

Türkiye'ye Yönelik Sermaye Akımları ve Ekonomik Büyüme

Sumru Öz†

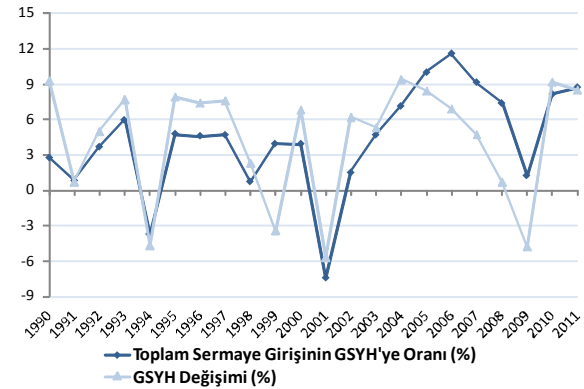
2008-09 küresel krizinin ardından Türkiye'ye yönelik kısa vadeli sermaye akımlarında hızlı bir artış oldu. 2011 yılına kadar Türk Lirasında bir değerlenme ve cari işlemler açığında hızlı bir artışın eşlik ettiği yabancı sermaye girişleri, gerek iktisatçılar arasında gerekse piyasalarda bu durumun sürdürülemez olduğu yolunda endişelere yol açtı.

Aslında yabancı sermaye girişlerinin, tasarruf ve yatırımların uluslararası dağılımının daha etkin olmasını ve risklerin paylaşılmasını sağlayarak ve finansal gelişime katkıda bulunarak ekonomik büyümeyi desteklediği kabul edilir. Türkiye'de de ekonomik büyümenin en önemli belirleyicisinin yurt dışından borçlanabilme kapasitesi olduğu savunuluyor [1]. Türkiye ekonomisinin yurt dışından borçlanabilme olanaklarının fazla olduğu dönemlerde iç talep artışı da görece olarak yüksek seyrediyor. Türkiye ekonomisinde, büyümenin motorunun iç talep büyümesi olduğu göz önüne alındığında [2], yabancı sermaye girişlerinin iç

talebi, dolayısıyla da ekonomik büyümeyi büyük ölçüde belirlediği ortaya çıkıyor.

Sermaye hareketlerinin serbest bırakıldığı 1990'lı yılların başından itibaren toplam sermaye girişlerinin[‡] GSYH'ye oranını ve GSYH değişimini veren Şekil 1, bu iki oran arasında gerçekten de bir paralellik olduğunu ortaya koyuyor. Şekil 1'den toplam sermaye girişinin GSYH'ye oranı ve GSYH değişimi arasındaki nedensellik ilişkisinin yönüne dair bir çıkarıma yapmak mümkün olmamakla beraber, bu iki oran arasındaki paralellik, sermaye girişlerinde ani bir geri dönüş, hatta sadece duraklamaya, ekonomik büyümede bir kesintinin eşlik edeceğine işaret ediyor.

Şekil 1. Türkiye'de Toplam Sermaye Girişlerinin GSYH'ye Oranı ve GSYH Değişimi (%)



Kaynak: WDI Online

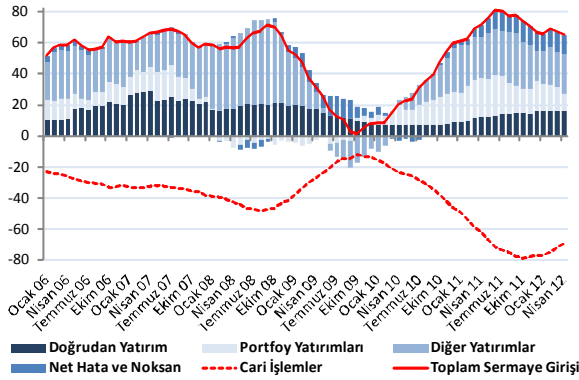
2008-09 krizi sonrasında Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinin kaygı yaratmasının bir başka nedeni de ağırlıklı olarak *portföy yatırımları* ile bankaların ve reel sektörün yurtdışından sağladığı kredilerden oluşan *diğer yatırımlar* gibi kısa vadeli sermaye akımlarından

[‡] Toplam sermaye girişi için TCMB Ödemeler Dengesi Analitik Sunum'da yer alan Finans Hesabı altındaki Yurtiçinde Doğrudan Yatırım ile Portföy ve Diğer Yatırımlar Hesabının Yükümlülükler kalemlerine ek olarak Türkiye özelinde ciddi miktarlara ulaşan Net Hata ve Noksan kalemi hesaba katılmıştır.

† Dr., Koç Üniversitesi-TÜSİAD EAF, soz@ku.edu.tr

oluşması ve *doğrudan yatırımların* kriz öncesine kıyasla azalmasıydı (Şekil 2).

Şekil 2. Aylar İtibarıyla Son Bir Yıllık Yabancı Sermaye Girişleri (milyar dolar)



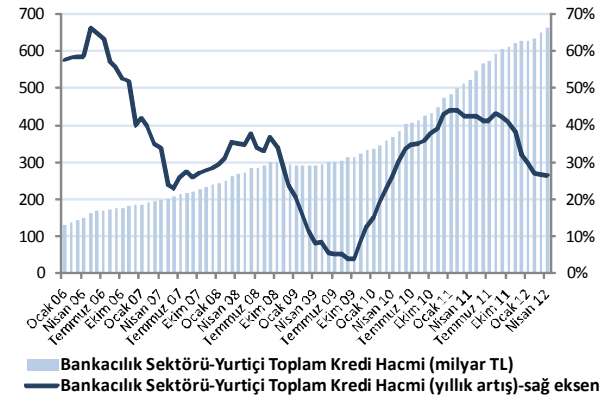
Kaynak: TCMB

Aylar itibarıyla son bir yıldaki toplam yabancı sermaye girişini bileşenlerine göre veren Şekil 2, 2008 Şubat ayındaeksiye dönen *portföy yatırımlarının* 2009 Ekim ayından itibaren artmaya başladığını ve 2011 yılı ortasında 26,7 milyar dolarla en yüksek düzeyine ulaştığını gösteriyor. *Diğer yatırımlar* şeklindeki sermaye akımları ise 2008-09 küresel krizinin hemen öncesinde ulaştığı 55 milyar düzeyine yaklaşmamakla beraber, 2011 yılı ortasında 34 milyar dolar oldu. Buna karşılık *doğrudan yabancı yatırımlar* küresel kriz öncesinde yılda 20 milyar dolar civarında seyrederken, 2011 ortalarında 10 milyar doları ancak aşılıyordu. Kısaca, 2011 yılı ortasında 70 milyar doları geçen cari işlemler açığının büyük ölçüde kısa vadeli sermaye girişleri ile karşılanıyor olması, piyasalarda Türkiye'ye yönelik endişeleri artırdı.

Aynı dönemde Türkiye ekonomisinin kırılganlığını artıran başka unsurlar da vardı [3]. Hızlı yabancı sermaye girişlerine bağlı olarak Türk lirası 2009 başına kıyasla reel olarak %15 değerlenmekle

kalmamış, aynı zamanda iç talep de hızla artmıştı. Buna bağlı olarak bankacılık sektörünün toplam kredi hacmindeki yıllık artış %40'ın üzerinde seyrediyordu (Şekil 3).

Şekil 3. Bankacılık Sektörünün Toplam Kredi Hacmi

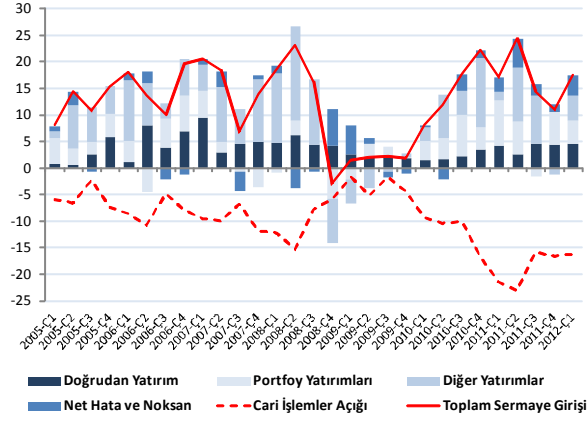


Kaynak: TCMB

Türkiye'ye gelen yabancı sermayenin büyük bir bölümünün bankaların ve reel sektörün yurtdışından sağladığı kredilerden oluşan *diğer yatırımlar* şeklinde olması bankaların artan iç talebi tüketici kredileri ile karşılamasını mümkün kılıyordu. İç talebin bir bölümünün ithal mallara yönelmesi ise cari işlemler açığını daha da yükselterek, Türkiye ekonomisinin bu en hassas alanında kırılganlığını artırdı.

Tüm bu gelişmeler ekonominin fazla ısındığına yönelik beklentilerin oluşmasına, dolayısıyla Türkiye'yi gelişmiş ülkelerde faiz artırımını ve sermaye akımlarının aniden durması gibi dış şoklara veya mali sıkılaştırma gibi politika değişikliklerine karşı hassas bir hale getirdi. Nitekim 2011 Ağustos'unda Avrupa borç krizinin Yunanistan, İrlanda ve Portekiz'le sınırlı kalmayıp İspanya, İtalya, hatta Fransa gibi daha büyük AB ekonomilerine yayılacağı endişesi ile küresel beklentilerin bozulması, ilk etapta Türkiye'ye yönelik portföy yatırımlarını etkiledi (Şekil 4).

Şekil 4. Çeyrekler İtibarıyla Türkiye'ye Yönelik Yabancı Sermaye Akımları (milyar dolar)



Kaynak: TCMB

Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerindeki yakın dönem gelişmelerini daha iyi yansıtabilmek için çeyrekler itibarıyla yabancı sermaye akımlarını veren Şekil 4, 2011 yılı üçüncü çeyreğinde portföy yatırımlarında 1,5 milyar dolarlık bir çıkış olduğunu gösteriyor. Ancak küresel çapta beklentilerin sürekli değişmesi ve Türkiye'nin cari işlemler açığındaki artış eğiliminin durması ile birlikte dış kırılganlığının azalmakta olduğu algısı, portföy yatırımlarındaki çıkışın bir çeyrekle sınırlı kalmasını sağlamış görünüyor. Öyle ki 2011'in son ve 2012'nin ilk çeyreklerinde bu tür yatırımlarda sırasıyla 6 ve 4,4 milyar dolar tutarında giriş oldu.

Bankaların ve reel sektörün yurtdışından sağladığı kredilerden oluşan diğer yatırımlar kaleminde ise 2011 yılının son çeyreğinde yaşanan 1,1 milyar dolarlık çıkışın ardından 2012'nin ilk çeyreğinde 4,6 milyar dolarlık bir giriş görüldü. Nisan 2012'ye ait son verilere göre bu kaleminde aylık giriş 5 milyar dolara yaklaştı.

2011 ortasından itibaren Türkiye'ye yönelik yabancı sermaye akımlarında yaşanan en olumlu gelişme ise doğrudan yabancı yatırımların

yeniden artmaya başlaması oldu. 2008-09 krizi sırasında son 12 ay toplamı 7 milyar dolara kadar düşen doğrudan yabancı yatırımlar, 2011 sonundan itibaren 16 milyar dolar civarında seyrediyor (Şekil 2). Ekonominin dış şoklara ve politika değişikliklerine karşı kırılganlığını arttırdıkları göz önüne alındığında portföy yatırımları ve diğer yatırımlar gibi kısa vadeli sermaye girişlerinde son bir yılda yaşanan düşüşü de olumlu bir gelişme olarak değerlendirmek mümkün. Son zamanlarda Türkiye'ye yönelik sermaye akımlarında yaşanan en olumsuz gelişme ise cari işlemler açığının yıllık 10 milyar doları aşan bir bölümünün, kaynağı belirsiz bir finansman türü olan net hata ve noksan kalemi ile karşılanması oldu diyebiliriz.

Sonuç olarak, Türkiye'de ekonomik büyüme iç değil dış tasarruflara dayandığı sürece, büyüme hızının büyük ölçüde oynaklık gösteren yabancı sermaye girişleri tarafından belirlenmesi kaçınılmaz görünüyor. Dolayısıyla, ekonomik büyümenin daha istikrarlı bir seyir izlemesi için yurtiçi tasarrufları teşvik eden ve yabancı sermayenin en istikrarlı türü olan doğrudan yabancı yatırımların payını artıracak şekilde yatırım ortamını iyileştiren politikaları sürdürmek gerekiyor. Portföy yatırımları ve diğer yatırımlar gibi kısa vadeli sermaye girişlerindeki oynaklığın ekonomik büyümede dalgalanmalara yol açmasını önlemek içinse Merkez Bankası'nın uluslararası rezervleri daha etkin kullanması yararlı olabilir. Özellikle kısa vadeli sermaye girişlerinde önümüzdeki dönemde yeniden bir artış yaşanması durumunda atılması gereken en öncelikli adım, Merkez Bankası'nın uluslararası rezervleri Türkiye'ye yönelik kısa vadeli sermaye girişlerinde ciddi bir azalmanın başladığı 2011

ortalarına kıyasla daha yüksek bir düzeye çıkarması gibi görünüyor. Bu sayede Türk Lirasının yeniden bir değerlendirme sürecine girmesi ve iç talebin ithal mallara yönelmesi bir ölçüde engellenerek cari işlemler açığının sürdürülemez boyutlara ulaşması önenebilir. Böylece iç ve dış piyasalarda makroekonomik ve finansal istikrara ilişkin endişelerin oluşması engellenmiş olur. Bu açıdan piyasaların dikkate aldığı kısa vadeli dış borçların rezervlere oranı gibi göstergelerin 2011 ortalarında IMF tarafından saptanmış ihtiyati değerlerin alt sınırında seyretmesinin piyasalardaki tedirginliği artırdığı göz önüne alınmalı. Ayrıca, piyasaların ekonominin dış şoklara karşı kırılganlığının arttığına dair olumsuz beklentilere girmesinin önünü kesmek için kısa vadeli yabancı sermaye girişlerinin bir başka sonucu olan bankacılık sektörünün kredi hacmindeki aşırı büyümenin 2011'e kıyasla daha erken dizginlenmesi de gerekiyor.

Kaynaklar

- [1] Kumcu, E., 2008, "Dışarıdan borçlanabildikçe büyürüz", Hürriyet Gazetesi - 14 Aralık 2005
- [2] Kumcu, E., 2008, "Ekonomik büyüme iç talep büyümesine bağlı", Hürriyet Gazetesi - 27 Mart 2008
- [3] Blaszkiewicz-Schwartzman, M. ve S. Öz, 2012, "External Vulnerability and Crises: The Role of Capital Flows and Sudden Reversal - The Case of Turkey", ERF Research Report 12-01
- [4] TCMB İstatistik Veriler (EVDS)