

MAKROEKONOMİK KIRILGANLIĞIN ÖLÇÜLMESİ: YÜKSELEN PİYASALAR VE TÜRKİYE İÇİN KARŞILAŞTIRMALI BİR ANALİZ¹

Yüksel Bayraktar² - Serap Elüstü³

Öz

Ekonomik kırılganlık, başta yükselen piyasalar olmak üzere, ekonomileri şoklara karşı savunmasız hale getiren ve sistemin işleyişini bozan önemli bir sorundur. Kırılganlık, piyasalarda risk ve belirsizliği artırarak istikrarsızlığa yol açmaktadır. Çalışmada Türkiye ve seçilmiş yükselen piyasalar için makroekonomik kırılganlığın karşılaştırmalı olarak analiz edilmesi amaçlanmaktadır. Analiz, FED tarafından yükselen piyasalarda kırılganlığı ölçmek için yararlanılan altı temel gösterge çerçevesinde gerçekleştirilecektir. Uluslararası kuruluşların verilerinden faydalanılarak yapılan analizin bulguları şu şekildedir: i) Yükselen piyasalarda kırılganlığa sebep olan en önemli gösterge, cari açık ve enflasyondur. ii) Mısır, Pakistan, Türkiye, Nijerya, Brezilya, Kolombiya ve Güney Afrika üç veya daha fazla gösterge için kırılganlığa sahiptir. iii) Türkiye, cari açık, enflasyon ve toplam dış borcun yüksekliği, döviz rezervlerinin yetersizliği göstergeleri için kırılganlığa sahiptir.

Anahtar Kelimeler: Makroekonomik Kırılganlık, Yükselen Piyasalar, Türkiye

¹ Bu çalışma, İstanbul Üniversitesi SBE'de 2016 yılında tamamlanan "Yükselen Piyasalarda Makroekonomik Kırılganlık ve Türkiye Örneği" adlı yüksek lisans tezinden türetilmiştir.

² Doç. Dr., İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi, İktisat Bölümü, E-posta: ybayraktar@istanbul.edu.tr

³ İstanbul Üniversitesi, SBE, İktisat Bölümü, Doktora Öğrencisi, E-posta: serapelustu@gmail.com

MEASURING MACROECONOMIC VULNERABILITY: A COMPARATIVE ANALYSIS OF THE EMERGING MARKETS AND TURKEY

Yüksel Bayraktar - Serap Elüstü

ABSTRACT

Economic vulnerability is an important problem that makes economies, especially emerging markets, defenseless against to shocks and damages the mechanism of the system. Vulnerability increase risks and uncertainty, therefore generate instability. This study aims to make comparative analysis of macroeconomic vulnerability in the selected emerging markets and Turkey. The analysis will rely upon the six main indicators used by FED in order to measure vulnerability in emerging markets. The findings of the analysis that is reached by using the data of international organizations are as follows: i) The most important indicators which cause vulnerability in emerging markets are current deficit and inflation. ii) Egypt, Pakistan, Turkey, Nigeria, Brazil, Colombia and South Africa are vulnerable according to three or more indicators. iii) Turkey is vulnerable considering the current deficit, high inflation and external debt rate, insufficiency of the forex reserves.

Keywords: Macroeconomic Vulnerability, Emerging Markets, Turkey

GİRİŞ

Ekonomik kırılganlık, günümüzde yükselen piyasalar başta olmak üzere ekonomileri şoklara karşı savunmasız hale getiren ve krize eğilimli yapılar oluşturan bir sorundur. Kırılganlığın yüksek olduğu ekonomilerde, krizler daha şiddetli ve yıkıcı olmaktadır. Bu açıdan 2000'lerin başlarından itibaren dünya ekonomisinde dikkat çekici bir ilerleme kaydeden ve "yükselen piyasa" olarak adlandırılan ekonomiler, hızlı büyümeleri gibi avantajlarının yanı sıra, ekonomik kırılganlık gibi bir dezavantaja da sahiptirler. Özellikle son yıllarda büyük ekonomik kuruluşlar tarafından sıklıkla dile getirilen kırılganlık, aralarında Türkiye'nin de yer aldığı birçok yükselen piyasa için tehlike oluşturmaktadır. Dolayısıyla ekonomik kırılganlığı işaret eden göstergeler, ekonomilerin zayıf olduğu alanları, krize eğilimli olup olmadığını ya da dış kaynaklı bir krizden etkilenme düzeyini anlamak açısından önemlidir. Zira kaynağı belirlenemeyen bir sorunun çözülmesi zordur.

Türkiye ve yükselen piyasalar için makroekonomik kırılganlığı karşılaştırmalı olarak analiz etmeyi amaçlayan çalışmanın ilk kısmında kavramsal çerçeveye ele alınacaktır. İkinci kısımda ise, yükselen piyasalarda ekonomik kırılganlığı arttıran faktörler kısaca açıklandıktan sonra, kırılganlığın tespit edilmesinde kullanılan göstergeler üzerinden seçilmiş yükselen piyasalar ve Türkiye için karşılaştırmalı bir analiz yapılacaktır.

1. EKONOMİK KIRILGANLIK

Ekonomik kırılganlık, özellikle yükselen piyasaları olumsuz etkileyen bir sorundur. Henüz gelişimlerini tamamlayamamış, fakat potansiyel güç sahibi bu ekonomiler, küçük bir ekonomik şok karşısında ani tepkiler vermekte ve eski durumlarına hemen dönememektedirler.

Ekonomik dayanıklılık, sistemin karşılaştığı küçük şoklara karşı çok fazla zorluk yaşamaması; dirençlilik ise, sistemin yaşanan şoktan sonra kendini hemen toparlayabilmesi, yani eski haline sıçramasıdır. Ekonomik kırılganlık ise bu iki kavramın tam karşısındadır ve küçük bozukluklar ya da değişiklikler karşısında sistemin büyük tepki vermesi ve eski haline bir anda dönemesidir. Kırılganlık ve dirençlilik arasındaki ilişki sağdan sola bir hat şeklinde düşünülürse, bir ekonomik birimin dirençlilik-kırılganlık durumunun bu hat üzerindeki yeri, birimlerin nakit akışı (kar, ücret, vergiler ve kendi varlıklarından nakit akışı) ve borç yapısının belirlediği ödeme taahhüdü arasındaki

ilişkiye göre belirlenecektir (Minsky, 1995: 8). “*Ekonomik şoklara karşı hassasiyet*” olarak tanımlanan ekonomik kırılganlık; ekonominin likiditesi, ödenmemiş zorunlu borcu kabul edip karşılığını ödemek için borçlanmaya ihtiyacı olan firmaların oranı, borç/özsermaye oranları, toplam borç içinde kısa vadeli borcun payı gibi faktörlerden kaynaklanır. Ayrıca ekonomik kırılganlık, faiz oranlarının yükselmesi ve hızlı bir yatırım artışı süresince hakim olan aşırı derecede iyimser beklentilerden dolayı artabilir (Sundararajan ve Baliño, 2013: 5). Ekonomik kırılganlık, ekonomik sistemin bir özelliğidir. Kırılgan bir ekonomik sistemde, normal fonksiyonlar bazı olağan dışı durumlar tarafından engellenebilir. Sistematik kırılganlık adı verilen durum, yalnızca kazalar ya da politika hatalarından değil, normal fonksiyonlardan da kaynaklanan kırılgan bir ekonomik yapının gelişimi anlamına gelir. Bu yüzden sistematik kırılganlığın bir teorisi, ekonominin içsel olarak neden kırılgan geliştiğini veya krize eğimli yapısını açıklamaya çalışır (Minsky, 1976:3).

Özellikle yükselen piyasalarda görüldüğü vurgulanan ekonomik kırılganlığın oluşturduğu etkiler, her ülke için kırılganlığın seviyesine bağlı olarak değişir. Daha az kırılganlığa sahip olan ekonomilerde herhangi bir finansal şok sonrası ekonominin eski haline dönmesi daha az zaman alırken, kırılganlığı yüksek olan ekonomilerde bu süreç uzamakta ve zorlaşmaktadır. Kırılganlığın meydana getirdiği olumsuz etkiler, ekonominin geleceğine dair endişeleri de artırır.

2. YÜKSELEN PİYASALAR

60'lı ve 70'li yılların sonuna kadar “*kalkınmakta olan ekonomiler*” şeklinde anılan yükselen piyasalar, iktisat politikasında sanayi ve kalkınma yerine, uluslararası finans kuruluşlarının kısa dönemli faiz, kur ve borsaya dayanan hesaplarına dayalı politikaların gündeme gelmesiyle yeni ismiyle anılmaya başlamıştır (Yeldan, 2005). Yükselen piyasalar çeşitli kuruluşlara göre küçük farklılıklar gösterebilmektedir. Kuruluşların bir ekonomiyi “*yükselen piyasa*” olarak değerlendirmek için ele aldığı kriterlerdeki farklılıklar sebebiyle, birkaç ülke kuruluşların bazılarında yükselen piyasa olarak değerlendirilirken, diğerlerinde yükselen piyasa olarak yer almamaktadır. Yükselen piyasaların değişik tasnifine dayalı bu örnekler şu şekilde ifade edilebilir:

BRICS, en çok gündemde olan yükselen piyasa şekillenmesidir. İlk kez “*BRIC*” şeklinde 2001 yılında Goldman Sachs ekonomisti Jim O'Neill tarafından yazılan raporda kullanılmıştır. “*BRIC*” açılımı, hızla büyüyen yükselen

piyasaların en öne çıkanlarından Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin'in baş harfleridir. Jim O'Neill'in BRIC ismini ilk kez kullandığı bu raporda, yükselen piyasaların, özellikle bu dört piyasanın dünya ekonomisindeki artan rolüne vurgu yapılmıştır. Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin'in 2000'lerin sonunda Amerikan Doları cinsinden, satın alma gücü paritesine dayanan GSYİH'sinin, dünya genelinin %23,3'ünü; cari fiyatlar üzerinden oluşturulan GSYİH'sinin ise dünyanın %8'ini oluşturduğu ifade edilmiş; ilerleyen yıllarda da özellikle Çin olmak üzere BRIC ülkelerinin GSYİH'sinin yükselerek dünya ekonomisinde daha önemli bir yere sahip olacağı öngörülmüştür (Goldman Sachs Economic Research Group, 2001). 2011 yılında Güney Afrika'nın da BRIC ülkelerine katılmasıyla bu gayri resmi birlik, Güney Afrika'nın da ismi eklenerek artık "*BRICS*" olarak anılmaya başlanmıştır.

Güney Afrika'nın BRIC ülkelerinden ayrılan birtakım özellikleri sebebiyle diğer dört ülkeyle çok da bağdaşmadığı ileri sürülmüş ve Meksika, Güney Kore ve Türkiye gibi güçlü rakipler varken, BRIC oluşumuna göre ekonomisi küçük olan Güney Afrika'nın dahil edilmesi şaşırtıcı karşılanmıştır. Bu birleşmenin arkasında hem Güney Afrika'nın kendisini hem de Afrika kıtasının tamamını etkileyebilecek farklı ekonomik ya da siyasi sebeplerin olma ihtimali düşünülmüştür (Besada ve Tok, 2014). Dünya Bankası verilerine göre 2014 yılı için BRICS ülkelerinin milli gelirleri toplamı, dünya gelirin %19,2'sini oluşturmaktadır. Milli gelir bakımından dünya sıralamasında Çin 2, Brezilya 7, Hindistan 9, Rusya 10 ve Güney Afrika 33. sırada yer almaktadır. Yani 2014 yılında dünyanın en yüksek milli gelirine sahip ülkeler sıralamasında Güney Afrika dışında BRICS ülkelerinin ilk 10'da yer aldığı görülmektedir (The World Bank, 2015).

Diğer bir yükselen piyasa grubu da "*Next 11*" ya da kısaca "*N-11*" olarak adlandırılan oluşumdur. Next 11, Goldman Sachs'ın ilk olarak 2005 yılında duyurduğu, BRICS ekonomilerinden sonra gelen yükselen ekonomileri içeren ve G7'ye rakip olma potansiyeline sahip ülke ekonomileri topluluğudur. Bu grup; Bangladeş, Mısır, Endonezya, İran, Güney Kore, Meksika, Nijerya, Pakistan, Filipinler, Türkiye ve Vietnam'ı içermektedir. Bu ülkelerin içinde yatırımcılar tarafından iyi bilinen Meksika ve Güney Kore gibi ülkelerin yanı sıra, Nijerya, Vietnam, Pakistan ve Bangladeş gibi pek iyi bilinmeyen ülkelerin de bulunduğu dikkat çekmektedir. (Wilson ve Stupnytska, 2007)

IMF'in yükselen piyasa değerlendirmesinde BRICS ve Next 11'den farklı birçok ülke görülmektedir. Ortak ülkeler yalnızca Brezilya, Endonezya, İran, Kolombiya, Malezya, Rusya, Şili ve Venezuela olarak görülürken; diğer

BRICS ve Next 11 ülkeleri IMF'in belirlediği yükselen piyasalar listesinde yer almamaktadır (IMF, 2015). Bu durum, Tablo 1 yardımıyla gösterilebilir:

Tablo 1. IMF İçin Yükselen Piyasalar

IMF İÇİN YÜKSELEN PİYASALAR		
Angola	Guatemala	Peru
Arjantin	Guyana	Rusya
Azerbaycan	İran	Suriye
Bahreyn	Katar	Suudi Arabistan
Birleşik Arap Emirlikleri	Kazakistan	Şili
Brezilya	Kolombiya	Trinidad ve Tobago
Brunei Darussalam	Kosta Rika	Türkmenistan
Cezayir	Kuveyt	Umman
Ekvador	Libya	Uruguay
Endonezya	Malezya	Venezuela
Gabon	Paraguay	

Kaynak: IMF (2015)

Morgan Stanley Capital Index (MSCI)'e göre belirlenen yükselen piyasalar listesinde ise daha önce söz edilenlerden farklı olarak Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya ve Yunanistan yer almaktadır. Bazı kuruluşlara göre gelişmiş ekonomi kabul edilen bu ekonomiler, MSCI listesinde yükselen piyasa olarak görülmektedir (MSCI, 2014). Bu durum Tablo 2 yardımıyla gösterilebilir:

Tablo 2. MSCI'ye Göre Yükselen Piyasalar Listesi

MSCI İÇİN YÜKSELEN PİYASALAR		
Birleşik Arap Emirlikleri	Hindistan	Polonya
Brezilya	Katar	Rusya
Çek Cumhuriyeti	Kolombiya	Suudi Arabistan
Çin	Macaristan	Şili
Endonezya	Malezya	Tayland
Filipinler	Meksika	Tayvan
Güney Afrika	Mısır	Türkiye
Güney Kore	Peru	Yunanistan

Kaynak: MSCI (2015)

Son olarak Tablo 3'te verilen Standard&Poors'un belirlediği yükselen piyasalar listesine bakıldığında diğer listelerden farklı olarak; Fas, İsrail, Lübnan, Sri Lanka, Ürdün ve Zimbabve'nin yer aldığı görülmektedir (Dow Jones Indexes, 2011).

Tablo 3. Standard&Poors'a Göre Yükselen Piyasalar Listesi

S&P İÇİN YÜKSELEN PİYASALAR		
Birleşik Arap Emirlikleri	Hindistan	Polonya
Brezilya	Katar	Rusya
Çek Cumhuriyeti	Kolombiya	Şili
Çin	Macaristan	Tayland
Endonezya	Malezya	Tayvan
Fas	Meksika	Türkiye
Filipinler	Mısır	Yunanistan
Güney Afrika	Peru	

Kaynak: Dow Jones Indexes, Country Classification System, 2011, (Çevrimiçi) https://www.djindexes.com/mdsidx/downloads/brochure_info/Dow_Jones_Indexes_Country_Classification_System.pdf (Erişim Tarihi: 17 Ekim 2015)

Görüldüğü gibi yükselen piyasaların gruplandırılmasında homojen bir durum söz konusu değildir. Ortak bazı ülkeler olsa da, kuruluşların bir ekonomiyi “yükselen piyasa” olarak değerlendirme kriterlerinin çeşitlilik göstermesi nedeniyle, yükselen piyasa olarak anılan ülkeler farklılaşabilmektedir.

3. YÜKSELEN PİYASALARDA MAKROEKONOMİK KIRILGANLIĞI ARTIRAN FAKTÖRLER

Yükselen piyasalar, hem kendi ekonomik sistemlerinin henüz tam olarak gelişmemiş olması, hem de gelişmiş ülkelerin etkisinde kalmaları nedeniyle finansal şoklara daha açıktırlar. Bu şokların etkisi, zaten kırılğan olan ekonomik yapılarını daha da kırılğan hale getirmektedir. Finansal risklere karşı çok duyarlı olan bu piyasaların makroekonomik kırılğanlık kaynaklarının tespit edilmesi, tespit edilen sorunların çözümüne yönelik önlemler alınması ve gerekli durumlarda yapısal reformlar ile iyileştirilmesi, ekonomik sistemin kırılğanlığını azaltarak daha güçlü bir yapı oluşmasını sağlayacaktır. Bu bakımdan ekonomik kırılğanlık göstergelerinin belirlenmesi büyük önem taşır. Yükselen piyasalarda ekonomik kırılğanlığı artıran faktörler şunlardır:

Finansal ve Ticari Liberalizasyon: Finansal sınırlamaların kötü etkilerine tepki olarak, birçok ülke 1970'lerin ortalarında liberalizasyon stratejilerine yönelmiştir (Galindo vd., 2002). Finansal ve ticari liberalizasyonun kırılğanlığı artırdığı en önemli nokta “uluslararası ekonomik bağımlılık”tır. Uluslararası ekonomik bağımlılık, “doğrudan bağımlılık” ve “dolaylı bağımlı-

lık” olmak üzere ikiye ayrılır. Doğrudan ekonomik bağımlılık, yabancı ülkelerin “bağımlı” olan söz konusu ülkede direkt olarak üretime sahip olup üretim süreçlerini kontrol edebildiği bağımlılıktır. Dolaylı ekonomik bağımlılık ise, bağımlı ülkenin dünya ticaret ağındaki kısıtlı durumu veya uluslararası alanda emeğin marjinal değerinin düşük olduğu bölümlerde uzmanlaşmasından kaynaklanır (Chase-Dunn, 1975: 721). Yükselen piyasalarda dolaylı bağımlılığın daha yaygın olduğu görülmektedir.

Yükselen piyasalar, henüz kalkınmalarını tamamlamamışken, halihazırda oldukça güçlü olan gelişmiş ülkelerle rekabet etmek durumunda kalmışlardır. Bu durum, ticari liberalizasyonun yükselen piyasalar için risklerinden biridir. Yine bu ülkeler için ticari liberalizasyonun ardından finansal liberalizasyon politikalarının uygulanması, ancak ülkelerin yasal düzenlemeleri ve kurumsal yapılarının bu politikalara uyum sağlayacak ölçüde gelişmiş olmaması nedeniyle uzun vadede dengesizlikler meydana gelmektedir. Portföy yatırımlarının liberalizasyon sayesinde ülkelere hızlıca girmesi, fakat bunun yanında aynı hızla çıkabilmesi, makroekonomik sorunları ve finansal krizleri de beraberinde getirmiştir (Çağlar vd., 2011: 130-141). Finansal ve ticari liberalizasyonun artması ile birlikte kırılganlığı artıran dışa bağımlılık, yükselen piyasaların gelişmiş ekonomilerdeki hareketlerden önemli ölçüde etkilenmesine neden olmaktadır. Daha önce tecrübe edildiği gibi gelişmiş bir ülke ekonomisinde doğup yayılarak tüm dünyayı etkileyen finansal krizler, kırılgan ekonomiler üzerinde daha hızlı etki yaratabilmektedir.

Düşük İç Tasarruf Oranı: Gelişmekte olan ülkelerde iç tasarruf düzeyinin düşük olmasının nedenleri arasında; gelir dağılımının eşit olmaması nedeniyle nüfusun büyük bölümünün zaten düşük olan gelirinin çok büyük kısmını tüketime ayırması, gösteriş için yapılan tüketime çokluğu ve halkı tasarruf yapmaya yöneltecek kurumlaşmanın yeterince sağlanamaması yer almaktadır (Minibaş Doğan, 1986: 296). Gelişmekte olan ülkelerde tasarrufa ayrılan kaynağın sınırlı olmasının yanı sıra, tasarruf bilinci yerleşmediği için tasarrufun artması zorlaşmaktadır. Geleneksel toplumlarda tasarruf edilen paranın tahvil akışı veya banka mevduatlarına yöneltilmesinde engeller çıkabilmekte, bireyler tasarrufunu yatırıma dönüştürerek risk almaktan kaçınabilmektedirler (Erkal, 2006: 82-83). 2010-2014 dönemi için iç tasarruf oranı en düşük olan yükselen piyasalar Pakistan, Mısır, Türkiye ve Filipinler’dir. Brezilya, Güney Afrika, Meksika, Bangladeş ve Kolombiya da iç tasarruf oranı yetersiz ülkelerdir. Bu ülkelerin diğer yükselen piyasalara

göre iç tasarruflardan kaynaklanan kırılğanlıkları daha yüksektir (The World Bank, 2015). Bu kırılğanlıkların azaltılması için, söz konusu ülkelerde iç tasarrufu artırıcı önlemler alınması gereklidir.

Cari Açık: Cari açık sorunu olan bir ekonomi, açığını kapatabilmek için ya rezervlerini kullanacak, ya da borçlanmaya başvuracaktır. Bu noktada, cari açığın nasıl finanse edildiği çok önemlidir ve ekonomik kırılğanlık oluşturması finansman türüyle yakından ilgilidir. Cari açığını sürekli kısa vadeli finansman ile kapatmaya çalışan bir ekonomide kırılğanlık yüksek olacaktır. Yetersiz rezervler, yüksek cari açık ve cari açığın sağlıksız bir finansman ile kapatılmaya çalışılması, ülkenin borçlarını geri ödeyebileceğine olan güveni azaltmakta, bu nedenle de ekonomik kırılğanlığı artırmaktadır.

Siyasi Konjonktür: Yatırım yapılan ülkedeki bir ekonomik ya da siyasi istikrarsızlık, likiditesi düşük olduğu için en çok doğrudan yabancı yatırımlar için risk oluşturur. Böyle güvensiz bir ortamda en risksiz yatırım, kaçışı kolay olan kısa vadeli yatırımlardır. Kısa vadeli yatırımların toplam yatırımlar içindeki payının yüksek olması, bir olumsuzluk durumunda hızla sermaye çıkışına yol açacak; bu da ya bir krize yol açacak ya da mevcut krizi derinleştirecektir (Bayraktar, 2003: 11-16). Bu bağlamda Brezilya ve Türkiye'deki siyasi belirsizlikler ile bu belirsizliklerden kaynaklanan ekonomik istikrarsızlıklar, Rusya ve Türkiye'nin Suriye sorununda önemli figürler olarak attıkları diplomatik adımlar ve bu adımların finans ve mal piyasalarına olumsuz yansımaları gibi örnekler, siyasi konjonktürün yükselen piyasalarda kırılğanlığı artırdığını göstermektedir.

4. MAKROEKONOMİK KIRILGANLIĞIN ÖLÇÜMÜ

Ekonomik kırılğanlığın saptanması ve ölçülmesi için rehberlik eden bazı göstergeler vardır. Bu göstergeler, ekonomilerin belirli alanlardaki performanslarına ve yeterliliklerine göre kırılğan olup olmadıklarını ve kırılğanlığının hangi boyutlarda olduğunun tespiti için önemlidir. FED, yükselen piyasalarda kırılğanlığı ölçmek için altı temel göstergely kullanmaktadır (FED, 2014: 28-29). Makroekonomik kırılğanlığın ölçümünde FED'in yaklaşımı baz alınarak Türkiye ve bazı yükselen piyasa ekonomileri için makroekonomik kırılğanlık ele alınacaktır.

4.1. Cari Dengenin GSYİH'ye Oranı

Cari açığın yükselmesi, finansman için borçlanma zorunluluğunu gündeme getirebilmektedir. Borçlanmanın kısa vadeli yatırımlarla gerçekleş-

mesi ise ekonomileri krize açık bir hale getirmektedir. Yükselen piyasaların birçoğunda kısa vadeli finansmanın, toplam finansman içinde ağırlığının yüksek olduğu düşünüldüğünde, ekonomilerinin kırılgan bir yapıya sahip olduğu anlaşılabilir. Tablo 4, cari dengenin GSYİH'ye oranını yükselen piyasalar için göstermektedir:

Tablo 4. Cari Dengenin GSYİH'ye Oranı (%)

	2010	2011	2012	2013	2014
Bangladeş	1	-0.1	1.9	1.4	-1
Brezilya	-2.1	-2	-2.2	-3.4	-4.4
Çin	3.9	1.8	2.5	1.9	2.1
Endonezya	0.7	0.2	-2.7	-3.2	-2.9
Filipinler	3.6	2.5	2.8	4.2	4.4
Güney Afrika	-1.5	-2.2	-5	-5.8	-5.5
Güney Kore	2.6	1.6	4.2	6.2	6.3
Hindistan	-3.2	-3.4	-5	-2.6	-1.5
Kolombiya	-3	-2.9	-3.1	-3.2	-5.2
Malezya	10.9	11.6	6.1	3.7	4.6
Meksika	-0.5	-1.1	-1.3	-2.4	-2.1
Mısır	-2.1	-2.3	-2.7	-1.3	-2
Nijerya	3.9	3	4.4	3.9	2.6
Pakistan	-0.8	-1	-1	-1.9	-1.4
Rusya	4.4	5.1	3.5	1.7	3.1
Şili	1.6	-1.2	-3.6	-3.7	-1.2
Tayland	3.1	2.6	-0.4	-1	3.6
Türkiye	-6.2	-9.7	-6.2	-7.9	-5.8
Vietnam	-3.7	0.2	6.1	4.5	5.1

Kaynak: The World Bank (2015), IMF (2015), tradingeconomics.com (2015) verilerinden derlenmiştir.

Yükselen piyasalarda genellikle cari açık verilmesine rağmen, Çin, Filipinler, Güney Kore, Malezya, Nijerya ve Rusya 2010-2014 döneminde cari açık vermeyen ülkelerdir. Diğer taraftan dönemin tümü için Brezilya, Güney Afrika, Hindistan, Kolombiya, Meksika, Mısır, Pakistan ve Türkiye cari açık veren ülkeler olmuştur.

Tablo 4'e göre 2010-2014 dönemi boyunca, belirtilen yükselen piyasalar arasında en yüksek cari açık oranı 2011 yılında Türkiye'ye aittir. 2010-2014 döneminde, 2013 yılı cari açığa artışların, 2014 yılı ise cari açıklarda düşüşlerin en çok olduğu yıllar olarak görülmektedir. Türkiye, belirtilen beş

yılda da en yüksek cari açık oranına sahip yükselen piyasa olarak, bu göstergeye göre kırılganlığı en yüksek olan ülkedir. Brezilya ve Kolombiya, 2011 yılı dışında, cari açıkları sürekli arttığı için kırılgan ülkeler arasındadır. Güney Afrika ve Meksika'da ise yalnızca 2014 yılında cari açıktaki düşüş yaşanmış, diğer yıllarda cari açık oranı sürekli artmıştır. Bu iki ülkeden yüksek cari açık oranlarına sahip olan Güney Afrika da kırılgan ekonomiler grubundadır. Mısır'ın ise cari açık oranı yalnızca 2013 yılında düşmüş, diğer yıllarda sürekli olarak artmıştır; genel olarak çok yüksek oranları görmese de, Mısır da risk altında olan bir ekonomidir. 2010-2014 döneminde cari fazladan cari açığa geçiş yapan ülkeler olan Endonezya ve Şili de riskli gruptadır. Ancak Mısır gibi, bu iki ülkenin de diğer yükselen piyasalarla kıyaslandığında cari açık seviyesi çok yüksek oranlarda değildir. Türkiye'den sonra cari açığın GSYİH'ye oranı en yüksek olan ülkeler Güney Afrika, Kolombiya ve son dönemlerde Brezilya'dır.

4.2. Brüt Kamu Borcunun GSYİH'ye Oranı

Kamu borcu birikimi, kamu maliyesinin sürdürülebilirliği için kilit unsurdur. Bir ülkenin toplam brüt kamu borcu miktarının, o ülkenin GSYİH'sinin yüzdesi olarak hesaplandığı kamu borcu/GSYİH oranı, bir ekonominin sağlık durumu göstergelerinden biridir (OECD, 2014: 205). Borçlanmanın kırılganlığı artırması, borçlanmanın etkileri açısından şu şekilde ele alınabilir (Elmendorf ve Mankiw, 1999: 1628-1633) :

- Uzun vadede toplam tasarrufları ve tasarrufun etkilerini azaltır.
- Yüksek kamu borcu olan ülkeler, yüksek faiz oranları ile karşı karşıyadır. Para otoriteleri, genişletici politika vasıtasıyla bu faiz oranını azaltmak için baskı oluşturur.
- Büyük vergi kaybına neden olur.
- Ekonominin uluslararası güvenilirliğini kırılgan hale getirir.
- Mali politikayı belirleyen politika sürecini değiştirir.
- Politik bağımsızlığı ve uluslararası liderliği azaltır.

Brüt kamu borcunun GSYİH içindeki payının yüksek olduğu piyasalarda borcun geri ödenme durumu riskli olduğu gibi, özel yatırımlara ayrılan kredi payı da olumsuz etkilenmektedir. Bu durum da ekonominin kırılganlığını artıracaktır. Tablo 5'te yükselen piyasaların brüt kamu borcunun GSYİH içindeki payları verilmiştir. Tablo 5'e göre brüt kamu borcunun GSYİH içindeki payı en düşük ülkeler sırasıyla Nijerya, Şili, Rusya ve Endonezya olurken; bu oranın en yüksek olduğu ve bu nedenle kırılganlığa yol açtığı ülkeler ise öncelikle Mısır,

ardından da Hindistan, Brezilya ve Pakistan'dır. Tablo 5'e göre, beş yılın her birinde brüt kamu borcunun GSYİH içindeki payı en yüksek olan ülke Mısır; en düşük olan ülkeler ise 2010 yılında Şili, 2011-2014 döneminde ise Nijerya'dır. Brüt kamu borcunun GSYİH içindeki payı 2010-2014 döneminde sürekli artan ülkeler G.Afrika, G.Kore, Mısır, Rusya ve Şili iken; sadece 2011-2012 yıllarında sabit olan Meksika ve sadece 2013-2014 döneminde sabit olan Nijerya oranları da diğer yıllarda sürekli olarak artış göstermiştir.

Tablo 5. Brüt Kamu Borcunun GSYİH İçindeki Payı (%)

	2010	2011	2012	2013	2014
Bangladeş	36.6	35.3	33.8	34.7	33.9
Brezilya	63.0	61.2	63.5	62.2	65.2
Çin	36.6	36.5	37.3	39.4	41.1
Endonezya	24.5	23.1	23.0	25.0	25.0
Filipinler	43.5	41.4	40.6	39.1	37.2
G. Afrika	34.4	37.6	40.5	43.3	45.9
Güney Kore	31.0	31.8	32.3	34.0	35.6
Hindistan	67.5	68.1	67.5	65.5	66.1
Kolombiya	37.0	35.7	32.0	35.8	38.0
Malezya	53.5	54.2	56.2	57.7	52.8
Meksika	42.2	43.2	43.2	46.3	50.1
Mısır	73.2	76.6	78.9	89.0	90.5
Nijerya	9.6	10.2	10.4	10.5	10.5
Pakistan	61.5	59.5	64.0	64.3	64.2
Rusya	11.3	11.6	12.7	14.0	17.9
Şili	8.6	11.2	12.0	12.8	15.1
Tayland	42.6	41.7	45.4	45.9	47.2
Türkiye	42.3	39.1	36.2	36.2	33.0
Vietnam	48.4	46.7	48.5	52.1	50.5

Kaynak: IMF World Outlook Database April 2015 (2015) ve tradingeconomics.com (2015) verilerinden derlenmiştir.

Yine Tablo 5'e göre brüt kamu borcunun GSYİH içindeki payı sürekli azalan tek ülke Filipinler'dir. Türkiye'de yalnızca 2012-2013 yılında bu oran değişmemiş, diğer yıllarda sürekli olarak azalmıştır. Yükselen piyasalar arasında brüt kamu borcunun GSYİH içindeki payı göstergesine göre 2010-2014 döneminde olumlu gelişme gösteren ülkeler yalnızca Filipinler ve Türkiye'dir. 2010-2014 dönemi ortalamasına göre, Türkiye ile yakın oranlara sahip olan ülkeler Çin ve Kolombiya'dır. Ancak Türkiye'nin, Çin ve Ko-

lombiya'nın aksine bu beş yılın sonunda daha düşük brüt kamu borcu/GSYİH oranı ile daha iyi performans sergilediği görülmektedir. Dolayısıyla Türkiye için bu gösterge kırılma noktası olmamaktadır.

4.3. Son Üç Yılın Enflasyon Oranı Ortalaması

Enflasyonist belirsizlik; tüketim, tasarruf ve uzun vadeli yatırım kararlarını doğrudan etkilemektedir. Uzun vadeli yatırımların azalması ise kısa vadeli sermayenin ağırlığının artmasına neden olarak kırılma noktası olmaktadır. Enflasyonun artması, reel faiz oranını da yükselterek borçlanma maliyetini arttırdığı için yatırımları olumsuz etkilemektedir. Yüksek enflasyon, aynı zamanda belirsiz ve yüksek fiyat nedeniyle uluslararası piyasada rekabet gücünü azaltarak ihracatı düşürmekte ve ödemeler dengesini bozmaktadır (TCMB, 2013: 6-7). Dolayısıyla bütün göstergeleri olumsuz yönde etkileyen yüksek enflasyon, kırılma noktası artıran önemli faktörlerden biridir.

Tablo 6. Yükselen Piyasaların Son Üç Yıllık Enflasyon Oranları (%)

	2012	2013	2014	Ortalama
Bangladeş	6.2	7.5	7.0	6.9
Brezilya	5.4	6.2	6.3	6.0
Çin	2.7	2.6	2.0	2.4
Endonezya	4.3	6.4	6.4	5.7
Filipinler	3.2	3.0	4.1	3.4
Güney Afrika	2.2	3.3	5.6	3.7
Güney Kore	2.2	1.3	1.3	1.6
Hindistan	9.3	10.9	6.4	8.9
Kolombiya	3.2	2.0	2.9	2.7
Malezya	1.7	2.1	3.1	2.3
Meksika	4.1	3.8	4.0	4.0
Mısır	7.1	9.4	10.1	8.9
Nijerya	12.2	8.5	8.1	9.6
Pakistan	9.7	7.7	7.2	8.2
Rusya	5.1	6.8	7.8	6.6
Şili	3.0	1.8	4.4	3.1
Tayland	3.0	2.2	1.9	2.4
Türkiye	8.9	7.5	8.9	8.4
Vietnam	9.1	6.6	4.1	6.6

Kaynak: The World Bank (2015)

Tablo 6'da yükselen piyasalarda son üç yılın tüketici fiyatlarına göre enflasyon oranları ve bu üç yılın enflasyon oranlarının ortalamaları verilmiştir.

Tablo 6'ya göre Nijerya, Hindistan, Mısır, Türkiye ve Pakistan en yüksek orana sahip ülkeler olarak, aynı zamanda en yüksek kırılganlığa da sahip yükselen piyasalardır. Güney Kore, Çin, Malezya, Tayland ve Kolombiya ise en düşük enflasyon oranı ortalamasına sahip olan ülkeler olarak, bu göstergeye göre kırılganlıkları düşüktür. Güney Afrika, Malezya, Mısır ve Rusya'nın enflasyon oranları, 2012-2014 dönemi içerisindeki üç yılda sürekli olarak artmıştır. Enflasyon oranının artışı, bu ülkelerin kırılganlığını da artırmaktadır. Bu dönem içerisinde Çin, Nijerya, Pakistan, Tayland ve Vietnam'ın ise enflasyon oranları sürekli azalmıştır. Nijerya, en yüksek enflasyon oranına sahip ülke olmasının yanında, sürekli azalan oranlar ile kırılganlığını azaltsa bile; hala bu göstergeye göre en riskli ülke olarak kırılganlığı en yüksek yükselen piyasadır.

Türkiye, uzun yıllar boyunca enflasyonla mücadele etmiş, hatta doksanlı yıllarda üç haneli enflasyon oranlarını görmüş bir ülke olarak son yıllarda enflasyon oranında olumlu yönde aşama kaydetse de, mevcut enflasyon oranları hala hedeflenenin üstündedir. Bu durum diğer göstergeleri de olumsuz etkilemektedir. Bu kritere göre Türkiye'nin enflasyon oranının diğer yükselen piyasalar arasında kırılganlık oluşturacak düzeyde olduğu söylenebilir.

4.4. Son Beş Yılda Bankaların Özel Sektöre Kullandığı Yurt İçi Kredilerin GSYİH'ye Oranındaki Değişme

Gelişmiş ekonomilerde olduğu gibi, yükselen piyasalarda da özel sektör kredilerinin gelişimi, finansal derinlik ve tepe-dip olaylarına göre karakterize edilmektedir. Finansal derinliği fazla olan ekonomilerde sunulan kredi miktarı da artacaktır (Dembiermont vd., 2013: 65-77). Özel yatırımlar, uzun vadede; özel sektöre bankalar tarafından sağlanan krediler, kamu yatırımları ve özel tasarruflar tarafından belirlenmektedir. Bankaların özel sektöre sunduğu kredilerdeki artış, özel yatırımları kredilerdeki artış oranından daha yüksek oranda artırmaktadır (Munir vd., 2010: 143).

2010-2014 dönemini kapsayan son beş yılda bankaların özel sektöre kullandığı yurt içi kredilerin GSYİH'ye oranındaki değişim Tablo 7'de verilmiştir. Son beş yılda özel sektöre bankalar tarafından sağlanan yurt içi kredilerin 2010-2014 dönemi verilerine göre, Brezilya, Filipinler, Kolombiya, Meksika ve Tayland, bu dönem boyunca kredilerde sürekli artış olan ülkelerdir. Bu ülkelerde kırılganlık riski söz konusu değildir. Kredilerde sürekli olarak azalma yaşayan iki ülke olan Mısır ve Pakistan ise, hem izle-

dikleri trend hem de mevcut düşük oranları sebebiyle, bu göstergeye göre en kırılgan ülkelerdir. Hindistan ve Türkiye’de ise belirtilen beş yıl içinde yalnızca 2014 yılında kredilerde azalma olmuştur.

Tablo 7. Son Beş Yılda Bankaların Özel Sektöre Kullandıkları Yurt İçi Kredilerin GSYİH İçindeki Payında Değişme (%)

	2010	2011	2012	2013	2014
Bangladeş	4.8	1.5	0.5	-1.2	0.3
Brezilya	5.2	5.3	5.8	2.5	2.7
Çin	2.2	-3.5	5.9	5.4	6.4
Endonezya	-0.5	2.5	3.0	2.5	0.6
Filipinler	0.4	2.3	1.5	2.4	3.4
Güney Afrika	-4.2	-2.8	0.8	-1.0	-0.2
Güney Kore	-8.6	2.2	-1.4	-1.8	3.6
Hindistan	2.3	1.1	1.0	0.2	-0.8
Kolombiya	2.5	2.6	2.9	1.9	3.0
Malezya	-1.1	1.3	6.0	6.3	0.7
Meksika	0.3	1.2	0.6	2.3	0.1
Mısır	-3.0	-1.9	-2.1	-1.3	-0.5
Nijerya	-22.9	-2.9	-0.7	0.8	1.9
Pakistan	-1.3	-3.3	-1.2	-0.9	-0.6
Rusya	-2.5	2.0	3.3	4.9	6.3
Şili	-4.0	4.2	3.6	3.2	2.7
Tayland	0.5	11.8	6.8	5.4	3.6
Türkiye	7.9	6.0	4.8	12.3	-0.2
Vietnam	11.4	-12.9	-7.0	2.0	3.5

Kaynak: The World Bank (2015)

Görüldüğü gibi 2010-2014 döneminde bankalardan özel sektöre sağlanan yurt içi kredilerdeki azalma, belirli ülkeler üzerinde yoğunlaşmaktadır. Bu ülkeler başta Mısır ve Pakistan, ardından da Güney Kore ve Güney Afrika’dır. Bu dört ülkenin bu göstergeye göre kırılganlıkları diğer yükselen piyasalardan daha fazladır. Vietnam’da ise bankaların özel sektöre kullandığı yurt içi kredilerde yıllara göre artış ve azalışlar dengesiz bir durumdur. Yüksek oranda artış, ardından yüksek oranda azalışlar söz konusudur. Bu durum ise, Vietnam için kırılganlık riski oluşturmaktadır. Türkiye’de bankaların özel sektöre kullandığı yurt içi krediler 2014 yılına kadar sürekli olarak artmıştır. Hatta Türkiye; 2010, 2011 ve 2013 yıllarında kredilerdeki artışın en yüksek olduğu ülkelerden ilk iki sıranın birinde yer

almış, yalnızca 2014 yılında kredilerde küçük miktarda azalma meydana gelmiştir. Bu tabloya göre, bu göstergenin Türkiye için kırılganlık riski taşımadığını söylemek mümkündür.

4.5. Toplam Dış Borcun Yıllık İhracata Oranı

Açık ekonomilerde politika yapımcıların hedefi iç ve dış dengenin sağlanmasıdır. İç denge, ülke kaynaklarının tam istihdamda kullanımı ve yurt içi fiyat seviyesi istikrarıdır. Dış dengenin sağlanabilmesi için ise; ülkenin cari hesabında ne ülkenin yabancı borçlarını gelecekte geri ödeyemeyeceği derinlikte açık, ne de borç verdiği yabancı ülkelerin gelecekte borçlarını kendisine ödeyemeyeceği seviyede güçlü bir cari fazla bulunmalıdır (Krugman ve Obstfeld, 2003: 533). Cari açık durumunda yabancı borçlanmaya gidilmesi kaçınılmazdır. Bu borçlanma seviyesinin yıllık ihracat miktarına oranının yüksek olması, borcun geri ödenebilme gücünü azaltacağı ve açığı derinleştireceği için ekonomideki kırılganlığı artıracaktır.

Tablo 8. Yükselen Piyasaların Toplam Dış Borcunun Yıllık İhracata Oranı (2010-2014)

	2010	2011	2012	2013	2014
Bangladeş	1,09	1,01	1,03	1,06	1,06
Brezilya	1,51	1,37	1,56	1,72	2,10
Çin	0,34	0,36	0,34	0,37	0,39
Endonezya	1,19	1,03	1,20	1,30	1,48
Filipinler	1,20	1,16	1,05	0,99	1,07
Güney Afrika	1,01	0,92	1,23	1,23	1,32
Hindistan	0,84	1,58	1,87	0,92	0,95
Kolombiya	1,39	1,15	1,13	1,33	1,60
Malezya	0,43	0,42	0,73	0,82	0,84
Meksika	0,78	0,80	0,90	1,01	1,03
Mısır	0,75	0,75	0,82	0,99	0,84
Nijerya	0,19	0,17	0,19	0,22	0,32
Pakistan	2,28	2,09	1,98	2,00	2,03
Rusya	1,11	0,98	1,08	1,23	1,06
Tayland	0,47	0,42	0,49	0,48	0,48
Türkiye	1,90	1,66	1,64	1,86	1,86
Vietnam	0,56	0,50	0,48	0,46	0,45

Kaynak: The World Bank (2015) ve Bank of Russia (2015) verilerinden derlenmiştir.

Tablo 8'de yükselen piyasaların toplam dış borcunun yıllık ihracatına oranları verilmiştir. Tabloya göre 2010-2014 döneminde toplam dış borcunun ihracatına oranı en yüksek olan ülkeler sırasıyla Pakistan, Türkiye ve Brezilya olarak görülmektedir. Bu ülkeleri Kolombiya, Endonezya ve Güney Afrika izlemektedir. Dolayısıyla bu göstergeye göre, bu ülkelerin kırılganlıkları diğer ülkelerden daha yüksektir. Yine aynı tabloya göre toplam dış borcunun yıllık ihracatına oranı en düşük olan ülkeler ise başta Nijerya olmak üzere, sırasıyla Çin, Tayland ve Vietnam'dır; bu ülkelerin kırılganlıkları ise bu gösterge baz alındığında oldukça düşüktür. 2010-2014 döneminde toplam dış borcunun yıllık ihracatına oranı sürekli olarak artan tek ülke Meksika olurken, bu oranın sürekli azaldığı tek ülke de Vietnam olmuştur. Türkiye, yükselen piyasalar içinde bu göstergeye göre en riskli üç ülkeden biri olarak yüksek kırılganlığa sahiptir. 2012'den sonra da bu oranda azalma yaşanmaması, kırılganlığını artırmaktadır.

4.6. Döviz Rezervlerinin GSYİH'ye Oranı

Döviz rezervleri ülke koşullarına göre farklılık göstereceği için optimal bir seviye belirlemek zordur. Ancak yine de optimal rezerv seviyesini belirlemek üzere geliştirilen çeşitli ölçütler bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, rezervlerin ithal edilen mal ve hizmetlere oranı, yani ihtiyaç duyulan dış girdileri yardıma ihtiyaç duymadan karşılayabilme gücü; ikincisi ise, rezervlerin kısa vadeli borçlara oranı, yani yine dış desteğe ihtiyaç duymadan kısa vadeli borçlarını ödeyebilme gücüdür. Rezerv seviyesinin yüksek olması risk primini, dolayısıyla borçlanma maliyetini düşürürken; düşük olması yabancı ve yerli yatırımların azalmasına ya da yatırım için yüksek risk primi talebine neden olmaktadır (TCMB, 2005: 4-6). Esnek döviz kurlarında resmi müdahaleye gerek olmayacağı için merkez bankalarının döviz rezervi bulundurması zorunlu değildir. Yalnızca resmi ticari muameleler için bir miktar döviz rezervi bulundurmak yeterlidir (Ertürk, 1994: 26). Özellikle gelişmekte olan ülkelerin döviz rezervi bulundurma sebebi, ekonomilerini iç ve dış şoklara karşı korumak, ekonomik güveni arttırmak ve dış borçlarının ödemelerini rahatça yapabilmek olduğundan, döviz rezervinin düşük olması bu ülkelerin kırılganlığını artıracaktır (TCMB, 2005).

Tablo 9'da yükselen piyasaların döviz rezervlerinin GSYİH'ye oranları verilmiştir. Tabloya göre 2010-2014 döneminde döviz rezervlerinin GSYİH'ye oranı en yüksek olan ülkeler Tayland, Çin, Malezya, Filipinler, Rusya ve Güney Kore; en düşük olduğu ülkeler öncelikle Pakistan, Mısır,

Nijerya, ardından da Bangladeş ve Kolombiya'dır. Ortalama ve birbirine yakın değerlere sahip olan Brezilya, Endonezya, Güney Afrika, Hindistan, Meksika, Şili, Türkiye ve Vietnam'da bu oran %10-20 arasındadır. Ancak daha önce saydığımız ülkeler kadar düşük değerlere sahip olmamaları, bu göstergenin söz konusu ülkeler için kırılganlık oluşturmayacağı anlamına gelmez. Çünkü döviz rezervini ilgilendiren başka bir gösterge daha vardır: Cari denge. Cari açık durumunda öncelikle rezervlere başvurulacağı için, cari açığın yüksek olması, döviz rezervini yetersiz hale getirebilir. Türkiye, Güney Afrika, Kolombiya ve Brezilya yüksek cari açık sahibi ülkeler olarak yüksek döviz rezervine sahip olmamaları durumunda borçlanmaya başvurarak kırılganlıkları artacak ülkeler konumundadır. Özellikle Türkiye çok yüksek cari açığa sahip bir yükselen piyasa olarak, cari açığını finanse edebilecek yeterlilikte döviz rezervine sahip olmak zorundadır. Döviz rezervlerinin bu yeterlilikte olmaması, Türkiye için yüksek derecede kırılganlık oluşturmaktadır.

Tablo 9: Döviz Rezervlerinin GSYİH'ye Oranı (2010-2014)

	2010	2011	2012	2013	2014
Bangladeş	0,10	0,07	0,10	0,12	0,13
Brezilya	0,13	0,13	0,15	0,15	0,15
Çin	0,48	0,43	0,40	0,41	0,38
Endonezya	0,13	0,12	0,12	0,12	0,13
Filipinler	0,31	0,34	0,34	0,29	0,28
Güney Afrika	0,12	0,12	0,13	0,14	0,14
Güney Kore	0,27	0,26	0,27	0,26	0,26
Hindistan	0,18	0,16	0,16	0,16	0,16
Kolombiya	0,10	0,10	0,10	0,11	0,12
Malezya	0,42	0,45	0,44	0,42	0,34
Meksika	0,11	0,13	0,14	0,16	0,15
Mısır	0,17	0,08	0,06	0,06	0,05
Nijerya	0,10	0,09	0,10	0,09	0,07
Pakistan	0,10	0,08	0,06	0,03	0,06
Rusya	0,31	0,26	0,27	0,25	0,21
Şili	0,13	0,17	0,16	0,15	0,16
Tayland	0,50	0,47	0,46	0,40	0,39
Türkiye	0,12	0,11	0,15	0,16	0,16
Vietnam	0,11	0,10	0,16	0,15	0,18

Kaynak: The World Bank (2015)

SONUÇ

Ekonomik şoklara duyarlılığı ifade eden ekonomik kırılma arttıkça, yükselen piyasaların temel ekonomik göstergeleri bozulmakta ve bu durum büyüme oranlarını olumsuz etkilemektedir. Yükselen piyasalarda, 2000'lerin başından itibaren, uygun dış koşulların da etkisiyle hızlı büyüme oranları yakalanmış ve küresel ticarete de bu ülkeler dikkat çekmeye başlamıştır. Ancak bu hızlı yükseliş, beraberinde bir takım sistemsel dezavantajları da getirmiş ve bu dezavantajlar, büyük güçler karşısında yükselen ekonomilerin zaten var olan kırılma risklerini daha da arttırmıştır.

Ekonomik kırılma, sistemin bir özelliği olduğu gibi, bu özelliğin oluşmasına yol açan bazı etkenler vardır. Liberalizasyonla birlikte uluslararası dışa bağımlılığın, sıcak para akışının ve rekabetin artmasının yanı sıra; sistemde var olan düşük iç tasarruf oranı, cari açıklar ve siyasi belirsizlikler de yükselen piyasalarda kırılma riskini artırmıştır. Cari açığın finansmanında kullanılan sağlıksız (kısa vadeli) finansman, kredibilitiyi azaltan ve riskten kaçan yabancı yatırımcının beklentilerini olumsuzlaştıran siyasi belirsizlikler de birçok yükselen piyasaların karşı karşıya olduğu sorunlardır. Meydana gelen bir kriz, küreselleşmenin de etkisiyle kırılma riskini yüksek olduğu ekonomileri hızla olumsuz etkilemekte, kriz sona erdikten sonra önceki seviyeye geri dönmek zaman almaktadır. Kırılma, yükselen piyasalarda gelişmiş ülkelere oranla rekabet gücünün azalmasına; döviz kurunda dalgalanmalara sebep olarak dış ticaret hacminin daralmasına ve dolaylı olarak da iç piyasada fiyatların yükselmesine neden olmaktadır. Ayrıca döviz kurundaki belirsizlikler, beklentileri olumsuz etkilemek suretiyle yatırımları azaltmaktadır.

Çalışmada makroekonomik kırılma riski analiz etmek için 2014 FED Para Politikası Raporu referans alınarak incelenen altı kırılma göstergesi, seçilmiş yükselen piyasalar ve Türkiye açısından değerlendirilmiştir. Cari dengenin GSYİH'ye oranı olan ilk gösterge, başta Türkiye olmak üzere Güney Afrika, Kolombiya ve özellikle son dönemde Brezilya için risk oluşturmaktadır. Brüt kamu borcunun GSYİH'ye oranında ise Mısır, Hindistan, Pakistan ve Brezilya, kamu borcu yüksekliğinin kırılma riski meydana getirdiği yükselen piyasalar olarak görülmüştür. Türkiye'de ise brüt kamu borcunun GSYİH'ye oranı gittikçe azalmakta ve var olan haliyle de kırılma riski vermemektedir. Son üç yıl enflasyon oranları değerlendirmesinde ise Nijerya, Hindistan, Mısır, Türkiye ve Pakistan, yüksek enflasyon sorunu yaşayan ve bu sorunun kırılma riski oluşturduğu ekonomiler olarak görülmektedir.

Yükselen piyasalar arasında enflasyon oranı en yüksek olan ülkelerden biri Türkiye'dir. Son beş yılda bankaların özel sektöre kullandığı yurt içi kredilerin GSYİH'ye oranındaki değişim ise Mısır ve Pakistan'da sürekli olarak negatif yönde olmuştur ve bu durum kırılganlık göstergesidir. Türkiye'de bankaların özel sektöre kullandığı kredilerin GSYİH'ye oranındaki değişim 2014 yılı dışında artış yönünde ve dengelidir. Son beş yıl ortalamasına bakıldığında Türkiye, diğer yükselen piyasalarla benzer bir orana sahiptir. Bu nedenle önemli derecede kırılganlık oluşturduğu söylenemez. Diğer bir gösterge olan toplam dış borcun yıllık ihracata oranı; Pakistan, Brezilya, Türkiye, Kolombiya, Endonezya ve Güney Afrika'da diğer yükselen piyasalara göre fazla olup, tehlike oluşturmaktadır. Son olarak döviz rezervinin GSYİH'ye oranı Mısır, Pakistan, Nijerya, Bangladeş ve Kolombiya için diğer yükselen piyasalara göre daha fazla kırılganlık oluşturacak seviyededir. Bununla birlikte başta Türkiye olmak üzere, Brezilya ve Güney Afrika'da döviz rezervleri diğer yükselen piyasalarla kıyaslandığında ortalama seviyede olmasına rağmen, cari açık çok yüksek seviyelerde olduğu ve döviz rezervleri cari açığın finansmanında kullanıldığından, bu rezervler yetersiz kalmaktadır. Bu nedenle döviz rezervlerinin GSYİH'ye oranı da birincil olmasa da kırılganlık meydana getiren bir göstergedir. Belirtilen bu altı gösterge göz önüne alındığında "*cari dengenin GSYİH'ye oranı*", "*son üç yılın enflasyon oranı ortalaması*", "*toplam dış borcun yıllık ihracata oranı*" ve "*döviz rezervlerinin GSYİH'ye oranı*", Türkiye için kırılganlık oluşturan dört önemli makroekonomik göstergedir.

Çalışmada ekonomik yapılarına göre farklı sistemsel zayıflıkları bulunan yükselen piyasaların her biri için, farklı kırılganlık göstergelerinin tehlike oluşturduğu ve bazı yükselen piyasalarda birden fazla kırılganlık göstergesinin öne çıktığı görülmüştür. Mısır ve Pakistan, yükselen piyasalar arasında en çok göstergede alarm veren ve kırılganlığı en yüksek piyasalar olarak görünmektedir. Bu ülkeleri Türkiye, Nijerya, özellikle son dönemlerde Brezilya, Güney Afrika ve Kolombiya izlemektedir. Üç ya da daha fazla göstergesi olumsuz olan bu ülkelerin, sahip oldukları farklı kırılganlık göstergeleri dikkate alınarak, kırılganlığın giderilmesine yönelik politikalar uygulanmak suretiyle ekonominin direncinin artırılması amaçlanmalıdır.

Sürdürülebilir büyüme ve daha yüksek refah seviyesi için, Türkiye'nin ekonomik kırılganlığının kaynağı olan cari açık, yüksek enflasyon oranı, yüksek dış borç ile yetersiz ihracat, düşük döviz rezervleri göstergeleri,

uygun politika kombinasyonları uygulanarak iyileştirilmeli ve ekonomi soklara karşı daha dirençli hale getirilmelidir.

KAYNAKÇA

- BANK OF RUSSIA. (2015). <http://www.cbr.ru/eng/>, (Erişim Tarihi: 10.09.2015)
- BESADA, H., TOK, E. (2014). South Africa in the BRICS: Soft Power Balancing and Instrumentalization, *Journal of International and Global Studies*, Volume 5, Number 2, pp.76-95
- BAYRAKTAR, F. (2003). Dünyada ve Türkiyede Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları, Ankara: Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. Genel Araştırmalar, http://www.kalkinma.com.tr/data/file/raporlar/ESA/GA/2003-GA/GA-03-01-01_Dogrudan_Yabanci_Sermaye_Yatirimlari.pdf, (Erişim Tarihi: 11.03.2014)
- CHASE-DUNN, C. (1975). The Effects of International Economic Dependence on Development and Inequality: A Cross-National Study, *American Sociological Review*, Vol.40, ABD: American Sociological Association, pp.720-738
- ÇAĞLAR, Ü. v.d.. (2011). *Küreselleşmenin Sektörel Etkileri Araştırma Projesi*, Editör:Cengiz Ceylan, İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayını, Yayın No:2010-98
- DEMBIERMONT, C., DREHMANN, M., MUKSAKUNRATANA, S. (2013). How Much Does the Private Sector Really Borrow? A New Database For Total Credit To The Private Non-Financial Sector, *BIS Quarterly Review: International Banking And Financial Market Developments*, Basel: Bank for International Settlements, pp.65-81
- ERKAL, M. E. (2006). *Sosyoloji (Toplumbilimi)*, İstanbul: Der Yayınları
- ERTÜRK, E. (1994). *Döviz Ekonomisi*, İstanbul: Der Yayınları
- FED. (2014). Monetary Policy Report, http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20140211_mprfullreport.pdf, (Erişim Tarihi: 15.08.2015)
- GALINDO, A. , MICCO, A., ORDONEZ, G. (2002). Financial Liberalization and Growth: Empirical Evidence, http://siteresources.worldbank.org/INTFR/Resources/financial_liberalization_version23.pdf, (Erişim Tarihi: 15.01.2015)
- GOLDMAN Sachs Economic Research Group. (2001). Building Better Global Economic BRICs, <http://www.goldmansachs.com/our-thinking/archive/archive-pdfs/build-better-brics.pdf>, (Erişim Tarihi: 18.07.2015)
- IMF. (2015). *World Economic Outlook: Adjusting to Lower Commodity Prices*, Washington: IMF Publications
- IMF. (2015). World Outlook Database, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/weodata/index.aspx>, (Erişim Tarihi: 03.01.2016)

- KRUGMAN, P. R., OBSTFELD, M. (2003). *International Economics Theory And Policy*, Sixth Edition, Boston: Pearson Education
- MINSKY, H. P. (1976). A Theory Of Systematic Fragility, http://digitalcommons.bard.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1230&context=hm_archive, (Erişim Tarihi: 05.05.2015)
- MINSKY, H. P. (1995). Sources of Financial Fragility: Financial Factors in the Economics of Capitalism, http://digitalcommons.bard.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1068&context=hm_archive, (Erişim Tarihi: 02.05.2014)
- MİNİBAŞ D. T., (1986). Gelişmekte Olan Ülkelerde Kalkınmanın Finansmanı, *İktisat Fakültesi Mecmuası*, Cilt:XLIV Sayı.1-4, İstanbul: İstanbul Üniversitesi Yayınları, ss.295-301
- MSCI. (2014). MSCI Market Classification Framework, https://www.msci.com/documents/1296102/1330218/MSCI_Market_Classification_Framework.pdf/d93e536f-cee1-4e12-9b69-ec3886ab8cc8, (Erişim Tarihi: 02.10.2015)
- MUNIR, R. , AWAN, R. U. , HUSSAIN, Z. (2010). Investment, Savings, Interest Rate and Bank Credit to the Private Sector Nexus in Pakistan, *International Journal of Marketing Studies*, Vol.2 No.1, Canada: Canadian Center of Science and Education, pp.140-146
- OECD. (2014). *OECD Factbook 2014:Economic, Environmental And Social Statistics*, Paris: OECD Publishing
- S&P DOW JONES INDICES. (2015). Country Classification Consultation, <http://www.spindices.com/documents/index-policies/20150618-spdji-country-classification-consultation.pdf>, (Erişim Tarihi: 02.10.2015)
- SUNDARARAJAN, V., BALINO, T. J. T. (2013). *Banking Crises:Cases And Issues*, Washington: IMF Publications
- TCMB. (2005). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nda Döviz Rezervi Yönetimi, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/190faaac-0065-48a4-8550-cfdd698abf02/Doviz-Rezerv-Yonetimi.pdf?MOD=AJPERES>, (Erişim Tarihi: 10.09.2015)
- TCMB. (2013). *Enflasyon ve Fiyat İstikrarı*, Ankara: TCMB Yayınları
- THE WORLD BANK. (2015). <http://data.worldbank.org/>, (Erişim Tarihi: 20.12.2015)
- TRADING ECONOMICS. (2015) <http://www.tradingeconomics.com/>, (Erişim Tarihi:01.09.2015)
- WILSON, D., STUPNYTSKA, A. (2007). The N-11: More Than an Acronym, *Goldman Sachs Global Economics Paper*, No:153, <http://www.chicagobooth.edu/~media/E60BDC EB6C5245E59B7ADA7C6B1B6F2B.pdf>, (Erişim Tarihi: 12.05.2015)
- YELDAN, E. (2005). "Yükselen Piyasa Ekonomisi" Olarak Türkiye, http://yeldane.bilkent.edu.tr/Yeldan14_2Mar05.pdf, (Erişim Tarihi: 16.07.2015)