

Sıcak Para Akımları, Dış Borçlar ve Reel Kur

Erinç Yeldan, 9 Mart 2005

“Sıcak para” (kısa vadeli yurt dışı finansal sermaye) neden Türkiye’ye akıyor? Geçen haftaki yazımızda, Türkiye’nin bir “yeni yükselen piyasa” olarak yurt dışı finans piyasalarına yüksek oranlı spekülâtif finansal arbitraj geliri sunduğunu ve böylece büyük hacimli sıcak para akımlarını çekebildiğini vurgulamış idik. Bu yazıda bu tür akımların içerdiği istikrarsızlık unsurlarını teknik düzeyde tartışmaya devam etmek istiyorum.

Uluslararası finans piyasalarında en yüksek getiriyi elde etme arzusunda olan bir yabancı finansal yatırımcı açısından konuyu düşünecek olursak, önümüzdeki hesap kabaca şu şekildedir: Eldeki 1 dolarlık döviz dönem başında ulusal paraya (Türk Lirasına) verili döviz kurundan çevirip, TL bazında en yüksek getiriyi sağlayan finansal araçlarda değerlendirdikten sonra, vade sonunda elde edilen geliri tekrardan dövizde çevirip Türkiye dışına çıkıldığında “net” kazanç ne kadar olacaktır?

Bu işlem boyunca uluslararası spekülâtörün finansal geliri Türkiye’deki faiz haddi yükseldikçe artacak, TL’nin yabancı para karşısında değer kaybetmesi durumunda da gerileyecektir. TL bazındaki faiz oranını R , döviz kurundaki (TL/\$) artış oranını da E olarak gösterirsek, finansal arbitraj oranı $[(1+R)/(1+E)]-1$ olarak tanımlanmaktadır.

Bu şekilde uyarılan yurt dışı kökenli kısa vadeli finansal sermaye (sıcak para) hareketleri, Türkiye’nin sağladığı finansal arbitraj getirisi korunduğu müddetçe ulusal mali piyasalara akmaya devam edecektir. Ancak bu tür sermaye akımları özü itibariyle mali piyasalarda kırılğanlıklar yaratan unsurla içermektedir ve zaman içinde ulusal ekonomide yeni risklerin doğmasına yapısal zemin hazırlamaktadır. Söz konusu kırılğanlıkların en önemli göstergelerini ise, artan dış ticaret ve cari işlemleri açıkları ile “kısa vadeli dış borçların merkez bankası döviz rezervleri karşısındaki yükselen oranları” oluşturmaktadır.

Aşağıdaki tabloda, Türkiye’de 2001 sonrası dönemde yukarıdaki formüle göre hesaplanan finansal arbitraj geliri ile dış borç stoku ve kısa vadeli dış borç stokunun merkez bankası brüt döviz rezervlerine oranı verilmektedir. Son sütunda da toptan eşya fiyatlarıyla indirgenmiş olan reel döviz kuru değeri sunulmaktadır.

Finansal Getiri Oranları, Dış Borçlar ve Reel Kur

	Spekülatif Finansal Getiri (%)	Dış Borç Stoku (Milyar \$)	Kısa Vadeli Dış Borç Stoku (Milyar \$)	Kısa Vadeli Dış Borç Stoku / Merkez Bankası Brüt Döviz Rezervleri (%)	Reel Döviz Kuru ^a (TL/\$, 2001 = 100)
2001	7.0	113.9	16.4	86.8	100.0
2002	31.8	130.3	16.4	60.7	83.1
2003	45.3	145.8	23.0	68.2	66.3
2004	33.3	153.2 ^b	29.3 ^b	81.4	55.4

Kaynak: TC Merkez Bankası Veri Dağıtım Sistemi (www.tcmb.gov.tr)

a. Yıl sonu değeri.

b. 3. Çeyrek itibariyle

Hesaplarımıza göre, Türkiye 2001-sonrasında uluslararası finans piyasalarına yıllık bazda ortalama yüzde 30-45 arasında spekülatif kazanç sunmuş durumdadır. Söz konusu spekülatif arbitrajın bir ayağını yüksek reel faizler oluştururken, bir diğer unsuru da TL'nin yabancı paralar (özellikle ABD doları) karşısındaki reel değerlenmesinden kaynaklanmaktadır. Eğer döviz kurunun 2001-sonu reel değeri 100 kabul edilirse, 2004 sonu değeri 55.4'e gerilemiş gözükmektedir. Yani, ABD'de yaşanmakta olan enflasyonu göz ardı edersek, 2001'den 2004'e doların TL karşısındaki reel değeri neredeyse yarı yarıya azalmış konumdadır.

Öte yandan söz konusu dönemde Türkiye'nin dış borçları 113.9 milyar dolardan, 153.2 milyar dolara yükselmiştir. Bu arada kısa vadeli dış borç stoku da neredeyse iki misline ulaşmış, merkez bankasının döviz rezervlerine oranı olarak da tekrardan yükselme eğilimine girmiştir. 2001 sonunda yüzde 60.7 düzeyinde olan bu oran, 2004 sonu itibariyle 20 puan yükselerek yüzde 81'e çıkmıştır. Bu oranın yüksekliği uluslararası spekülatörler tarafından önemli bir kırılma göstergesi olarak kabul edilmektedir.

Türkiye son üç yıldır uluslararası finans piyasalarında giderek artan hacimlerde kısa vadeli dış borç biriktiren bir ekonomi görünümündedir. Sürekli olarak yüksek finansal arbitraj getirisi ile uyarılan sıcak para akımları, ulusal mali piyasaların kırılma eğilimini arttırmakta ve ulusal ekonomi için potansiyel istikrarsızlık unsurlarını beslemektedir.