

GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE CARİ İŞLEMLER DENGESİNİN 1980 SONRASI DÖNEMDE GELİŞİMİ VE FİNANSMANI

Mehmet CURAL*

Özet

Bu çalışmada gelişmekte olan ülkelerde 1980-2009 döneminde cari işlem dengesinin gelişimi ve finansmanı genel olarak ve ülke grupları bazında incelenecektir. Çalışma kapsamında oransal analiz yöntemi kullanılmıştır. Cari işlem dengesinin gelişimi mal ve hizmet, yatırım ve transfer dengesi bağlamında incelenmiştir. Gelişmekte olan ülkelerde cari işlem açığının sürdürülebilirliği açısından, bu açığın büyüklüğü yanında finansman kaynaklarının türleri ve devamlılığı önem taşımaktadır. Bu bağlamda cari işlem dengesinin finansmanında özel yabancı sermaye yatırımları, dış borç ve rezerv varlıklarının gelişimi incelenmiştir.

***Anahtar Kelimeler:** Tasarruf-Yatırım Açığı, Cari İşlem Dengesi, Dış Finansman Kaynakları*

PROCESS AND FINANCING OF CURRENT ACCOUNT BALANCE IN DEVELOPING COUNTRIES POST 1980

Abstract

In this study development and financing of current account balance in the period between the years of 1980-2009 in the developing countries will be inspected generally and on the basis of country groups. Proportional analysis method has been used under the scope of study. Development of current account balance has been inspected in the context of goods, service, investment and transfer balance. Types and continuity of financing sources are imported as well as size of this deficit, interm of sustainability of current account deficit in the developing countries. In this context, private foreign capital investment, foreign borrowing and development of reserve assets have been inspected in the financing of current account balance.

***Keywords:** Saving-Investment Gap, Current Account Balance, Sources of External Financing*

* Araş.Gör., İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi, Maliye Bölümü, mcural@istanbul.edu.tr

1. Giriş

Cari işlemler dengesindeki değişiklikler ekonomik istikrarın önemli bir göstergesi olarak değerlendirilmektedir. Bu nedenle cari işlem dengesinin gelişimi iktisadi kararların ve beklentilerin şekillenmesinde belirleyici rol oynamaktadır. Gelişmekte Olan Ülkelerin (GOÜ) bu konuyla ilgili sorunları genelde cari işlemler dengesinin açık vermesi şeklindeydir. Cari işlem dengesinin açık vermesi ise temel olarak yurtiçi tasarrufların yetersizliğinden kaynaklanmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin ekonomik büyüme ve kalkınma için ihtiyaç duydukları teknoloji, ara malı ve yatırım mallarını ithal etmeleri gerekmektedir. Ancak gelişmekte olan ülkelerin yurtiçi tasarrufları yetersiz olduğundan kalkınma ve büyümelerini dış açıklarla finanse etmeleri gerektiği kabul edilmektedir.

Diğer taraftan işlem cari açığının bir ekonomi açasından önemli hale gelmesi, finanse edilemeyeceği beklentisinin oluşmasıyla ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle öncelikle cari açığın hangi kaynaklardan finanse edildiği ve kaynakların devamlılığı önem taşımaktadır. Nitekim bazı ülkelerde düşük cari işlem açığı/GSYİH oranı ekonomik krize neden olurken, daha yüksek cari işlem açığı/GSYİH oranına sahip ülkeler makroekonomik istikrarı olumsuz yönde etkilemeden sürdürülebilmiştir. Gerçeekte cari işlem açıklarının sürdürülebilirliğini diğer faktörler yanında küresel makroekonomik konjonktür ve buna bağlı olarak finansman kaynaklarının türü ve devamlılığı önemli oranda etkilemektedir.

Bu bağlamda GOÜ'lerde cari işlem dengesinin gelişimi ve finansmanı genel olarak ve ülke grupları bazında incelenmektedir. Çalışma üç bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde cari işlem dengesinin tanımı yapılmaktadır. İkinci bölümde cari işlem dengesinin gelişimi incelenmektedir. Çalışmanın son bölümünde ise cari işlem dengesinin finansmanı incelenmektedir.

2. Cari İşlem Dengesinin Tanımı

Cari işlemler dengesi, ekonomide yerleşikler ile yabancılar arasındaki mal, hizmet, faktör geliri ve transfer hareketlerini yansıtır. Cari işlem dengesi, ödemeler bilançosunun dış ticaret (ihracat-ithalat dengesi), hizmetler (hizmet alımları-hizmet satımları), yatırım (net faktör) gelirleri (dış yatırım gelirleri-dış yatırım giderleri) ve cari transferler (karşılıksız olarak elde edilen dış gelirler-karşılıksız olarak yapılan dış giderler) dengelerinin toplamından oluşur.

Bir ekonominin elde ettiği dövizlere karşılılık, yaptığı dövizli harcamaların daha fazla olması halinde cari işlem açığı ortaya çıkar. Cari işlemler dengesinin açık vermesi ekonominin gelirinden fazla harcama yapmasına imkân vermektedir. Dolayısıyla cari açık kavramı dış kaynak transferini tanımlamakta ve yabancı tasarruf kullanımı anlamına gelmektedir.¹ Ekonomide gelirden az harcama yapılması durumunda cari işlemler dengesi fazla vermektedir.² Cari işlem açık veya fazlalarını, ulusal gelirin yurtiçi harcamalardan farkı, mal ve hizmet ihracatının

¹ Ali B. Eşiyok, "Türkiye Ekonomisinde Cari İşlemler Açığı", **Mülkiye**, Cilt: XXXII Sayı:258, s.88

² Zafer Yükseler, "Makroekonomik Hesaplar ve Ödemeler Dengesi", DPT, Haziran 1998, s.3

ithalat ve gelir transferlerinden farkı ya da ulusal tasarrufların yurtiçi yatırımlardan farkı olarak da tanımlayabiliriz.³

Cari işlemler dengesi iki yöntemle elde edilmektedir. Cari işlemler dengesinin elde edilmesindeki birinci yöntem milli gelir hesaplarının kullanılmasıdır. Bu yöntemle milli gelir hesapları, cari işlemler dengesi ve sermaye akımları arasındaki etkileşim gösterilebilmektedir. Gayri safi milli hâsıla (*GSMH*), özel tüketim harcamaları (*C*), özel yatırım harcamaları (*I*), hükümet cari harcamaları (*G*) ve net mal ve hizmet ihracatı ile net faktör gelirlerinin ($X - M$) toplamından oluşmaktadır.

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

Milli gelir hesaplarındaki ikinci temel eşitlik elde edilen gelirin ne yapılabileceğine yönelik ilişkiyi belirlemektedir. Milli gelir harcanabilir (*C*), tasarruf edilebilir (*S*), vergi olarak hükümete aktarılabilir (*T*) ya da yurt dışına transfer edilebilir (*Tr*).

$$GSMH = C + S + T + Tr \quad (2)$$

GSMH için oluşturulan iki ifade birbirine eşitlenip, gerekli sadeleştirmeler yapılarak meydana gelen ifade yeniden düzenlendiğinde aşağıdaki eşitliğe ulaşılır:

$$X - M - Tr = (S - I) + (T - G) \quad (3)$$

Bu eşitliğin sol tarafı cari işlemler dengesini vermektedir. Başka bir ifadeyle, cari işlemler dengesi, özel tasarrufların özel yatırımlardan farkı ve hükümetin harcamaları ile vergi gelirleri arasındaki farktan oluşmaktadır.

Cari işlemler dengesinin elde edilmesindeki ikinci yöntem de mal ve hizmet dengesi, yatırım dengesi ve transfer dengesi toplamından oluşmaktadır. Mal ve hizmet dengesi; ülkelerin diğer ülkeler ile gerçekleştirdikleri her türlü mal ve hizmet alım- satım faaliyetlerini kapsamaktadır. Yatırım dengesi; bir ülkedeki kişiler veya firmaların sahip oldukları yabancı varlıkları karşılığında diğer ülkelere elde ettikleri faiz veya kar ile yabancı ülkelerin o ülkede gerçekleştirdiği her türlü yatırımları sonucu oluşan dangedir. Cari transfer dengesi ise; ülkelerin mal, hizmet veya varlık karşılığı olmadan diğer ülkelere yaptığı aynı şekilde diğer ülkelerin karşılıksız bir şekilde ülkelere yaptıkları ödemelerden oluşmaktadır. Yukarıdaki bütün bu dengeler sonucu oluşan döviz açığı veya fazlası cari işlem dengesini ifade etmektedir.

3. GOÜ'lerde Cari İşlem Dengesinin Gelişimi

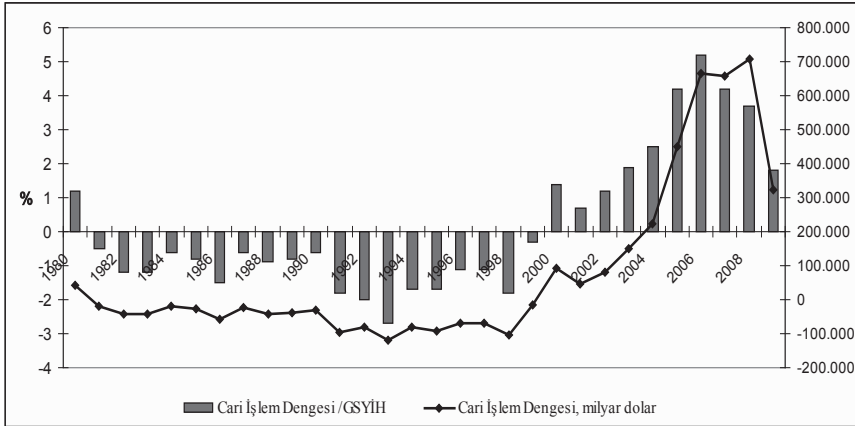
GOÜ'lerde 1980'lerin ortalarından sonra mal ticaretinde serbestleşme sürecini takiben sermaye hareketleri önündeki kısıtlamalar azaltılmıştır. Finansal serbestleşme akımının özellikle Bretton Woods sabit döviz kuru sisteminin terk edilmesinden itibaren GOÜ'leri de içine alacak şekilde yayılması ve bilgi teknolojilerinde yaşanan devrim niteliğindeki ilerlemeler, uluslararası alanda finansal araçların çeşitlenmesine ve işlem hacimlerinin büyük oranda artmasına

³ Jeffrey Sachs, "The Current Account and Macroeconomic Adjustment in the 1970s", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1:1981, s.263

sebepl olmuştur.⁴ Bu süreçte gelişmiş ve GOÜ'lerin cari işlem dengelerinde 1998 yılında bir dönüşüm başlamıştır. Bu dönüşümde GOÜ'ler 1998 öncesinde grup olarak cari işlem açığı verir iken, 1998 sonrasında cari işlem fazlası vermeye başlamışlardır. Diğer taraftan gelişmiş ülkeler ise grup olarak 1990'ların sonlarında cari işlem fazlası verir iken cari işlem açığı vermeye başlamışlardır.

Cari işlem dengesindeki bu dönüşüm büyük ölçüde 1990'lı yılların ikinci yarısında meydana gelen finansal krizlerin GOÜ'leri olumsuz yönde etkilemesinden kaynaklanmaktadır. Ancak bu dönüşüm çoğunlukla gelişmekte olan piyasa ekonomileri tarafından gerçekleştirilmiştir. Gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde cari işlem dengeleri ayrışırken, diğer GOÜ'lerde cari işlem dengeleri önemli miktarda açık vermeye devam etmiştir. Gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin cari işlem dengesindeki bu iyileşme, diğer ülkelerin uluslararası sermaye piyasalarına erişimlerinin sınırlı olmasından ve son 10 yılda yaşanan finansal krizlerden önemli oranda etkilenmelerinden kaynaklanmaktadır.⁵

Grafik 1: GOÜ'lerde Cari İşlem Dengesinin Gelişimi, 1980-2009



Kaynak: World Economic Database, April 2010.

Grafik 1'de GOÜ'lerde cari işlem dengesinin gelişimi miktar ve GSYİH'ya oran olarak gösterilmektedir. Grafikte, sağ eksen cari işlem dengesini miktar olarak, sol eksen ise GSYİH'ya oran olarak göstermektedir. Grafikten görüldüğü üzere cari işlem dengesini miktar olarak 1980-1998 yılları arasında ortalama 53 milyar dolar açık vermiştir. 1998 yılından itibaren azalmaya başlayan cari işlem açıkları 2000 yılından itibaren cari işlem fazlasına dönüşmüştür. Nitekim cari işlem fazlası 2002 ve 2007 yıllarında bir önceki yıla göre azalmakla birlikte ortalama olarak hızlı bir artış göstererek 2008 yılında yaklaşık 709 milyar dolara ulaşmıştır.

⁴ Faruk Aydın v.d., "Dış Ticarete Küresel Eğilimler ve Türkiye Ekonomisi", TCMB Çalışma Tebliği, No:10/01, Ankara, Mart 2010, s.15,

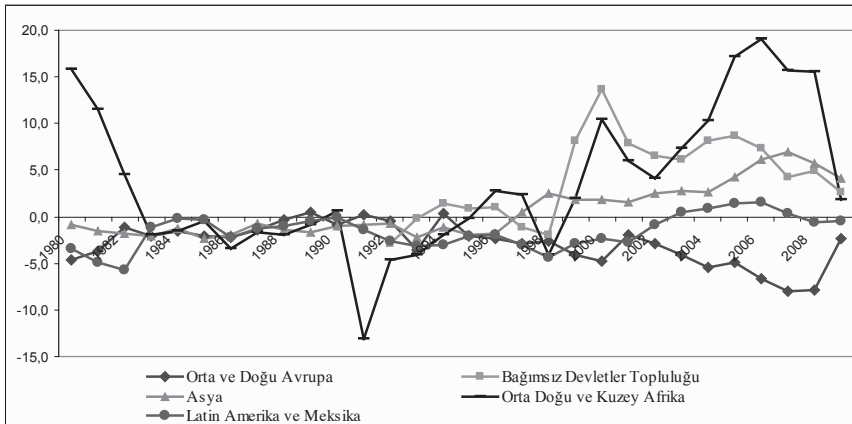
⁵ UNCTAD, Trade And Development Report, Commodity Prices, Capital Flows and The Financing of Investment, 2008, s.53

GOÜ'lerde cari işlem dengesi GSYİH'ya oran olarak alındığında, 1980-1998 döneminde % -1,5 olarak gerçekleşmiştir. Buna karşılık 2000 yılından itibaren cari işlem dengesi/GSYİH oranı pozitif değerler almaya başlamıştır. 2000 sonrası dönemde cari işlem dengesi/GSYİH oranı 2002 yılında bir önceki yıla göre azalmakla birlikte, ortalama olarak hızla artarak 2006 yılında en yüksek değeri olan %5,3'e yükselmiştir. 2006 yılından itibaren azalmaya başlayan cari işlem dengesi/GSYİH oranı 2009 yılında ise %1,9'a düşmüştür. (Grafik 1)

GOÜ'lerde cari işlem fazlaları 2009 küresel krizin yatırım ve tüketim talebi üzerindeki olumsuz etkisi ve düşen enerji fiyatları nedeniyle hızlı bir düşüş sürecine girmiştir. Diğer taraftan, son dönemde küresel talepte görülen toparlanma ve büyüme beklentilerindeki iyileşme ve risk iştahındaki artış, emtia fiyatlarına da yansımış, birçok emtia fiyatı krizin derinleştiği 2008 yılı Eylül ayı öncesindeki seviyelerine yükselmiştir.⁶ Emtia fiyatlarındaki bu yükseliş ve özellikle petrol fiyatlarındaki önümüzdeki dönemde yaşanması muhtemel artışlar, başta enerji ihracatçısı ülkeler açısından cari işlem fazlalarının davamı sağlayabilir.

GOÜ'lerde cari işlem dengesine genel olarak bakıldığında yukarıda görüldüğü gibi özellikle 2000'li yıllarda önemli oran ve miktar fazla verildiği görülmektedir. Ancak cari işlem dengesinin gelişiminde GOÜ grupları arasında önemli oranda farklılaşma vardır. Aşağıda Grafik 2'de GOÜ gruplarında cari işlem dengesindeki farklılaşma gösterilmektedir.

Grafik 2: GOÜ Gruplarında Cari İşlem Dengesinin GSYİH İçerisindeki Gelişimi, 1980-2009



Kaynak: World Economic Database, April 2010.

Grafik 2'de görüldüğü üzere GOÜ' gruplarında cari işlem dengesinin GSYİH içerisindeki gelişimi iki döneme ayrılarak daha ayrıntılı analiz edilebilir. İlk dönem olarak, cari işlem dengelerinde önemli bir değişikliğin olmadığı 1980-1998 yılları arası, ikinci dönem olarak ise ülkelerin çoğunda önemli oranda cari işlem fazlasının gerçekleştiği 1999-2009 yılları arası alınabilir. İlk dönemde GSYİH'ye oran olarak sadece Orta Doğu ve Kuzey Afrika'da %2 oranında cari işlem fazlası

⁶ TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, Mayıs 2010, Sayı 10, s.4

gerçekleşmiştir. Orta Doğu ve Kuzey Afrika ülkelerinin cari işlem dengelerinin istikrarsız olduğu görölmektedir. Öyleki 1980-1982, 1996 ve 1997 yıllarında önemli oranda cari işlem fazlası gerçekteşmiştir. Diğer ülke gruplarında ise ortalama olarak cari işlem açıkları GSYH'ye oran olarak negatif düzeydedir.

İkinci dönemde ülke grupların çoğunda önemli oranda cari işlem fazlasının gerçekteştiği görölmektedir. Bu dönemde özellikle Orta Doğu ve Kuzey Afrika, Bağımsız Devletler Topluluğu ve Asya ülkelerinde önemli oranlarda cari işlem fazlası gerçekteşmiştir. Öyleki cari işlem fazlasının GSYİH'ye oranı Orta Doğu ve Kuzey Afrika'da %9,9, Bağımsız Devletler Topluluğu'nda %7,1 ve Asya'da %3,7 olmuştur. Latin Amerika ülkeleri 2003-2007 yılları arasında %0,9 cari fazla vermesine rağmen, ilk yıllarda cari açık oranlarının yüksek olması nedeniyle, dönem ortalaması olarak %-0,5 oranında cari açık vermişlerdir. Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri ise dönemin tamamında %4,8 oranında cari işlem açığı vermişlerdir. (Grafik 2)

Göröldüğü gibi GOÜ'lerde cari işlem dengesinde özellikle 2000'li yıllarda önemli oranda ayrışmanın olduğu görölmektedir. UNCTAD (2008)'e göre GOÜ'lerin ticaret performansı başlıca birincil malların dünya talebine bağlı olarak şekillenmiştir. Cari işlem dengelerindeki iyileşme birincil emtia fiyatlarındaki artışlardan kaynaklanmıştır. Özellikle, petrol fiyatları artmaya başladığında petrol ihraç eden ülkelerin cari işlem dengelerinde büyük fazlalıklar olmuştur. Diğer taraftan birincil emtia fiyatlarındaki artış net mal ithalatçı ülkelerin cari işlem dengelerini olumsuz yönde etkilemiştir. Bu nedenle Asya'daki gelişmekte olan piyasa ekonomisi ülkelerinin birçoğu emtia fiyatlarının artmasından olumsuz yönde etkilenmişlerdir. Bununla birlikte Asya'daki gelişmekte olan piyasa ekonomileri ihracatlarında büyük artışlar sağlayarak emtia fiyatlarının artışından kaynaklanan ithalat faturası artışlarını telafi etmişlerdir.⁷

Dünya Bankası'na (2010) göre küresel likidite hızlı ekonomik büyümeyi kolaylaştırırken bazı durumlarda makroekonomik istikrarsızlıklara neden olabilmektedir. Finansman kaynaklarına kolay erişim, gelişmekte olan Avrupa ve Orta Asya'daki birçok ülkede göröldüğü gibi aşırı tüketim ve sürdürülemez cari açıklara yol açmıştır. GOÜ'lerin toplam cari işlemler fazlası esas olarak Çin ve gelişmekte olan petrol ve maden ihracatçı ülkelerde yatırım üzerinde büyük tasarruf fazlalarından kaynaklanmaktadır. Cari işlem fazlası elde eden ülkeler dışındaki diğer GOÜ'lerin dörtte üçü net sermaye ithalatçısı durumundadır. Nitekim bu ülkelerin cari işlem açıkları GSYİH'lerinin %6'sından ve toplam yatırım harcamalarının %28'inden daha fazladır.⁸

4. GOÜ'lerde Cari İşlem Dengesinin Finansmanı

Bir ekonomide gelirden daha fazla harcama yapılması durumunda cari işlemler dengesi açık vermektedir. Yurt içi yerleşiklerin tasarruf açıkları veya ortalama gelir düzeylerinden daha fazla harcama yapmaları, yurt dışından ek finansman sağlama ihtiyacı doğurmaktadır. Bu durumda ortaya çıkan cari işlemler

⁷ UNCTAD, a.g.e., 2008, p.53-56

⁸ World Bank, **Global Economic Prospects, Crisis, Finance and Growth**, 2010, s.54-59

açığı uluslararası özel sermaye girişi veya rezerv azalışı ile finanse edilmektedir. Diğer taraftan bir ekonomide gelirden az harcama yapılması durumunda ise cari işlemler dengesi fazla vermektedir. Cari işlemler hesabı fazla verdiğinde yurtiçi yerleşiklerce yurt dışına sermaye transferi gerçekleştirilir. Cari işlem fazlası sermaye ihracı veya rezerv artışında kullanılmaktadır.

GOÜ'ler için özellikle cari işlemler açığı önemli bir sorundur. Gelişmekte olan ekonomilerin gelişmelerini sürdürebilmek için ihtiyaç duydukları teknoloji, ara malı ve yatırım mallarını ithal etmeleri gerekmektedir. Buna karşın bu ülkelerin, petrol ihraç eden ülkeler dışında, ihracat gelirleri ile ithalatlarını gerçekleştirmeleri mümkün değildir. Bu nedenle GOÜ'lerin kalkınma ve büyümelerini dış açıklarla finanse etmeleri gerekmektedir.⁹ Bu bağlamda GOÜ'lerdeki cari işlemler açığı, ekonomik büyüme ve kalkınmayı gerçekleştirmek amacıyla sermaye girişlerine ve yabancıların yatırım yapmalarına imkân sağlamaktadır.

Diğer taraftan cari işlem açıklarının büyüklüğü gelecekte ödemeler bilançosu krizlerinin potansiyel kaynağı olarak değerlendirilmektedir.¹⁰ Oluşan bu cari açıkların ne zaman krize neden olacağı ekonomi çevrelerinde sıkça tartışılmaktadır. Literatürde, bir ülkenin cari açığının milli gelirine oranı %5 ve daha büyük bir orana ulaşması ekonomi açısından bir risk olarak kabul edilmektedir. Freund (2003), cari açığın GSMH'nin %5'ine vardığında uyum sürecinin başlayacağını ve bunun üç ya da dört yıllık bir süreçte, yavaş gelir büyümesi ve önemli bir reel döviz kuru aşınmasıyla sonuçlanacağını dile getirmektedir.¹¹ Edwards (2006) ise, GSMH'nin yaklaşık olarak %6'sı kadar bir cari açığın sürdürülemeyeceğine işaret etmektedir.¹²

Ancak düşük cari işlem açığı/GSYİH oranı bazı ülkelerde ekonomik krize neden olurken, bazı ülkelerde daha yüksek oranlarda cari işlem açığı makroekonomik istikrarı olumsuz yönde etkilemeden sürdürülebilmiştir. Örneğin, Ermenistan, Azerbaycan ve Türkmenistan 1997 yılında GSYH'ye oranla %15'den fazla cari açık gerçekleşmesine rağmen, bir ekonomik kriz ortaya çıkmamıştır. Buna karşılık Meksika'da cari açık/GSYİH oranı 1994'de %8 ve 1995'de %10 olduğunda ödemeler dengesi krizi yaşamıştır. Hatta Asya krizi öncesinde cari açık/GSYİH oranı Güney Kore, Endonezya ve Malezya'da daha düşüktür.¹³

Dolayısıyla cari işlem açığının büyüklüğünün yanında, finanse ediliş biçimi önem taşımaktadır. GOÜ'lerde cari işlem açıklarının finansman kaynakları ise küresel makroekonomik istikrar ile yakından bağlantılıdır. Bu bağlamda çalışmanın

⁹ Muhammet Akdiş, "Cari Açık Kriz Habercisi mi?", <http://makdis.pamukkale.edu.tr/currentdeficit.htm>, Çevrimiçi, 05.08.2010

¹⁰ Radelet, S. and Sachs, "The Onset of the East Asian Financial Crisis", **NBER Working Paper**, No. 6680, August 1998, s.3

¹¹ Freund, L. C., "Current Account Adjustment in Industrialized Countries", **International Finance Discussion Papers**, No. (692) December: 2000, p.3

¹² Edwards, S., "The End of Large Current Account Deficits, 1970-2002: Are There Lessons For The United States?", **NBER Working Papers**, No: 11669, 2006, s.206

¹³ McGettigan, Donal, "Current Account and External Sustainability in the Baltics, Russia, and Other Countries of the Former Soviet Union--Issues in Transition", **IMF Occasional Paper**, No. 189, 2000, s.184.

devamında GOÜ'lerde cari işlem açıklarının finansman kaynakları genel olarak ve ülke grupları bazında incelenmektedir.

4.1. Uluslararası Özel Yabancı Sermaye Yatırımları

Yukarıda bahsedildiği üzere cari işlemler dengesi açık veriyor ise, uluslararası özel sermaye hareketleri dengesinde bir fazla olmalıdır. Sermaye hareketleri doğrudan yabancı sermaye yatırımları, portföy yatırımları, kısa ve uzun vadeli dış kredi kalemlerinden oluşmaktadır.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımı, yatırımcının kendi ülkesi dışında bir ülkede yaptığı yatırımı gösterir. Portföy yatırımları, genellikle hükümet tahvilleri ya da özel kuruluşların bono ve tahvilleri ile hisse senedi satın alınması şeklinde gerçekleşir. Ayrıca, para piyasası araçları ile finansal türevleri içermektedir.¹⁴ Diğer yatırım kaleminde doğrudan yabancı sermaye yatırımı, portföy yatırımları ve rezerv dışında kalan diğer tüm sermaye hareketleri yer almaktadır. Diğer yatırımlarda, portföy yatırımlarında olduğu gibi, varlık ve yükümlülük ayırımında türlerine ve sektörüne göre alt ayrımlar bulunmaktadır. Bunlar ticari krediler, krediler, efektif mevcutları ve mevduat hesapları ve diğer varlık ve yükümlülüklerdir.

Cari işlem açıklarının finansmanında doğrudan yabancı sermaye yatırımları yoluyla gelen fonlar kalıcıdır. Cari açığın, doğrudan yabancı sermaye yatırımlar türünden ya da uzun vadeye yayılmış döviz girişleri ile finanse edilmesi görece olarak daha az sorunlu olduğu söylenebilir.¹⁵ Portföy yatırımı yoluyla gelen fonlar ise kalıcı değildir. Genellikle borsada hisse senetlerine ya da Hazine kâğıtlarına veya bunlara benzer portföy kalemlerine yatırım yaparak kısa sürede faiz ya da kazanç elde edip çıkmayı hedefler. Bu nedenle cari açığın kısa vadeli ve dış borçları arttırıcı biçimde sıcak para akımları ile finanse edilmesi tehlike arz etmektedir.

GOÜ'lere yönelen uluslararası sermaye hareketlerine bakıldığında özellikle dünya ekonomik konjonktürü ile güçlü bir ilişki içinde olduğu görülmektedir. Dünya ekonomisinin büyüdüğü, dünya ticaretinin artış hızının yükseldiği dönemlerde gerek artan ihracat gelirleriyle ithalat ve yatırımların finanse edilme olanağı artmakta, gerekse gelişmiş ülkelerden, uluslararası finans kurumlarından ve özel sermaye akımları yolu ile fon akımı sağlanması kolaylaşmaktadır. 1980'li yılların başında baş gösteren dünya ekonomik durgunluğu ile GOÜ'ler dış finansmanında krize girerken, 1980'li yılların ikinci yarısında başlayan ekonomik canlanma ile birlikte bu ülkelere yönelen dış finansman kaynaklarında artış görülmüştür.¹⁶

UNCTAD (2008)'e göre GOÜ'lere yönelen uluslararası sermaye akımları üç dalgaya ayrılabilir. İlk dalga 1970'lerin ortalarında başlamış ve 1980'lerin başındaki Borç Krizi ile sona ermiştir. İlk dalga esnasında GOÜ'lerde büyük

¹⁴ TCMB, "Ödemeler Dengesi Metodolojisi ve Türkiye Uygulaması", http://www.tcmb.gov.tr/yeni/gen_sek/odemeler_dengesi.htm, Erişim Tarihi: 31.07.2010.

¹⁵ Erinç Yeldan, "Türkiye Ekonomisinde Dış Açık sorunu ve Yapısal Nedenleri", **Çalışma ve Toplum**, 2005/4, s.48-49

¹⁶ Okan Aktan, "Uluslararası Finansman: Gelişmekte Olan Ülkeler Açısından Geçmişi ve Geleceği", **İşletme ve Finans Dergisi**, Haziran 1993, s.44,

miktarda net sermaye girişi gerçekleşmiştir. İlk dalga doneminde brüt sermaye çıkışı çok küçük düzeydedir.¹⁷

Uluslararası sermaye akımlarında ikinci dalga 1990’ların başında Brady Anlaşmaları ile başlamış Asya ve Rusya krizlerini takiben ani durma ile sona ermiştir. 1980’lerden sonra küreselleşmenin hızlanması ile ülkeler arasındaki ekonomik, siyasi ve sosyal entegrasyon artmıştır. Bu donemde GO’lerdeki finansal serbestleşme çalışmaları sermaye hareketlerinin gelişimi üzerinde etkili olmuştur. Finansal serbestleşme tartışmaları, McKinnon (1973) ve Shaw (1973) nderliğinde ortaya çıkmıştır. McKinnon (1973) ve Shaw (1973), finansal serbestleşmenin yatırımlar için gerekli olduğunu, tasarruf seviyesini artırarak kaynak tahsisini etkin hale getireceğini ve ekonomik büyümeye olumlu etki edeceğini savunmuşlardır.¹⁸ Bu süreçte uluslararası zel sermaye hareketleri üzerindeki fiyat ve miktar kontrolleri azaltılmış ya da kaldırılmıştır. Ancak ikinci dalga doneminde yükselen brüt sermaye girişlerine yükselen brüt sermaye ıkışları eşlik etmiştir.¹⁹

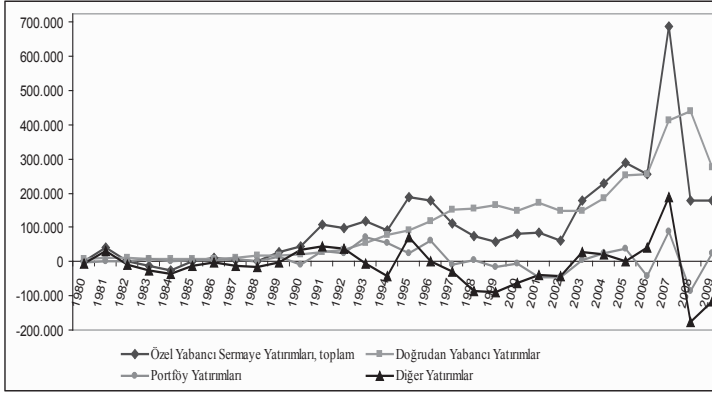
Uluslararası sermaye akımlarında üçüncü dalga 2000’lerin başında başlamıştır. Gelişmiş ülkelerde likidite genişlemesi, finansal yenilikler ve risk fiyatlamasındaki dramatik düşüş GOÜ’lerin finansmanını değiştirmiştir. Varlık ve emtia fiyatlarında nceki donemlerle karşılaştırıldığında hızlı artışlar yaşanmış, yeni nesil finansal enstrümanların gelişmesiyle uluslararası fon transferleri rekor düzeylere çıkmıştır. Gelişmiş ülkelerin para politikalarından kaynaklı likidite bolluğunun dünya faiz oranlarını düşürmesi dış kaynak akımlarını artırmıştır. Aynı donemde yaşadıkları ekonomik krizler sonucunda artan tasarruflarını yatırıma dnştrebilecekleri yerel mali piyasaların eksikliği sonucunda GOÜ’ler bu donemde artan tasarruflarını gelişmiş ülke mali piyasalarında değerlendirmişlerdir. yleki nc dalga doneminde GOÜ’lerde, zellikle Asya lkelerinde, büyük lde dviz rezerv birikiminden kaynaklanan sermaye ıkışları, sermaye girişlerini aşmıştır. Bir diğer ifadeyle bu süreç GO’lerden sermaye çıkışına neden olmuştur.

¹⁷ UNCTAD, **a.g.e.** , 2008, s.53

¹⁸ Bela Balassa, “Financial Liberalization in Developing Countries”, **World Bank Working Papers**, WPS 55, September 1989, s.1-2

¹⁹ UNCTAD, **a.g.e.** , 2008, s.53

Grafik 3: GOÜ'lere Yönelik Uluslararası Özel Yabancı Sermaye Yatırımları, Net, Milyar dolar, 1980-2009



Kaynak: World Economic Outlook Database. April 2010

Grafik 3 1980-2009 döneminde GOÜ'lere yönelik net özel yabancı sermaye yatırımlarını göstermektedir. Uluslararası özel yabancı sermaye yatırımları toplam olarak yukarıda bahsedilen ikinci dalgaya karşılık gelen 1990 sonrasında artmaya başlamıştır. 1980-1990 döneminde toplam özel yabancı sermaye yatırımı, 1980, 1983 ve 1984 yıllarında çıkış olmakla birlikte, ortalama olarak 5 milyar dolar düzeyinde gerçekleşmiştir. 1990-1995 yılları arasında hızla artan toplam özel yabancı sermaye yatırımları, 1996'dan itibaren 2002 yılına kadar azalma sürecine girmiştir.

GOÜ'lerde ardı ardına yaşanan krizlere paralel olarak özel yabancı sermaye akımları önemli ölçüde daralmıştır. 1997 Asya krizi ile başlayan dönemde 1998'de Rusya krizi ve 2001'de Arjantin ve Türkiye krizleri kaynak transferini daraltıcı bir etki göstermiştir. 2002-2007 döneminde ise özel yabancı sermaye hareketlerinin zirve yaptığı bir dönem yaşanmıştır. Ancak 2008'de ABD finansal piyasalarında başlayan ve kısa sürede tüm dünya ekonomilerine yayılan küresel kriz özel sermaye hareketlerini de olumsuz yönde etkilemiştir. Nitekim özel yabancı sermaye yatırımları 2007 yılında 689 milyar dolar düzeyinden, 2009'da 180 milyar dolar düzeyine inmiştir. (Grafik 3)

GOÜ'lere yönelik uluslararası özel yabancı sermaye yatırımlarının gösterdiği bu genel eğilime karşılık, özel yabancı sermaye türlerine bakıldığında farklı eğilimler ortaya çıkmıştır. Nitekim doğrudan yabancı sermaye yatırımları 1990'lı yıllarda hızlı şekilde yükselmiş ve 2008 yılında en yüksek değerine ulaşmıştır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları 1998 Asya Finansal krizi döneminde ve gelişen piyasa ekonomilerinde daha sonraki dönemde meydana gelen mali krizlerde özel sermaye akımlarının en büyük bölümünü oluşturmuştur. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında görülen bu artışta 1990'lı yıllardan

itibaren GOÜ'lerin çoğunda meydana gelen liberalleşme ve düzenleyici değişiklikler önemli rol oynamıştır.²⁰

Uluslararası özel yabancı sermaye yatırımlarının kompozisyonundaki en büyük değişiklik 1990'lı yıllarda portföy yatırımlarının artmasıyla görülmektedir. Grafik 2'den de görüleceği gibi net portföy yatırımları 1990'lı yılların başlarında artmaya başlamış ve doğrudan yatırımları aşmıştır. Bu artış 1997 Asya krizinden sonra başlayan krizlerle birlikte önemli oranda azalmıştır. Portföy yatırımlarındaki artış özelleştirme süreci ile ilgili iken daha sonra yabancı yatırımcılar özelleştirilen şirketlerin kontrolünü ele geçirmek için doğrudan yatırımlara başvurmaları portföy yatırımlarını azaltmıştır. Portföy yatırımlarında Asya krizinden sonra önemli oranda azalış olmakla birlikte kriz geçiren ve geçirmeyen ülkeler arasında önemli oranda değişmektedir.

Nitekim 1998'den itibaren Asya'daki ekonomik kriz geçiren ülkelere büyük oranda portföy yatırımı çıkışı olmuştur. Benzer şekilde 2000 ve 2002'de Arjantin, Brezilya ve Türkiye gibi finansal kriz geçiren ülkelere net portföy yatırımlarında önemli oranda azalma olmuştur. Bu durumun tersi olarak finansal kriz geçirmeyen ülkelere portföy yatırımları artmıştır.²¹ GOÜ'lere yönelen portföy yatırımları 2009 küresel finansal krizinden önce hızla artmıştır. Öyleki portföy yatırımları 2001 yılında sifıra yakın iken 2007 yılında 170 milyar dolara çıkmıştır. GOÜ'lere yönelik portföy yatırımlarında 2008 yılında ise yaklaşık 85 milyar dolar çıkış yaşanmıştır.(Grafik 3)

GOÜ'lere yönelik portföy yatırımları ile birlikte en istikrarsız sermaye akımı diğer "yatırımlar" kalemidir. Genellikle çıkışların yaşandığı diğer yatırımlar 2007 yılında en yüksek düzeyine çıkmıştır. Öyleki 2001 yılında yaklaşık 189 milyar dolar diğer yatırım girişi gerçekleşmiştir. Ancak 2008 yılında çok hızlı bir şekilde yaklaşık 176 milyar dolar diğer yatırım çıkışı yaşanmıştır.(Grafik 3)

Özetle, GOÜ'lere yönelen özel yabancı sermaye yatırımları 2009 küresel finansal krizinden önce hızla artmıştır. Küresel finansal kriz gelişmiş ülkelere başlamış olmakla birlikte Kasım 2008 ortalarından itibaren GOÜ'leri de etkilemeye başlamıştır. Bu süreçte birçok GOÜ borsalarında ciddi değer kayıpları olmuş, ülke paraları değer yitirmiş, ülke tahvilleri ve ticari bonolarda risk primleri artmıştır. Bu nedenle yüksek gelir grubundaki bankalar ve yatırım fonları GOÜ'lerden fonlarını çekmişlerdir. Bu nedenlerle bu ülkelere yönelik özel yabancı sermaye yatırımları önemli oranda düşmüştür.

Diğer taraftan Dünya Bankasının Küresel Ekonomik Beklentiler 2010 (Global Economic Prospects) raporuna göre GOÜ'lere yönelik sermaye girişlerinde keskin bir düşüş olmasına karşılık, bu ülkelerin ex ante finansman ihtiyaçları önemli ölçüde değişmemiştir. Raporun 2010 için cari açık tahminlerine bağlı olarak

²⁰ United Nations, **World Economic and Social Survey, Financing for Development**, New York, 2005, s.X

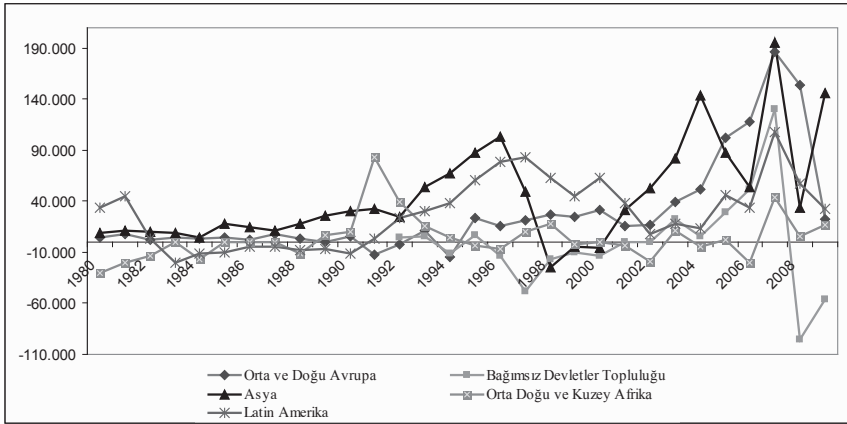
²¹ United Nations, **a.g.e.**, s.88

GOÜ'lerin 2009 yılında toplam finansman ihtiyacı 1,2 trilyon dolar iken 2010 yılı için 1,1 trilyon dolar olması beklenmektedir.²²

GOÜ'lere grup olarak bakıldığında özellikle 1990 sonrasında özel yabancı sermaye girişinde önemli miktarda artış görölmüştür. Ancak ülke grupları arasında özel yabancı sermaye girişleri açısından önemli oranda farklılaşma vardır. Bu farklılaşma aşağıda Grafik 4'de gösterilmektedir.

Grafik 4'de göröldüğü üzere uluslararası özel yabancı sermaye yatırımları, ülke grupları arasında önemli miktarda ayrışmaktadır. Grafiğe göre uluslararası özel yabancı sermaye yatırımlarının gelişimini dört döneme ayırarak analiz etmek daha yararlı olacaktır. İlk dönem olarak uluslararası özel yabancı sermaye yatırımlarının oldukça düşük ve istikrarlı olduğu 1980-1990 yılları arası, ikinci dönem olarak 1991'den itibaren artmaya başlayıp, sonrasında azalmaya başladığı 1991-2001 dönemi, üçüncü dönem olarak önemli miktarda artışın yaşandığı 2002-2007 dönemi ve son olarak önemli düşüşlerin göröldüğü 2008 ve 2009 yılları alınabilir.

Grafik 4: GOÜ Gruplarında Uluslararası Özel Yabancı Sermaye Yatırımları, Net, Milyar dolar, 1980-2009



Kaynak: World Economic Outlook Database, April 2010

İlk dönemde en yüksek özel yabancı sermaye girişi Asya ülkelerinde gerçekleşmiştir. Bu dönemde Asya ülkelerine toplam 162 milyar dolar özel yabancı sermaye girişi gerçekleşmiştir. Orta ve Doğu Avrupa ve Latin Amerika ülkelerinde daha küçük miktarda özel yabancı sermaye girişi yaşanmıştır. Bunlara karşılıklı Orta Doğu ve Kuzey Afrika ülkelerinde toplam 75 milyar dolar sermaye çıkışı görölmüştür.(Grafik 4)

İkinci dönemde en yüksek özel yabancı sermaye yatırımı Latin Amerika ülkelerinde görölmüştür. Latin Amerika ülkelerinde bu dönemde 528 milyar dolar özel yabancı sermaye girişi gerçekleşmiştir. Latin Amerika'dan sonra en yüksek özel yabancı sermaye girişi Asya Ülkelerinde 415 milyar dolar, Orta Doğu ve Kuzey Afrika ülkelerinde 156 milyar dolar ve Orta ve Doğu Avrupa'da 144 milyar dolar

²² World Bank, a.g.e. , 2010, s.21

olarak gerçekleşmiştir. Bunlara karşılık, Bağımsız Devletler Topluluğunda yaklaşık 97 milyar dolar özel yabancı sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. (Grafik 4)

Üçüncü dönemde Orta Doğu ve Kuzey Afrika ülkeleri dışında yüksek miktarda artış olmuştur. Bu dönemde özel yabancı sermaye girişlerindeki en yüksek artış Asya ülkelerinde görülmüştür. Öyleki bu dönemde toplam özel yabancı sermaye girişi Asya ülkelerinde 618 milyar dolar, Doğu Avrupa ülkelerinde 515 milyar dolar, Bağımsız Devletler Topluluğu ülkelerinde 240 milyar dolar, Latin Amerika ülkelerinde 226 milyar dolar ve son olarak Orta doğu ve Kuzey Afrika ülkelerinde 14 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. (Grafik 4)

Son dönemde Bağımsız Devletler Topluluğu ülkelerinde özel yabancı sermaye girişlerinde yüksek miktarda düşüş görülmüştür. Öyleki 2007 yılında yaklaşık 130 milyar dolar sermaye girişine karşılık, 2008 yılında yaklaşık 96 milyar dolar sermaye çıkışı yaşanmıştır. Orta ve Doğu Avrupa’da 2008 yılında özel yabancı sermaye girişindeki azalma daha küçük iken 2009 yılındaki azalma daha hızlı olmuştur. Diğer taraftan Asya’da 2008 yılında sermaye girişinde hızlı bir azalma görülürken, 2009 yılında ise sermaye girişi artmıştır. Benzer şekilde Orta Doğu ve Kuzey Afrika ülkelerinde 2008 yılında sermaye girişindeki azalma daha düşük miktarda gerçekleşirken, 2009 yılında sermaye girişinde düşük miktarda artmıştır. (Grafik 4)

Özetle uluslararası özel sermaye yatırımları 1990’lı yıllarda Asya ülkeleri, 2000’li yıllarda Asya ve Orta ve Doğu Avrupa ülkelerine yönelmiştir. Diğer taraftan Dünya Bankası (2009)’a göre 2009 küresel finansal krizi nedeniyle uluslararası piyasalarda kredi koşullarında yaşanan sıkılaştırmadan yüksek cari açığa sahip ve bu nedenle yabancı sermayeye daha bağımlı olan ülkeler daha fazla etkilenmişlerdir. Cari açıkları GSYİH’in %10’undan fazla olduğu GOÜ’lerin üçte birinde yabancı sermaye girişleri durmuştur.²³ TCMB (2010)’a göre de mevcut durumda gelişmiş ülkelere kıyasla daha güçlü büyüme performansına ve daha yüksek faizlere sahip GOÜ’ler sermaye akımları açısından görece olarak daha cazip görülmektedir. Ancak, süregelen küresel kırılganlıklar ve buna bağlı olarak risk iştahında gözlenen dalgalanmaların söz konusu girişlerin sürekliliğini engelleyebileceği beklenmektedir.²⁴

4.2. Dış Borçlanma

Dış borç, bir ülkede yerleşik olmayan kişilerden bir sözleşmeye dayanarak sağlanmış olan kısa, orta ve uzun vadeli yükümlülüklerin toplamıdır.²⁵ Bir ülkenin bir dönemdeki cari işlemler dengesi ise, o ülkenin net dış varlıklarındaki değişimleri temsil eder. Eğer ülke cari işlemler fazlası veriyorsa borç veren konumunda, cari işlemler açığı veriyorsa borçlanan konumundadır.²⁶ Dolayısıyla dış borç ve cari

²³ World Bank, **Global Economic Prospects, Commodities at the Crossroads**, 2009, s.19-21

²⁴ TCMB, **Enflasyon Raporu**, 2010-III, s.22

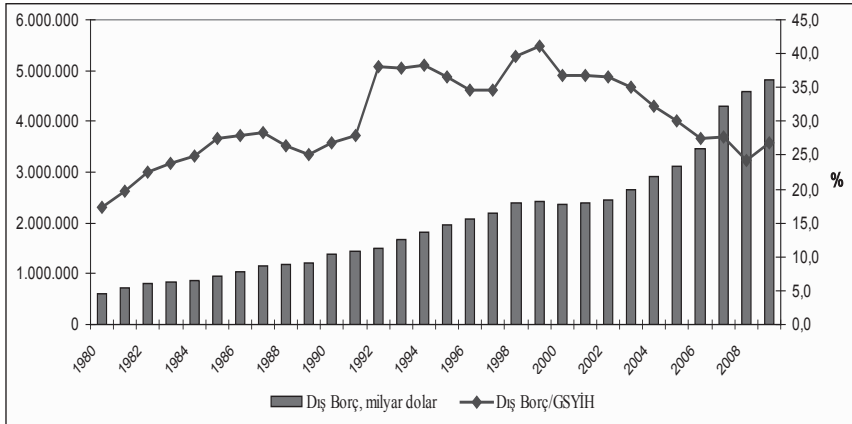
²⁵ Klein, M, Thomas, “External Debt Management: An Introduction”, **World Bank Technical Paper**, No: 245, Washington DC, 1994, s.56,

²⁶ Maurice Obstfeld and Keneth S. Rogoff, **Foundations of International Macroeconomics**, MIT Pres, 1996, s.5

işlem dengesi bir ülkenin dışarıya olan bağımlılığını göstermektedir. Cari işlemler dengesindeki açık, uluslararası rezervlerin değişmediği varsayımı altında dış borç miktarında artışlara neden olmaktadır.²⁷ Diğer taraftan cari işlem dengesindeki fazla uluslararası rezervlerin değişmediği varsayımı altında dış borç miktarında azalışa neden olacaktır.

Chenery ve Strout (1966)'ya göre GOÜ'ler dış borçlanmaya yurtiçi tasarruf-yatırım ve ihracat-ithalat açığını kapatmak için başvururlar. Bu tür bir borçlanma ekonomiye belli bir dönemde daha fazla harcama yapma imkânı sağlar. GOÜ'ler, temel neden olarak yurtiçi tasarrufların ve döviz gelirlerinin yetersiz olması nedeniyle dış borçlanmaya ihtiyaç duymaktadırlar. Dış borçlanma bir yandan yurtiçi kaynakların kullanılmasını kolaylaştırıcı ve yurtiçi tasarrufları teşvik edici bir rol oynarken, diğer yandan ekonomide üretilmeyen makine ve teçhizat ithalini kolaylaştırdığı ölçüde ekonominin teknoloji düzeyini yükseltici etkide bulunabilmektedir.²⁸

Grafik 5: GOÜ'lerde Dış Borçların Gelişimi, 1980-2009



Kaynak: World Economic Outlook Database, April 2010

Grafik 5'de GOÜ'lerin dış borçları sol eksenle miktar ve sağ eksenle GSYİH içerisindeki gelişimi olarak gösterilmektedir. GOÜ'lere dış borçlar miktar olarak 1980'lerden itibaren, 2000 yılı hariç (bir önceki yıla oranla %2,7 azalış olmuştur), sürekli yükselmiştir. Dış borçlar miktar olarak 1980-2009 döneminde ortalama olarak %7,5 artmıştır. Dış borçlardaki en yüksek artış 2007 yılında yaklaşık %24'dür.

GOÜ'lerde dış borçların GSYİH içindeki payı 1988-1989 ve 1994-1996 yıllarında bir önceki yıla göre azalmakla birlikte 1980'de %17,2'den 2001'de %36,7'ye yükselmiştir. Dış borç/GSYİH oranı 2002'den itibaren düşmeye başlayıp,

²⁷ Nejla, Adanur Aklan, "Dış Borçlanma, Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Etkin Bir Finansman Yöntemi midir?", www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/eatl/.disborclanma.doc, Çevrimiçi, 06.08.2010

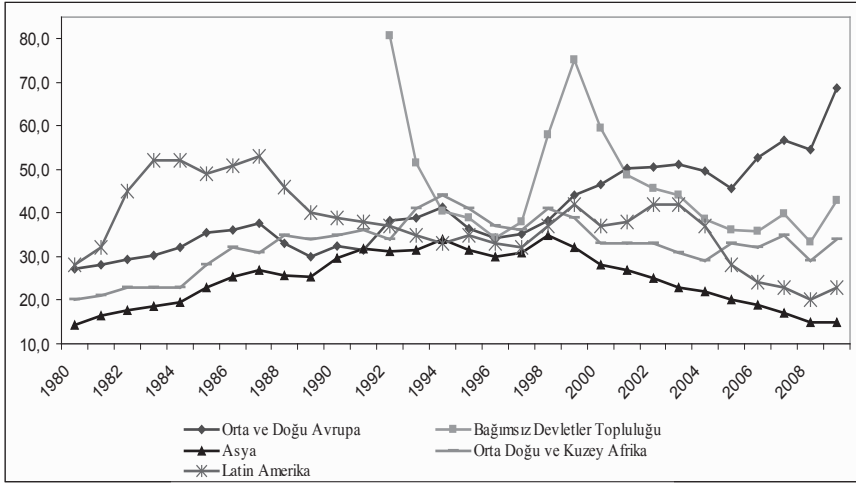
²⁸ Hüseyin Avni Egeli, Haluk Egeli, "Bir Geçiş Ekonomisi Olarak Kırgızistan'ın Dış Borçlarının Sürdürülebilirliği", **Sosyo Ekonomi**, Ocak-Haziran 2008-1, s.14

2008’de %24,2 olmuştur. Diğer taraftan küresel finans krizi ile birlikte dış borçların GSYİH içerisindeki payında yükselme gerçekleşmiştir. GOÜ’lerde özellikle 2000’li yıllarda dış borçlar miktar olarak artmasına rağmen GSYİH içerisindeki payı düşmüştür. Bu düşüş eğilimi GSYH’n dış borç artışından daha yüksek oranda arttığını göstermektedir. Benzer şekilde küresel finans krizinin etkisiyle GOÜ’lerde GSYİH büyüme oranlarının azalması, diğer taraftan krizle mücadele amacıyla uygulanan genişlemeci maliye politikaları sonucunda dış borçlar hem miktar hem de GSYH’ye oran olarak artış göstermiştir.(Grafik 5)

GOÜ’lerde grup olarak dış borçlarda yukarıda görülen eğilimden farklı olarak, ülke gruplarında farklı eğilimler ortaya çıkmıştır. Bu amaçla aşağıda Grafik 6’da GOÜ gruplarında dış borçların GSYİH içerisindeki gelişimi gösterilmektedir. Grafikte gözlemlendiği üzere GOÜ gruplarında dış borçların GSYİH içerisindeki gelişimini, iki döneme ayırarak daha iyi analiz edebiliriz. İlk dönem olarak dış borç/GSYİH oranında artışın olduğu 1980-2001 dönemi, ikinci dönem olarak ise dış borç/GSYİH oranında düşüşün olduğu 2002 sonrası dönem alınmıştır.

İlk dönemde, Latin Amerika’da dış borç/GSYİH oranı %42,1 olarak gerçekleşmiştir. Diğer ülke gruplarında dış borç/GSYİH oranı sırasıyla Orta ve Doğu Avrupa’da %37,5, Orta Doğu ve Kuzey Afrika’da %34,3, Asya’da %27,9 ve Bağımsız Devletler Topluluğu’nda (verileri 1992’de başlamakla birlikte) %25’dir. Görüldüğü gibi bu dönemde dış borçlardaki artış büyük oranda Latin Amerika ve Orta ve Doğu Avrupa’dan kaynaklanmaktadır. (Grafik 6)

Grafik 6: GOÜ Gruplarında Dış Borçların GSYİH İçerisindeki Gelişimi, 1980-2009



Kaynak: World Economic Outlook Database, April 2010

İkinci dönemde, sadece Orta ve Doğu Avrupa’da dış borç/GSYİH oranında önemli oranda artış görülmüştür. Orta ve Doğu Avrupa’da dış borç/GSYİH oranı 2001’de %50,3’den 2009’da %68,6’ya yükselmiştir. Diğer ülke gruplarında dış borç/GSYİH oranında 2009 yılı hariç önemli düşüşler görülmektedir. Dış borç/GSYİH oranı ortalama olarak Orta ve Doğu Avrupa’da %53,7, Bağımsız

Devletler Topluluğu'nda %39,5, Orta Doğu ve Kuzey Afrika'da %32, Latin Amerika'da %29,9 ve Asya'da %19,5'dir. Diğer bir ifadeyle 2002 sonrası dönemde GOÜ'lerde dış borçların GSYİH içerisindeki payının düşmesine en büyük katkıyı Asya ve Latin Amerika ülkeleri yaparken, Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri bu düşüşün hızını yavaşlatmıştır. (Grafik 6)

2009 yılında dış borç GSYİH oranı Asya ülkelerinde aynı kalırken, diğer ülke gruplarında önemli artışlar göstermiştir. Nitekim küresel ekonomik kriz sürecinde gelişmiş ülkelerin uygulamaya koyduğu geniş kapsamlı mali teşvik paketleri ve finansal kurtarma programları, bu ülkelerin kamu maliyesi dengelerinin hızlı bir şekilde kötüleşmesine neden olmuştur. Diğer taraftan, küresel iktisadi faaliyette yaşanan daralma sonucunda, gelişmiş ülkelerde daha belirgin olmak üzere, kamu gelirlerinde ortaya çıkan düşüşler, kamu mali açığının ve borç stokunun küresel ölçekte artmasında belirleyici bir rol oynamıştır.²⁹

4.3. Rezerv Varlıklar

Rezerv varlıklar³⁰, ülkenin parasal yetkilisi tarafından ülke ödemelerinin kontrolü ve ödemelerde ortaya çıkan dengesizliklerin dolaylı olarak döviz kurlarına müdahale yolu ile düzenlenmesine yönelik olarak kullanıma hazır olan dış varlıklardır.³¹ Cari işlemler ve sermaye hesapları ile net hata noksan kalemlerinin toplamı pozitif ise (döviz girişleri çıkıştan fazla ise) bu fazla rezervlere aktarılır. Söz konusu fazla ödemeler dengesi istatistiklerine eksi olarak girer ve rezerv artışlarına kaydedilir. Dolayısıyla ödemeler dengesi istatistiklerinde rezerv hareketlerinde eksi ifadesi rezervlerin artmakta olduğunu (ödemeler dengesindeki hesabın eksildiğini) ifade eder.³²

GOÜ'lerde 1998 yılından itibaren başlatılan döviz rezervi biriktirme politikası, IMF gözetiminde başarıyla uygulanmıştır.³³ GOÜ'ler kısmen kendi döviz kurlarının istikrarını savunmaya çalışmak ve sermaye akışlarında ansızın gerçekleşebilecek tersine akışlara karşı kendilerini korumak amacıyla döviz rezervlerini artırmaktadırlar.³⁴ Rezerv varlıklar yurtdışından borçlanmada teminat, güven sağlayıcı unsur; yurtiçinde ise bazı gereksinimlerde yeterlilik ölçüsü olarak kabul edilmektedir.³⁵ Bazı ülkelerde sağlam makroekonomik yönetim sorunları rezerv artışıında önemli bir rol oynamıştır. Yabancı sermaye girişlerindeki hızlı artış ve çok güçlü emtia gelirleri ülke ekonomilerinin verimli yatırım kapasitelerini

²⁹ TCMB, a.g.e., 2010, s.79

³⁰ Rezerv varlıklar; Parasal Altın Rezervleri, Özel Çekme Hakkı (SDR's), Fon Nezdindeki Rezerv Pozisyonu, Döviz Rezervleri ve Diğer Alacak Hakları'ndan oluşmaktadır. (TCMB, Ödemeler Dengesi...a.g.e.)

³¹ TCMB, **Ödemeler Dengesi...a.g.e.**

³² Yeldan, a.g.m., s.48-49

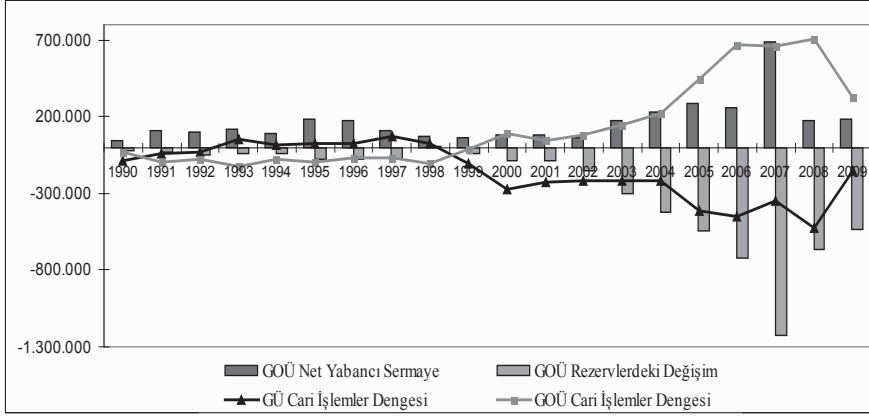
³³ Yaman Törüner, Açık Birikiminden Rezerv Birikimine, **Milliyet**, 20 Nisan 2009

³⁴ United Nations, a.g.e. , s.75

³⁵ TCMB, **Ödemeler Dengesi... a.g.e.**

aşmıştır. Bu durumda aşırı sermaye girişinin sterilize edilmesi rezerv birikiminin temel nedeni olmuştur.³⁶

Grafik 7: GOÜ'lerde Rezerv Birikimi, 1990-2009, Milyar dolar



Kaynak: World Economic Outlook Database, April 2010

GOÜ'lerde cari işlemler dengesi ve rezerv birikimindeki değişim Grafik 7'de gösterilmektedir. Görüldüğü üzere GOÜ'lerde cari işlemler fazlası ve net yabancı sermaye girişi ile rezerv birikimi arasında yakın bir ilişkinin olduğu görülmektedir. GOÜ'lerde 1999 sonrasında yüksek miktardaki cari işlemler fazlasına önemli miktarda yabancı sermaye girişi eşlik etmektedir. Bu süreçte rezerv birikimi 2002 yılından 2007 yılına kadar hızlı şekilde artmıştır. Diğer taraftan 2008 ve 2009 yıllarında GOÜ'lerde büyük ölçüde küresel finans krizinin etkisiyle özel yabancı sermaye girişinde, cari işlem fazlalarında ve rezerv varlıklarda önemli düşüşler görülmektedir.

Dünya Bankası (2010)'a göre 2000-2008 yılları arasında GOÜ'lerden yüksek gelirli ülkelere doğru net kredi akımı vardır. GOÜ'ler, gelişmiş ülkelerin kendilerine yatırdıkları tasarruflardan daha fazlasını yüksek gelirli ülkelere yönelik yatırımlarda kullanmışlardır.³⁷ Nitekim GOÜ'ler tarafından yapılan yoğun rezerv birikimi, 2002 yılından itibaren bu ülkelere negatif net sermaye akışına neden olmuştur. Çünkü GOÜ'lerdeki rezervler, genellikle gelişmiş ülkeler tarafından çıkarılan güvenli varlıklara yatırılmıştır. Bu güvenli özvarlıkların başlıca dayanak noktası ise dolara en güvenli erişimi sağlayan Amerikan hazine bonolarıdır.³⁸

Bu değişimin sonucunda GOÜ'ler grup olarak net sermaye ihracatçısı olmuşlar ve gelişmiş ülkelerde 2002 sonrası dönemde önemli bir yatırımcı sınıfı

³⁶ World Bank, a.g.e. , 2010, s.89

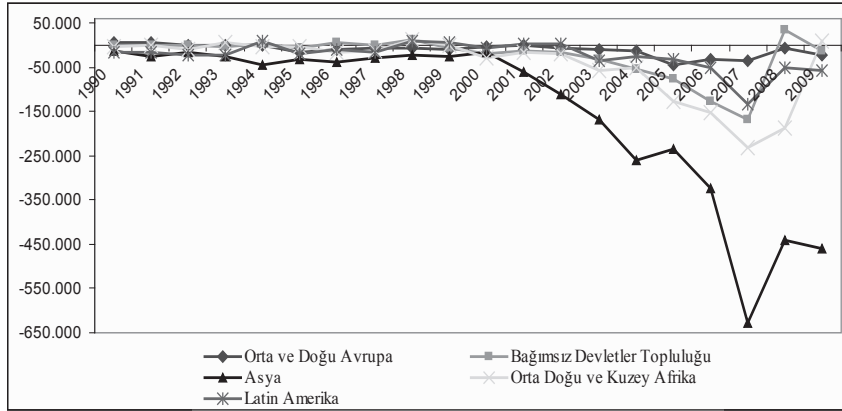
³⁷ World Bank, a.g.e. , 2010, s.8

³⁸ Paincheira, Juan Pablo, Finansallaşma Çağında Gelişmekte Olan Ülkeler: Açık Birikimden Rezerv Birikimine, çev. Sabriye Biçen, Finanskulüp, **Maliye ve Finans Yazıları**, Sayı 82, s.4

haline gelmişlerdir.³⁹ Öyleki rezerv birikimi 2001-2004 ve 2007’de net yabancı sermaye girişi ve cari işlemler fazlalarından daha yüksektir. GOÜ’lerde rezerv artışının yüksek miktarda olması, ülke dışına sermaye çıkışına neden olması sebebiyle GOÜ’lerde dış finansman olanaklarından gereğince faydalanamamalarına neden olmaktadır.

Diğer taraftan rezerv birikim süreci ülke gruplarında önemli miktarda farklılaşmaktadır. Aşağıda Grafik 8 bu farklılaşmayı daha iyi analiz etmemize yardımcı olacaktır.

Grafik 8: GOÜ Ülke Gruplarında Rezerv Birikimi, Milyar dolar, 1990-2009



Kaynak: World Economic Outlook Database, April 2010

Grafik 8’de görüleceği üzere rezerv birikimi özellikle Asya ülkelerinde çok yüksek miktardadır. Asya ülkelerinde özellikle 2001 sonrasında toplam 2,7 trilyon dolar rezerv birikimi gerçekleşmiştir. Öyleki diğer ülke gruplarının hepsinde 2001 sonrasında gerçekleşen toplam rezerv birikim sadece 1,9 trilyon Dolar’dır. Asya ülkelerinden sonra en yüksek rezerv birikimi Orta doğu ve Kuzey Afrika’da gerçekleşmiştir. En az rezerv birikimi ise Orta ve Doğu Avrupa ülkelerinde görülmektedir.

Yukarıda bahsedildiği gibi GOÜ’ler tarafından yapılan yoğun rezerv birikimi, 2002 yılından itibaren bu ülkelerden negatif net sermaye akışına neden olmuştur. Diğer taraftan sermayenin GOÜ’lerden gelişmiş ülkelere transferi Asya Merkez Bankalarının rezerv birikimi ve çoğunlukla petrol ihraç eden ülkelerdeki yatırım fonlarından kaynaklanmaktadır.⁴⁰ Dünya Bankası (2010)’a göre Çin ve petrol ihraç eden ülkeler dışarıda tutulduğunda GOÜ’ler hala sermaye ithalatçısı durumundadır. Sermaye yokluğu çeken birçok ülke için dış finansman yatırımları finansman için hayati bir kaynaktır.⁴¹

³⁹ Pazarbaşıoğlu, Ceyla, Goswami, Mangal ve Ree, Fack, “The Changing Face of Investors” **Finance and Development**, A Quarterly Magazine on the IMF, March 2007, Volume 44, Number 1,

⁴⁰ Pazarbaşıoğlu, a.g.e.

⁴¹ World Bank, **a.g.e.**, 2010, s.8

Sonuç

Cari işlemler açıkları, ülkenin yabancılara olan net yükümlülüklerinin kaynağını oluşturmaktadır. Cari işlemler dengesizliklerinin ulusal tasarruflar ile giderilemediği şartlarda, dış kaynaklara başvurulmaktadır. Bu bağlamda bakıldığında GOÜ'lerde cari işlem dengesi 2000 yılından itibaren önemli miktarda fazla vermiştir. Ülke grupları bazında cari işlem fazlaları, Orta Doğu ve Kuzey Afrika ve Bağımsız Devletler Topluluğu ülkelerinden kaynaklanmıştır. Yine Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri artan miktarda cari işlem açığı vermişlerdir.

Diğer taraftan cari işlem açığının bir ekonomi açısından önemli hale gelmesi, finanse edilemeyeceği beklentisinin oluşmasıyla ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle öncelikle cari açığın hangi kaynaklardan finanse edildiği önem taşımaktadır. Bu açıdan bakıldığında GOÜ'lerde cari işlem açıklarının finansmanında uluslararası özel yabancı sermaye yatırımları 1990 sonrasında ve özellikle 2000'li yıllarda önemli miktarda artmıştır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları hem 1990'lı yıllardaki ekonomik krizlerden fazla etkilenmemesi hem de yüksek miktarda ve istikrarlı olması nedeniyle cari işlem açıklarının finansmanında en büyük role sahiptir. Diğer taraftan portföy ve diğer yatırımlar hem istikrarsız hem de küçük miktarda gerçekleşmiştir. Uluslararası özel yabancı sermaye yatırımları ülke grupları bazında 1990'lı yıllarda Asya, 2000'li yıllarda ise sırayla Asya, Orta ve Doğu Avrupa ülkelerine yüksek miktarda yönelmiştir.

Cari işlem açıklarının finansmanında dış borçlanma miktar olarak sürekli artmakla birlikte, dış borçların GSYİH içerisindeki payı 1998 sonrasında azalmıştır. Dış borç/GSYİH oranında en yüksek azalış Asya, Orta doğu ve Kuzey Afrika ülkelerinde görülmüştür. Bunlara karşılık Orta ve Doğu Avrupa ülkelerinde dış borçların GSYİH içerisindeki payı artmıştır.

Diğer taraftan GOÜ'ler özellikle 2000'li yıllarda bir taraftan ekonomik krizlere karşı kendilerini korurken diğer taraftan tasarruf fazlası ve uluslararası özel yabancı sermaye yatırımlarındaki artışla birlikte önemli miktarda rezerv birikimi gerçekleştirmişlerdir. GOÜ'lerdeki rezerv birikiminin büyük çoğunluğu ise Asya ülkelerinden kaynaklanmaktadır. Ancak rezerv varlıkların gelişmiş ülkelerin özvarlıklarına yatırılması nedeniyle GOÜ'ler 2002 yılından itibaren negatif net sermaye akışına neden olmuştur. Diğer taraftan, Çin ve petrol ihraç eden ülkeler hariç tutulduğunda GOÜ'ler hala sermaye ithalatçısı durumundadır.

GOÜ'lerde genel olarak 2000 sonrası dönemde, daha önceki yılların aksine, önemli oranda uluslararası özel yabancı sermaye yatırımı, cari işlem fazlası ve dolayısıyla önemli oranda tasarruf fazlası gerçekleşmiştir. Ancak küresel ekonomi 2009 yılında derin bir ekonomik kriz yaşamıştır. Uluslararası ticarete görülen yavaşlama ve emtia fiyatlarında düşüş eğilimi cari işlem ve tasarruf fazlalarını azaltmıştır. Gelişmiş piyasalarda finansal piyasa denetim ve düzenlemelerinin artması ve risk iştahındaki azalma GOÜ'lere yönelik uluslararası özel yabancı sermaye yatırımlarını yavaşlatmıştır. Diğer taraftan GOÜ'lerin küresel ekonomik kriz sürecinde uygulamaya koyduğu geniş kapsamlı mali teşvik paketleri, finansal kurtarma programları ve küresel iktisadi faaliyette yaşanan daralma sonucunda kamu gelirlerinde ortaya çıkan düşüşler, kamu mali açığının ve borç stokunun artmasına neden olmuştur.

Sonuç olarak bir taraftan uluslararası özel yabancı sermaye yatırımları ve cari işlem fazlalarında görülen azalma, diğer taraftan borçlanma maliyetlerindeki artış GOÜ'ler için dış finansman kaynaklarının maliyetini arttıracaktır. Bu ekonomik ortamda GOÜ'lerin cari işlem açıklarını dış kaynak sağlayarak finanse etmesi zorlaşacaktır. Bu durumda dış finansman kaynaklarının azalması yurtiçi yatırımların azalması gerekliliğini ya da yurtiçi tasarrufların arttırılması gerekliliğini ortaya çıkarmaktadır. Bu nedenle ekonomik büyümeye zarar vermeden yurtiçi tasarrufları arttırıcı politikaların uygulanması önem taşımaktadır.

Kaynakça

- AKDİŞ, Muhammet “Cari Açık Kriz Habercisi mi?”,
<http://makdis.pamukkale.edu.tr/currentdeficit.htm>, Çevrimiçi, 05.08.2010
- AKTAN, Okan, “Uluslararası Finansman: Gelişmekte Olan Ülkeler Açısından Geçmiş ve Geleceği”, **İşletme ve Finans Dergisi**, Haziran 1993.
- ALOY, M.- Nancy, G., “Economic Growth and Debt Sustainability Under a Fixed Exchange Rate Regime”,
www.ceders.org/docman/task,doc_download/gid,40/
- AYDIN, Eren, “Cari Açık ve Sürdürülebilirliği”, Çevrimiçi: 29.12.2008,
- AYDIN, Faruk ve diğerleri, “Dış Ticarete Küresel Eğilimler ve Türkiye Ekonomisi”, TCMB Çalışma Tebliği, No:10/01, Ankara, Mart 2010, s.15,
- BAHARUMSHAH. A.Z.. Lau. E.,-S. Fountas, “On the Sustainability of Current Account Deficits: Evidence from Four ASEAN Countries”, **Journal of Asian Economics**. Vol:14, 2003, s. 465-487.
- BALASSA, Bela, “Financial Liberalization in Developing Countries”, **World Bank Working Papers**, WPS 55, September 1989, s.1-31
- CALVO., G. A. ve diğerleri, “Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Rol of External Factors”, **International Monetary Fund Staff Papers**, 40. 1. 1993, s.108-151
- CHINN, Menzie D., - Hiro, Ito, “Current Account Balances Financial Development and Institutions: Assaying the World Savings Glut”, **NBER Working Paper**, No. 11761, 2005, s.1-43.
- EDWARDS, S., “The End of Large Current Account Deficits, 1970-2002: Are There Lessons For The United States?”, NBER Working Papers, No: 11669, **National Bureau of Economic Research**, Inc, 2006, s.205-268
- EGELİ, Hüseyin Avni-Egeli, Haluk “Bir Geçiş Ekonomisi Olarak Kırgızistan’ın Dış Borçlarının Sürdürülebilirliği”, **Sosyo Ekonomi**, Ocak-Haziran 2008-1, s.1-25
- EĞİLMEZ, Mahfi, “Cari Açığın Finansmanı”, Radikal, Çevrimiçi: 20.12.2005
- ERDOĞAN, Seyfettin-Bozkurt Hilal, “Türkiye’de Cari Açığın Belirleyicileri: Mgarch Modelleri ile Bir İnceleme”, **Maliye Finans Yazıları**, Yıl 23, Sayı 84, Temmuz 2009, s.135-172
- EŞİYOK, B. Ali, “Türkiye Ekonomisinde Cari İşlemler Açığı” **Mülkiye**, Cilt: XXXII Sayı:258, s.87-134
- FREUND, Caroline, “Current Account Adjustment in Industrial Countries”, **Journal of International Money and Finance**, 24 (2005), s.1278-1299
- HERWARTZ, Helmut-Florian Siedenbug, “Determinants of Current Account Imbalancesin 16 OECD Countries: An Out-Of-Sample Perspective”, **Review of World Economics**, 143. (2) 2007, s.349-374.

- KLEIN, M, Thomas, “External Debt Management: An Introduction”, **World Bank Technical Paper**, No: 245, Washington DC, 1994, s.56,
- KREGEL, Jan, “External Financing for Development and International Financial Instability”, **G-24 Discussion Paper Series**, No. 32, October 2004, s.1-21
- MCGETTIGAN, Donal, “Current Account and External Sustainability in the Baltics, Russia, and Other Countries of the Former Soviet Union--Issues in Transition”, **IMF Occasional Paper**, No. 189, 2000, s.183-209.
- NEJLA, Adanur Aklan, “Dış Borçlanma, Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Etkin Bir Finansman Yöntemi midir?”,
www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/ead/.disborclanma.doc, Çevrimiçi, 06.08.2010
- OBSTFELD, Maurice-Rogoff, Keneth S., **Foundations of International Macroeconomics**, MIT Pres, 1996.
- PAINCHEIRA, Juan Pablo, “Finansallaşma Çağında Gelişmekte Olan Ülkeler: Açık Birikiminden Rezerv Birikimine”, çev. Sabriye Biçen, **Finanskulüp Maliye ve Finans Yazıları**, Sayı 82, s.1-13
- PAZARBAŞIOĞLU, Ceyla, ve diğerleri, “The Changing Face of Investors” **Finance and Development**, March 2007, Volume 44, Number 1.
- RADELET, S. and Sachs, “The Onset of the East Asian Financial Crisis”, **NBER Working Paper**, No. 6680, August 1998, s.1-81.
- SACHS, Jeffrey “The Current Account and Macroeconomic Adjustment in the 1970s”, **Brookings Papers on Economic Activity**, 1:1981, s.201-268
- SAMSON, Kwalingana-Nkun,a Onelie, “The Determinants of Current Account Imbalances in Malawi”, **Munich Personal RePEc Archive Paper**, No:14694, 2009, s.1-23.
- TCMB, “Ödemeler Dengesi Metodolojisi ve Türkiye Uygulaması”, http://www.tcmb.gov.tr/yeni/gen_sek/odemeler_dengesi.htm, Erişim Tarihi: 31.07.2010.
- TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, Mayıs 2010, Sayı 10
- TÖRÜNER, Yaman, “Açık Birikiminden Rezerv Birikimine”, **Milliyet**, Erişim Tarihi: 20 Nisan 2009
- UNCTAD, **Trade And Development Report 2008, Commodity Prices, Capital Flows and The Financing of Investment**, 2008, New York and Geneva.
- UNITED NATION, **World Economic and Social Survey 2005**, New York.
- WORLD BANK, **Global Economic Prospects,Commodities at the Crossroads**, 2009, Washington DC.
- WORLD BANK, **Global Economic Prospects, Crisis, Finance and Growth**, 2010, Washington DC.

-
- WU. J.L., “Mean Reversion of the Current Account: Evidence from the Panel Unit Root Test”, **Economic Letters**, Vol: 66, 2000, s.215-222.
- YELDAN, Erinç, “Türkiye Ekonomisinde Dış Açık sorunu ve Yapısal Nedenleri”, **Çalışma ve Toplum**. 2005/4,
- YILMAZ, Binhan Elif - Yaraşır, Sevinç “Türkiye’de ve OECD Ülkelerinde Tasarruf-Yatırım Açıkları ve Dış Kaynak İhtiyacı”, **Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi**, Yıl 2009, Cilt XXVII, Sayı II, s.97-128
- YURT, Emel Şahin, Senem, Çakmak, “Cari İşlemler Dengesi Sorunu ve Cari İşlemler Açığının Finansmanı” **Mülkiye**, 2008, Cilt: XXXII Sayı:260, s.57-88
- YÜKSELER, Zafer, “Makro Ekonomik Hesaplar ve Ödemeler Dengesi”, DPT, Haziran 1998

