

## MAKROEKONOMİK KIRILGANLIK: TÜRKİYE VE ŞANGAY BEŞLİSİ KARŞILAŞTIRMASI

**Doç.Dr. Birol KARAKURT\***

**Yrd. Doç.Dr. Suat Hayri ŞENTÜRK\*\***

**Arş.Gör. Mehmet ELA\*\*\***

### ÖZ

*Farklı kırılma türleri arasında yer alan makroekonomik kırılma, bir ülkenin temel makro göstergelerinin, öngörülemez iç ve dış olaylardan dolayı olumsuz etkilenme riskini ifade etmesi nedeniyle diğer kırılma türlerinden ayrılmaktadır. İlk olarak küçük ada ülkelerinin yapısal kırılma türlerini belirlemeye yönelik olarak kullanılan kırılma kavramı, krizlerin artması ve global ekonomideki istikrarsızlıklar nedeniyle ön plana çıkmaya başlamıştır. Bu bağlamda makroekonomik kırılma türlerini belirlemeye yönelik birçok indeks oluşturulmuştur. Son yıllarda oluşturulan indekslerde Türkiye'ye en kırılma ülkeleri arasında yer verilmesi, Türkiye'nin kırılma türünü anlamak ve Şangay Beşlisi ile karşılaştırmak için oluşturulan çalışmanın itici gücü olmuştur. Yapılan karşılaştırmaların sonucuna göre, Türkiye'nin kırılma türüne yol açan hususlar, cari açık ve yurtiçi kredi büyümesi olarak belirlenmiştir. Bu çalışmanın amacı makroekonomik kırılma türleri konusunda Türkiye ve Şangay Beşlisi ülkelerini karşılaştırarak, Türkiye için politika önerileri sunmaktır.*

**Anahtar Kelimeler:** Kırılma Makroekonomik Kırılma, Türkiye, Şangay Beşlisi, Cari Açık

**JEL Sınıflandırması:** E6, H6

## MACROECONOMIC VULNERABILITY: A COMPARISON BETWEEN TURKEY AND SHANGHAI FIVE

### ABSTRACT

*Macroeconomic vulnerability which is one of the different vulnerability categories states the risk of being fragile to the unpredictable domestic and foreign economic events. So, it is absolutely different from other vulnerability categories. At first, vulnerability concept was used to define the structural vulnerabilities of the small island countries. But then, because of an increase in financial crisis and global macroeconomic instability, vulnerability has become popular. In this context, a lot of indexes has been created and used. The indexes created recently has emphasized that Turkey is among the most vulnerable countries. This situation encouraged us to understand Turkey's vulnerability position and compare it with Shanghai Five countries. By the result, Turkey is vulnerable about*

\* Karadeniz Teknik Üniversitesi, İİBF, Maliye Bölümü, birolkarakurt@yahoo.com

\*\* Gümüşhane Üniversitesi, İİBF, Maliye Bölümü, suathayrisenturk@yahoo.com

\*\*\* Karadeniz Teknik Üniversitesi, SBE, Maliye Bölümü, mehmetela@ktu.edu.tr

*current account deficit and domestic credit growth. The purpose of this paper is to compare the vulnerabilities of Turkey and Shanghai Five and develop a policy for Turkey.*

**Key Words:** *Vulnerability, Macroeconomic Vulnerability, Turkey, Shanghai Five, Current Deficit*

**JEL Classification:** *E6, H6*

## 1. GİRİŞ

Küresel finansal krizi aşmak için, özellikle Amerika ve diğer gelişmiş ülkelerin piyasaya likidite enjekte etmeleri; gelişen ekonomiler açısından bol ve neredeyse bedava para kullanma (düşük maliyetle fon kullanma) dönemini getirmiştir. Ancak, FED'in Mayıs 2013'teki tahvil alım programında daraltmaya gideceğini açıklamasıyla birlikte, özellikle gelişen ülkeler için dış finansman konusunda sıkıntılar kendini göstermiştir. Fon arzında daralmanın yanı sıra, başta Amerika olmak üzere gelişen ülkelerin ekonomilerinde görülen iyileşme, gelişmekte olan ülkelerde fonlama maliyetini artırmıştır. Kriz öncesi dönemle kıyaslandığında, gelişmekte olan ülkelerin ihtiyaç duyduğu fonların temini güçleşmiştir. Bugün, gelişmekte olan ülkeler, fon arzında yaşanan kısıtın yanı sıra artan finansman ihtiyaçlarını temin etmek için bir biri ile rekabet halindedir. Üstelik gelişmiş ülke ekonomilerinde yaşanan toparlanma ve bu ülkelerin faiz oranlarında yaşanan yükselme fon akımını tersine çevirmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin sürdürülebilir büyüme ve makroekonomik istikrar için dış kaynak girişine olan bağımlılığı, küresel finans piyasalarında yaşanan hızlı değişim karşısında bu ülkelerin ekonomilerinin kırılgan bir hal almasına neden olmuştur. Dolayısıyla küresel finansal sistem istikrara geçiş için bugünlerde bir dizi güçlüğü üstesinden gelmek durumundadır. Bugün için bu geçiş, hem tam olmaktan daha uzak hem de istikrar koşulları normalde olduğundan daha uzaktır. Hem gelişmiş hem de gelişen piyasa ekonomileri için, likidite odaklı piyasalara girişten büyüme odaklı olarak piyasalara başarılı bir şekilde giriş için pek çok unsura ihtiyaç vardır. Amerika'nın krizden çıkış için uyguladığı ekonomik dönüşüm programının çıktılarının alınmaya başlanması, bu ülke para politikasının normalleşme sürecine girdiğini göstermektedir. Bu durum, sürdürülebilir büyümeye geçişi hedefleyen yükselen piyasa ekonomileri için makroekonomik kırılganlıklara ve daha az uygun dış finansman imkanlarına işaret etmektedir.

Kırılganlık kavramı, Morgan Stanley yatırım bankası tarafından Cari açık/GSYH oranı ışığında, küresel sermaye akımlarına karşı en hassas görülen ülkeleri ("Kırılgan Beşli"<sup>1</sup>) tanımlamak için kullanılmıştır. Morgan Stanley'in çalışmasını takiben birçok çalışmada kırılgan beşliye yönelik değerlendirmeler yapılmıştır. Bu çalışmada diğer çalışmalardan farklı olarak kırılgan beşli ülkelerinin makro ekonomik yapıları ve küresel sermaye akımlarına kırılganlıkları yerine, "Şangay Beşlisi"<sup>2</sup> ile Türkiye makroekonomik kırılganlık açısından karşılaştırılmaktadır.

<sup>1</sup> Hindistan, Endonezya, Brezilya, Güney Afrika ve Türkiye'den oluşan ülke grubunu ifade etmek için kullanılıyor.

<sup>2</sup> Rusya, Çin, Kazakistan, Kırgızistan ve Tacikistan'dan oluşan ülke grubunu ifade etmektedir.

Şangay Beşlisi; siyasi bir oluşumdur fakat yeni ekonomik, kısmen de sosyal yapılanmayı ifade eden bir ülke grubunu ifade etmek için de kullanılmaktadır. Bu ülke grubunun alternatif bir ekonomik oluşumu ifade etmesi (Avrupa Birliği'ne karşı), ve Başbakan/Cumhurbaşkanı tarafından Türkiye'nin de dahil edilmesi gereken bir grup olarak ele alınması, çalışmanın inceleme alanı olarak Şangay Beşlisi'nin seçilmesinde etkili olmuştur. Küresel sermaye akımlarına erişimin güçleştiği ve Türkiye'nin en kırılgan olarak ifade edildiği bir dönemde, "Şangay Beşlisi" için makroekonomik kırılganlık söz konusu mudur? Sorusu çalışmanın temel inceleme alanını oluşturmaktadır. Bu temel sorudan hareketle, çalışmanın amacı, alternatif ekonomik bir oluşum olarak konumlandırılan Şangay Beşlisi ile Türkiye'yi makroekonomik kırılganlık açısından değerlendirmek ve Türkiye'ye ilişkin çıkarımlarda bulunmaktır.

## 2. KIRILGANLIK KAVRAMI

Kırılganlık, riskin farklı bileşenlerine odaklanan disiplinlerde oldukça farklı anlamlarda kullanılmıştır (Gnangnon, 2012:5; Naude ve diğerleri, 2008:1). Ekonomi alanında kırılganlık kavramı, küçük ada ülkelerinin şoklara karşı duyarlılığını ifade etmek için ortaya atılmıştır. Ekonomik alanda kırılganlığı ele alan çalışmaların küçük ada ülkelerinin kırılganlığını açıklamaya yoğunlaşması ile birlikte, tanımlamalar da bu yönde olmuştur (Guillaumont, 1999).

Kırılganlık kavramı, kırılganlığın hangi ekonomik faktöre göre tanımlandığına ve hangi birimin kırılgan olduğuna göre farklılaşmaktadır. Nitekim kırılganlık kavramı çerçevesinde devletlerin veya hane halkları gibi ekonomik birimlerin kırılganlığından bahsedilebilmektedir. Bu birimlerin kırılganlığı; ekonomik krizlere, gıda krizlerine (Andrews ve Flores, 2008: 1) iç ve dış ekonomik ve finansal şoklara (Loayza ve Raddatz, 2007:360), doğa koşullarına (Cannon, 2008:2) ve açlığa (Andrews ve Flores, 2008: 1) karşı olabilmektedir. Dolayısıyla kırılganlığın tanımı, incelenen ekonomik birime göre ve bu birimlerin hangi olaylara karşı risk altında olabileceğine göre farklılaşmaktadır. Diğer yandan, söz konusu tanım kırılganlığı ele alan araştırmacının görüşüne ve bakış açısına göre de değişebilmektedir. Bu durum kullanılan indekslerin içeriklerine de yansımıştır. Farklı bakış açılarına göre farklı indeksler kullanılmış ve buna mukabil farklı tanımlar yapılmıştır. Ancak genel olan bir durum varsa o da kırılganlığın, kırılgan olarak addedilen ekonomik birimin çoğunlukla kendi iradesi dışında gelişen olaylara (örneğin ekonomik krizler, iç ve dış şoklar gibi) karşı olduğu gerçeğidir. Bu anlamda kırılganlık; en genel anlamıyla (Naude ve diğerleri, 2008:1) bir sistemin, var olan düzenin bozulmasından dolayı negatif yönde değişim gösterebileceği riski olarak tanımlanmıştır. Guillaumont'a (1999) göre ise kırılganlık, genel ve ekonomik anlamda öngörülemez olaylar tarafından zarar görme veya negatif yönde etkilenme riskidir. Tanımların ortak özelliklerinden hareketle, kırılganlığı var olan durumun olumsuz yönde ve öngörülemez biçimde değişmesinden dolayı görülebilecek zarar riski olarak tanımlamak da mümkündür.

Kırılganlığı ölçmek için kullanılan oldukça farklı göstergeler de mevcut olup (Moody's, 2014:3; IMF, 1998:88), kullanılan göstergeler bir anlamda kırılganlığın tanımını da vermektedir. Öyle ki, kullanılan farklı indekslere paralel olarak kırılganlık da finansal ve ekonomik kırılganlık olarak ikiye ayrılmaktadır. Ekonomik kırılganlık da kendi arasında makroekonomik ve mikroekonomik kırılganlık olarak ikiye ayrılmaktadır. Çalışmada makroekonomik kırılganlık ele alınmakla birlikte, literatürdeki kavram karmaşasını (Cannon, 2008:1) yenmek üzere oldukça yeni bir kavram olan ve özellikle son yıllarda yaşanan krizler ve yoksulluktaki artışla birlikte ilgiyi üzerine çeken mikroekonomik kırılganlığın tanımlanması ve açıklanması da konumuz açısından faydalı görülmüştür.

### **3. EKONOMİK KIRILGANLIK**

Ekonomik kırılganlık oldukça geniş, karmaşık ve birçok faktörü bünyesinde barındıran bir kavramdır. Dolayısıyla söz konusu faktörler zamanla ayrıştırılmış ve ekonomik kırılganlık, kırılganlık riski taşıyan ekonomik birime göre makroekonomik kırılganlık ve mikroekonomik kırılganlık olmak üzere ikiye ayrılmıştır. Bu anlamda mikroekonomik kırılganlık, şokların hanehalkının refahı üzerindeki etkisini ele alırken, makroekonomik kırılganlık, şokların ekonomik büyüme üzerindeki etkisini ele almaktadır (Seth ve Ragab, 2012:1). Mikroekonomik kırılganlık hanehalkının gıda krizleri veya şoklar sonucu refahında azalma riskini ifade ederken; makroekonomik kırılganlık ise, bir ülkenin topyekûn olarak, krizler veya şoklar sonucu refahındaki azalma riskini ifade etmektedir. Diğer yandan makro ve mikroekonomik kırılganlıklar birbirinden tamamen bağımsız da değildir. Nitekim hanehalkının yoksulluğa ve açlığa karşı kırılganlığına ilişkin olan mikroekonomik kırılganlık, bir anlamda da makroekonomik kırılganlığın bir sonucudur (Guillaumont, 1999). Şöyleki, ekonomik büyümenin zarar görme riski demek olan makroekonomik kırılganlıkta bir artış, mikro anlamda da hanehalkının refahında azalma riskini de beraberinde getirmektedir.

#### **3.1 Mikroekonomik Kırılganlık**

Mikroekonomik kırılganlığa yönelik tanımlamalar, bireyleri veya hanehalkını temel almakta ve hanehalkının yoksulluğa ve doğal olaylara karşı kırılganlığına değinmektedirler (Andrews ve Flores, 2008:2). Bu anlamda mikroekonomik kırılganlık hanehalkı kırılganlığı olarak da adlandırılabilir (Chaudhuri ve diğerleri, 2002).

Mikroekonomik kırılganlık konusunu ele alan çalışmalarda, kırılganlığa yönelik tanımlamalar hanehalkı kırılganlığının daha çok yoksulluk yönünü baz almışlardır. Bu bağlamda Chaudhuri ve diğerleri (2002:4), kırılganlığı; yoksul olmayan hanehalklarının yoksulluk sınırı altına düşmesi, yoksul olanların ise durumunun devam etmesi riski olarak tanımlamışlardır. Seth ve Ragab (2012:1) ise, mikroekonomik kırılganlığı; şoklar sonucu hanehalkının refahında meydana gelen azalma riski olarak ele almıştır. Buna göre, bir şok hanehalkını yoksulluk sınırının altına itebilir. Hanehalkının, daha az varlığa ve riski önleyecek mekanizmaya sahip olmasına ilave olarak da ekonomik dalgalanmalarla

başta çıkabilmek için sermaye piyasasına erişim imkanlarının sınırlı olması onu yoksulluk sınırına itebilir (Seth ve Ragab, 2012:2).

### 3.2 Makroekonomik Kırılganlık

Makroekonomik anlamda kırılganlık yeni bir düşünce değildir (Guillaumont, 1999). 40 yıl öncesine gidildiğinde gelişmekte olan ülkelerin ihracat ve uluslararası fiyatlarla ilgili karşılaştığı istikrarsızlıkların analizleri görülebilmektedir. Ancak özellikle son zamanlarda yaşanan krizler sonucu makroekonomik kırılganlık tekrar ilgi çeken ve ifadesini bulan bir konu olmuştur (Guillaumont, 2008:1).

Makroekonomik anlamda kırılganlığın anlamı ilk defa Malta Büyükelçisi Mr. Alexander Berg Oliver tarafından ifade edilmiştir. Kırılganlığa yönelik bir indeks ihtiyacına vurgu yapan Oliver'e göre: "Kırılganlığa yönelik bir indeks önemlidir. Çünkü kişi başı GSYH, küçük ada gelişmekte olan ülkelerinin gelişmişliğini tam olarak yansıtan bir gösterge değildir. Çünkü bu durum, söz konusu ülkelerin yapısal ve kurumsal zayıflıkları ile yüzleştikleri elverişsiz durumları yansıtmamaktadır." (Gnagnon, 2012:5). Dolayısıyla makroekonomik kırılganlığın özünde; küçük ada gelişmekte olan ülkelerin yapısal ve kurumsal özelliklerinin bu ülkelerin şoklara karşı zayıf olmalarına neden olması yer almaktadır. Böyle olmakla birlikte, yaşanan Asya krizi de açıkça göstermiştir ki, sadece küçük ada gelişmekte olan ülkeleri değil, dış ticarete bağımlı ülkeler de kırılgan olabilmektedir. Bu konuyu ele alan birçok çalışma da, yükselen piyasa ekonomilerinin kırılganlığına vurgu yapmıştır (Guillaumont, 1999). Dolayısıyla, özünde gelişmekte olan ülkeleri barındıran kırılganlık bu anlamda değişikliğe uğramaya başlamıştır. Özellikle son yıllarda makro ekonomik kırılganlık daha spesifik ve ayrıntılı çalışmalara konu olmuş ve anlamı da buna müteakip değişikliğe uğramıştır.

Makroekonomik kırılganlık bireyleri ve hanehalkını değil, bir ülkeyi veya ekonomiyi topyekûn olarak ele almaktadır (Guillaumont, 1999). Makroekonomik kırılganlık bir ülkenin yapısı ve özellikleri nedeniyle ortaya çıkabildiği gibi, uygulanan politikalar nedeniyle de ortaya çıkabilmektedir (Briguglio ve Galea, 2003:3). Buna göre makro ekonomik kırılganlık; bir ülkenin yapısında var olan sürekli veya yarı sürekli özellikleri nedeniyle kontrolü dışındaki ekonomik güçlere karşı riskli (açık) hale gelmesidir (Briguglio ve Galea, 2003:3). Kırılganlığı; dışa açıklık açısından ele alan tanımlamalarda ise makroekonomik kırılganlık, dış şoklara karşı hassasiyeti ifade etmek için kullanılmıştır (Guillaumont, 1999). Dolayısıyla ülkeler dış şoklara karşı yapısal özellikleri veya uyguladıkları politikalar dolayısıyla kırılgan hale gelebilmektedirler. Nitekim Guillaumont (2008:2; 2011:1)'de makroekonomik kırılganlığı; bir ülkenin büyümesinin doğal ve dış şoklar veya istikrarsızlıklar nedeniyle zarar görmesi olarak tanımlamaktadır. Kırılganlığa makroekonomik açıklık perspektifinden yaklaşan (Briguglio ve diğerleri, 2009:229)'de kırılganlığı, bir ekonominin dışa açıklık nedeniyle dış şoklara karşı riskli olma durumu olarak tanımlamışlardır.

Makroekonomik kırılabilirlik ele alınırken kesin sınırlar çizilemese de kırılabilirlik, ülkenin yapısal özelliklerinden kaynaklanan yapısal kırılabilirlik ve uyguladığı politikalardan kaynaklanan konjonktürel kırılabilirlik olarak iki şekilde ele alınabilir. Böyle olmakla birlikte literatürde politik faktörler kırılabilirlik indekslerine dahil edilmemiş ve yapısal kırılabilirlik makroekonomik kırılabilirliğin temelini oluşturmuştur (Guillaumont, 1999; Guillaumont, 2011:2; Gnanon, 2012:9; Briguglio ve Galea, 2003:3; Briguglio ve diğerleri, 2009:230). Bu bağlamda kırılabilirlik, ülkenin yapısal özelliklerinden kaynaklanan nedenlerden ileri gelen zarar görme riski olarak ele alınabilir.

#### **4. KIRILGANLIK İNDEKSİ VE KIRILGANLIĞIN NEDENLERİ**

Kırılabilirlik indeksi, bir anlamda kırılabilirliğin hangi kaynaklardan ileri geldiğini, bir diğer ifade ile kırılabilirliğin nedenlerine ilişkin düşüncelerin ifadesi olarak ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla kırılabilirliğe ilişkin nedenler, kırılabilirlik indeksindeki göstergelerde ifadesini bulmaktadır. Bu bağlamda, kimi kaynaklarda kırılabilirliğe ilişkin geniş bir indeks oluşturulurken, kimi kaynaklarda ise daha dar ve spesifik göstergelerle yetinilmiştir. Diğer yandan bazı kaynaklar ise, kırılabilirlik indeksi oluşturmak yerine kırılabilirliğin nedenlerine değinmiştir. Bu nedenle kırılabilirliğin nedenlerinin açıklandığı bu başlıkta; kırılabilirlik indeksi ve kırılabilirliğin nedenleri bir arada kullanılarak, kırılabilirliğin kaynaklarına değinilmiştir.

##### **4.1 Kırılabilirlik İndeksi ve Kaynakları**

Ekonomik kırılabilirlik indeksi oluşturma fikri, küçük ada gelişmekte olan ülkelerinin karşılaştıkları dezavantajlara ilişkin düşünce ve tartışmalardan doğmuştur. Birleşmiş Milletler (BM) 'de küçük ada gelişmekte olan ülkelerin karşılaştığı sorunlar ilk olarak 1972'de BM Ticaret ve Kalkınma Konferansı'nda dile getirilmiştir. Daha sonraki yıllarda belirlenen dezavantajlara yenileri eklenmiştir. 1988 yılında, Malta'da BM Ticaret ve Kalkınma Konferansı tarafından kapsamlı bir çalışma yapılmışsa da, 1990 yılına kadar, küçük ada ülkelerinin karşılaştığı dezavantajları yansıtacak ve kırılabilirliği ölçecek bir indeks oluşturulamamıştır. İndeks, ilk defa Malta Büyükelçiliğince resmi olarak BM'ye önerilmiştir. 1991'deki Ada ve Küçük Ülkeler Uluslararası Konferansı'nda kişi başı GSYH indeksine ek olarak küçük ülkelerin problemlerini açıklamak amacıyla kırılabilirlik indeksi oluşturulması kararlaştırılmıştır. Kırılabilirlik indeksi oluşturmaya yönelik çabaların bir sonucu olarak ilk kırılabilirlik indeksi 1992 yılında Briguglio tarafından geliştirilmiştir (Briguglio, 1995:1616-1617).

İndeks, üç bileşenden oluşmaktadır<sup>3</sup>. Briguglio (1995:1619-1620)'te yaptığı çalışmasında 1993 tarihli çalışmasıyla aynı yöntemi benimsemiş ve kırılabilirlik indeksinin bileşenlerini; (i) dış ekonomik koşullara açıklık (risklilik) (ii) ada ülkesi olmak ve uzaklık (iii) doğal afetlere meyil olarak belirlemiştir. Briguglio, bu değişkenlerin oranında ki artışı, kırılabilirliktaki artışın işareti olarak yorumlamıştır. Ancak, Briguglio (1995) tarihli çalışmasında, bir önceki çalışmasından farklı olarak

<sup>3</sup> İndeksin bileşenleri; Dış ekonomik koşullara açıklık (risklilik), ada ülkesi olma ve uzaklık, doğal afetlere meyillilik olarak belirlenmiştir. Dış ekonomik koşullara açıklık, üç bileşenden oluşmaktaydı; nüfus büyüklüğü, GSYH büyüklüğü ve coğrafi olarak ülke alanı büyüklüğü. Ada ülkesi olma ve uzaklık; ulaşım ve nakliye giderinin ihracat gelirine oranı ile belirlenmiştir. Doğal afetlere meyillilik ise, BM Afetzedelere Yardım Kuruluşu tarafından yayınlanan eser baz alınarak oluşturulmuştur (Cordina ve Farrugia, 2005).

kırılganlık endeksinin bileşenlerini açıklayıcı değişkenlerde farklılıklara gitmiştir. Briguglio'nun 1995 tarihli çalışmasında, dış ekonomik koşullara açıklık, dış ticarete bağımlılık ile ölçülürken, ada ülkesi olma ve uzaklık için, taşıma bedelinin GSYH'ya oranı gösterge olarak belirlenmiştir. Afetlere meyil ise, 1970-89 periyodu için afetlerin zararının GSYH'ya oranı ile ölçülmüştür.

Chander (1996), Briguglio'nunkine benzer bir metodoloji geliştirmiştir. Chander'in çalışmasında kırılganlık indeksinde yer alan alt indekslerde dış piyasalara bağımlılık, ihracat/GSYH ile ölçülmüştür. Diğer yandan ada ülkesi olma ve uzaklığın arttırdığı fiyatların göstergesi olarak, CIF/FOB oranı kullanılmıştır. Ayrıca, Chander (1996) indekse iki yeni değişken eklenmiştir. Bunlardan ilki, dar yelpazeli bir ihracatı ölçmek üzere ihracat yoğunluğu, diğeri ise ekonomik gelişmişlik için dış finansmana bağılılığı göstermek amacıyla kullanılan sermaye akımlarının toplam yatırımlara oranıdır (Cordina ve Farrugia, 2005).

Briguglio ve Chander'den farklı olarak bir ülkenin makroekonomik kırılganlığını ölçmek için Wells (1996), bileşik bir indeks oluşturmuştur. Bu indeks<sup>4</sup> altı alt indeksten oluşmakta ve kırılganlığı ölçmek için kullanılan indekslere enerji bağımlılığı indeksini de dahil etmiştir.

Kırılganlığın nedenlerini belirlemeye yönelik çalışmalar 2000'li yıllarda güncellenerek devam etmiştir. Örneğin, Briguglio ve Galea (2003) tarihli çalışmalarında, kırılganlık indeksini güncelleyerek daha ayrıntılı bir kırılganlık indeksi oluşturmuşlardır. Buna göre ekonomik kırılganlık indeksinin bileşenleri; (i) ekonomik açıklık<sup>5</sup>, (ii) dar çeşitlilikteki ihracata bağılılık, (iii) çevresel (çevre ülke) olma ve (iv) stratejik ithalata bağılılık olarak belirlenmiştir. Briguglio ve diğeri (2009:232-233) de, ekonomik kırılganlık indeksini revize ederek kırılganlık modellerini üç bileşen üzerine kurmuşlardır. Bunlar; (i) ekonomik açıklık, (ii) ihracat yoğunluğu ve (iii) stratejik ithalata bağılıktır<sup>6</sup>. Ekonomik açıklık, yapısal bir özellik olarak, bir ülkeyi dış ekonomik olaylara (istikrarsızlıklara/krizlere) karşı hassas hale getirmektedir. Üretim kaynağına bağlı olarak ihracatta çeşitliliğin az olması, yine ülkenin yapısal bir özelliğidir ve ihracatta çeşitlilik ile ilgili riskleri arttırarak ekonomik açıklıkla ilgili kırılganlığı da arttırmaktadır. Stratejik ithalata bağılılık; ülkenin büyüklüğüne, kaynak zenginliğine, ithal edilen ürünlerin ikamesinin olup olmadığına bağlı olarak ekonomiyi söz konusu ithal ürünlerin ulaşılabilirliği ve fiyatına karşı kırılgan hale getirmektedir.

Kırılganlığa yapısal perspektiften yaklaşan ve kırılganlık üzerindeki politik etkileri bertaraf etmeye çalışan indekslerde söz konusudur. Bu konuda BM Kalkınma Politikaları Komitesince ekonomik kırılganlık indeksine ilişkin çeşitli çalışmalar yapılmış ve söz konusu indeks ilk defa 2000

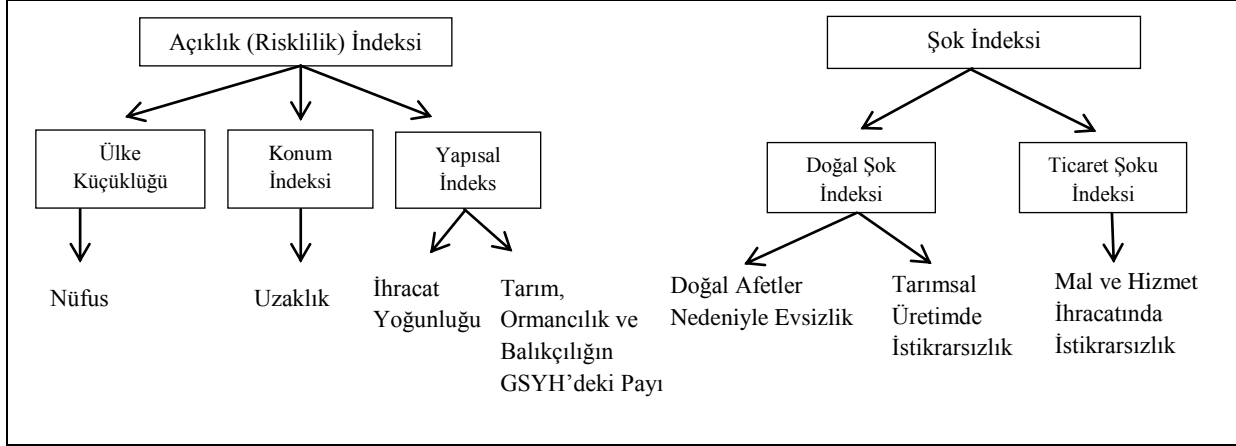
<sup>4</sup>(i) Ticari açıklık indeksi; ihracat ve ithalatın GSYH oranı ile ölçülmüştür, (ii) Uzaklık indeksi; sigorta ve taşıma kredilerinin toplam ithalata oranı ile ölçülmüştür, (iii) ihracat çeşitliliği indeksi; UNCTAD tarafından oluşturulmuştur, (iv) Sermaye açıklığı indeksi; ödemeler dengesindeki kaynak açığı ile ölçülmüştür, (v) Enerjiye bağımlılık indeksi; enerji ithalatının enerji tüketimine oranı ile ölçülmüştür, (vi) Turizme bağılılık indeksi; net turizm gelirlerinin GSYH'ya oranı ile ölçülmüştür (Cordina ve Farrugia, 2005).

<sup>5</sup> Ekonomik açıklık; ihracat, ithalat veya bunların ortalamasının GSYH'ya oranı olarak ölçülmekte ve bir ülkenin dünyadaki ekonomik koşullara karşı duyarlılığının derecesini göstermektedir. Dar çeşitlilikte ihracata bağılılık; ihracatta çeşitlendirmenin olmaması demek olup, mal ve hizmet ihracatını içermekte ve ihracat yoğunluğu indeksi ile ölçülmektedir. Çevresel olma; uzaklık ve adalı olma ile ilgilidir, taşıma ve nakliye maliyetinin ithalata oranı ile ölçülmektedir. Stratejik ithalata bağılılık ise, bir ülkenin var olabilirliğinin ne ölçüde ithalata bağlı olduğunu göstermekte ve ithal enerjinin yurtiçinde üretilen enerjiye oranı ile ölçülmektedir.

<sup>6</sup> Stratejik ithalata bağılılık; enerji, gıda ve endüstriyel ürün ithalatının GSYH'ya oranı ile ölçülmektedir.

yılında uygulanmıştır (Guillaumont, 2008:10). Oluşturulan ekonomik kırılabilirlik indeksi göstergeleri; (i) mal ve hizmet ihracatında istikrarsızlık, (ii) tarımsal üretimde istikrarsızlık, (iii) nüfus büyüklüğü, (iv) mal ihracatının yoğunluğu (hizmeti içermez) ve (v) imalat ve modern hizmetlerin GSYH'ya oranı olarak belirlenmiştir (Guillaumont (1999).

**Şekil 1. BM Tanımlı Ekonomik Kırılabilirlik İndeksi**



**Kaynak:** Guillaumont, 2011:2.

BM Kalkınma Politikası Komisyonu tarafından bir ekonomik kırılabilirlik indeksi oluşturulduğundan beri, kırılabilirliğin temelinde üç bileşenin yattığı belirtilebilir. Bunlar (i) şokların büyüklüğü (ii) şoklara karşı risk ve (iii) şoklara karşı ülke dirençliliğidir. Nitekim, kırılabilirlik indeksine yapısal kaynaklı nedenler açısından yaklaşan Guillaumont (2008)'da kırılabilirliğin üç bileşenin sonucu olduğunu belirtmiştir. Bu bileşenler arasında ilk ikisi için yapısal özellikler geçerli iken dirençlilik konusunda daha çok politik faktörler etkili olabilmektedir. Bu nedenle indeks temelde iki faktöre sahiptir. Riske karşı açıklık ve şokun büyüklüğüdür. Söz konusu bu iki bileşen, Şekil 1'de görüldüğü üzere şoklara karşı riski içeren dört alt bileşen ve şokun büyüklüğünü gösteren üç alt bileşenden oluşmaktadır. İklim değişikliklerinin yıkıcı etkisi de göz önüne alınarak evsizlik ve tarımsal üretimde istikrarsızlık da indekse dahil edilmiştir (Guillaumont, 2011:3-5).

#### 4.2 Dış Açıklık ve Kırılabilirlik

Kırılabilirliğin temel kaynağı olarak; ihracatta, ithalatta ve sermaye akımında istikrarsız piyasalara yoğunlaşmayı ele alan; ihracat, ithalat ve sermaye akımı az sayıda ve özellikle de ekonomik veya politik yönden istikrarsız ülkeler ile yapıldığında kırılabilirlik artmaktadır (Cordina ve Farrugia, 2005) ve daha spesifik göstergeleri kullanarak farklı kırılabilirlik alanlarını açıklayan çalışmalarda söz konusudur. Bu bağlamda Cordina ve Farrugia (2005) ekonomik kırılabilirlik indeksi olarak ihracat kırılabilirliği indeksi, ithalat kırılabilirliği indeksi ve doğrudan yabancı yatırım indeksini almışlardır. İhracat kırılabilirliği alt indeksi; kırılabilirliğin kaynağını ticari mal ve hizmet ihracatına bağlamakta ve bu anlamda kırılabilirliği ticari mal ihracatı kırılabilirliği ve hizmet ihracatı kırılabilirliği olarak ikiye ayırmaktadır. Ticari mal ihracatı alt indeksi ise bir ülkenin mal ihracatında çeşitlendirmenin olup



olmadığını ölçen ihracat yoğunluğu bileşeni, ihraç edilen ürün fiyatının istikrarsızlığını ölçen ürün tipi bileşeni, ihraç yapılan ülke yoğunluğu ve bu ülkelerin güvenilirliğini ölçen ihraç edilen ülke bileşeni olmak üzere üç bileşenden oluşmaktadır. Hizmet ihracatı alt indeksi ise, ihracat yoğunluğu bileşeni ve ihraç edilen ülke bileşeni olmak üzere iki bileşenden oluşmaktadır. İthalat kırılganlığı alt indeksi ise; metodoloji olarak ihracat kırılganlığı alt indeksi ile aynı yapıda oluşturulmuştur. Doğrudan yabancı yatırım kırılganlığı alt indeksi ise, yatırımın geldiği ülke ve yatırım potansiyeli yokluğu olmak üzere iki bileşenden oluşmaktadır.

Sermaye akımlarını makroekonomik kırılganlığın göstergeleri arasında gören çalışmalarda söz konusudur. Örneğin, Ocampo (2008), sermaye akımlarının konjontürle aynı yönde hareket ettiğini belirtmiş ve faiz oranı, döviz kuru, varlık fiyatları gibi birçok faktörü de konjontürle aynı yönde hareket etmeye zorladığını, dolayısıyla konjontür karşıtı politika uygulamayı zorlaştırdığını ifade etmiştir. Çalışmada, az gelişmiş ülkelerde reel sektörün finansal sektörün etkilerine daha fazla açık olması nedeniyle makroekonomik kırılganlığın arttığına da vurgu yapılmıştır. Finansal sektörün reel sektöre bu etkisi dolayısıyla, artan açıklık; sermaye akımlarının giderek kısa vadeli ve yüksek faizli yükümlülüklerle dönüşmesi sonucunu getirmiş ve yatırımcı duyarlılığı döviz kuru ve faiz oranına karşı kırılğan hale gelmesine neden olmuştur. Kaminsky (1999:10) ise, direkt olarak sermaye akımlarına yönelme de uluslararası sermayenin azalmasına yönelik kırılganlığın Latin Amerika'da finansal liberalizasyon ve banka denetimlerinin yetersizliği sonucu meydana geldiğine işaret etmiştir.

Kırılğanlığı açıklarken yapısal faktörler yanında politikaya yönelik faktörleri de hesaba katan IMF (1998) ise, sermaye akımları ve borçların kırılğanlığa etkisine odaklanmıştır. IMF (1998:80)'e göre, ülkeleri krizlere karşı kırılğan hale getiren faktörler: (i) sürdürülemez makroekonomik politikalar, (ii) finansal sektördeki zayıflık, (iii) global finansal koşullar, (iv) döviz kurunun istikrarsızlığı ve (v) politik istikrarsızlıktır. IMF'in (1998) değerlendirmesinde, portföy yatırımlarının vade yapısı ve kompozisyonu ile faiz oranlarının ülkelerin şoklara karşı kırılğanlığını arttırdığı belirtilmiştir. İlave olarak, kısa vadeli, değişken oranlı ve yabancı para cinsinden borca sahip ülkelerin iç ve dış şoklara karşı kırılğan hale geldikleri belirtilmiştir (IMF, 1998:80, 83). Gnanon (2012:3) ise IMF'nin tersine ekonomik kırılğanlığın borçları artırdığı sonucuna ulaşmış ve kırılğanlıkla borç arasında U biçimli ilişki elde etmiştir.

Son dönemlerde ise yaşanan krizler ve sermaye akımlarındaki değişiklikler, makroekonomik kırılğanlığın çehresini değiştirmiş, göstergeler geniş bir alanı kapsamaktan ziyade daha da spesifik hale gelmeye başlamıştır. Bu çalışmalar kırılğanlığın göstergelerini topyekun ele almaktan ziyade, tek tek göstergeleri derinlemesine inceleme yolunu seçmişler ve çoğunlukla ticari açıklık ve kırılğanlık ilişkisi üzerine eğilmişlerdir. Ticari açıklığın, ülkelerin krizlere karşı kırılğanlığına etkisi hususunda ise iki görüş ileriye sürülmüştür. Cavallo ve Frankel'in (2008:1430) katıldığı birinci görüşe göre, ticari açıklık kırılğanlığı arttırmakta iken diğer görüşe göre azaltmaktadır (Cavallo ve Frankel, 2008:1431). Dolayısıyla ticari açıklık konusuna ilişkin literatür daha önceki indekslerde yer alan ticari açıklığın

kırılganlığı arttırdığı konusundaki genel kabulü sorgular niteliktedir. Ticari açıklık ve kırılganlık ilişkisini araştıran Domanska ve Serwa (2013:155-156) ise, dış şoklara karşı kırılganlığı belirleyen faktörler olarak, (i) ticari açıklık (ii) ihracat çeşitliliği ve kompozisyonu (iii) endüstriler arası ve endüstri içi ticareti ele almıştır. Buna göre, endüstri içi ticaret ve ihracatta belirli ürünlerde yoğunlaşma ve ticari açıklık ekonomiyi dış şoklara karşı kırılgan hale getirmektedir. Forbes (2002:77-78)'e göre ise, krize karşı kırılganlığı belirleyen önemli bir faktör de ticarettir. Çünkü ticaret ürün fiyatı ve miktarındaki değişikliğin bir ülkeden diğerine sıçramasına yol açmaktadır. Forbes'in çalışmasının sonucuna göre, eğer bir ülke krize giren ülke ile aynı sektörde rekabet ediyor veya bu ülkeye ihracat yapıyorsa, bu ülke daha düşük borsa değeri yaşamaktadır. Loayza ve Raddatz (2007:379) da, toplam çıktının dış şoklara karşı kırılganlığını araştırdığı çalışmasında ticari açıklığın şokun etkisini artırdığı sonucuna ulaşmıştır.

Diğer yandan kırılganlıkla ilgili daha az sayıda ülkeden oluşan örnekler seçilmeye başlanmış veya ülke gruplarından ziyade tek tek ülkelerin kırılganlıklarına yönelik değerlendirmelere çalışmalarda yer verilmeye başlanmıştır. Bunlardan Rocha ve Moreira (2010:178), yükselen piyasa ekonomilerinin kırılganlığına ilişkin olarak temelde iki değişkene yer vermiştir: (i) kamu borç sürdürülebilirliği: toplam kamu borcunun GSYH'ya oranı ile kamunun dövize endekli borcunun toplam borcu içindeki payından oluşmaktadır. (ii) ekonomik istikrarsızlık: GSYH oynaklığı, hukuki ve fiili finansal açıklık, özel kredi (yurtiçi kredi/GSYH), hukukum üstünlüğü ve kamunun regülasyon kalitesinden oluşmaktadır. Çalışmanın sonucuna göre büyümede oynaklık, toplam borcun GSYH içindeki payı ve dövize endekli borç stoku kırılganlığı arttırmaktadır.

Kırılganlık indekslerini ele alan çalışmaların genelinde az gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan küçük ada ülkelerinin en kırılgan ülke olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Gelişmiş ülkeler ise en az kırılgan ülkeler arasındadır. Buradan gelir ile kırılganlık arasında pozitif bir ilişkinin olduğu sonucu çıkarılmamalıdır. Çünkü, kırılganlığın doğuşunda küçük ada gelişmiş ülkelerinin yüksek kişi başı GSYH'ları ve kırılganlıkları yer almaktadır. Dolayısıyla kırılganlık bir ülkenin gelişmişliğinden bağımsızdır (Briguglio, 1995:1618).

### **4.3 Kırılganlığa Karşı Erken Uyarı Sistemi**

Son yıllarda giderek artan krizlere paralel olarak (Ciarlone ve Trebeschi, 2005:376), ülkelerin krizlere karşı kırılganlığını daha önceden tespit etmeye, değerlendirmeye ve istikrar politikaları geliştirmeye yönelik olarak erken uyarı sistemi oluşturma yoluna gidilmiştir. Bu yapılırken, göstergelerin normal zamanlardaki, yani sürdürülebilir olduğu durumu ile krizden önceki durumu karşılaştırılmış ve bunun sonucunda göstergelerin gönderdiği sinyaller baz alınarak kırılganlığa yönelik çıkarımlarda bulunulmaya çalışılmıştır. Bu anlamda erken uyarı sistemi, krize karşı kırılgan olan ülkeleri belirlemeye yardımcı olmaktadır (Edison, 2000:36). Erken uyarı sistemleri, makroekonomik kırılganlığa karşı politikacılara ve piyasaya gerekli önlemleri almaları hususunda

imkan sağlamaktadır (Krkoska, 2001:41; Bussiere ve Fratzscher, 2006:954; Edison, 2000:3-7).Ancak, IMF (1998:88) ise politikacılar ve piyasa oyuncularının, erken uyarı sistemine yönelik göstergeleri temel alarak krizi daha önceden tahmin edebileceğini ve buna yönelik önlemler alabileceğini, dolayısıyla göstergelerin zamanla kullanışlılıklarını kaybedeceklerini ifade etmiştir. Bu eleştiriye rağmen özellikle son dönemlerde hem gelişmekte olan ve hem de gelişmiş ülkelerde peş peşe yaşanan krizler birçok çalışmada krizlere karşı kırılganlığı belirlemeye yönelik göstergeler geliştirme yoluna gidilmesine neden olmuştur.

Kırılganlığı önceden tahmin etmeye yönelik göstergeler, çalışmalara ve yazarların göstergelere bakış açısına göre farklılaşmaktadır. Bu nedenle, krizlere karşı kırılganlığa yönelik olarak ülkelerden çıkarılacak dersler birbirinden oldukça farklıdır (Frankel ve Saravelos, 2010:3). Nitekim bu durum çalışmalarda kullanılan göstergelere de yansımış ve kullanılan ülke örneklerine yönelik oluşturulan göstergeler çalışmalar arasında farklılık göstermiştir. Krkoska (2001:44), makroekonomik kırılganlığa yönelik erken uyarı göstergeleri olarak; (i) cari işlemler dengesinin GSYH'ya oranı, (ii) net doğrudan yabancı yatırımların GSYH'ya oranı (iii)M2 para arzının döviz rezervine oranı, (iv) reel kredi büyümesi, (v) reel döviz kuru, (vi) enflasyon, (vii) endüstri üretimi, (viii) euro-dolar kuru ve (ix) spekülasyon baskı indeksini (döviz kurundaki aylık değişimlerin ağırlıklı ortalaması) almıştır.

Herrera ve Garcia (1999:3)ise, makroekonomik kırılganlığa yönelik erken uyarı sistemine ilişkin göstergelere yer verdikleri temel nitelikteki çalışmalarında; (i) para arzı (M2)/döviz rezervi, (ii) reel yurtiçi kredi büyümesi, (iii) reel döviz kuru ve (iv) enflasyon oranını kullanmışlar; ve kötüleşen mali performans, yurtiçi kredi artışı, geniş para arzının döviz rezervine oranla hızlı bir şekilde değişmesi ve oynak döviz kurunun sürdürülemez makroekonomik kırılganlıktan hemen önce geldiğini belirtmişlerdir. Krizlere karşı kırılganlığı tespit etmek amacıyla (i) döviz kurunun aşırı değerlilik derecesi, (ii) cari işlemlerin GSYH'ya oranı, (iii) kısa vadeli borçların döviz rezervine oranı, (iv) yurtiçi kredi büyümesi ve (v) finansal sektörün açıklığı (krizin bulaşması açısından) göstergelerini kullanan Bussiere ve Fratzcher (2006:958)'e göre ise; yüksek cari açık ve yavaşlayan büyüme ülkeyi krizlere karşı daha kırılgan hale getirmektedir.

Erken uyarı sistemi göstergelerinin anlamlılığı üzerine yoğunlaşan Frankel ve Saravelos (2010:1, 28)ise (i) GSYH'daki düşüş, (ii) endüstriyel üretimde düşüş, (iii) ulusal paranın değer kaybı, (iv) borsanın performansı, (v) döviz rezervinde azalma ve (vi) IMF programına katılımı krizlere karşı kırılganlığı tahmin etmek için kullanmıştır. Frankel ve Saravelos (2010), döviz rezervleri ve reel döviz kurunun krizlere karşı kırılganlığı açıklamak için en anlamlı iki gösterge olduğu ve incelenen 80'den fazla çalışmada da söz konusu bu iki değişkenin en çok kullanılan değişkenler ve düşük düzeydeki döviz rezervlerinin dış şoklara karşı kırılganlığın temel nedeni olduğunu ortaya koymuşlardır. Bu bağlamda, 2008-2009 krizinde, krizden daha az etkilenen gelişmekte olan ülkelerin önemli düzeyde döviz rezervine sahip olduğu, dolayısıyla bu durumun gelişmekte olan ülkelerin bu krize karşı

kırılganlığını azalttığı ifade edilebilir. Edison (2000:7-8, 36)<sup>7</sup> ise, krize karşı kırılganlığı belirleyen erken uyarı sistemi göstergelerinden hareketle en önemli kırılganlık göstergelerini; reel döviz kurunda artış, kısa vadeli borçların rezervlere oranının yüksek olması, M2'nin döviz rezervine oranının yüksek olması, döviz rezervinde azalmalar ve varlık fiyatlarında artış olarak belirlemiştir.

Krizden önceki kırılganlığı belirlemeye yönelik çalışmalardan bir diğeri de Kaminsky'nin (1999:9-15), 20 adet gösterge kullanarak geniş kapsamlı bir gösterge tablosuna yer verdiği ve reel döviz kurundaki değişmelerin kırılganlığı belirlemede en kullanışlı ve doğru sinyal gönderen gösterge olduğunu ortaya koyduğu çalışmasıdır. Ciarlone ve Trebesch (2005) ise kırılganlığa yönelik erken uyarı sistemine ilişkin gösterge sayısını 28'e çıkarmış ve bunlar genel olarak dış borç, borç sevisine ayrılan kaynaklar, bir ülkenin döviz açısından yeterliliği, dış parasal ve mali koşullar ile net sermaye akımına ilişkindir. Dış borç için ödenen faizin döviz rezervine oranı ile kısa vadeli borç ve toplam dış borcun GSYH'ya oranındaki artışların borç krizine girme olasılığını, dolayısıyla da krize karşı kırılganlığı arttırdığı; ihracat artışı ile döviz rezervlerindeki artışın krize girme olasılığını azalttığı sonucuna ulaşmıştır.

Krizler, sermaye hareketlerinde oynaklık, finansal piyasalardaki denetim yetersizliği vb. nedenlerle ülkeler ekonomik olarak zayıflamış ve daha kırılgan hale gelmiştir. FED'in parasal gevşemeyi azaltacağı, bu yolla tahvil alımlarında azalmaya gideceği yönündeki açıklamaları sonucunda ise sermaye akımları zayıflamış (IIF, 2014:1), birçok yükselen piyasa ekonomisi finansal stres yaşamaya başlamışlar (FED, 2014:28). Özellikle gelişmekte olan ülkeler ve yükselen piyasa ekonomileri bu durumdan olumsuz etkilenmişlerdir. Bu durum sonucunda kırılganlık üzerine ilgi tekrar yoğunlaşmış ve yapılan çalışmalarda ülkelerin kırılganlığı belirlenmeye çalışılmıştır.

## 5. TÜRKİYE VE ŞANGAY BEŞLİSİNDE MAKROEKONOMİK KIRILGANLIK

Makroekonomik kırılganlık yeni bir düşünce değildir (Guillaumont, 1999). Nitekim 40 yıl öncesinde, gelişmekte olan ülkelerin ihracat ve uluslararası fiyatlarla ilgili karşılaştığı istikrarsızlıkların analizleri görülebilmektedir. Ancak özellikle son yıllarda ülkelerde yaşanan krizler sonucu makroekonomik kırılganlık, tekrar ilgi çeken ve ifadesini bulan bir konu olmuştur (Guillaumont, 2008:1). Özellikle 2008 global finansal krizi ve akabinde yaşanan Avrupa borç krizi ile bu krizlere yönelik alınan önlemler neticesinde yatırımcıların risk iştahı düşmüş, sermaye akımları yavaşlamış ve ülkelerin kırılganlıkları belirgin hale gelmiştir. Bu anlamda kırılganlığa yönelik ilgi artmıştır.

FED (2014:28-29)'in temel göstergeler olarak; (i) cari işlemler hesabının GSYH'ya oranı, (ii) toplam kamu borcunun GSYH'ya oranı, (iii) son üç yıldaki ortalama enflasyon oranı, (iv) özel sektöre sağlanan banka kredilerinin GSYH'ya oranındaki son 5 yıldaki değişim, (v) toplam borcun yıllık

<sup>7</sup> Edison (2007) krize karşı erken uyarı sistemi göstergeleri olarak; (i) cari işlemler hesabı göstergeleri: reel döviz kurunun trendden sapması, ihracat ve ithalat, (ii) sermaye hesabı göstergeleri: döviz rezervi, para arzı (M2)'nin döviz rezervine oranı, yurtiçi-yurtdışı faiz farkı ve (iii) reel sektör göstergelerine yer vermiştir.

ihracata oranı ve (vi) döviz rezervinin GSYH'ya oranını kullandığı çalışmanın sonucuna göre, Türkiye en kırılgan ülkedir. Moody's (2014:3-7) ise ülkelerin dış şoklara kırılganlığını belirlemek üzere "dış kırılganlık" tanımını kullanmıştır. Çalışmada temel göstergeler olarak (i) cari işlemler dengesi, (ii) dış kırılganlık göstergesi<sup>8</sup>, (iii) toplam kamu borçlanma gereği, (iv) yabancı para cinsinden borcun toplam kamu borcuna oranı, (v) enflasyon (TÜFE) ve (vi) kamu borcunun GSYH'ya oranı kullanılmıştır. Çalışmaya göre, Türkiye'nin kısa vadeli borç yapısı sermaye girişine bağlılık Türkiye için risk oluşturan alanlardır. Diğer yandan IIF'nin (2014:30) kırılganlığa yönelik geniş yelpazeli bir gösterge oluşturma yoluna gittiği ve (i) dış finansman kırılganlığı, (ii) yurtiçi finansal kırılganlık ve (iii) yurtiçi mali kırılganlığı temel gösterge olarak aldığı çalışmaya göre Türkiye, dış finansman kırılganlığı hususunda yüksek kırılganlığa sahiptir. Bryson ve Miller (2013) ise, krizlere karşı kırılganlığı ölçmek için (i) döviz rezervi, (ii) reel efektif döviz kuru, (iii) yurtiçi kredi büyümesi, (iv) GSYH'da artış ve (v) cari açığını gösterge olarak kullanmış ve Türkiye en kırılgan ülkeler arasında değerlendirilmiştir. Sonuç olarak, özellikle yükselen piyasa ekonomilerinde görülen kırılganlık artışı ve Türkiye'nin pekçok çalışmada (FED, 2014:29; S&P, 2012; Moody's, 2014:3-7; IIF, 2014:30; Bryson ve Miller, 2013) en kırılgan ülke olarak gösterilmesi Türkiye ile -kırılganlık değerlendirmelerinde adı geçmeyen ve bazıları yükselen piyasa ekonomileri içerisinde yer alan- Şangay Beşlisi (dahil olunması yetkililerce çeşitli defalar ifade edilen) arasında makroekonomik kırılganlık yönünden karşılaştırma yapmaya, dahil olunmak istenen bu birliğin temel karşılaştırma göstergeleri açısından ekonomik durumunu görmeye, Türkiye'de kırılganlığa neden olan faktörleri irdelemeye ve karşılaştırmalar neticesinde Türkiye için politika önerileri sunmaya itmiştir.

### 5.1 Çalışmanın Yöntemi ve Kırılganlık Göstergeleri

Türkiye ve Şangay Beşlisi'ni kırılganlık yönünden karşılaştırmak adına literatürde kullanılan göstergeler de göz önüne alınarak 5 adet kırılganlık göstergesi belirlenmiştir. Söz konusu göstergeler belirlenirken, özellikle basitlik yani verinin kolay ulaşılabildiği, işlenebilirliği, anlaşılabilirliği (Briguglio, 1995:1618), güncelliği ve çalışmalardaki kullanım sıklığı yanında Türkiye'nin kırılganlığını yansıtmaya ve diğer ülkelerle karşılaştırma potansiyeli yüksek olan göstergeler olmasına dikkat edilmiştir. Bunun sonucunda makroekonomik kırılganlığı belirlemek üzere (i) cari açığın GSYH'ya oranı, (ii) reel efektif döviz kuru, (iii) döviz rezervinin GSYH'ya oranı, (iv) kamu borcunun GSYH'ya oranı ve (v) yurtiçi kredi büyümesi<sup>9</sup> göstergeleri seçilmiştir. Yani, şoklara ve krizlere karşı kırılganlığın temel göstergelerinden hareketle karşılaştırmalar yapılmıştır. Literatürde, ülke kırılganlıklarını değerlendirirken bir yıllık verilerden hareket edildiği görülmektedir. Çalışmada ise, özellikle cari açık değişkeni ve borç değişkeni için kriz yılı ve 2013 esas alınarak değerlendirme yapılmıştır. Bu karşılaştırma yapılmadan önce Türkiye ile bu ülkelerin temel makroekonomik göstergeler açısından

<sup>8</sup> Dış kırılganlık göstergesi olarak; kısa vadeli dış borç + vadesi gelen uzun vadeli borç + yerleşik olmayanların mevduatı/döviz rezervi alınmaktadır.

<sup>9</sup> Yurtiçi kredi büyümesi; özel sektöre sağlanan yurtiçi kredilerin GSYH'ya oranı ile temsil edilmektedir.

değerlendirilmesinin yapılması da önemlidir. Bu değerlendirme ekonominin genel performansı yanında kırılmalara tepki verebilme yeteneğini açısından önemlidir.

**Tablo 1. Şangay Beşlisi ve Türkiye'nin Makroekonomik Göstergeleri**

Göstergeler	Çin		Rusya		Kazakistan		Kırgızistan		Tacikistan		Türkiye	
	2008/2013		2008/2013		2008/2013		2008/2013		2008/2013		2008/2013	
GSYH (milyar \$)	4.521	9.240	1.660	2.096	133,4	224,4	5,1	7,2	5,1	8,5	730,3	820,2
Büyüme (%)	9,6	7,7	5,2	1,3	3,3	6,0	8,4	10,5	7,9	7,4	0,7	4,0
Enflasyon (%)	5,9	2,6	14,1	6,7	17,1	5,8	24,5	6,6	20,4	5,0	10,4	7,4
Bütçe Açığı/GSYH(%)	-0,7	-2,5	4,9	-0,7	-1,7	-2,9	0,1	-6,5	-8,1	0,3	-2,7	- 2.1
Kamu Brüt Borç Stoku/GSYH(%)	31,6	39,3	7,9	13,9	6,7	12,8	48,5	47,7	29,9	29,1	39,9	36,2
Cari Denge/GSYH(%)	9,2	1,9	6,2	1,5	4,6	-0,04	-15,5	-14,8	-7,6	-1,3	-5,5	-7,9
Risk Primi (CDS primi) <sup>10</sup>	-	80	-	165	-	172	-	-	-	-	-	245
Rating Notu (Moody's)	A1	Aa3	Baa1	Baa1	Baa2	Baa2	-	-	-	-	Ba3	Baa3
Rating Notu (S&P)	A+	AA-	BBB	BBB	BBB-	BBB+	-	-	-	-	BB-	BB+
İhracat/GSYH*	35	26	31	28	57	40	54	48	17	19	24	26
Döviz Rezervi/GSYH**	43	41	25	24	14	11	23	30	3	7	10	15

\*İhracat mal ve hizmet ihracatını içermektedir. \*\*Altını da içermektedir. Kazakistan, Kırgızistan ve Tacikistan bütçe dengesi rakamları <http://ieconomics.com/kazakhstan-vs-kyrgyzstan-government-budget>'den alınmıştır.

**Kaynak:** World Bank, [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org); IMF, [www.imf.org](http://www.imf.org).

Tablo 1'deki makroekonomik göstergeler ülkelerin krizlere karşı hassasiyetini/direncini anlamak açısından önemlidir. Bu bağlamda, şoklara ve krizlere karşı kırılmalığın temel göstergeleri dışındaki göstergelere ilişkin analiz bu ülkelerde kırılmalığı anlamak açısından önemlidir. Kamu Borcu/GSYH ve Bütçe Açığı/GSYH' oranı bir ülkenin ne derece sağlam bir kamu maliyesine (mali disipline) sahip olduklarını görmek açısından önemlidir. Bu durum, ülkenin kredi riski konusunda da bir fikir verebilir. Artan borç stoku, piyasalarda ülkeye olan güvenin azalmasına (bir anlamda CDS primlerinin artması) yol açarak ülkenin borçlanmasını zorlaştırmakta ve sermaye girişlerinde daralmaya/yavaşlamaya neden olarak borç servis ödemelerini güçleştirebilmektedir. Tablo 1'e göre risk primi en yüksek olan ülke Türkiye'dir<sup>11</sup>. Yüksek düzeyde enflasyon da finansal kırılmalığı olan ülkeler açısından yıkıcı olabilir, bu açıdan Tablo 1'e göre Türkiye ve Tacikistan için durum kritiktir.

Mal ve hizmet ihracatı da, bir ülkenin dış ekonomik şoklara karşı kırılmalığını arttıran en önemli unsurlardan bir tanesidir. Dış dünyada yaşanan bir kriz ihracat ortaklarının gelirlerinde

<sup>10</sup>CDS Primleri; ülke tahvillerini alan yabancı yatırımcıların, borçlu ülkenin ödeme yapmaması (temerrüt) halinde, alacağını garanti altına almak için, yatırımcının alacağını garanti eden kuruma tahvilin değerine ve risk primine göre belirli bir pay vermesidir. Örneğin Türkiye için 2013 yılında risk primi 245'tir. Bu durumda Türkiye'den alınan 1000 dolarlık tahvil karşılığında garanti eden kuruma 24,5 dolar ödemesi durumunda söz konusu kurum yatırımcının alacağını garanti etmektedir. Dolayısıyla yüksek risk primi ülke tahvillerinden istenen faizin artmasına ve ülkenin borçlanma maliyetlerine etki etmektedir. Bu duruma etki eden başlıca faktör ise ülkenin kredi dereceleridir. Kredi derecesi düşük olan ülke daha fazla riskli olarak değerlendirilmekte, dolayısıyla risk primi artabilmektedir. Nitekim, Tablo 1'de görüldüğü üzere daha düşük kredi notuna sahip olan ülkelerin risk primi de daha yüksektir.

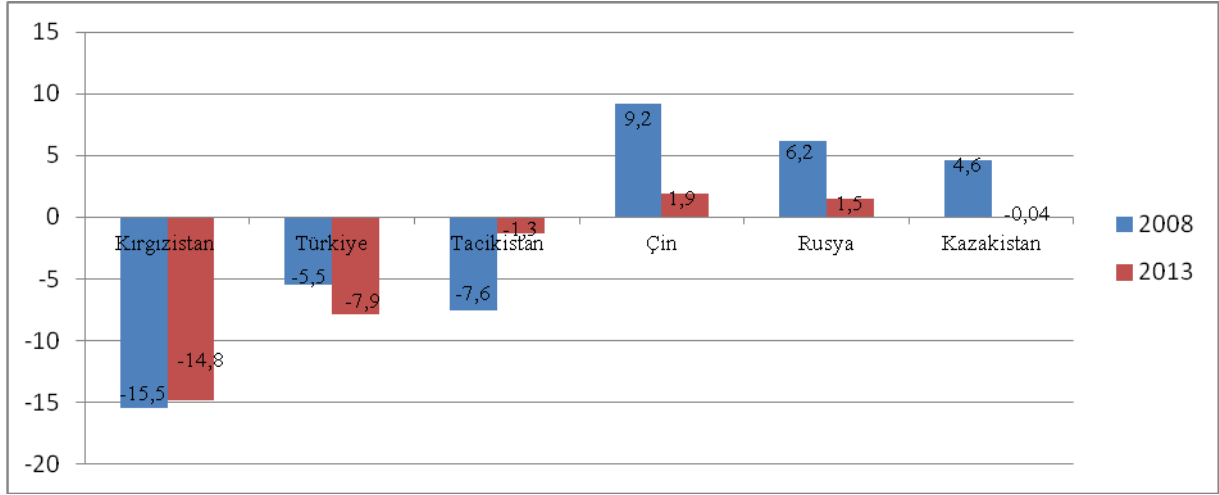
<sup>11</sup> 10.11.2004 itibarıyla Rusya'nın CDS priminin (253) en yüksek olduğu ülke olduğunu belirtmek gerekir. Bunda 2014 başından itibaren Ukrayna ile olan ilişkiler, batının uyguladığı ambargolar ve batıyla yaşanan karşılıklı restleşmeler etkindir. Türkiye'nin risk primi (175) ise düşmüştür.

düşmeye neden olarak ihracatı da azaltmaktadır. Tablo 1'e göre, ihracatın/GSYH'ya oranı 2008'deki yüksek seviyesinden, krizlerin etkisi ile düşmüştür. Fakat, 2013'te Türkiye ve Tacikistan'da ise bu oran yükselmiştir. Türkiye, krizlerin ertesinde izlediği ihracatta pazar çeşitlendirmesi ile krizlerden daha az etkilenmiştir. GSYH büyümesi de, ekonominin kırılganlıklar karşısındaki durumunu anlamak açısından ele alınabilir. Şöyleki, büyümedeki değişim şoklara karşı kırılganlığın bir sonucudur. Hemen kriz ertesindeki büyüme rakamları (2009 verileri) bu kırılganlığı yansıtmaktadır. Çünkü kriz ertesinde daralan küresel talep, söz konusu ülkelerde (özellikle Rusya'da bölgesel kargaşaların etkisi ile) ihracattaki düşüşü hızlandırırken, Türkiye ve diğer ülkelerde ise ihracatı destekler nitelikte artmıştır. Bir ülkeye yönelik sermaye akımlarında yavaşlama/durma riskinin de ülkenin hassasiyetini/kırılganlığını yükselttiği söylenebilir. Ülke riskine (CDS primi iyi bir göstergedir) bağlı olarak ülkeye gelen sermaye de azalabilmekte ve yatırımcılar bu riske karşı daha yüksek faiz talep etmektedir. Bu durum borç servis yükünü arttırmakta ve ülkeyi borç-faiz kısır döngüsüne sürükleyebilmektedir. Yani, yüksek risk primi ülke tahvillerinden istenen faizin artmasına ve ülkenin borçlanma maliyetlerine etki etmektedir. Bu duruma etki eden başlıca faktör ise ülkenin kredi dereceleridir. Kredi derecesi düşük olan ülke daha riskli olarak değerlendirilmekte, dolayısıyla risk primi artabilmektedir. Tablo 1'e göre, kredi notu en düşük olan dolayısıyla risk primi en yüksek olan ülke Türkiye'dir. Bu genel değerlendirmeler dışında aşağıda şoklara ve krizlere karşı kırılganlığın temel göstergeleri olarak alınan göstergeler üzerinden daha ayrıntılı karşılaştırmalar yapılmıştır.

### 5.1.1 Cari Açık

Cari işlemler hesabı, mal ve hizmet ticareti yanında net transferlerden elde edilen gelirlerin, bu hesaptaki ödemeleri karşılayıp karşılamadığına göre açık veya fazla verebilmektedir. Eğer yapılan ödemeler elde edilen geliri karşılamıyorsa, ülke cari açık vermekte, yani yurtdışına gönderilen para, yurtdışından gelen miktardan daha fazla tutmaktadır. Cari açık; borçlanma, yani yabancı sermaye akımı (doğrudan veya portföy yatırımları) (Bryson ve Miller, 2013:4) veya yurtiçi varlıkların satılması ile finanse edilmektedir (Erdil Şahin, 2012:49). Cari açığı kapatmak için dış finansmana bağımlılık ise, ülkeleri yatırımcıların risk algısındaki değişimlere karşı daha kırılgan hale getirebilmektedir. FED'in son dönemde para politikasında değişikliğe gitmesi sonucu ortaya çıkan durum da tam olarak budur.

Cari açıkta meydana gelen artış, yatırımcı davranışlarında değişikliklere yol açabilmekte ve bunun sonucunda yatırımcıların yerli para cinsinden varlıklara ilgisinin azalmasına ve döviz kuru ile varlık fiyatlarının değer kaybetmesine neden olabilmektedir (Moody's, 2014:3). Diğer yandan yatırımcı aldığı varlıkla ilgili riskle birlikte varlık alınan ülkenin parasındaki değer kaybına ilişkin riski de taşımaktadır. Dolayısıyla ülkede yaşanan bir problem sonucunda yatırımcı varlıklarını satabilmekte (Bryson ve Miller, 2013:4) veya yeni yatırımdan kaçınabilmektedir. Bu durum ise ülkeyi gerek krizlere ve gerekse de dış ekonomik şoklara karşı daha kırılgan hale getirebilmektedir. Kırılganlığının özünde cari açığı taşıyan Türkiye için bu durum önem arz etmektedir (Üçer, 2013:6; Odeabank, 2014:1; Öz, 2012:2).

**Grafik 1. Cari Denge/GSYH (2008 ve 2012)**

**Kaynak:** IMF, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/weodata>

Grafik 1'den görüldüğü üzere Kırgızistan, en yüksek cari açık oranına sahip ülke iken bu ülkeyi Türkiye ve Tacikistan takip etmektedir. Ülkenin döviz ihtiyacını arttıran cari açık genellikle yüksek faiz verilerek kısa vadeli sermaye akımları ile finanse edilmektedir. Bu nedenle uluslararası piyasalarda görülen risk iştahı, ülkenin kredi notu, sermaye akımlarının yönü gibi birçok faktöre bağlı olan sermaye akımları yavaşladığında/durduğunda yüksek cari açığın finansmanı güçleşmektedir. Kırgızistan, Türkiye ve Tacikistan için cari açık bu ülkeleri özellikle sermaye akımlarındaki değişikliklere karşı kırılgan hale getirmektedir. Yüksek cari açık oranı kırılganlığı artıran bir unsurdur, fakat ekonominin dış açıklığı da bunda önemlidir. Bu açıdan, Kırgızistan ve Tacikistan'ın daha çok Asya ülkelerine ihracat yapmaları bu ülkelerde kırılganlığı azaltan bir faktördür.

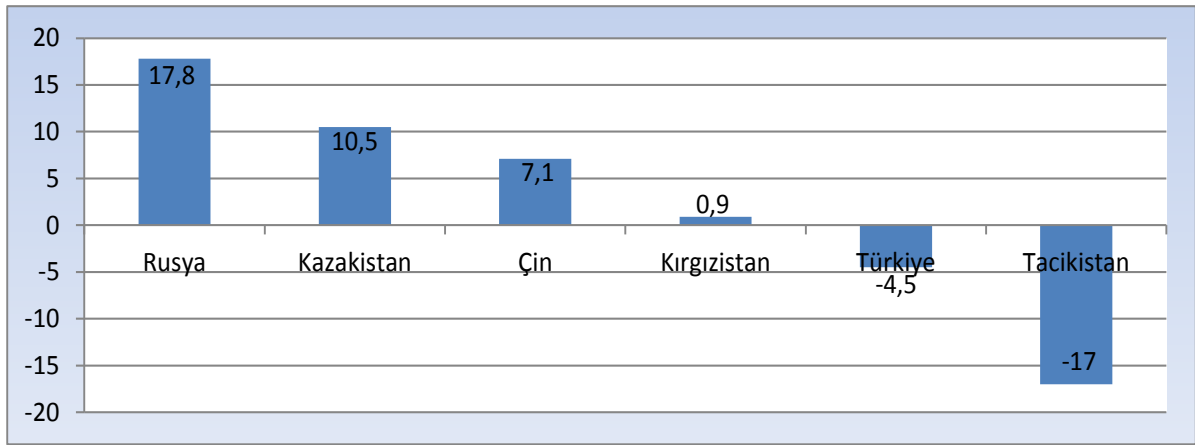
Grafik 1, küresel kriz ve Avrupa borç krizi sonrasında Türkiye'nin cari açık oranının arttığını, dolayısıyla dış finansmana bağımlılığının yükseldiğini göstermektedir. Bu ise Türkiye'nin kırılganlığını artıran bir husustur. İlave olarak, IMF ve çok sayıda kuruluşun Türkiye'deki cari açığın finansman kalitesinin düşük olması konusundaki değerlendirmeleri de, cari açığın -portföy yatırımlarıyla finansmanı bu unsurun- kırılganlık göstergesi olmasını ortadan kaldırmamaktadır. Kazakistan, Çin ve Rusya'da cari fazlalar ise bu ülkelerin kırılganlığını azaltan temel unsurdur. Küresel kriz öncesinde, özellikle, Çin ve Rusya'nın sahip olduğu yüksek cari fazlalar bu ülkelerde dış şoklara ve krizlere karşı kalkan görevi üstlenmiş ve kırılganlıklarını azaltmıştır (Moody's, 2014:14,38). Rusya ve Kazakistan'ın gazdan sağladıkları gelirleri ve Çin'in uluslararası rekabet gücü avantajı ve dünyada önemli düzeyde ve çeşitlilikte pazara sahip olması bu ülkelerin kırılganlığını azaltmaktadır.



### 5.1.2 Reel Efektif Döviz Kuru

Reel efektif döviz kuru, şoklara ve krizlere karşı kırılganlığı gösteren temel göstergelerden birisidir (IMF, 1998:80; Krkoska, 2001:44). Kırılganlığı konu alan çalışmalarda, reel efektif döviz kurunun belli yıllar arasındaki yüzde değişimi olarak ele alınan gösterge, birçok çalışmada kendine yer bulabilmektedir (Frankel ve Saravelos, 2010:13-16). Reel efektif döviz kuru, daha çok cari açıkla ilgili riskleri arttırmaktadır. Çünkü reel efektif döviz kurundaki artış, ulusal paranın değer kazanması demek olduğundan cari açığın artmasına neden olur. Bir ülkede cari açığın finansmanı, o ülkeye sermaye girişini gerektirir (Bryson ve Miller, 2013:3) Cari açığın artması durumunda, ülkeler sermaye girişlerine daha bağımlı hale gelir. Bu durum ise cari açığı artan ülkenin şoklara ve krizlere karşı daha kırılgan hale gelmesine neden olur.

**Grafik 2: Reel Efektif Döviz Kurunda (REER) Yüzde Değişim (2009-2012)**



**Not:** Tacikistan için IMF (2012) gerçekleşmiş verileri ve tahminleri kullanılmıştır. Kazakistan ve Kırgızistan için 2009 ve 2012 yıllarıyla reel efektif döviz kurlarının yıllık ortalaması tarafımızca hesaplanmıştır.

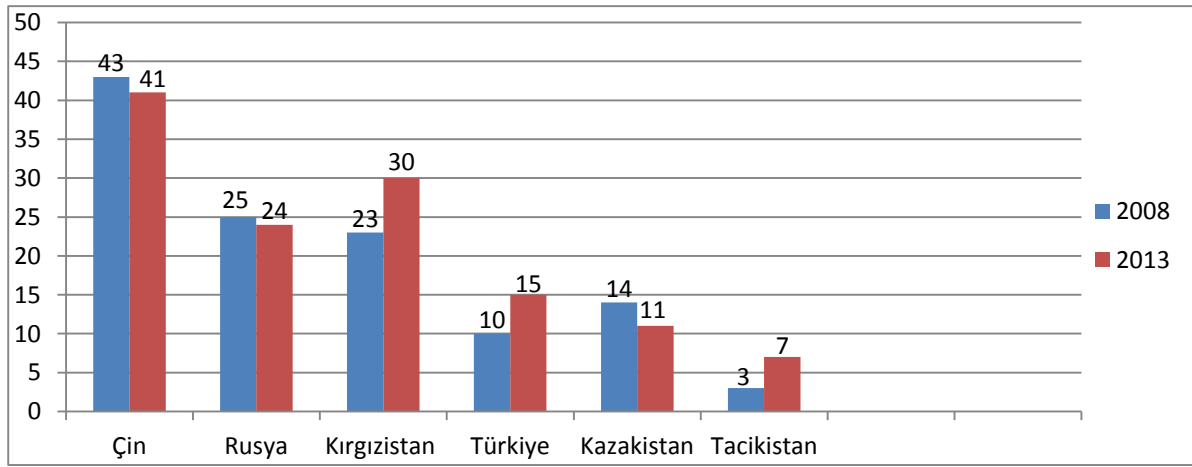
**Kaynak:** Bryson ve Miller, 2013:7; TheNational Bank of Kazakhstan, <http://www.nationalbank.kz/index.cfm>; National Bank of Kyrgyz Republic, 2013: 70; IMF, 2012:5,16.

Grafik 2’de görüldüğü üzere 2009-2012 yılları arasında reel efektif döviz kuru Türkiye ve Tacikistan hariç diğer ülkelerde artış göstermiştir. Bu durum cari fazla veren Kazakistan, Çin ve Rusya için bir problem oluşturmasa da Kırgızistan için bir kırılganlık unsuru olmaktadır. Nitekim, Kırgızistan’da artan reel döviz kuru ile birlikte yüksek cari açık, bu ülkenin önemli bir kırılganlık unsuru olmaktadır. Türkiye ve Tacikistan’da ise reel efektif döviz kurları düşmekte ve cari açığı olan bu ülkeler üzerinde döviz kurunun baskısı hissedilmemektedir. Dolayısıyla reel efektif döviz kurundaki artışlar, özellikle Kırgızistan’ın dış şoklara ve krizlere karşı kırılganlığını artırmakta iken, diğer ülkeler için kısa dönemde herhangi bir risk unsuru taşımamaktadır. Türkiye için ise, reel efektif döviz kurundaki artışlar neticesinde değer kaybeden ulusal paranın cari açığı azaltması beklenmektedir (Odeabank, 2014:8).

### 5.1.3 Döviz Rezervi

Döviz rezervinin yüksekliği, bir ülkenin şoklara karşı direncini gösteren temel göstergelerdendir. Bu nedenle, birçok çalışmada (Frankel ve Saravelos, 2010:1, 28; Edison, 2000:7-8) döviz rezervleri kırılganlık göstergesi olarak kullanılmıştır. Döviz rezervi bir ekonominin büyüklüğü ile alakalı olduğundan, kırılganlık analizlerinde döviz rezervlerinin GSYH'ya oranı kullanılmıştır (Bryson ve Miller, 2013:2). Yüksek döviz rezervine sahip bir ülke, dış şoklara ve krizlere karşı politika açısından manevra kabiliyetini arttırarak, güvenli paraya yönelim olduğunda döviz satarak bu duruma müdahale edebilmektedir.

**Grafik 3. Döviz Rezervinin Nominal GSYH'ya Oranı (2008 ve 2013)**



**Not:**Döviz rezervleri altını da içermektedir. World Bank'tan elde edilen döviz rezervi ve GSYH (cari dolar ile) rakamları üzerinden veriler tarafımızca hesaplanmıştır.

**Kaynak:** World Bank, www.worldbank.org

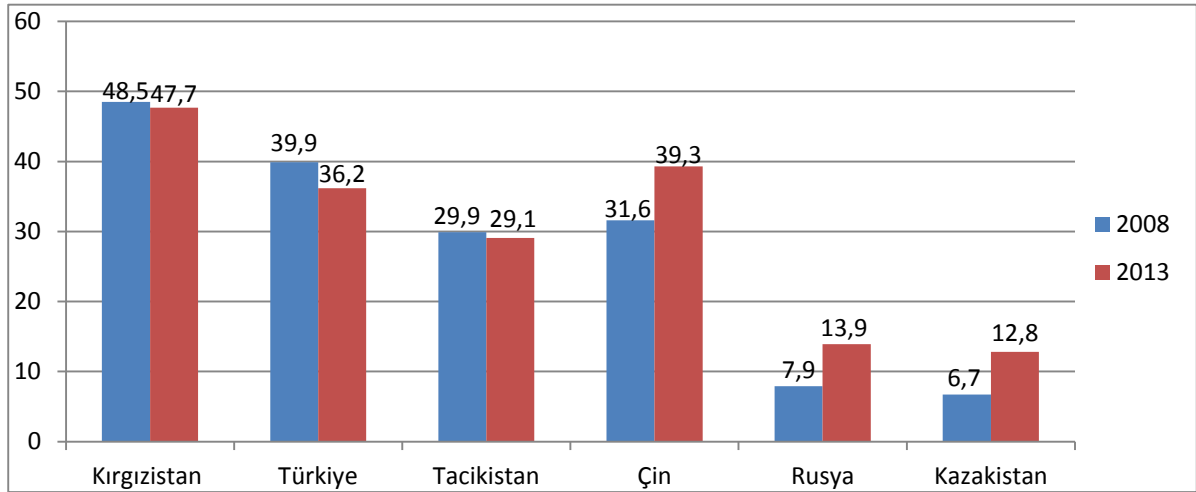
Döviz rezervleri ülkelerin ekonomik ve finansal şoklara karşı dirençliliğini (kırılganlığın tersidir) arttıran ve bir başka deyişle manevra kabiliyetini arttıran önemli bir unsurdur. Bu durum kendisini, küresel finansal krize karşı uygulanan politikalarda göstermiş ve gelişmekte olan ülkeler düşük borç oranları ve yüksek döviz rezervleri sayesinde krize karşı yeterli düzeyde genişletici politikası uygulayabilmişlerdir (Van Doorn ve diğerleri, 2011:184; Li ve diğerleri, 2011:249; Griffith-Jones ve Ocampo, 2009:10). Grafik 3'e göre, Çin önemli oranda döviz rezervine sahip olarak diğer ülkelerden ayrılmaktadır. Çin'i oran olarak oldukça gerisinde olmasına karşın Rusya, Kırgızistan izlemektedir. Dolayısıyla, bu ülkelerde, döviz rezervleri kırılganlığa yol açmayacak yeterliliktedir. Bu ülkeler, meydana gelebilecek bir kriz ve şoka karşı döviz rezervlerini kullanarak müdahale edebilecek pozisyondadırlar. Türkiye ise kriz öncesinde % 10 olan rezervlerini krizin ardından 2013 yılında % 15' çıkarmış ve krize karşı direncini arttırmıştır. Bu durum kendini, 2014 yılı başlarında Türkiye'de göstermiştir. Türkiye piyasaya döviz satarak döviz oynaklığına karşı önlem almış ve finansal stresi azaltmıştır (Moody's, 2014:44). Kazakistan ve özellikle Tacikistan ise sermaye akımları veya politik olaylar gibi iç ve dış şoklar sonucunda oluşabilecek bir döviz talebine karşı oldukça kırılgan olan

ülkelerdir. Grafik 3, Kazakistan ve Tacikistan'da rezervlerin kritik seviyelerde olduğunu göstermektedir. Bu ülkelerin kırılmalıklarını azaltmak ve dolayısıyla dış şoklara karşı ekonomilerinin direncini arttırmak için döviz rezervlerini arttırmaları gerekmektedir.

#### 5.1.4 Kamu Borcu

Kamu borcu, ekonominin büyüklüğü ile alakalı göstergelerden biri olduğundan bu değişken GSYH'ya oran olarak ele alınmıştır. Nitekim birçok çalışmada toplam kamu borcunun GSYH'ya oranı, bir kırılmalılık göstergesi olarak ele alınmıştır (Rocha ve Moreira, 2010:178; Moody's, 2014:5; Kaya ve diğerleri, 2011:4; FED, 2014:29). Bu gösterge, azalan dış talebi telafi ederek büyümeyi desteklemek ve global likidite sıkışıklığı durumunda bankaları desteklemek için ihtiyaç duyulan ek finansman gibi durumlarda artan borç yükünün sürdürülebilirliği değerlendirir. Aşırı borçluluk ise, devletin, maliye politikasında daraltmaya giderek ve ek borç birikiminden kaçınmaya iterek dış şoklara karşı müdahale alanını/yeteneğini sınırlamaktadır. Ayrıca, borçlar faiz oranındaki değişikliğe karşı borç birikiminin duyarlılığını da yansıtmaktadır (Moody's, 2014:6). Bu yönüyle aşırı borçlanma devletin politika alanını kısıtlayarak şoklara karşı dirençliliğini azaltmakta ve ülkeyi daha kırılmal bir yapıya kavuşturmuştur. Artan borç stoku, piyasalarda ülkeye olan güvenin azalmasına (bir anlamda CDS primlerinin artması) yol açarak ülkenin borçlanmasını zorlaştırmakta ve sermaye girişlerinde daralmaya/yavaşlamaya neden olarak borç servisi ödemelerinin karşılanmasını güçleştirebilir.

**Grafik 4. Brüt Kamu Borcunun GSYH'ya Oranı (2008 ve 2012)**



**Kaynak:** IMF, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/weodata/weoselgr.aspx>

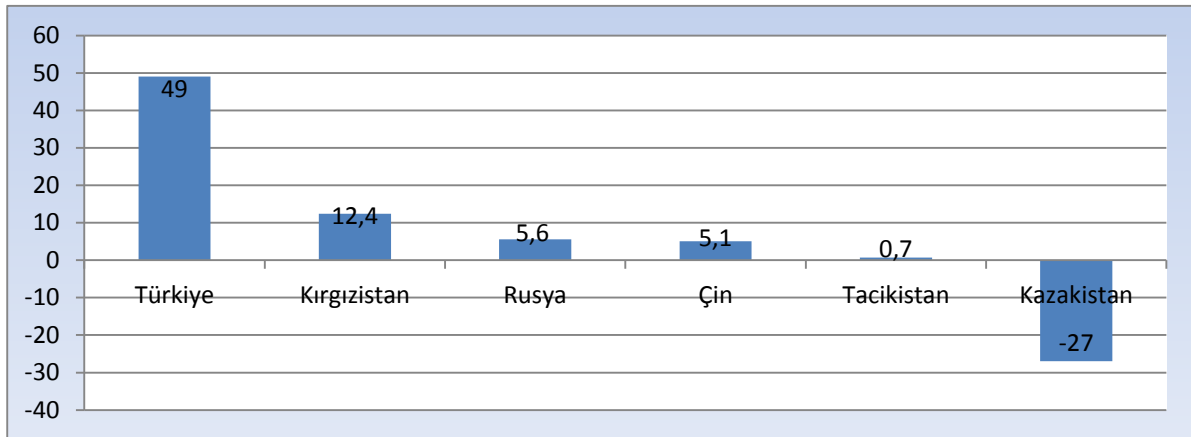
Moody's'e (2014:6)' göre, kamu borcunun GSYH'ya oranının %40 altı oran olması, kırılmalılığın az olduğunu, %40 ve %60 arasında olması orta derecede kırılmalılığın, %60 ve üzeri olması da yüksek kırılmalılık düzeyini göstermektedir. Bu bilgilerden hareketle Grafik 4 analiz edildiğinde yüksek kırılmalılık düzeyine sahip bir ülke söz konusu değildir. Sadece Kırgızistan orta derecede kırılmal ülke kategorisine girmektedir. Kırılmalılığın gösteren oranlar değişebilmekteyse de ülke sıralamasına bakıldığında en kırılmal ülke – orta derecede kırılmal- Kırgızistan'dır.

Grafik 4, Brüt kamu borcunun GSYH'ya oranının yüksek olduğu (veya arttığı) Türkiye ve Çin'de ise kırılganlık riskinin düşük olduğunu göstermektedir. Fakat, ülke riskine (CDS primi iyi bir göstergedir) bağlı olarak ülkeye gelen sermaye azalabilmekte ve yatırımcılar bu riske karşı daha yüksek faiz talep etmektedir. Bu durumda borç servis yükünü arttırmakta ve ülkeyi borç-faiz kısır döngüsüne sürükleyebilmektedir. Grafik 4, Türkiye açısından kamu borcu kaynaklı bir kırılganlığa işaret etmemekle birlikte, artan kredi genişlemesinin kırılganlığı artırdığı unutulmamalıdır. Tacikistan ise ekonomisinin büyüklüğüne orantılı olarak oldukça yüksek bir borca sahiptir, bu ise kırılganlığı artıran bir durumdur. Bölgesel kargaşalar nedeniyle ülke riski, artan Rusya'da Grafik 4'e göre (uluslararası standartların ve Maastricht kriterlerinin oldukça altında) borç yükü artmaktadır, fakat bu artışın herhangi bir kırılganlığa işaret etmediği belirtilebilir.

### 5.1.5 Yurtiçi Kredi Büyümesi

Yurtiçi kredilerde yaşanan artış bir ülkenin kırılganlığını değerlendirmede bu çalışma özelinde ve diğer pekçok çalışmada (Krkoska, 2001:44; Ndirangu ve diğerleri, 2013:10; Bussiere ve Fraztzhher, 2006:958) kullanılan göstergelerden biridir. Kamuya ait borçlanmalara ilişkin göstergenin yanında özel sektöre sağlanan yurtiçi kredilerde meydana gelen artış da bu göstergenin tamamlayıcısı niteliğindedir. Nitekim yurtiçi kredilerde yaşanan artışlar bir anlamda yurtdışı kredi piyasasında yaşanan olumlu gelişmelerin yurtiçi piyasaya yansımaları niteliğindedir. Yurtiçi kredi büyümesi, borçlanan kesimin herhangi bir şok veya krizde borçlarını ödeyememe riskini arttırmakta ve bunun sonucunda da ülkelerin kırılganlığını arttırmaktadır (Bryson ve Miller, 2013:3).

**Grafik 5. Özel Sektöre Yurtiçi Kredinin GSYH' ya Oranında Değişmeler (2009-2012)**



**Kaynak:** IMF, 2011:17; World Bank, <http://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.PRVT.GD.ZS>

Grafik 5'e göre, özel sektöre sağlanan yurtiçi kredilerin GSYH'ya oranına bakıldığında en kırılgan ülkenin Türkiye olduğu görülmektedir. Nitekim, Türkiye ile diğer ülkeler arasında önemli düzeyde farklılık bulunmaktadır. Bu durum ise, finansal ve ekonomik olarak dışa açık bir ülke olan Türkiye'nin kriz gibi dış şoklara karşı özel sektörünün ve dolayısıyla ülkenin kırılganlığını göstermektedir. Diğer ülkelerde ise söz konusu oranlar düşük düzeydedir, dolayısıyla bu ülkeleri

kırılgan olarak değerlendirmek mümkün değildir. Hatta Kazakistan'da 2009-2012 döneminde özel sektöre sağlanan yurtiçi kredilerde önemli düzeyde azalma görülmüştür. Bu noktada Kazakistan, olası bir iç veya dış şoka karşı dirençliliğini arttırmakta iken Türkiye azaltmakta ve bu anlamda kırılganlığını arttırmaktadır.

## 6. SONUÇ

Küresel kriz ve sonrasındaki gelişmeler, özellikle de Fed'in tahvil alım programında azaltıma gitmesiyle başlayan süreçte gelişen ekonomiler açısından dış finansman imkanlarında daralma olmuştur. Kırılganlık konusu genellikle bir ülkeye yönelik sermaye akımlarının azalması ya da durması halinde, o ülkenin alternatif finansman kaynakları bulup bulamayacağı sorusunun cevabını aramaktadır. Alternatif finansman imkanlarına erişim ile dışa açıklık arasında açık bir bağ vardır. Türkiye, Şangay Beşlisi olarak ifade edilen ülkelere göre daha yüksek düzeyde dışa açıklığa sahiptir. Bu durum ekonominin şoklara ve krizlere karşı kırılganlığını artıran bir unsurdur. Bu açıdan Kazakistan, Kırgızistan ve Tacikistan dışa açıklığın nispeten düşük olduğu ve şoklardan/krizlerden etkilenmenin düşük olduğu ülkelerdir.

Pekçok çalışmada Türkiye en kırılgan ekonomiler listesinin en üst sırasında yer almaktadır. Bu çalışma da, özellikle cari açık oranı ve yurtiçi kredi büyümesi açısından bunu destekler niteliktedir. Dış finansmana erişimdeki daralma, yüksek cari açık oranına sahip ülkelerin makroekonomik kırılganlıklarını artırıcı bir faktördür. Nitekim, yüksek cari açık ve bunun finansmanı konusunda yaşanacak sıkıntılar Türkiye için negatif bir durum oluşturmaktadır. Bu durum, daha düşük olasılıkla Rusya ve Çin dışındaki Şangay ülkeleri içinde geçerlidir, ancak, düşük cari açık oranına sahip bu ülkeler için dış finansman ihtiyacının düşük olması kırılganlık riskini azaltmaktadır.

Kamu borcunun GSYH'ya oranının hiçbir ülkede % 60'ın üzerinde olmaması borç kaynaklı bir kırılganlık riskini azaltmaktadır. Fakat, Türkiye'de yüksek özel sektör borcu (kredi büyümesi) bu olasılığı canlı tutmaktadır. Kırgızistan'da ise, kamu borcu ve özel sektör kredi borcu birlikte ele alındığında ortaya çıkan sonuç orta düzeyde kırılganlık riskine işaret ederken, diğer ülkelerin hiçbirinde kamu ve özel sektör borç kaynaklı bir kırılganlıktan söz etmek mümkün değildir.

Türkiye; Rusya, Kazakistan ve Kırgızistan ile birlikte ekonomik olarak iyimser olmayan bir çevrenin ortasında yer almaktadır. Söz konusu ekonomik ortam (bölgedeki siyasi istikrarsızlık) bu ülkelere yatırım yapmayı düşünen yabancıların yatırım kararlarını olumsuz yönde etkileyebilecek önemli bir sorundur. Bu durumun, ihracatta ve büyümeye olumsuz yansımaları kırılganlık riskini arttırmaktadır. İlave olarak, ihracattaki olumsuz gelişme yanında sermaye akımları veya politik olaylar gibi iç ve dış şoklar sonucunda oluşabilecek döviz talebi de Kazakistan ve Tacikistan'da kırılganlık riskini arttırmaktadır.

Çalışmada, kırılganlık göstergeleri üzerinden yapılan karşılaştırmadan hareketle Şangay ülkelerinin küresel kriz koşullarından çok büyük ölçüde etkilenmediği, dolayısıyla makroekonomik

kırılganlıklarının da nispeten düşük olduğu ifade edilebilir. Ancak, son dönemde küresel ölçekte yaşanan siyasi ve ekonomik gelişmeler neticesinde petrol fiyatlarında yaşanan keskin düşüş ekonomik gücü özellikle doğal kaynak ihracatına bağlı Rusya ekonomisini çok olumsuz etkilemektedir. Petrol fiyatlarındaki düşüş ilk bakışta, Türkiye ve Çin'in lehine bir gelişme gibi görülse de; iki ülkenin Rusya ile olan ticaret hacminin büyüklüğü dikkate alındığında Rusya ekonomisinde yaşanan durgunluktan olumsuz etkilenmemeleri mümkün değildir. Bu durumun ise, özellikle ihracattaki olumsuz gelişmelerin etkisiyle ilgili ülkelerin kırılganlık riskini arttırıcı sonuçlar doğuracağı öngörülebilir. Ayrıca, Rusya ile sadece siyasi değil aynı zamanda yakın ticari ilişki içerisinde olan diğer Şangay ülkelerinin (özellikle Kazakistan ve Tacikistan) Rusya'nın içine düştüğü resesyondan önemli ölçüde etkilenmeyeceği ve bu nedenle makroekonomik kırılganlıklarının daha da artacağı ifade edilebilir. Bu nedenle, ihracat, büyüme ve cari açık arasındaki dengenin kurulması kırılganlıkları azaltmak açısından önemlidir.

Sonuç olarak, dış açığa dayalı büyüme modeli, Türkiye ekonomisinin dünyadaki finansal değişimlerin aşırı etkisinde kalmasına yol açtığından kırılganlıkları artırmaktadır. Bu noktada, Türkiye açısından, kısa vadeli sermaye akımlarına bağlılığı ve büyüme-enflasyon-cari açık arasındaki ödünleşmeyi (Üçer, 2013:4-5) yenen bir Türkiye, kırılganlığın daha alt seviyelerde seyrettiği bir ülke olacaktır. Yüksek enflasyon özellikle finansal kırılganlığı olan Türkiye için yıkıcı olabilir. Bu noktada, enflasyonun düşürülmesi ve yapısal reformlarla da iç tasarrufların artırılması hedeflenmelidir. Yani, Türkiye'nin ekonomik dengesizlikleri düzeltmeye yönelik makroekonomik politikaları devreye koyması ve yapısal reformları bu bağlamda ele alması kırılganlık riskini azaltmak açısından önemlidir. Birde, hükümetin para politikasını siyasi amaçlar için kullanması risk algılamasını yükselterek kırılganlığı artırdığından, Merkez Bankasının siyasetin önceliklerini göz ardı ederek karar vermesi kırılganlık riskini azaltabilir.

## KAYNAKÇA

- Andrews, C. ve Flores, M. (2008), "Improving Food Crisis Responses in Fragile States", UNU-WIDER Research Paper, 42: 1-16.
- Briguglio, L. (1995), "Small Island Developing States and Their Economic Vulnerabilities", *World Development*, 23(9): 1615-1632.
- Briguglio, L. ve Galea, W. (2003), "Updating and Augmenting the Economic Vulnerability Index", [https://secure.um.edu.mt/\\_\\_data/assets/pdf\\_file/0012/44130/eviar\\_briguglio\\_galea\\_ver4.pdf](https://secure.um.edu.mt/__data/assets/pdf_file/0012/44130/eviar_briguglio_galea_ver4.pdf), (30.03.2014).
- Briguglio, L., Cordina, G., Farrugia, N. ve Vella, S. (2009), "Economic Vulnerability and Resilience: Concepts and Measurement", *Oxford Development Studies*, 37(3): 229-247.
- Bryson, J. H. ve Miller, M. (2013), "Developing Economies and Crisis Vulnerability", *Wells Fargo Securities Special Comment*, 1-8.

- Bussiere, M. ve Fratzscher, M. (2006), "Towards a New Early Warning System of Financial Crises", *Journal of International Money and Finance*, 25: 953-973.
- Cannon, T. (2008), "Reducing People's Vulnerability to Natural Hazards", *UNU-WIDER Research Paper*, 34: 1-17.
- Cavallo, E. A. ve Frankel, J. A. (2008), "Does Openness to Trade Make Countries More Vulnerable to Sudden Stops, or Less? Using Gravity to Establish Causality", *Journal of International Money and Finance*, 27: 1430-1452.
- Chaudri, S., Jalan, J. ve Suryahadi, A. (2002), "Assessing Household Vulnerability to Poverty from Cross-sectional Data: A Methodology and Estimates from Indonesia", *Columbia University Department of Economics Discussion Paper Series*, 52: 1-25.
- Ciarlone, A. ve Trebeschi, G. (2005), "Designing an Early Warning System for Debt Crises", *Emerging Markets Review*, 6: 376-395.
- Cordina, G. ve Farrugia, N. (2005), "Measuring Vulnerability: A Methodological Review and a Refinement based on Partner Country and Price Volatility", *Occasional Papers on Islands and Small States*, 4: 1-22.
- Domanska, A. ve Serwa, D. (2013), "Vulnerability to Foreign Macroeconomic Shocks-An Empirical Study in Cross-Industry Perspective. Example of 2008-2009 Global Crisis in Europe", *Wneiz Folia Oeconomica Stetinensia*, 150-173.
- Edison, H. J. (2000), "Do Indicators of Financial Crises Work? An Evaluation of an Early Warning System", *International Finance Working Papers*, 675: 1-38.
- Erdil Şahin, B. (2011), "Türkiye'nin Cari Açık Sorunu", *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 3(2): 47-56.
- FED(2014), *Monetary Policy Report*, [http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20140211\\_mprfullreport.pdf](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20140211_mprfullreport.pdf), (18.03.2014).
- Forbes, K. J. (2002), "Are trade linkages important determinants of country vulnerability to crises?", Sebastian Edwards and Jeffrey A. Frankel (Ed.), *Preventing Currency Crises in Emerging Markets* içinde (77-132), University of Chicago Press.
- Frankel, J. A. ve Saravelos, G. (2010), "Are Leading Indicators of Financial Crises Useful for Assessing Country Vulnerability? Evidence from the 2008-09 Financial Crisis", *NBER Working Paper*, 16047: 1-48.
- Gnangnon, K. (2012), "Does Structural Economic Vulnerability Matter for Public Indebtedness in Developing Countries", *Serie Etudes Et Documents Du Cerdi*, 36, 1-34.
- Griffith-Jones, S. ve Ocampo, J. A. (2009), "The Financial Crisis and Its Impact on Developing Countries", *International Policy Centre for Inclusive Growth Working Paper*, 53: 1-20.
- Guillaumont, P. (1999), "On the Economic Vulnerability of Low Income Countries", <http://siteresources.worldbank.org/INTPOVERTY/Resources/WDR/stiglitz/Guillau2.pdf> (28.02.2014).

- Guillaumont, P. (2008), “An Economic Vulnerability Index: Its Design and use for International Development Policy”, UNU-WIDER Research Paper, 99: 1-32.
- Guillaumont, P. (2011), “The Concept of Structural Economic Vulnerability and Its relevance for the Identification of the Least Developed Countries and Other Purposes (Nature, Measurement, and Evaluation)”, CDP Background Paper, 12: 1-7.
- Herrera, S. ve Garcia, C. (1999), “User’s Guide to an Early Warning System for Macroeconomic Vulnerability in Latin American Countries”, The World Bank Policy Reserach Working Paper, 2233: 1-17.
- IIF (2014), Capital Flows to Emerging Market Economies, <http://www.iif.com/emr/capflows201401.php>, (14.08.2014)
- IMF (2014), <http://www.imf.org>; <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/weodata>; <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/weodata/weoselgr.aspx>
- IMF (1998), “Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability”, IMF (Ed.), *World Economic Outlook Financial Crises: Causes and Indicators* içinde (74-97), Washington, DC: IMF.
- IMF (2011), IMF Country Report, Kyrgyz Republic, No.11/354.
- IMF (2012), IMF Country Report, Republic of Tajikistan, No. 12/110.
- Kaminsky, G. L. (1999), “Currency and Banking Crises: The Early Warnings of Distress”, IMF Working Paper, 178, 1-38.
- Kaya, N., Barlas, Y. ve Kalafatçılar, K. (2011), “Euro Bölgesi Çevre Ülke Ekonomilerinin Kırılganlıkları ve Bankacılık Sektörlerinin Karşılıklı Duyarlılıkları”, TCMB Ekonomi Notları, 9: 1-8.
- Krkoska, L. (2001), “Assessing Macroeconomic Vulnerability in central Europe”, *Post-Communist Economies*, 13(1): 41-55.
- Li, Yuefen; Olivares-Camial, R., ve Panizza, U. (2011), “Avoiding Avoidable Debt Crises: Lessons from Recent Defaults”, Carlos A. Primo Braga ve Gallina A. Vincelette (Ed.) *Sovereign Debt and Financial Crisis* içinde (s.243-272), The World Bank, Washington, ABD.
- Loayza, N. V. ve Raddatz, C. (2007), “The Structural Determinants of External Vulnerability”, *The World Bank Economic Review*, 21(3): 359-387.
- Moody’s (2014), External Vulnerabilities, Exposures, Mitigants and Credit Supports, Moody’s Investors Service Special Comment, [https://www.moody.com/research/Emerging-Market-Sovereign-Research-Series-External-Vulnerabilities-Exposures-Mitigants-and--PBC\\_165831](https://www.moody.com/research/Emerging-Market-Sovereign-Research-Series-External-Vulnerabilities-Exposures-Mitigants-and--PBC_165831) (06.04.2014).
- National Bank of Kyrgyz Republic, (2013), Balance of Payments of the Kyrgyz Republic, <http://www.nbkr.kg/DOC/26092013/000000000023601.pdf>, (28.04.2014).
- Naude, W., Santos-Paulino, A. ve McGillivray, M.(2008), “Vulnerability in Developing Countries”, United Nations University Research Brief, 2: 1-7.



- Ndiangu, L., Conrado, G., Esman, N. ve Ciliaka, G. (2013), “Early Warning Index for Macroeconomic Vulnerability in Kenya”, KSMS Working Paper, 13(1): 1-21.
- Ocampo, J. A. (2008), “Macroeconomic Vulnerability and Reform: Managing Pro-Cyclical Capital Flows”, [http://www.bot.or.th/English/EconomicConditions/Semina/Documents/08\\_Paper\\_Ocampo.pdf](http://www.bot.or.th/English/EconomicConditions/Semina/Documents/08_Paper_Ocampo.pdf), (10.03.2014).
- Odeabank (2014), Satır Aralarını Okumak: Türkiye Ne Kadar Kırılgan?, <http://www.odeabank.com.tr/tr-TR/yatirimci-iliskileri/ekonomik-arastirmalar/DataResearch/MY8TR.pdf>,(04.03.2014).
- Öz, Sumru (2012), “Türkiye’ye Yönelik Sermaye Akımları ve Ekonomik Büyüme”, EAF Politika Notu, 04: 1-4.
- Rocha, K. ve Moreira, A. (2010), “The Role of Domestic Fundamentals on the Economic Vulnerability”, *Emerging Market Review*, 11: 173-182.
- Seth, A. ve Ragab, A. (2012), “Macroeconomic Vulnerability in Developing Countries: Approachs and Issues”, *International Policy Centre for Inclusive Growth Working Paper*, 94: 1-20.
- Standart&Poors (2012), *European Sovereigns*, <http://www.standardandpoors.com/spf/swf/ereports/eurosovereign/EuroSovereign/document/AveDoc.pdf>, (10.03.2014).
- TheNational Bank of Kazakhstan, <http://www.nationalbank.kz>  
<http://ieconomics.com/kazakhstan-vs-kyrgyzstan-government-budget> (08.11.2014)
- Üçer, M. (2013), “Öncelikleri Saptamak: Büyüme mi, Kırılganlıklar mı?”, Deloitte, 1-32.
- Van Doorn, R., Vivek, S. ve Sudarshan, G. (2011), *Do Middle-Income Countries Still Have the Ability to Deal with the Global Financial Crisis*. Carlos A. Primo Braga ve Gallina A. Vincelette (Ed.) *Sovereign Debt and Financial Crisis* içinde (s.173-195), The World Bank, Washington, ABD.
- Wells, J. (1996), *Composite Vulnerability Index: A Preliminary Report*, London: Commonwealth Secretariat.
- World Bank, <http://www.worldbank.org>; <http://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.PRVT.GD.ZS>