2 milyar dolar ve 3,5 milyar TL olsun. Bu durumda herhangi bir açık yok gibi görünmekle birlikte, dolar varlıkları arasında 1 milyar dolarlık açık pozisyon bulunmaktadır. Kurun 6 TL'ye çıktığı durumda yükümlülüklerin TL karşılığı 18 milyar TL'ye, varlıkların TL karşılığı ise 12 milyar TL'ye çıkar ve sonuçta 6 milyar TL kur zararı ortaya çıkar. Şirketlerin bu zararı karşılamaları için birkaç yolu vardır. İlki zararı maliyetlere yansıtmaktır. Sonucu enflasyon olur. İkinci seçenek hissedarların yeni sermaye koymasındır. Genellikle banka işletme sermayesiyle çalışmaya alışmış şirketler için bu çok zordur. Üçüncü yöntem, maliyetleri azaltmak, işi çıkarmak, işletmeyi küçültmek olabilir. Bunun sonucu işsizliğin artmasıdır. Son yöntem kamuya olan vergi ve SGK primlerinin ödenmemesidir. Bu da bütçe açığının büyümesine neden olur. Nereden bakılırsa bakılsın ani kur hareketleri açık pozisyonu olan şirketlere ve kaçınılmaz olarak ekonomiye ağır hasarlar verir.

Bu bağlamda yükümlülük farklarının nominal büyüklüklerinin yanında, reel değerleri, net uluslararası yatırım pozisyonunun milli gelire oranını takip etmek gerekir. Bu oranla yıllar itibariyle ekonomideki döviz yükümlülüklerinin seyri izlenebilir. Aşağıdaki grafik 1996 – 2023 arası dönem için bu oranı göstermektedir. Başlangıç yıllarında milli gelirin %20'leri civarında olan oran, son dönemde %45-50 düzeyine yerleşmiştir. Diğer bir deyimle ekonominin döviz bağımlılığı her geçen dönem çoğalmaktadır. 2021 yılından sonra düşme eğilimine girmiştir.

Net UYP / Milli Gelir (%)



## h) Sıcak para

Net uluslararası döviz pozisyonu, mantığı gereği, vade farkı olmaksızın hesaplanır. Oysa dış borca bağımlı ve aşırı dolarize olmuş ekonomiler için kısa vadeli kaynaklar ve döviz ödemeleri en önemli sorunlarından birisidir. Bu kaynaklara kısaca sıcak para denilir. Sıcak para, para ve

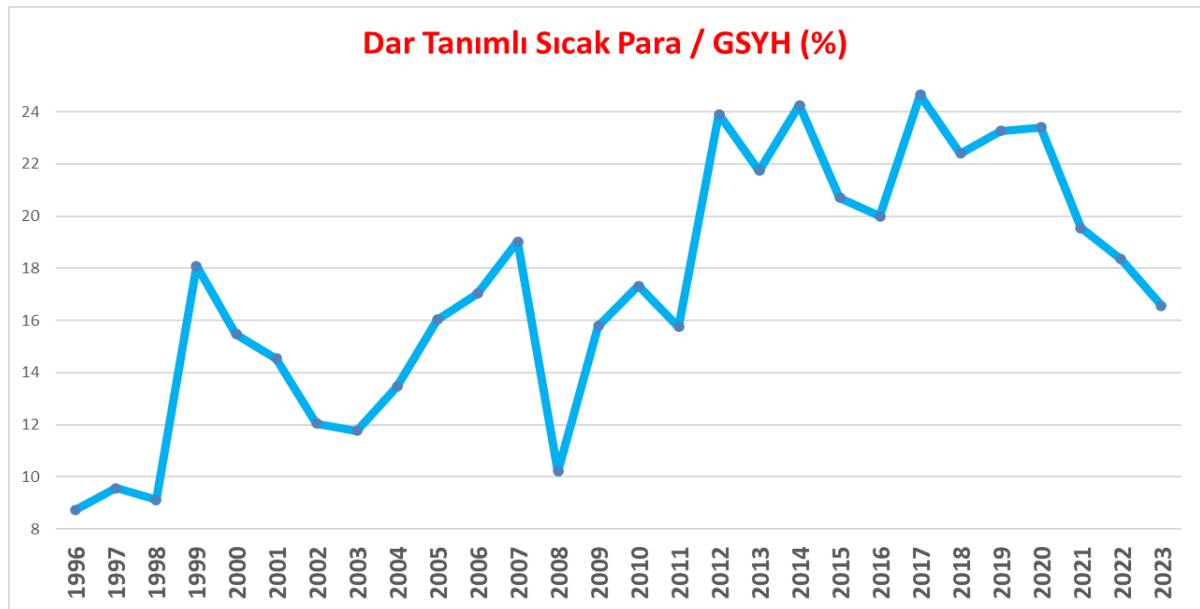
sermaye piyasalarında kısa vadeli, yüksek riskli işlemler yaparak, kendi ülkesine göre oldukça yüksek gelir elde edebilen yabancı sermayedir. Prof. Dr. Korkut Boratav sıcak parayı, “Arbitraj arayan sermaye hareketleri” olarak tanımlıyor (Boratav, 2017).

Avrupa’da yerleşik kişinin kendi ülkesindeki bankaya mevduat yatırırsa elde edebileceği faizden çok fazlasını Türkiye’de kazanacağı için parasını Türkiye’deki bankada döviz tevdiat hesabı (DTH) olarak tutulması buna bir örnektir. Diğer örnekler de hisse senedi ve tahvil getirileri için verilebilir.

Yabancıların bu çerçevede ne kadar döviz yatırımı yaptıklarını en doğru şekilde UYP verilerinden izleyebiliriz. Değindiği gibi, UYP stok verileri gösterdiği için yurtdışı yerleşiklerin Türkiye’deki mevduatları, BIST’ten aldıkları hisse senetleri ile Hazine’nin ve özel sektörün çıkardığı TL ve dövize natik tahvillerin toplamı dar tanımlı sıcak parayı verir.

Ekonominin sıcak paraya bağımlılığının en güvenli ölçümü, yukarıda tanımlanan sıcak paranın milli gelire oranı ile yapılabilir. Aşağıdaki grafik bu amaçla hazırlanmıştır. Grafikte bu oranın bazı yıllarda zirve yaptığı sonra düştüğü görülmektedir. Dikkat edilirse zirve yaptığı 1999, 2007 ve 2018 yılları kriz ve kriz öncesi dönemlerdir. Sıcak paraya olan ihtiyaç 2008’den ve özellikle 2016’dan sonra gittikçe artmaktadır. Diğer bir deyimle, sıcak para aniden dışarı çıkmaya başlayınca ekonominin dengeleri sarsılmakta, krize girmektedir.

#### Sıcak Para / Milli Gelir (%)



Dolayısıyla, ekonominin sağlıklı büyümesi ve kalkınması için dolarizasyona ve sıcak paraya bağımlı bir ekonomik yapıdan ivedilikle kurtulmak gerekir.

## ÖZEL EKLER

### I- Sıcak parayı gelişen ekonomilere iten ve çeken etkenler (08/05/2015)

IIF (Uluslararası Finans Enstitüsü) gelişen ekonomilere akan sermaye akımlarını takip eden, Washington merkezli bir kuruluş. Son çalışmasında bu akımları gelişmekte olan ekonomilere iten ve çeken etkenler üzerine bir çalışma yapmış. Özetlemeye çalışacağım.

Konu aslında güncel ve üzerinde çok dikkatle durulması gereken bir konu. Bilinen ve tekrarlanan bir nedenle: FED 'in faiz kararı. Diğer bir deyimle, dünyada likiditenin azalacağı beklentisinin gittikçe güçlenmesi.

IIF çalışması, bir anlamda, bugüne kadar sıcak paraya bağımlı yaşamaya alışmış ülkelerin neler yapması gerektiğini özetliyor.

#### Bu bağlamda faktörleri önce dönemselsel ve yapısal olarak ayırmışlar.

Birinci Grafikten de görüldüğü gibi; yapısal iten faktörlerin başında kurumsal yatırımcıların sayısının artması geliyor. New York, Londra, Tokyo'da yerleşik dev uluslararası finans şirketlerinin trilyonlarca doları yönettiklerini biliyoruz. Ancak iten etkenler bizi doğrudan ilgilendirmiyor. **Çünkü onları yönetmemiz mümkün değil.**

Ancak yapısal olarak çeken faktör farklı. **Orada bizim sözümüz geçer.** Bunlar arasında ülkedeki; merkez bankası, hazine, sermaye piyasasını düzenleyen denetleyen kurumlar, bankalar, bankacılık denetleme otoriteleri gibi kurumların yapısı en önemli etkenlerden.

**Daha önemlisi, kambiyo rejiminin serbestliği.** Döviz bir ülkeye ne kadar kolay giriyor ve oradan ne kadar sorun yaşamadan çıkabiliyor? Cevap, sıcak para yatırımcıları için hayati değerdedir. Gümrüklerden valizle para geçirmenin serbest bırakıldığı bir ülkede yaşadığımızı göre bu alanda kevgire dönmüş bir serbestlik var demek yanlış olmaz. **Yani “gel gelciyiz”. Döviz, “Ne olursan ol yine gel” diyoruz.**

Bu tavrımızı değiştirmedığımız sürece, sıcak para Türkiye ekonomisine devamlı dert olacaktır.

Sermaye Akımlarını Etkileyen Faktörlerin Sınıflandırması		
	İten Etkenler	Çeken Etkenler
DÖNEMSEL	Küresel Risk Algılaması	EM'deki Büyüme
	Gelişmiş Ekonomilerdeki Faiz Oranları	Varlık Getiri Göstergeleri
	Gelişmiş Ekonomilerdeki Büyüme	Ülke Risk Göstergeleri
YAPISAL	Kurumsal yatırımcıların artması	Kurumların kalitesi
	Portföy çeşitliliğinin artması	Kambiyo rejiminin açıklığı
	Enformasyon ve İletişim Teknolojisinin düzeyi	Hükümetin ekonomideki rolü

Konuyu çok uzatmadan, etkenlere, bir de enstrümanlar açısından bakalım.

Aşağıdaki ikinci grafikte, iten ve çeken faktörlerin enstrümanlar bazında, pozitif ve negatif etkisi görülüyor. Yeşiller, etkenlerle enstrümanlar arasındaki en üst pozitif ilişkiyi, kırmızı ise en negatif ilişkiyi gösteriyor. Örneğin, hisse senedi ve tahvil yatırımları küresel risk algılamasından negatif etkileniyorlar. Küresel risk algılaması artınca, sıcak para yatırımcıları, gelişen piyasalarda hisse senedi ve tahvil yatırımı yapmaktan kaçınıyorlar.

Biz yine, bizim tarafa yani çeken etkenlere daha yakından bakalım. Görüldüğü gibi, ekonomideki büyüme, varlık getirilerindeki artış eğilimi tüm yatırım çeşitlerinde neredeyse olumlu etki yaratıyor. Sadece ülke riski göstergeleri sınırlı bir negatif etki yaratıyorlar.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları dönemsel değişimlerden en az etkilenen yatırım türü. Bunun için büyüklüğü ve artış eğilimi her zaman olumlu değerlendirilen bir kaynak.

Yükselen Ekonomilere Sermaye Akımlarını Etkileyen Faktörler						
Tür	Etkenler	Hisse Yatırımları	Senedi Yatırımları	Borç Enstrümanlarına Yatırımlar	Bankacılık Akımları	Doğrudan Yabancı Sermaye
İten Etkenler	Küresel Risk Algılaması					
	Gelişmiş Ekonomilerdeki Faiz Oranları					
	Gelişmiş Ekonomilerdeki Büyüme					
Çeken Etkenler	EM'deki Büyüme					
	Varlık Getiri Göstergeleri					
	Ülke Risk Göstergeleri					

<span style="color: green;">■</span>	Pozitif ilişki için güçlü gösterge
<span style="color: blue;">■</span>	Pozitif ilişki için sınırlı gösterge
<span style="color: white;">■</span>	Karşık gösterge, net bir ilişki yok
<span style="color: pink;">■</span>	Negatif ilişki için sınırlı gösterge
<span style="color: red;">■</span>	Negatif ilişki için güçlü gösterge

Bu bağlamda, **döviz bolluğunun zayıflama olasılığı artınca önce yapısal önlemlerden başlayarak gerekli hazırlıkları yapmak gerekiyor**. İlk başta kurumların yıpranan, eskiyen yanlarını düzeltmekten başlayarak kambiyo rejiminin daha etkin yönetimini daha önemlisi hükümetin günlük ekonomiye müdahalesinin sınırlandırılmasının yol ve yöntemlerini belirlemeliyiz.

Bitirmeden bir konuya açıklık getirmekte yarar görüyorum. Kapitalist bir ekonomide yaşadığımız iddia ediyorsak, piyasaları düzenleyen ve denetleyen hükümet ile her işe müdahale eden hükümet arasındaki farkı öğrenmemiz lazım.

## II- Gerçek yapısal reformlar 2: Sıcak paranın akıllı yönetimi (17/12/2015)

Sonunda FED faiz yükseltti. Geçmişte bu tür konularla ilgilenmeyi pek sevmeyen eşim bile "Eee, şimdi ne olacak?" diye sormaya başladı. Soru soranların çoğunun dolarla işi olsa meraklarının nedenini anlayacağım. Ama haklılar. Sosyal medya dâhil her yerde, sabah akşam FED ve Yellen muhabbeti yapılıyor. Ancak neredeyse tamamı dolarize olmuş bir ekonomide bunlar normal şeyler.

Dolarizasyon deyince. Hiç son günlerde T.C. Merkez Bankası'nın analitik bilançosuna baktınız mı? Ekim sonu itibarıyla dış varlıklarının toplamı 348 milyar lirayı geçmiş. Toplam varlıkların çok büyük bir kısmı döviz.

Bunun anlamı şu: **TCMB, dışarıdan döviz gelmeyince içeride para basamıyor.** Dolayısıyla faiz kararı almak için kulaklarını Ms. Yellen hanıma çevirmiş bekliyor.

**Doğru yapıyor.** En basit nedeni, önümüzdeki bir yıl içinde; kamu 5 milyar dolar; bankalar 109 milyar dolar; şirketler ise 57 milyar dolar olmak üzere toplam 171 milyar dolar dış borç ödemesi yapacak olması.

Diğer bir nedeni ise, 2009 yılında ilgili Bakanlar Kurulu Kararında değişiklik yapılarak, döviz geliri olmayan şirketlerin döviz borçlanmasının önünün açılması ve **2002 yılında 6,5 milyar dolar olan döviz açıklarının Eylül 2015'te 175 milyar dolara çıkması.**

**Kısacası, ekonominin selameti açısından, egemenlik simgesi olan paramız TL üzerinden para politikası yürütmek artık neredeyse imkânsız.**

Eminim, bu yaklaşım bazılarıımıza çok iddialı gelecek. Ama kararınızı vermeden önce, bir alıntı yapmama izin verin.

Son yıllarda kambiyo kontrolleri üzerine yaptığı çalışmalarıyla tanınan **London Business School'dan Prof. H  l  ne Rey'e göre**; aynı anda sermaye hareketlerinde tam serbestlik, sabit döviz kuru ve bağımsız para politikası olamaz. Eğer sermaye hareketlerinde tam serbestlik var ise serbest dalgalı kur sisteminin uygulanması gerekiyor. Bizdeki durum, teorik olarak buna yakın.

Ancak, Prof. Rey dünyada sermaye akımlarının istikrarlı ve sürdürülebilir olmadığına dikkat çekiyor. Özellikle FED kararından sonra, fon arzı konusunda daha fazla sıkıntı çekilecek. ABD politikaları, küresel finans şirketlerinin risk iştahları, finansal akımları eskisine oranla daha fazla etkileyecek.

Bu şartlar, tamamen serbest bir kambiyo rejimi ortamında bağımsız para politikası uygulanmasını zorlaştırıyor. Merkez bankaları enflasyonla mücadele yerine kurda istikrarı hedeflemek durumunda kalıyorlar. **Daha fazla döviz çekebilmek için faiz yükseltmeleri gerekiyor. Yüksek faiz ortamında yatırım, büyüme, işsizlik öncelik sırasını kaybediyor.**

Yalnız bu konuda Merkez bankalarını eleştirmek yanlış.   nk   yukarıdaki şirket borçlanması örneğinde olduğu gibi, kur politikası ve sermaye hareketleri hakkındaki kararları hükümet veriyor.

Artık dışarıdan eskisi kadar döviz gelmeyeceği kesinleşti. Örneğin 2015 yılında sıcak paracılar, yükselen piyasalardan 500 milyar dolar çektiler. Bu önümüzdeki dönemde de devam edecek.

Sakın yanlış anlaşılmasın hiç gelmeyecek demiyorum. Gelen daha pahalı olacak. **Bu maliyetlere, fiyatlara, enflasyona, faizlere, kredilere, harcamalara, tüketime, büyümeye ve en önemlisi istihdama olumsuz etki yapacak.**

Bu bağlamda, akılcı politikalar üretilip, sıcak paranın iyi yönetilmesi gerekiyor.   nce ekonominin dövize bağımlılığını azaltacak önlemler üzerinde durulmalı. Yeni bir büyüme modeli uygulanmalı. Sonra, dünyanın hiçbir yerinde bu kadar serbest olmayan döviz işlemleri, akıllıca seçilmiş bazı alanlarda zorlaştırılmalı. Makro ihtiyati önlemler ile bunlar desteklenmeli.

Ardından TCMB'den, bağımsız para politikası uygulaması istenmeli.   nk   o zaman Bankanın aldığı faiz kararları, ekonomik ajanların fiyatlama davranışlarını daha fazla etkilemeye başlayacak. Fiyat istikrarını sağlama yolunda önemli aşama kaydedilmiş olacak.