

T.C.
NUH NACİ YAZGAN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

ÖZEL SEKTÖR DIŞ BORÇLANMASI ÜZERİNDE ETKİLİ
OLANBAZI TEMEL MAKROEKONOMİK
GÖSTERGELERİN ANALİZİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Yüksek Lisans Tezi

Hazırlayan
Melek KIDEMLİ

Danışman
Dr. Öğr. Üyesi Dilek SÜREKÇİ YAMAÇLI

Mayıs 2018
KAYSERİ

T.C.
NUH NACI YAZGAN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

ÖZEL SEKTÖR DIŞ BORÇLANMASI ÜZERİNDE ETKİLİ
OLANBAZI TEMEL MAKROEKONOMİK
GÖSTERGELERİN ANALİZİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Yüksek Lisans Tezi

Hazırlayan
Melek KIDEMLİ

Danışman
Dr. Öğr. Üyesi Dilek SÜREKÇİ YAMAÇLI

Mayıs2018
KAYSERİ

BİLİMSEL ETİĞE UYGUNLUK

Bu çalışmadaki tüm bilgilerin, akademik ve etik kurallara uygun bir şekilde elde edildiğini beyan ederim. Aynı zamanda bu kural ve davranışların gerektirdiği gibi, bu çalışmanın özünde olmayan tüm materyal ve sonuçları tam olarak aktardığımı ve referans gösterdiğimi belirtirim.

Melek KIDEMLİ

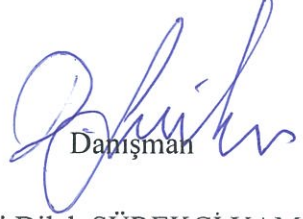


YÖNERGEYE UYGUNLUK ONAYI

“Özel Sektör Dış Borçlanması Üzerinde Etkili Olan Bazı Temel Makroekonomik Göstergelerin Analizi: Türkiye Örneği” adlı Yüksek Lisans Tezi Nuh Naci Yazgan Üniversitesi Lisansüstü Tez Yazım Yönergesi’ne uygun olarak hazırlanmıştır.


Hazırlayan

Melek KIDEMLI


Danışman

Dr. Öğr. Üyesi Dilek SÜREKÇI YAMAÇLI



İktisat ABD Başkanı

Prof. Dr. Emine KILAVUZ

KABUL ve ONAY SAYFASI

Dr. Öğr. Üyesi Dilek SÜREKÇİ YAMAÇLI danışmanlığında Melek KIDEMLİ tarafından hazırlanan “Özel Sektör Dış Borçlanması Üzerinde Etkili Olan Bazı Temel Makroekonomik Göstergelerin Analizi: Türkiye Örneği” adlı bu çalışma jürimiz tarafından Nuh Naci Yazgan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalında **yüksek lisans** tezi olarak kabul edilmiştir.

23 / 05 / 2018

JÜRİ:

Danışman : Dr. Öğr. Üyesi Dilek SÜREKÇİ YAMAÇLI

Üye : Prof. Dr. Mustafa Saatar

Üye : Prof. Dr. Ekrem Erdem

(Handwritten signatures of the jury members)

ONAY :

Bu tezin kabulü Enstitü Yönetim Kurulunun 20.06.2018 tarih ve 22-1/ sayılı kararı ile onaylanmıştır

20 / 06 / 2018

Doç. Dr. Onur GÖZBAŞI

Enstitü Müdürü



TEŞEKKÜR

Tezin hazırlanmasında desteği ve rehberliği ile beni yönlendiren, bilgisini ve yardımlarını esirgemeyen çok değerli hocam ve tez danışmanım Dr. Öğr. Üyesi Dilek Sürekçi Yamaçlı'ya, yüksek lisans ders sürecinde emeği geçen değerli hocalarım Prof. Dr. Mustafa Saatçi ve Prof. Dr. Emine Kılavuz'a, tez hazırlama sürecinde değerli önerilerini esirgemeyen saygıdeğer Prof. Dr. Ekrem Erdem'e sonsuz teşekkürlerimi ve saygılarımı sunarım.

Her zaman destekleriyle yanımda olan aileme ve değerli Aysel Dünder'a gönülden teşekkür ederim.

Melek KIDEMLİ

ÖZEL SEKTÖR DIŞ BORÇLANMASI ÜZERİNDE ETKİLİ OLAN BAZI TEMEL MAKROEKONOMİK GÖSTERGELERİN ANALİZİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Melek KIDEMLİ

**Nuh Naci Yazgan Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü
Yüksek Lisans Tezi, Mayıs, 2018
Danışman: Dr. Öğr. Üyesi Dilek SÜREKÇİ YAMAÇLI**

ÖZET

Türkiye’de özellikle 2000 yılı sonrasında toplam dış borçlanmada özel sektörün payının arttığı görülmektedir. Bu kapsamda çalışma, 2000-2016 dönemine ait çeyrek yıllık verileri kullanarak, özel sektör dış borçlanmasının nedenlerini bazı makroekonomik göstergeler kapsamında analiz etmektedir. Analizde kullanılan değişkenler; özel sektör toplam, kısa ve uzun vadeli dış borç stoku/GSYH, bütçe dengesi/GSYH, yurtiçi faiz oranı, yurtdışı faiz oranı (LIBOR), reel efektif döviz kuru, sabit sermaye yatırım harcamaları/GSYH, ihracat/GSYH ve ithalat/GSYH miktarları ve Borsa İstanbul-100 İşlem Hacmi/GSYH göstergesidir. Özel sektör dış borçlanması toplam, kısa ve uzun dönem olmak üzere üç modelle incelenmiştir. Uygulama yöntemi olarak Gecikmesi Dağıtılmış Otopregresif Model (ARDL) ve Hata Düzeltme Modeli (ECM) kullanılmıştır. Her üç modelin sonuçları değişkenler arasında kısa ve uzun dönemli ilişkilerin varlığını ortaya koymuştur. Hata Düzeltme Modeli sonuçlarına göre, Model 2 ve Model 3 için hata düzeltme mekanizması işlemektedir. Model 1’e göre yurtiçi faizdeki artış özel sektör toplam dış borçlanmasını olumsuz etkilemektedir. Reel efektif döviz kuru ile özel sektör toplam dış borçlanması arasında ise pozitif yönlü ilişki belirlenmiştir. Bununla birlikte iç ekonomik istikrar göstergesi olan BİST-100 göstergesi ile özel sektör toplam dış borçlanması arasında pozitif yönlü ilişki gözlenmiştir. Model 1’deki diğer değişkenlerin katsayıları ise istatistikî olarak anlamlı bulunamamıştır. Model 2’ye göre, bütçe dengesi, döviz kuru, sabit sermaye yatırım harcamaları, ithalat ile özel sektör kısa vadeli dış borçlanması arasında pozitif yönlü ilişki vardır. Bütçe açığı ortaya çıktığı zaman özel sektör kısa vadeli dış borçlanmasında da artış gözlenmiştir. Bununla birlikte reel efektif döviz kurundaki artış yani Türk Lirasındaki değerlenme kısa dönemde de özel sektör toplam dış borçlanmasını artırmaktadır. Sabit sermaye yatırım harcamaları, yine özel sektör kısa vadeli dış borçlanmasını artırmaktadır. Model 2 bu anlamda, sabit sermaye yatırım harcamaları

arttığı için özel sektör kısa vadeli dış borçlanmasının arttığını göstermiştir. İthalat arttıkça özel sektörün dış tasarruf ihtiyacı artmakta ve kısa vadeli kaynak kullanımı da yükselmektedir. Dolayısıyla ithalatın azalması özel sektör kısa vadeli dış borçlanmasını azaltacaktır. LIBOR (yurtdışı faiz oranı) ile özel sektör kısa vadeli dış borçlanması arasında negatif yönlü ilişki bulunmuştur. Yurtdışı faiz oranı arttıkça özel sektör uzun vadeli dış borçlanması azalmaktadır. Yurtiçi faiz oranı, ihracat, BİST-100 değişkenleri istatistikî olarak uzun dönemde anlamlı bulunamamıştır. Model 3’te, reel efektif döviz kuru artışı ile özel sektör uzun vadeli dış borçlanması arasında zayıf ve ters yönlü ilişki vardır. Yurtdışı faiz oranı, yurtiçi faiz oranı, BİST-100, sabit sermaye yatırım harcamaları, ihracat ile özel sektör uzun vadeli dış borçlanması arasında pozitif yönlü ilişki bulunmuştur. Model 3’e göre özel sektör uzun vadeli dış borçlanmaya özellikle sabit sermaye yatırım harcamaları, ihracatın finansmanı ve iç ekonomik istikrara bağlı olarak başvurmaktadır. Bununla birlikte yurtdışı faiz oranı da özel sektör dış borçlanmasında etkili olan bir diğer değişkendir.

Anahtar Kelimeler: Özel Sektör Toplam Dış Borçlanması, Özel Sektör Kısa Vadeli Dış Borçlanması, Özel Sektör Uzun Vadeli Dış Borçlanması, Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif Model (ARDL), Hata Düzeltme Modeli (ECM).

**ANALYSIS OF SOME MAIN MACROECONOMIC INDICATORS
THAT ARE EFFECTIVE ON PRIVATE SECTOR EXTERNAL DEBT:
TURKEY SAMPLE**

Melek KIDEMLİ

**Nuh Naci Yazgan University, Graduate School of Social Sciences
M.Sc. Thesis, May, 2018
Supervisor: Assist. Prof. Dr. Dilek SÜREKÇİ YAMAÇLI**

ABSTRACT

It's seen that the share of private sector in total external debt increased especially after the year 2000 in Turkey. In this context, the study analyzes the causes of private sector external debt within some macroeconomic indicators by using quarterly data in the period 2000-2016. Variables used in analysis are private sector total, short and long term external debt stock/GDP, budget balance/GDP, domestic interest rate, foreign interest rate (LIBOR), real effective exchange rate, fixed capital investment expenditures/GDP, quantity of export/GDP and import/GDP and Stock Exchange Istanbul-100 operation volume/GDP. Private sector external debt has been examined with three models; total-due, short-range and long-range debt. Auto-Regressive Distribution Lag Model (ARDL) and Error Correction Model (ECM) were used as the implementation method. The results of all three models revealed the existence of short term and long term relationships among variables. According to the Error Correction Model results, error correction mechanism is operating for Model 2 and Model 3. According to Model 1, the increase in domestic interest negatively affects the total external debt of the private sector. A positive relationship was determined between the real effective exchange rate and the private sector total external debt. However, a positive correlation was observed between the BIST-100 indicator, which is indicative of domestic economic stability, and the private sector total external debt. The coefficients of the other variables in Model 1 were not statistically significant. According to Model 2, there is a positive relationship between budget balance, exchange rate, fixed capital investment expenditures, imports and private sector short term external debt. When the budget deficit emerged, an increase was observed in private sector short term external debt. In addition to this, the increase in the real effective exchange rate, that is, the appreciation of the Turkish Liras, has been increased the total external debt of the private sector in the short term. Fixed capital investment

expenditures also increase the short term external debt of the private sector. In this sense, Model 2 shows that short term external debt of the private sector has increased as fixed investment expenditures have increased. As imports increase, external savings requirement of the private sector increase and short term resource utilization also increases. Therefore, the decrease in imports will reduced the short term external debt of the private sector. There was a negative correlation between LIBOR (foreign interest rate) and private sector short term external debt. As the foreign interest rate increases, private sector long term external debt decreases. Variables of domestic interest rate, exports, BIST-100 couldn't find statistically meaningful in the long run. In Model 3, there is a weak and adversely relation between the real effective exchange rate increase and the private sector long term external debt. A positively relation has been found between foreign interest rate, domestic interest rate, BIST-100, fixed capital investment expenditures, exports and private sector long term external debt. According to Model 3, the private sector long term external debt is resorted based on in particular fixed capital investment expenditures, financing of export and internal economic stability. However, the foreign interest rate is another variable that is effective in private sector external debt.

Key Words: Private Sector Total External Debt, Private Sector Short Term External Debt, Private Sector Long Term External Debt, Auto Regressive Distribution Lag Model (ARDL), Error Correction Model (ECM).

İÇİNDEKİLER

ÖZEL SEKTÖR DIŞ BORÇLANMASI ÜZERİNDE ETKİLİ OLAN BAZI TEMEL MAKROEKONOMİK GÖSTERGELERİN ANALİZİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

	Sayfa
BİLİMSEL ETİĞE UYGUNLUK.....	i
YÖNERGEYE UYGUNLUK ONAYI	ii
KABUL ve ONAY SAYFASI.....	iii
TEŞEKKÜR	iv
ÖZET	v
ABSTRACT	vii
İÇİNDEKİLER	ix
TABLolar	xii
GRAFİKLER.....	xiv
KISALTMALAR.....	xv
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM:

DIŞ BORÇLANMANIN KAVRAMSAL OLARAK İNCELENMESİ

1.1. Dış Borçlanma Kavramı.....	4
1.2. Dış Borçlanmanın Türleri	7
1.2.1. Vadelerine Göre Dış Borçlar	7
1.2.2. Alındığı Kaynağa Göre Dış Borçlar	8
1.2.3. Finansman Türlerine Göre Dış Borçlar	9
1.2.3.1. Proje- Program Kredileri	9
1.2.3.2. Bağlı ve Serbest Krediler	10
1.2.3.3. Satıcı Kredileri.....	11
1.2.3.4. Borç Ertelemeleri ve Röfinansman Kredileri	12
1.2.4. Borç Alan Kuruluşun Statüsüne Göre Dış Borçlar	12

1.2.5. Döviz Türüne Göre Dış Borçlar	13
1.3. Dış Borçlanma ve Sürdürülebilirlik Göstergeleri.....	14
1.4. Dış Borç Yönetimi ve Risklerden Korunma.....	15
1.5. Dış Borçlara İlişkin İktisat Okullarının Görüşleri ve Hipotezler	21
1.5.1. İktisat Okullarının Görüşleri	21
1.5.1.1. Klasik Görüş	21
1.5.1.2. Neo-Klasik Görüş	23
1.5.1.3. Keynesyen Görüş.....	24
1.5.1.4. Paracı İktisadi Görüş	25
1.5.1.5. Yeni Klasik Görüş	26
1.5.1.6. Yeni Keynesyen Görüş.....	27
1.5.1.7. Arz Yönlü İktisadi Görüşü	28
1.5.2. İkiz Açık ve Üçüz Açık Hipotezleri	28

İKİNCİ BÖLÜM:

TÜRKİYE'DE ÖZEL SEKTÖR DIŞ BORÇLANMASI VE GELİŞİMİ

2.1. Türkiye'nin Dış Borçlanmasında Özel Sektör Dış Borç Stoku	33
2.2. Türkiye'de Özel Sektör Dış Borçlanmasının Türleri.....	39
2.2.1. Vadelerine Göre Özel Sektör Dış Borçlanması	40
2.2.2. Borç Alan Kuruluşa Göre Özel Sektör Dış Borçlanması	41
2.2.3. Borç Alınan Kaynağa Göre Özel Sektör Dış Borçlanması.....	43
2.2.4. Döviz Türüne Göre Özel Sektör Dış Borçlanması	49
2.3. Türkiye'de Özel Sektör Dış Borçlanması ve Bazı Temel Makroekonomik Göstergeler ile Arasındaki İlişkiler	51
2.3.1. Bütçe Dengesi.....	52
2.3.2. Faiz Oranları	54
2.3.3. Döviz Kuru.....	55
2.3.4. Sabit Sermaye Yatırım Harcamaları	57
2.3.5. İhracat ve İthalat Oranları.....	59
2.3.6. BİST-100 Göstergesi	62

2.4. Literatür İncelemesi	63
---------------------------------	----

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM:

ÖZEL SEKTÖR DIŞ BORÇLANMASINI ETKİLEYEN MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER ÜZERİNE EKONOMETRİK MODEL UYGULAMASI

3.1. Çalışmanın Amacı ve Önemi	71
3.2. Araştırmada Kullanılan Yöntemlerin Tanımlanması	72
3.2.1. Durağanlık Testleri	72
3.2.1.1. Augmented Dickey-Fuller (ADF) Testi	73
3.2.1.2. Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS) Testi.....	74
3.2.2. Auto-Regressive Distribution Lag (ARDL) Analizi ve Hata Düzeltme Modeli (ECM)	75
3.3. Araştırmada Kullanılan Değişkenlerin Tanımlanması	77
3.4. Uygulamalar ve Sonuçları.....	79
SONUÇ VE DEĞERLENDİRMELER	102
KAYNAKÇA.....	107
ÖZGEÇMİŞ	121

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1.	Dış Borçlanmanın İşleyiş Süreci.....	6
Tablo 2.	Bütçe Açığından Cari Açığa Doğru İlişki.....	29
Tablo 3.	Cari Açıklardan Bütçe Açığına Doğru Olan Cari İşlemler Hedeflemesi.....	30
Tablo 4.	2000-2016 Döneminde Türkiye Özel Sektör Dış Borç Stoku (milyon dolar)	37
Tablo 5.	Borç Alan Kuruluşa Göre Özel Sektör Toplam Dış Borç Stoku Dağılımı (milyon dolar)	41
Tablo 6.	Alındığı Kaynağa Göre Özel Sektör Toplam Dış Borç Stoku (milyon dolar)	44
Tablo 7.	Uzun Vadeli Özel Sektör Dış Borç Stokunun Resmi Alacaklılar Dağılımı (milyon dolar)	47
Tablo 8.	Uzun Vadeli Özel Sektör Dış Borç Stokunun Özel Alacaklılar Dağılımı (milyon dolar)	48
Tablo 9.	Dış Borç Stokunu Etkileyen Göstergelerin Analizine Yönelik Çalışmalar (Kamu ve Özel Sektör Dış Borçlanması Odaklı Çalışmalar)	65
Tablo 10.	Modelde Kullanılan Değişkenler ve Açıklamaları	77
Tablo 11.	Augment Dickey-Fuller (ADF) Test İstatistiği.....	80
Tablo 12.	Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS) Test İstatistiği	81
Tablo 13.	Model 1 için Model Seçim Kriteri	83
Tablo 14.	Model 1'in Hata Terimi ve Güvenilirliğine Ait Test Sonuçları.....	83
Tablo 15.	Model 1 İçin CUSUM ve CUSUM Q Testleri.....	84
Tablo 16.	Model 1'in Sınır Testi (Bound Test) Sonucu.....	85
Tablo 17.	ARDL Analizi Model 1'in Uzun Dönem Katsayıları	86
Tablo 18.	Model 1 İçin ARDL Hata Düzeltme Modeli (ECM) Tahmin Sonuçları	87
Tablo 19.	Model 2 İçin Model Seçim Kriteri.....	88
Tablo 20.	Model 2'nin Hata Terimi ve Güvenilirliğine Ait Test Sonuçları.....	88
Tablo 21.	Model 2'e Ait CUSUM-CUSUM Q Testleri Sonuçları.....	89
Tablo 22.	Model 2'nin Sınır Testi (Bound Test) Sonucu.....	90
Tablo 23.	ARDL Analizi Model 2'nin Uzun Dönem Katsayıları	91
Tablo 24.	Model 2 İçin ARDL Hata Düzeltme Modeli (ECM) Tahmin Sonuçları	92
Tablo 25.	Model 3 İçin Model Seçim Kriterleri.....	93
Tablo 26.	Model 3'ün Hata Terimi ve Güvenilirliğine Ait Test Sonuçları.....	94

Tablo 27. Model 3 İçin CUSUM ve CUSUM Q Testleri.....	95
Tablo 28. Model 3'ün Sınır Testi (Bound Test) Sonucu.....	96
Tablo 29. ARDL Analizi Model 3'ün Uzun Dönem Katsayıları	97
Tablo 30. Model 3 İçin ARDL Hata Düzeltme Modeli (ECM) Tahmin Sonuçları	98



GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1.	Özel Sektör Kısa ve Uzun Vadeli Dış Borç Stoku (milyon dolar).....	40
Grafik 2.	Özel Sektör Finansal Kuruluşlarının Kısa ve Uzun Vadeli Dış Borç Stoku (milyon dolar).....	42
Grafik 3.	Özel Sektör Finansal Olmayan Kuruluşlarının Kısa ve Uzun Vadeli Dış Borç Stoku (milyon dolar)	43
Grafik 4.	Alındığı Kaynağa Göre Özel Sektör Kısa Vadeli Dış Borç Stoku (milyon dolar)	45
Grafik 5.	Alındığı Kaynağa Göre Uzun Vadeli Özel Sektör Dış Borç Stoku (milyon dolar).....	46
Grafik 6.	2004-2016 Dönemi Özel Sektör Kısa Vadeli Dış Borç Döviz Dağılımı (ABD Doları karşılığı- milyon dolar)	49
Grafik 7.	2004-2016 Dönemi Özel Sektör Uzun Vadeli Dış Borç Döviz Dağılımı (ABD Doları karşılığı- milyon dolar)	50
Grafik 8.	2000-2016 Dönemi Bütçe Dengesi/GSYH ve Özel Sektör Dış Borç Stoku/GSYH	53
Grafik 9.	Yurtiçi Faiz Oranı ile LIBOR Oranı ve Özel Sektör Dış Borç Stoku (milyon dolar).....	54
Grafik 10.	2000-2016 Dönemi Reel Döviz Kuru ve Özel Sektör Dış Borç Stoku/ GSYH.....	56
Grafik 11.	2000-2016 Dönemi Kamu-Özel Sabit Sermaye Yatırım Harcamaları (milyon dolar).....	58
Grafik 12.	Toplam Sabit Sermaye Yatırım Harcamaları ve Özel Sektör Dış Borç Stoku (milyon dolar)	59
Grafik 13.	2000-2016 Dönemi İhracat- İthalat ve Özel Sektör Dış Borç Stoku Oranları	61
Grafik 14.	BİST-100 Toplam İşlem Hacmi/ GSYH ve Özel Sektör Dış Borç Stoku/ GSYH	63

EKLER LİSTESİ

EKLER 1. REEL EFEKTİF DÖVİZ KURU ENDEKSLERİNE İLİŞKİN YÖNTEMSEL AÇIKLAMA.....	120
---	-----



KISALTMALAR

ABD	:Amerika Birleşik Devletleri
ADF	:Geliştirilmiş Dickey-Fuller (Augmented Dickey-Fuller)
AIC	:Akaike Bilgi Kriteri (Akaike Information Criterion)
ARDL	:Gecikmesi Dağıtılmış Otoresif
BIS	:Uluslararası Ödemeler Bankası
BIST	: Borsa İstanbul (Borsa Istanbul)
ECM	:Hata Düzeltme Modeli (Error Correction Model)
EIB	:Avrupa Yatırım Bankası
EVDS	:Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
GDP	:Gross Domestic Product
GSYH	:Gayrisafi Yurtiçi Hâsıla
HM	:Hazine Müsteşarlığı
IBRD	:Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası (International Bank for Reconstruction and Development)
IDA	:Uluslararası Kalkınma Birliği (International Development Association)
IFC	:Uluslararası Finans Kurumu (International Finance Corporation)
IMF	:Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund)
KOBİ	:Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
KPSS	:Kwiatkowski, Phillips, Schmidt ve Shin
OECD	:Ekonomik İş Birliği ve Kalkınma Örgütü (Organisation for Economic Cooperation and Development)
ÖSDB	:Özel Sektör Dış Borçlanması
SIC	:Schwartz Bilgi Kriteri(Schwartz Information Criterion)
TCMB	:Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	:Türk Lirası

WB

:Dünya Bankası (World Bank)



GİRİŞ

Ülkelerin sosyo-ekonomik hedeflerini gerçekleştirebilmeleri için, son yıllarda dış borçlanma olağan bir finansman aracı olarak kullanılmaktadır. Ülkeler finansman açığını karşılamak için öncelikle iç borçlanmayı tercih etmektedirler. Artık kamu harcamaları iç borçlanmayla karşılandığında ise yurtiçi faizlerin yükselmesine yol açmaktadır. Bu durum özel sektörün yatırımlarının azalmasına ve dış borçlanmaya daha fazla yönelmelerine neden olabilmektedir. Yurtdışı faiz oranlarının yurtiçi faiz oranlarına göre düşük olması, dış borçlanma maliyetini düşürmekte ve dış borçlanmayı özel sektöre cazip hale getirebilmektedir.

Mevcut literatürde, çok fazla özel-kamu ayrımı yapılmamakla beraber dış borçlanmanın artış nedenleri olarak; yurtiçi tasarrufların yetersizliği, yurtiçi faizlerin yüksek olması, mevcut borcun borçla finansmanı, döviz kuru, dış açıklar, bütçe açıkları gibi göstergeler öne çıkmaktadır.

Türkiye’de 1989 yılında finansal serbestleşme faaliyetlerinin artmasıyla dış borçlanma, devletin olduğu kadar özel sektör içinde önemli bir finans kaynağı haline gelmiştir. Bu durum yurtiçi kaynak hacminin yetersiz olmasından kaynaklanmaktadır. Özel sektör dış borçlanmayı farklı kaynaklardan elde edebilmektedir. Bunlar yabancı şahıs, devlet yada kuruluşlar olabilmektedir. Ayrıca özel sektör dış borçlanması, belli bir sözleşmeye dayalı ve belli bir süre sonra geri ödenmek üzere faiz karşılığında alınan kısa ve uzun vadeli yükümlülükler olarak da tanımlanabilmektedir.

Son yıllarda Türkiye’de özel sektör dış borçlanmasındaki artış iktisadi çevrelerde olumsuz bir gelişme olarak değerlendirilmektedir. Bu durum; Türkiye’nin cari açığının fazla olması, teknolojik yatırımların sınırlı olması, özel sektörün büyük ölçüde küçük ve orta büyüklükteki işletmeler (KOBİ)’den oluşması, döviz piyasasındaki yaşanabilecek olumsuz gelişmeler gibi faktörlerin neden olabileceği ileri sürülmektedir. Bu tartışmalar devam ederken, özel sektör dış borçlanmasının nedenlerini ve sonuçlarını inceleyen çalışmalar ise sınırlıdır. Literatürdeki bu eksiklik, bu çalışmanın hazırlanmasında etkili ol

Bu kapsamda çalışmanın temel amacı; özel sektör dış borçlanmasını etkileyen unsurları bazı temel makroekonomik göstergeler çerçevesinde incelemek ve bu göstergelerle dış borçlanma arasındaki kısa ve uzun dönemli ilişkileri analiz etmektir. Bu sayede Türkiye’de özel sektör dış borçlanmasını etkileyen unsurların neler olduğusaptanabilecek ve özel sektör dış borçlanmasının bir sorun olup olmadığı tartışılabilecektir. Çalışmanın bu alandaki araştırmalara katkı sağlaması hedeflenmektedir.

Çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde zaman ve mekân olarak sınırlandırma yapılmayarak dış borçlanma olgusu kavramsal olarak değerlendirilerek, tanımı ve vadesine göre, alındığı kaynağa göre, finansman türüne göre, borç alan kuruluşa göre, borcun alındığı döviz türüne göre türleri detaylı değerlendirilmiştir. Bununla birlikte dış borçlanma için sürdürülebilirlik göstergeleri, dış borç yönetimi ve risk kavramları ele alınmıştır. Bu bölümde son olarak dış borçlanma teorisine katkıda bulunan Klasik, Neo-Klasik, Keynesyen, Paracı İktisat, Yeni Klasik, Yeni Keynesyen ve Arz Yönlü İktisadın görüşleri ile İkiz Açık, Üçüz Açık Hipotezleri incelenmiştir. İkinci bölümde zaman bakımından 2000-2016 dönemi, mekân bakımından ise Türkiye için sınırlandırma yapılarak, öncelikle özel sektör dış borçlanmasının gelişimi analiz edilmiştir. Bununla birlikte Türkiye’de dış borçlanmada özel sektör dış borçlanmasının payı incelenmiştir. Daha sonra özel sektör dış borçlanması vadesine göre, borç alan kuruluşa, borç veren kaynağın türüne göre ve döviz türüne göre değerlendirilmiştir. Bununla birlikte özel sektör dış borçlanması ve bazı temel makroekonomik göstergeler ile arasındaki ilişkiler yıllık olarak grafiklerle sunulmuştur. Bu bölümün sonundaliteratür incelemesi yer almaktadır. Literatür incelemesi uygulama aşamasında kullanılan verilerin ve uygulama yönteminin belirlenmesinde yol gösterici olmuştur.

Üçüncü bölümde 2000-2016 dönemine ait çeyrek yıllık verilerle Türkiye’de özel sektör toplam, kısa vadeli ve uzun vadeli dış borçlanması şeklinde üç model oluşturularak ARDL Analizi ve ECM Modeliyle uygulama aşaması yürütülmüştür. Çalışmada özel sektör toplam, kısa vadeli ve uzun vadeli dış borç stoku, bütçe dengesi, yurtiçi faiz oranı, LIBOR oranı, döviz kuru, sabit sermaye yatırım harcamaları, ihracat, ithalat ve BİST-100 değişkenleri incelenmiştir. Literatüre katkı sağlamak amacıyla mevcut çalışmalardan farklı olarak özel sektör dış borçlanmasının nedenleri üç ayrı modelde incelenmiştir. Bu modellerde bağımlı değişkenler; özel sektör toplam, kısa

vadeli ve uzun vadeli dış borç stoku/GSYH' dır. Diğer değişkenler bağımsız değişken olarak belirlenmiştir. Literatürdeki çalışmalarda genellikle dış borç göstergeleri olarak bütçe dengesi, yurtiçi faiz oranı, yurtdışı faiz oranı, döviz kuru, yatırım harcamaları, dış ticaret dengesi gibi göstergeler vardır. Bu çalışmada literatürdeki çalışmalardan farklı olarak iç piyasada istikrar göstergesi olarak Borsa İstanbul-100 (BİST-100) göstergesi kullanılmıştır. Bununla birlikte dış borçlanma göstergeleri toplam, kısa vadeli ve uzun vadeli olarak üç ayrı modelle incelenmiştir.



BİRİNCİ BÖLÜM:

DIŞ BORÇLANMANIN KAVRAMSAL OLARAK İNCELENMESİ

Dış borçlanma ve dış borçlanma nedenlerinin teorik çerçevesinin belirlenmesi amacıyla içeren bu bölümde, bu amaca uygun olarak öncelikle dış borçlanmayla ilgili genel bilgiler ve değerlendirmeler yer almaktadır. Daha sonra dış borçlanma türleri, dış borç rasyoları, dış borçlanmanın sürdürülebilirliği, yönetimi ve dış borçlanmada risk kavramaları açıklanmaktadır. Bölümün son kısmında iktisadi okulların dış borçlanma ile ilgili görüşleri ve temel bazı hipotezler yer almaktadır.

1.1. Dış Borçlanma Kavramı

Dış borçlanma, bir ülkedeki resmi ve özel sektörün yabancı devletlerin resmi yada özel finans kaynaklarından sağlamış oldukları parasal yükümlülüklerinin toplamıdır. Bu yükümlülükler bir kişi, şirket, kurum ve hükümetin dışarıdan belli bir süre sonra geri ödemek üzere ve faiz karşılığı ödünç dış finans sağlanması olarak ifade edilebilir. Dolayısıyla dış borçlanma, bir ülkedeki tüm iktisadi aktörlerin yabancı devletler, uluslararası kurumlar ve uluslararası kuruluşlardan sağladığı mali veya reel kaynakların toplamını kapsamaktadır.

Uluslararası ilişkilerin İkinci Dünya Savaşı sonrasındaki gelişmesiyle Dünya'da Doğu ve Batı Blokları oluştu. Bu süreçte ülkelerin ekonomik gücü zayıfladı ve bu ülkeler kaynak arayışına girerek ekonomik büyümelerini artırmayı amaçladılar. Böylece gelişmekte olan ülkeler, ihtiyaç duydukları yabancı kaynakları gelişmiş ülkelere dış borç finans ederek elde edebildiler (İnce, 1996, s.135).

Düşük gelirli ülkelerin, iç tasarrufları yetersizdir. Bu nedenle yatırım harcamaları düşüktür. Bununla birlikte ihracat gelirleri düşüktür ve döviz rezervleri sınırlıdır. Bu koşullar onları dış borçlanmaya yönlendirmektedir. Dış borçlar, alındıkları sırada gelir artırıcıdır. Geri ödemeleri sırasında ise gelir azaltıcı etkiye bulunurlar (Zerenler,

2004s.190).Borçlanma, tasarruflara bağılı olarak elde edilmektedirler.Dış tasarruflar ve iç tasarruflar bir ülkedeki toplam tasarrufları oluşturur. Çünkü bu kaynaklar borçla elde edilmiştir.Borç ödemeleri faiz ödemeleri ile birlikte, ulusal hâsılanın bir bölümünün dış ülkelere aktarılması anlamına gelir.

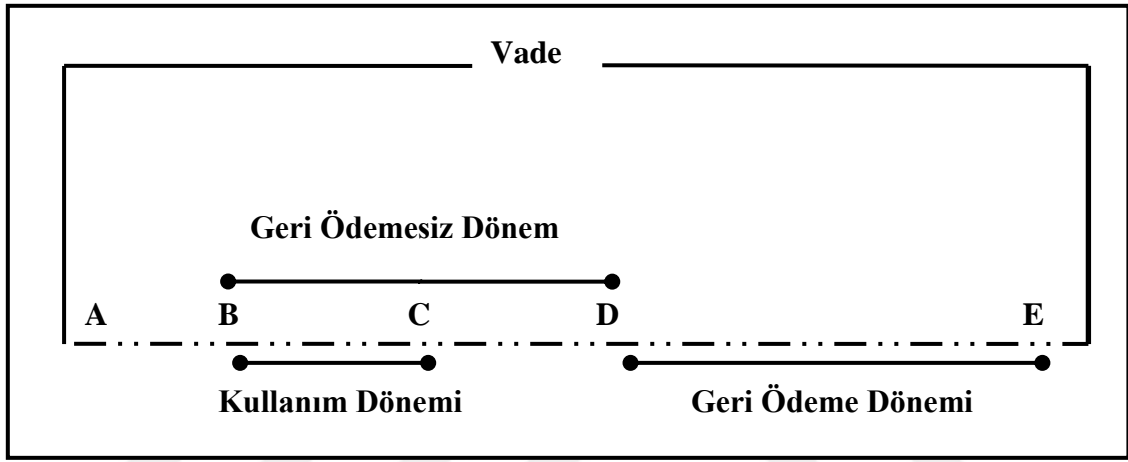
Ülkeler 1980’li yıllardan itibaren finansal piyasaların küreselleşmesi ile birlikte dış kaynak kullanımına daha fazla başvurmuşlardır.Bu kapsamda Uluslararası Para Fonu (IMF), Dünya Bankası (WB), Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS), Ekonomik İş Birliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) gibi kuruluşlar birlikte hareket ederek 1984 yılında borç verilerinin oluşturulabilmesive borçlanma tanımında belirli bir standart oluşturulabilmesi amacıyla çalışma grubu oluşturmuşlardır. 1988 yılında kurulan bu çalışma grubu tarafından önerilen ve Türkiye Hazine Müsteşarlığı tarafından da referans alınan dış borçlanma tanımına göre; bir ülkenin belirli bir zaman dilimindeki gayrisafi dış borçları, borç alan ülkede yerleşik olmayan kişilerden bir sözleşmeye bağılı olarak sağlanan kısa, orta ve uzun vadeli yükümlülüklerin tamamıdır (Sarı, 2004, s.3; Kutlu &Yurttagüler, 2016, s.231).

Dış borçlanma, gerek kamu gerek özel sektörün dış piyasalardan, yabancı şahıs ve kuruluşlardan yada yabancı devletlerden yapmış olduğu sermaye akımının ve dış ekonomik ilişkilere konu olan borçlanmanın toplamını kapsamaktadır (Eğilmez, 2013). Dış borçlanma, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası’nın borç verileri dikkate alındığında çeşitli sınıflandırmalar yapılarak tanımlanabilmektedir. Borcu alan kuruluşun statüsüne göre dış borçlanma, kamu dış borçları ve özel sektör dış borçlarının toplamıdır. Kamu sektörü borçlanmasında borçlanan taraf devlet ve kamu kuruluşları iken özel sektör borçlanmasında borçlanan taraf gerçek ve tüzel şahıslardır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için sosyo-ekonomik hedeflere ulaşılabilmesi, uluslararası mali ve iktisadi ilişkilerde gelişme ve devlet fonksiyonlarındaki artma nedeniyle borçlanma her zaman başvurulabilecek bir kaynak olarak görülmektedir. Ülke ekonomilerinin genellikle finansman açığını karşılamakta başvurdukları borçlanma yöntemi kaynağın menşesine göre iç ve dış borçlanma şeklinde birbirinden ayrılmaktadır. Bu ayırım günümüzde uluslararası sermaye hareketliliği nedeniyle borcun ifa edildiği para biriminden ziyade borçlanılan kaynağın milliyeti dikkate alınarak iç ve dış borç olarak adlandırılmaktadır (Selvi, 2014, s.16). Borcun alınışıyla geri ödemesi arasındaki süreyi

ifade eden dış borç vade yapısı dikkate alındığında ise, kısa ve uzun vadeli dış borçlanma olarak tanımlanmaktadır.

Dış borcun vadesi, kredi sözleşmesinin ya da anlaşmasının tarihiyle son anapara ödemesinin gerçekleştiği tarih aralığındaki süre olarak tanımlanmaktadır (Sarı, 2004, s.4). Dış borçlanmada dış kredinin alınış tarihiyle geri ödemesinin gerçekleştiği tarih arasındaki sürecin işleyişi somut olarak Tablo 1 ile ifade edilmektedir.

Tablo 1. Dış Borçlanmanın İşleyiş Süreci



Kaynak: Sarı, 2004, s.5

Tablo 1’de (A) noktası dış kredi anlaşmasının tarihini göstermektedir. Genellikle kredi anlaşmasının tarihi ile fiili kredinin kullanılış tarihi aynı değildir yani imza tarihi ile kullanım tarihi arasında zaman vardır. Bu durumun nedeni tarafların aralarındaki anlaşma şartları ya da tarafların uluslararası hukukunun şartlarıdır. Örneğin; Türkiye’de bazı dış kredi alımı için yapılan anlaşmaların yürürlüğe girmesi için önce Türkiye Büyük Millet Meclisi (TBMM)’nin onaylamayı bir kanunla uygun kabul etmesi ve sonrasında Cumhurbaşkanının onayıyla Resmi Gazete’de onaylanması gerekmektedir (Gözler, 2007, s.144). Bu bağlamda dış kredi alım anlaşması imza tarihi ve kullanım tarihi arasında farklılık olabilmektedir. Dış kredi kullanımı genellikle bir defa ile kalmaz. Kredi parça parça kullanılabilir. Tablo 1’de (B) ve (C) arası dönem kredi kullanım dönemini göstermektedir. Ayrıca dış kredi alımı için yapılan anlaşmalarda alınan borç için genellikle geri ödemesiz bir süre söz konusudur. Kredi kullanımının yapıldığı son tarihi izleyen bu dönem Tablo 1’de (B) ve (D) aralığı ile gösterilmektedir. Dış kredi alım anlaşmalarının geri ödeme aşaması da kullanım

aşaması gibi bir kerede değil, taksit taksit yapılmaktadır. Bu süreç Tablo 1’de (D) ve (E) aralığı ile gösterilmektedir. Dış kredinin vadesini (A) noktasından (E) noktasına kadar devam eden süreç ifade etmektedir. Dış kredinin ilk kullanım tarihi proje kredileri açısından önemlidir. Çünkü kredi faizinin ilk ödemesi ve sorumlu tutulan faiz, kredinin ilk kullanım tarihinden sonraki dönem ile kredinin ilk kullanım düzeyi dikkate alınarak hesaplanmaktadır (Sarı, 2004, ss. 4-5).

Dış borçlanma için detaylı ve farklı özelliklere sahip borç anlaşmaları yapılmaktadır. Borç anlaşmaları için temel unsurlar şu şekildedir; borcun miktarı, borcu çekiş ve geri ödeme mekanizması, faiz yükleri, taahhütlerin yerine getirilmemesi durumuna karşı garanti benzeri koruyucu şartlar, faiz yüklerinin değişen şartlara nasıl uyarlanabileceğine ilişkin şartlar, birden fazla kredi veren taraf varsa bunlar arasındaki sorumluluklar, anlaşma şartlarına uyulmaması durumunda başvurulabilecek yasal merciler ve yollar belirtilmelidir (Uçak, 2006, s.2).

1.2. Dış Borçlanmanın Türleri

Dış borçlanma türleri vadelerine göre kısa vadeli, orta vadeli ve uzun vadeli dış borçlanmalar; kaynaklarına göre devletlerarasında yapılan, uluslararası kuruluşlardan yapılan, tahvil ihracı karşılığında piyasalardan yapılan, yabancı bankalardan yapılan dış borçlanmalar; finansman türlerine göre proje ve program kredileri, bağlı ve serbest krediler, borç erteleme ve röfinansman kredileri, satıcı kredileri aracılığı yapılan dış borçlanmalar; borç alan kuruluşun statüsüne göre kamu sektörü ve özel sektör dış borçlanması; geri ödeme şekillerine göre ise dövizle geri ödenen ve milli para ile geri ödenen dış borçlanmalar şeklinde sınıflandırılmaktadır.

1.2.1. Vadelerine Göre Dış Borçlar

Dış borçlanmada vade yapısı, borçlu-alacaklı arasında yapılan borç anlaşmasına göre borcun doğduğu ve borcun ödenmesi gereken tarih aralığındaki süreyi ifade etmektedir.

Bir yıla kadar vadeli borçlar kısa vadeli dış borçlardır. Kısa vadeli borçlar genellikle bono gibi likit ihtiyaçları karşılamakta ve ihracatı finanse etmek amacıyla kullanılmaktadır. Bir ile beş yıla kadar vadesi olan borçlar ise orta vadeli borçlardır. Vadesi beş yıldan daha uzun süreli olan borçlar da uzun vadeli dış borçlardır. Banka

kredileri, proje kredileri, borç erteleme kredileri, tahvil borçları, ipotekli borçlar, takside bağlanmış gümrük vergileri uzun vadeli dış borçlardır.

Toplam borç stoku içindeki kısa vadeli borç stokunun artış göstermesi borçluyu dış borcun geri ödenmesi sorunuyla karşılaştırabileceği için riskli bir durumdur. Borcun süresi alacaklı içinde borçlu içinde önemli bir koşuldur. Uzun vadeli dış borçlanma, vade yapısının uzun olması bakımından ağırlıklı olarak daha çok tercih edilen borçlanmalardandır. Çünkü uzun vadeli dış borçlanma da faizlerin düşük olması durumunda alınan borç miktarın yüksek olması ve buna karşın ödeme zamanının da uzun olması nedeniyle gelişmekte olan ülke ekonomileri ve borç alıcıları için cazip görülmektedir.

1.2.2. Alındığı Kaynağa Göre Dış Borçlar

Kaynaklarına göre dış borçlanma, yabancı devletlerden, uluslararası kuruluşlardan, yabancı bankalardan ve tahvil ihracı karşılığında gerçekleştirilmektedir (Uçak,2006, s.1). Yabancı devletlerden alınan dış borçlar, devletlerarasında yapılan ikili anlaşmalar neticesinde belirlenen esaslara göre açılan resmi kredilerdir. Uluslararası kuruluşlardan alınan dış borçlar, Uluslararası Para Fonu (IMF), Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası (IBRD), Uluslararası Kalkınma Birliği (IDA), Uluslararası Finans Kurumu (IFC), İhracat ve İthalat Bankası (EXİMBANK), Avrupa Yatırım Bankası (EIB) gibi kuruluşlardan yapılan borçlanmalardır. Tahvil ihraçları ve ticari bankalardan sağlanan borçlar ise özel kaynaklı borç olarak tanımlanmaktadır (Adıyaman, 2006, s.23).

Belirtilen kuruluşlardanUluslararası İmar ve Kalkınma Bankası (IBRD), Uluslararası Para Fonu'nun üyesi ülkelere borç vermektedir (Acar, 2006, s.79). Banka, kalkınma için dövize ihtiyacı olan ülkelere ticari bankalardan daha ucuza kredi sağlamak amacı ile kurulmuş çok taraflı resmi bir kuruluştur. Gelişmekte olan ülkelere verdiği krediler şu şekildedir: proje-program ve milli para kredileri olup özel sektöre kredi vermek için devlet garantisi koşulu aranmaktadır (Sönmezoğlu, Arıboğan, Ayman & Dedeoğlu, 2005, s.675). Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası (IBRD) yanında Uluslararası Finansman Kurumu (IFC), gelişmekte olan ülkelerin özel sektöre proje kredisi veren bir kuruluştur (Sönmezoğlu vd., 2005, s.667).Avrupa Yatırım Bankası (EIB)'da, Orta-Doğu Avrupa ülkeleri ve Akdeniz ülkelerindeki yatırımları özendirmek

ve projeleri desteklemek amacıyla, kamu ve özel sektöre sabit faizli kredi verebilmektedir. Banka kredileri, tüm sektör ve ülkeler için sabit faizli ve uzun vadeli (Kutlu, 1999, s.185). Öte yandan Türk Eximbank, ihracatçı ve ithalatçılara aralarında oluşabilecek ticari, politik, kur ve taşıma konularındaki riskleri kaldırma ya da azaltma doğrultusunda kredi sunan bir kuruluştur (Öztürk, Sözdemir&Koçbulut, 2007, s.183).

Dış borçlanma sürecinde, borç verenler borç alan tarafın ekonomi politikalarını kısıtlayabilmekte veya milli politika izlemelerini sınırlandırabilmektedirler. Örneğin, 1930 yılında Amerikan menşeli bir yatırım şirketi Türkiye'nin kredi talebine karşılık olarak iki kat daha fazla verebileceklerini teklif etmişlerdir. Ancak Türkiye'ye verilen bu teklif karşılığında Türkiye'deki kibritle tekeli almayı talep etmişlerdir. Alınan kredi karşılığında Türkiye'de "Kibritle Çakmak İhissarı" bu yatırımcı kuruluşa verilmiştir (Akdiş, 2003, s.40). Öte yandan, devletlerarası borçlanmada, kendi ihracatını arttırmak şartıyla kredi veren ülke, borç alan ülkenin ithalatını artırıcı faaliyetlere yol açmakta ve borç alan ülkenin ödemeler dengesi sorunuyla karşılaşmasına sebep olabilmektedir (Esener, 2013, s.27).

1.2.3. Finansman Türlerine Göre Dış Borçlar

Finansman türlerine göre dış borçlanma; alt başlıklarda açıklanan proje-program kredileri, bağlı serbest krediler, borç erteleme ve röfinansman kredileri ile satıcı kredilerini kapsamaktadır.

1.2.3.1. Proje- Program Kredileri

Proje kredileri, gelişmekte olan ülkelerin kalkınma planları ile yatırım programları içerisindeki gerek kamu sektörü gerek özel sektörün projeleri için gerekli dış finansman ihtiyacının karşılanmasına yönelik uluslararası kuruluşlar veya devletler tarafından verilmektedir. Proje kredileri sadece alınma amaçları doğrultusunda kullanılabilirler. Kredi talebinde bulunanlar projelerini, krediyi verecek olan ülke veya kuruluşlara gönderdikten sonra uygun görülürse kredi açılmaktadır (Seyidoğlu, 2017, s.641). Proje kredisi anlaşması uygulamasının usulleri vardır. Birinci usul; anlaşma krediyi alan taraf hükümeti ile krediyi verecek olan uluslararası kuruluş veya devlet arasında imzalanır ve kredi anlaşmasını imzalayan hükümet, alınan krediyi projeyi yürütecek olan özel ya da kamu kuruluşuna aktarır. Dolayısıyla yatırımcı kuruluş kendi hükümetine karşı sorumluyken, kredi anlaşmasını imzalayan hükümet ise krediyi veren

tarafa karşı sorumludur. İkinci usul; alacaklı ülke hem krediyi verdiği ülke ile hem de özel veya kamu kuruluşu ile ayrı ayrı anlaşma yapar ve böylece krediyi verene karşı hem borçlu ülke hem de kuruluş sorumlu olur. Üçüncü usul; alacaklı ülke, krediyi alan ülke ile yatırımcı kuruluş arasında üç tarafı da bağlayan bir anlaşma yapılır ve böylece krediyi veren ülke ile kuruluşlar verdikleri kredilerinin kullanıldığı alanları kontrol imkânı bulabilirler (Ceyhan, 2010, s.21). En çok proje kredisi Dünya Bankası'ndan kullanılmaktadır.

Program kredisi, belli bir proje şartı olmadan ödemeler dengesi sorunlarının çözümü veya kalkınmanın finansmanı için verilen dış kredilerdir (Seyidoğlu, 2017, s.641). Program kredilerinden genellikle kalkınma hedefleri için ihtiyaç olan malların ithalatında yararlanılmaktadır. Kalkınma kredilerinin belli bir projeye bağlı olmaması ithalatta yaşanabilecek tıkanıklıkların önüne geçmektedir. Program kredileri taraflar, borç veren devlet veya uluslararası kuruluş ile borç alan devlettir. Taraflar arasında ikili finansman şeklinde sağlanan kredilerdir (Adıyaman,2006, s.25). Bu krediler bazen belirli bir programın takip edilmesi şartıyla bazen de serbest kredi şeklinde verilmektedir. Yıllık olarak verilen bu kredilerin artan bölümü sonraki dönemlerde de kullanılabilirler. Program kredisinin kredi veren tarafın ülke ekonomisine faydası; finansmanların yapısı, bağlılık durumları ve büyük oluşu ile orantılıdır. Yani kredi ülkeye ve mala bağlıysa finansman yapan ülke bunu kendi üretim ve ihracatını artırmak için fırsat olarak değerlendirebilir. Ayrıca program kredileri yıllık olarak değerlendirildiğinden dolayı kısa dönemlere ya da ekonomideki konjonktürel durumlara göre uyarlanabilmektedirler (Ulusoy, 2017, s.59).

Gelişmekte olan ülkeler, program kredilerini serbestliği nedeniyle proje kredilerine tercih etmektedirler. Krediyi veren ülkeler ya da uluslararası kuruluşlar ise siyasi açıdan ya da kullanımı kontrol altında tutmak amacıyla, projeye bağlılık şartı olan kredileri tercih etmektedirler (Seyidoğlu, 2017, s.641).

1.2.3.2. Bağlı ve Serbest Krediler

Bağlı krediler, borç alan ülkenin aldığı kredileri kredi veren ülkede kullanması şartıyla bağlı olan kredilerdir. Ancak hangi mal ve hizmetler için kullanılacağı belirtilen ve belirtilmeyen krediler olarak ikiye ayrılmaktadır. Bağlı krediler az gelişmiş ya da borçlu ülkelere kaynak sağlıyor olsa da, sağlanan bu kaynakların borçlu ülkeler

açısından olumlu ve olumsuz yönleri vardır. Bu tür krediler krediyi veren ülkelerin, ödemeler dengesini kontrolde tutabilmelerini, ihracatlarını ve uluslararası itibarlarını artırmalarını ve teknoloji kapasitelerini geliştirmelerini sağlamaları açısından faydalıdır (Ceyhan, 2010, s.23). Olumsuz yönü ise; az gelişmiş ya da borçlu ülkeler, alacaklı ülkelerin başka ülkelere kıyasla dahadüşük kaliteli ve daha pahalı olan mallarını satın almak zorunda bırakılabilmektedir. Ayrıca gelişmekte olan ülkeler teknolojik açıdan modası geçmiş tekniğe sahip transferler yapmak durumunda kalabilmekte ve bunun sonucu olarak ticarete de geri kalmaktadırlar. Verilen bu kredi desteğinin ekonomik değerini ve faydasını düşürmekle beraber kredi alan ülke açısından kalkınmanın gecikmesine de yol açmaktadır (Adıyaman, 2006, s.25).

Serbest krediler; krediyi alan ülkenin alacaklı ülkeye borcunu direkt serbest döviz şeklinde ödemesi ve aynı zamanda alınan kredinin istenildiği şekilde ve yerde kullanıldığı kredi türüdür. Yani serbest krediler, ne kredi veren kaynağa ne de belirli bir projeye bağlı olmayan tamamen serbest olan kredilerdir (Seyidoğlu, 2017, s.641). Serbest krediler borçluya nakit olarak verilmektedir. Böylece borç alan ülke kalkınmasının finansmanı amacıyla uluslararası piyasadan ihtiyacı olan mal ve hizmetleri kendisine uygun şartlarda sağlayabilmektedir. Kredi alan ülkenin kendisine sağlanmış olan fonları kullanırken hiçbir koşula bağlı olmadığı ve tamamıyla serbest olan bu tür kredilere uygulamada çok az rastlanmaktadır (Adıyaman, 2006, s.25; Ceyhan, 2010, s. 23).

1.2.3.3. Satıcı Kredileri

Satıcı kredileri, gelişmiş ülkelere veya büyük mali kuruluşlardan mal ve hizmet sağlama ihtiyacı olan ülkelere sağlanan kredi türüdür. Satıcı firmalar sağladıkları krediyi, kendilerine teminat verecek bazı özel kuruluş ya da yarı kamu kuruluşu niteliğinde olan mali kuruluşların denetiminde vermektedirler. Bu kuruluşlar verdikleri teminatlarla riskin %80-%90'lık kısmını üstlenmektedirler. Geri kalan %10'luk kısım ise satıcı firmaya kalmaktadır (Özkan, 2006, s.27).

Satıcı kredileri, genellikle ticari amaçlıdır ve bu kredilere sanayi yatırımlarının yapılmasında ihtiyaç duyulan finansmanı karşılamak için özel firmalar başvurmaktadır. Satıcı kredileri, 3-5 yıl gibi kısa vadeli olmalarının yanı sıra diğer kredi türlerine nispeten daha yüksek faiz oranlarına sahiptirler. Ayrıca bu kredilerin maliyetine sigorta

masrafları da eklenmektedir. Oldukça pahalı bir kredi çeşidi olan satıcı kredileri, ancak verimli yatırımlarda kullanılması ve israftan uzak durulması durumunda yararlı olabilecektir (Erdem, Şenyüz & Tatlıoğlu, 2007, s.219).

Satıcı kredileri, krediyi veren ülke içerisinde faaliyet gösteren ticari bankalardan da sağlanabilmektedir. Bu krediler, ülkelerin kendi ihracat sigortasını yapmakla görevli kuruluş tarafından sigortalanmaktadır. Krediyi alan tarafın borcunu deyememesine karşı, söz konusu sigorta kuruluşu borcu geri ödemekle yükümlüdür. İhracat kredileri, genellikle devlet garantisi olan krediler oldukları için sigorta kuruluşları yapmış oldukları ödemenin karşılığını ilgili devletten tahsil edebilmektedirler (Ceyhan, 2010, s.24).

1.2.3.4. Borç Ertelemeleri ve Yeniden Finansman Kredileri

Borç ertelemeleri ile röfinansman kredileri şekil açısından küçük farklar dışında hemen hemen aynı anlamdadırlar. Vadesi sona gelen bir borcun geri ödemesinin ilk kredi faizine nispeten daha düşük bir faiz oranı ile sonraki dönemlere ertelenmesi durumuna borç erteleme ya da borç tecili denilmektedir. Yeniden finansman kredileri ise, vadesi sona gelen bir borcun ödenmesi için alacaklı tarafından yeni finansman sağlanarak borcun ödenmesi ve aynı miktarda kredinin tekrar aılması şeklinde uygulanan kredi türüdür (Erdem vd., 2007, s.218).

Gelişmekte olan ülkelerin dış borçlanması ve geri ödeme sorunlarının artmasına paralel olarak borç ertelemelerinin ve yeniden finansman kredilerinin de önemi artmıştır. Borç ertelemeleriyle alacaklı ülkelere yeni bir borçlanma doğmaktadır. Borç ertelemesine gidilme sebebi olarak, borçlu olan ülkelerdeki olası sosyal ve iktisadi krizler görülmektedir. Bu doğrultuda borç ertelemeleri ve yeniden finansman kredileri sayesinde, alacaklı ülke ve borçlu ülke arasındaki ticari, iktisadi ve siyasi ilişkilerin bozulması önlenebilmektedir. Ayrıca borçlu ülkelerde geri ödeme güçlüğü nedeniyle söz konusu olabilecekbunalım ortamında önüne geçilmiş olunmaktadır (Ulusoy, 2017, s.63).

1.2.4. Borç Alan Kuruluşun Statüsüne Göre Dış Borçlar

Türkiye Cumhuriyeti Hazine Müsteşarlığı'nın tanımına göre toplam dış borç stoku, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası dhilinde kamu sektörü kapsamındaki

kurum ve kuruluşları ile özel sektör kapsamındaki şirketler ve kişilerin yurtdışındaki yerleşiklerden sağladıkları krediler ve dış piyasalarda ihraç edilen tahviller nedeniyle oluşan sorumlulukların tamamından oluşmaktadır. Bu kapsamda dış borçlanma borç alan kuruluşun statüsüne göre, kamu sektörü dış borçlanması ve özel sektör dış borçlanması şeklinde sınıflandırılabilir.

Dış piyasalardan, yabancı şahıs, devlet ve uluslararası kuruluşlardan temin ettiği, dış ekonomik münasebetlere, sermaye akımlarına konu olan ayrıca uluslararası hukuka dâhil olan borç alacak münasebetlerindeki borç alan taraf eğer devlet ya da devlet kuruluşlarıysa kamu sektörü dış borçlanması olarak adlandırılmaktadır. Borç alan taraf eğer gerçek ya da tüzel şahıs ise yani şirket ya da bankalar gibi kuruluşlar ise özel sektör dış borçlanması olarak adlandırılmaktadır.

Kamu sektörü dış borçlanması, merkezi yönetim ile yerel yönetimlerin toplam kısa ve uzun vadeli dış borçlarıdır. Kamu sektörü borçları, genellikle uzun vadeli ve düşük faizlidir. Özel sektör dış borçlanması ise, yabancı ticari bankalar ve finansal kuruluşlar ile yabancı şirketlerden özel sektör kuruluşlarının yapmış oldukları borçlanmayı kapsamaktadır. Özel sektör kuruluşları, almış oldukları dış borçları kendi imkânlarıyla geri ödemektedirler. Kamu dış borçlarına nispeten özel sektör daha kısa vadeli ve daha yüksek faiz oranları ile borçlanmaktadır. Özel sektörün dış borç alabilmesi genellikle direkt olamamaktadır. Bunun için aracı bir banka seçilerek, seçilen bu bankaya yetki belgesi verilmesi gerekmektedir. Yetkilendirilen banka, tek başına sorumluluk üstlenmemek amacıyla diğer bankalar ile sendikasyon oluşturarak borçlanmayı gerçekleştirmektedir (Erdem vd., 2007, s.219; Esener, 2012, s.36).

1.2.5. Döviz Türüne Göre Dış Borçlar

Geri ödeme şekillerine göre dış borçlar, dövizle ödenecek dış borçlar ve milli para ile ödenecek dış borçlar şeklinde ayrılmaktadır. Milli para ile borçlanma pek rastlanmayan bir durumdur. Buna karşın borç veren ülkelerin ya da kuruluşların ağırlıklı tercihi dış borçların dövizle geri ödenmesi yönündedir. Ayrıca borç verenler ya kendi para birimleri ile borç vermekte ya da dünya piyasalarında geçerli olan para birimiyle borç vermeyi tercih etmektedirler. Burada ki amaçları borcun değerini korumaktır.

Türkiye’de dış borçlanmada en çok kullanılan döviz türü, ABD Doları’dır. Milli para ile borçlanma miktarı son yıllarda artış göstermiş olsada toplam dış borçlanma

içindeki payı düşüktür. Bir ülkenin milli parası ile dünya piyasalarından borçlanamaması durumu Hausmann ve Panizza (1999) tarafından “uluslararası orijinal günah” olarak tanımlanmıştır (Akduğan, 2017, s.184).

1.3. Dış Borçlanma ve Sürdürülebilirlik Göstergeleri

Gelişmekte olan ülkelerde ekonomik büyüme tasarruf yetersizliği nedeniyle düşük seyredebilmektedir. Bununla birlikte ekonomik büyümenin sürdürülebilirliği güçleşmektedir. Dış borçlanma gelişmekte olan ekonomilerde ekonomik büyümeye kaynak olmaktadır. Ekonomik büyüme ise bir ekonomideki tüm sektörlerin canlanmasına olanak sağlamaktadır. Böylece istihdam artmakta, bütçe dengesi sağlanabilmekte, dış açıklar kapatılabilmektedir. Aslında bu pozitif gelişmeler dış borçlanmanın verimli alanlarda kullanıldığı varsayımı altında gerçekleşebilmektedir. Çünkü dış borçlanmanın gerek ekonomik gerekse siyasi yükümlülükleri bulunmaktadır. Bu bağlamda borçlanma bağış değildir. Borçlanan ülkenin yerine getirmesi gereken yükümlülükleri vardır. Borçlanmanın yararlı olabilmesi, borçlanma sayesinde kazanılan gelirlerin borcun faizini aşacak verimlilikte kullanılmasını gerektirmektedir (Akdiş, 2003, s.24).

Bir ülkenin süregelen ve gelecekte devam edecek dış borçlarını ödeyebilme istek ve kabiliyeti dış borçlanmanın sürdürülebilirliği olarak tanımlanmaktadır (Azgün, 2005, s. 58). Dış borçlanmanın sürdürülebilirliği için anahtar göstergeler mevcuttur. Bunlar: mevcut borç stoku ve geri ödeme koşulları, dış borç geri ödeme kapasitesinin gelişimi, hibe ve kredilerin kompozisyonu, büyümesi ile yeni dış finansman koşullarıdır (IMF, 2001, s.4).

Dış borçlanmanın sürdürülebilirliği ülkelerin yeni kredi bulabilme kabiliyetlerine göre şekillenmektedir. Ülkelerin yeni dış borç kredi bulma kabiliyetini ise ülkenin dış borç geri ödeme kapasitesi yani dış borç servisi belirlemektedir. Bir ülkenin geri ödeme gücünün üstünde dış borç alması durumunda borç alan ülkenin gelecekteki borç servisleri çıktı düzeyinin artan bir fonksiyonu olacaktır. Bunun sonucu olarak, yurtiçi yatırım gelirlerinin bir bölümü dış kredi verenler tarafından toplanmış olacaktır. Bu durum ise, iç ve dış kreditorler için cesaret kırıcı bir durum olarak görülebilmektedir.

Bir ülkenin dış borçluluk düzeyini ve dış borçlanmanın sürdürülebilirliğini ölçmek amacıyla çeşitli kriterler dikkate alınmaktadır. Bu kriterleri gösteren dış borçlanma göstergeleri şu şekildedir:

Toplam dış borç stoku/GSYH, uzun vadeli toplam dış borçların geri ödeme gücünü yansıtır. Bir ülkede bu oran ne kadar büyükse o ülkenin borç yükü ve dışa bağımlılığı o kadar büyüktür. Bu oran Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu'na göre %30-%50 arasında ise bu ülke orta seviyede borçlu, %50'nin üstündeyse çok borçlu bir ülke olarak görülmektedir. Maastrich Kriterlerine göre ise kamu borç stokunun gayri safi yurtiçi hasılaya oranının %60'ı aşmaması gerekmektedir. (Akar, 2013, s.116).

Toplam dış borç stoku/ihracat, bir ülkenin borç seviyesi ve borcunu geri ödeyebilme kapasitesini yansıtır. Bu oran %165-%275 aralığında ise orta düzeyde borçlu, %275 üstünde ise çok borçlu ülke olarak görülmektedir (Bölükbaş, 2012, s.24).

Toplam dış borç servisi/ihracat, bir ülkenin borç ödeyebilme kabiliyetini ve ekonomideki dışa açıklık düzeyini göstermektedir (Takım, 2012, s.30). Borçlu ülkelerin dış borç yükü ile borçluluk düzeyini ölçmek için bu oranlama kullanılmaktadır. Bu oranın %18-%30 aralığında olması orta düzeyde borçlu ülkeyi, %30 üstünde olması çok borçlu ülkeyi ifade etmektedir (Erkan, Tutar, Tutar & Eren, 2012, s.316).

Dış borç faiz servisi/ihracat, bu oran dış borçlanmanın maliyetini yansıtmaktadır. Bu oranın %12-%20 aralığında ise o ülke orta düzeyde borçlu bir ülke, %20'nin üstünde ise çok borçlu bir ülke olarak görülmektedir (Bölükbaş, 2012, s.27).

Dünya Bankası'nın ve Uluslararası Para Fonu'nun kabul ettiği bu dört borç göstergesi aracılığıyla bir ülkenin borçluluk düzeyine karar verilmektedir. Bu dört göstergedeki üçünün belirli seviyenin üstünde olması o ülkeyi çok borçlu ülke sınıfına sokmaktadır (Evgin, 1996, s.24). Buna göre, toplam "dış borç servisi/ihracat" göstergesi açısından Türkiye'nin çok borçlu bir ülke, diğer üç gösterge açısından ise orta derece borçlu bir ülke konumundadır (Şahin, 2012, s.51).

1.4. Dış Borç Yönetimi ve Risklerden Korunma

Dış borç yönetimi, alınan bir dış borcun, alındığından geri ödemesine kadar geçen zamanda uygulanan işlemlerin tümünü kapsamaktadır. Bu işlemler, hangi

piyasalardan ne tür şartlar karşılığında borç alınabileceği gibi işlemleri kapsamaktadır. Dış borç yönetimi, ülkenin uluslararası piyasalardaki güvenilirliğini ve kredi değerini sürdürebilmesi için oldukça önemlidir. Belirli ekonomik hedeflere ulaşabilmek amacıyla bir ülkedeki özel sektör kuruluşlarının dış borç stokuna ve bileşimine yön verilmesi özel sektör dış borçlanması borç yönetimi olarak tanımlanabilir. Özel sektör tarafından borçların, bütçe ve ödemeler dengesine uygun alınması, ödeme miktarlarının ya da zamanının planlanması dış borç yönetimi kapsamındadır (Gök, 2006, s.202). Gerek kamu gerek özel sektör borç yönetimi için ülke içinde ekonomi otoriteleri ve borç yöneticilerinin alınan dış borçlar ile ilgili tüm bilgiye sahip olmaları ve politika önlemleriyle birlikte bu bilgileri uygulamaya geçirmeleri gerekmektedir.

Alınan borçların geri ödeme profilleri ile dış borçlanmayla yapılan yatırımların gelir getirme profillerinin karşılaştırması da borç yöneticileri tarafından yapılmalıdır. Borç yöneticileri, alınan dış borç faizlerinin, dış borçlanma ile yapılan yatırımların getirisiyle en azından karşılanabilmesini istemektedirler. Dış borç yönetiminde, ayrıca alınan dış borcun döviz bileşiminin belirlenmesinde de dikkatli davranılması önemlidir (Uçak, 2006, s.5).

Borç yönetimindeki başarısızlıklar doğrudan ekonominin finansal istikrarının bozulmasını dolaylı olarak ise finansal krizlerin etkisinin artmasına sebep olmaktadır. Özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde bu sebeplerden dolayı etkili borç yönetim politikaları üretilmesi için ortam oluşturulması gerekmektedir (Gök, 2006, ss.200-206). Ülkelerin özel sektör dış borçlanması varsa eğer, özel sektör borçlanması için Hazine içinde ayrıca borç yönetim ofisi oluşturulmalıdır ve döviz cinsinden borç ödemeleri Hazine kontrolünde yapılmalıdır. Borç yönetimi ofislerinde, borçlarla ilgili her türlü bilgiye ve belgeye sahip personel yer almalıdır (Cosio & Pascal, 2006, ss.9-28). Ayrıca borç yönetimini etkili kılabilmek için politika yapıcılarına danışmanlık yapabilecek niteliklere sahip borç komisyonu oluşturulması faydalı olacaktır. Oluşturulan bu komisyona gerekli görüldüğü durumlarda özel sektörden bir üye dahil edilerek piyasaların nabzının daha iyi değerlendirilmesi ve özel sektör dış borç yönetiminde daha doğru politikalar üretilmesi sağlanabilir (Ateş, 2002, s.10).

Türkiye’de borç yönetimi, Hazine biriminin Maliye Bakanlığı’ndan ayrıldığı 1986 yılından itibaren farklı bir yapıya dönüştürülmeye çalışılmıştır. Borç yönetimi, Maliye Bakanlığı’ndan alınarak Hazine Müsteşarlığı’nın yönetimine verilmiştir ve

Hazine Müsteşarlığı tarafından iç borçlanma ihaleleri süreci başlamıştır (Derdiyok, 2001, s.2). Yapılan bu önemli değişiklik borçlanmayı artırıcı bir gelişmedir. 1990 yılı sonrasında aşırı artan iç borçları karşılamak için dış borçlanma yoluna gidilmektedir. 1994 krizi sonrasında uluslararası kredi kuruluşlarının Türkiye'nin notunu düşürmesi ve ardından kamu açıklarına banka görev zararlarının eklenmesiyle aşırı iç borçlanma başlamıştır. Bu süreç, dış borç yönetiminin değerlendirilmesi, risk yönetimi bilgisine sahip, daha fazla sorumlu ve merkezi hükümet dışında Hazine Müsteşarlığı ve Maliye Bakanlığının birimi şeklinde kurularak çalışacak özerk borç yönetim idarelerinin kurulmasının yolunu açmıştır. Hazine Müsteşarlığı birimleri arasında bulunan Borç ve Risk Yönetim Komitesi borçlanmada temel politikaları oluşturmak ve borç yönetim birimlerini koordine etmekle görevlidir. Buna ilaveten 2001 krizine kadar yaşanan süreç sonrasında Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı çerçevesinde yapılan yasal düzenlenmeler içerisinde borç yönetimiyle ilgili de yasa çıkarılmıştır. Ancak Türkiye'nin dış borç stoku sürekli artarak devam etmiştir (Yavuz, 2009, s.18). 2000'li yıllarda dış borç stok seviyesinin çok yüksek olması ve önemli riskler taşıyor olmasına rağmen dış borçlanma çevrilebilmekte ve sürdürülebilmektedir.

Dış borçlanmada risk kavramının yaygın hale gelmesiyle etkili dış borç yönetim tekniklerinin geliştirilmesi zorunlu olmuştur. Dış borç yönetim teknikleri şu şekilde ifade edilmektedir. Döviz gelirleri ve döviz giderleri arasında paralellik kurulmasıyla bir tarafta meydana gelen dalgalanmanın diğer tarafı aynı derecede etkilemesi sağlanarak koruma gerçekleştirilebilir. Bunun için ihracatın ve yurtdışı kredi alınan piyasa çeşitliliğinin artırılması ve rezerv birikimin artırılması sağlanmalıdır. Ancak dış kaynak temininde alternatif kaynak yetersizliğinin söz konusu olduğu ortamda dış borçlanma yapma isteği olanlar, var olan kaynaklar ile yetinmek durumundadırlar ve bu nedenle kredi faizleri ve kur cinsinin belirlemede sınırlı etkiye sahip olabilmektedirler. Gelişmekte olan ülkeler dış borç kaynakları açısından uluslararası finans piyasalarında yeterince alternatifte sahip olmadığından çoğu kez piyasada sahip oldukları kredilerle yetinmekte ve bu ülkelerin, kredilerin faiz oranı ve kur cinsini belirleme imkânı sınırlı kalmaktadır. Bundan ötürü kendilerine sunulan şartları kabul etmek durumunda kalmaktadırlar (Sarı, 2004, s.39).

Dış borçlanma, hangi gerekçe ya da yöntemlerle yapılırsa yapılsın doğal bir üst sınırı olduğu kabul edilmektedir. Bu doğal sınırın aşıldığı durumlarda dış borçlanma

fayda yerineborçlanan tarafa zarargetiren bir durumdur. Dış borçlanmanın gerekliliği, borçlanmanın toplumsal fayda ve toplumsal maliyetlerinin mukayesesi sonucunda tespit edilebilmektedir. Buna göre faydasını maksimize etmeye çalışan bir tüketici gibi devlet ya da özel sektör de dış borç almayı ancak borçlanmanın marjinal faydasının sosyal maliyete eşit olduğu noktaya kadar kabul edebilecektir. Maliyetin faydayı aştığı durumda borçlanma, ekonomi içinönemli bir risk oluşturmaktadır (Evgin, 1996, s.16).

Uluslararası piyasalardaki dalgalanmalar ve bu dalgalanmaların sebep olduğu olumsuz etkiler nedeniyle dış borçlanma yönetiminde risk yönetiminin önemi ön plana çıkmıştır (Nart, 2015, s.75).

Gerek özel sektör dış borç yönetimi gerekse kamu dış borç yönetimi sürecinde karşılaşılan risklerin tamamını sıfıra indirmek imkândâhilinde değildir. Ancak karşılaşılan risklerin en alt düzeye indirilebilmesi için bazı yöntemler vardır. Dış borç yönetiminde risklerden korunmayı sağlayan hedging teknikleri olarak adlandırılan yönetim teknikleri mevcuttur. Hedging (koruma) teknikleriyle riskleri minimize etmek, risk unsurlarının yönünü değiştirmek ya da riskten kaçmak söz konusu olabilmektedir (Nart, 2015, s.76). Dış borç risklerinden korunmak için hedging tekniği bağlamında en çok kullanılan enstrümanlar; forward, futures(vadeli), options(opsiyon) ve swap(takas) sözleşmeleridir (Sarı, 2004, s.40). Forward sözleşmeleri, vadeli işlemlerdir. Eğer vade tarihinde oluşan fiyat kontrat tarihindeki fiyattan farklıysa kar ve zarar kontrat sahibine yansımaktadır ve döviz kuru ile faizler sabitlenebilmektedir. Forward sözleşmesi, risk yönetiminde fiyat dalgalanmalarının negatif etkilerinden korunmak amacıyla tercih edilmektedir. Futures sözleşmeleri (gelecekteki işlem piyasaları), belirli bir vade ve fiyatların bugünden belirlenmesine imkân sağlamaktadır. Ayrıca kur, faiz oranı ve fiyat risklerine karşı kullanılmaktadır. Opsiyon sözleşmeleri, finansal olan ve finansal olmayan kuruluşların döviz kuru ve faiz oranları risklerine karşı kullanılmaktadır. Swap (takas) sözleşmeleri, döviz kuru ve faiz oranları risklerine karşı geliştirilmiştir. Bu sözleşme türü, sabit faizli fonların değişken faizli fonlarla değiştirilmesineimkân sağlamaktadır. Swap piyasasında katılımcı olarak, son kullanıcılar ve aracılar vardır. Son kullanıcılara bankalar, şirketler, uluslararası kuruluşlar, devletler dâhildir.Aracılara ise kullanıcıları bir araya getiren, aracılık ve garantörlük yapan ticari ve yatırım bankaları dâhildir (Bal, 1999, ss.147-154).

Finansal serbestleşme süreciyle toplam dış borçlanma içinde özel sektör dış borçlanmasının payının artmaya başlamasıyla birlikte önemi de artmaya başlamıştır. Özel sektör dış borç yönetiminde, farklı türdeki risk faktörlerinin dikkate alınması, devletin dış borç yönetim politikalarını makroekonomik politikalar çerçevesinde belirlemesi, döviz kurunun yönetilebilmesi ve yönetim stratejisinin oluşturulması gereklidir. Borç yönetim stratejisinde ihtiyatlı risk yönetimi, riskli borç yapılarından kaçınmak için önemli bir unsurdur. Risk yönetim politikaları sayesinde borç yönetim birimleri, risk çeşitleri hakkında bilgi edinmekte ve karşılaşılabilecek riskleri minimuma indirmek için gerekli stratejileri uygulayabilmektedir. Risklerin azaltılmasında araçların etkin olarak kullanımı tecrübeli, yetişmiş ve bu alana hâkim personelleri gerekli kılmaktadır (Sarı, 2004, ss.45-46).

Riskten korunmamak, riski azaltan yöntemler hakkındaki bilgi eksikliği ve gelecekte fiyat, faiz ve kurların pozitif değişiklikler meydana getireceğine olan güvenden kaynaklanmaktadır. Dış borç yönetiminde karşılaşılabilecek riskler şu şekildedir:

Piyasa riski, Hazine Müsteşarlığı tanımına göre borç dinamiklerinin döviz kurları, faiz oranları ve enflasyon gibi piyasa değişkenlerinden etkilenmesidir (Hazine Müsteşarlığı, 2016, s.40). Piyasa riski, faiz oranı ve kur riskinden oluşmaktadır. Borç portföyünün vadesi ve döviz türündeki değişimlerle beraber piyasa riskine olan duyarlılığı da değişiklik göstermektedir. Faiz oranı riskine karşı; sabit ve değişken oranlı borç oranı hedeflerinin sabitleştirilmesi, kısa ve uzun vadeli borç stoku oranının sürdürülebilmesi, faiz oranı swap işlemlerinin kullanmak gerekmektedir. Kur riskine karşı ise; iç ve dış borç stok oranı ile kısa ve uzun vadeli borç stok oranının sabitleştirilmesi, para biriminin sabitleştirilmesi, para birimi swap işlemlerinin tercih edilmesi ve döviz türünden borçlar ile ihracatın gerçekleştirildiği döviz türü arasında bağ kurarak güvence sağlanması gerekmektedir (Das, 2005, ss.10-14). Risk yönetimine bağlı borç yönetiminde kur kaynaklı ekonomik krizlerde, döviz cinsinin milli para karşısındaki değerinde meydana gelen değişimler borç miktarında önemli etkiye sahiptir (Nart, 2015, ss.77).

Likidite riski, ödeme yeteneğinin yitirildiği ya da ödeme isteğinin bulunmadığı koşullarda oluşmaktadır. Likidite sorunu, ihracat gelirlerindeki hızlı gerileme, faiz oranlarında hızlı yükseliş olduğu ortamlarda oluşmaktadır. Buna ilaveten borç vade

yapısı, borçlanmanın para cinsi, kur oranları da likidite riskini etkileyen önemli faktörlerdir (Akkaya, 2010, s.76). Likidite riski, hazine işlemleri için ihtiyaç duyulan finansmana erişimin sıkıntılı olduğunu göstermektedir. Ayrıca borcun çevrilememesi riskine de neden olmaktadır. Hazine Müsteşarlığı'nın 2016 yılı borç yönetim raporunda likidite risk faktörlerine karşı stratejik ölçütler belirtilmiştir. Bu ölçütler, ortalama vadenin piyasa şartları uygun olduğu kadar uzatılarak, vadesine bir yıldan az kalmış senetlerin payı azaltılmalı ve nakit, borç yönetiminde karşılaşılabilecek likidite risk etkisinin minimize edilmesi amacıyla nakit rezervi güçlü tutulmalıdır (Hazine Müsteşarlığı, 2016, s.40).

Kredi riski, kuruluşların anlaşmalar kapsamında taahhütte buldukları yükümlülükleri zamanında yerine getirememesi riski olarak tanımlanan kredi riskinin kaynaklarını Hazine Müsteşarlığı borç yönetim raporuna göre, hazine tarafından sağlanan garantiler ve dış borç ikraz imkânları ile kamu özel işbirliği projeleri kapsamındaki borç üstlenimleri oluşturmaktadır. Kredi riski söz konusu olduğunda meydana gelecek öngörülmeyle nakit ihtiyacı, dış borçlanmayı olumsuz etkilemektedir (Hazine Müsteşarlığı, 2016, s.42). Kredi riski, borç alan kuruluşun borcunu çevirememesi riskidir. Kredi riski en yüksek olan borç türü, garantili borçlardır. Borç yönetiminde kredi riskiyle garantili dış borçların geri ödenmemesi durumunda karşılaşılmaktadır. Kuruluşların anapara ve faiz geri ödeme yeteneklerinin ölçülerek kredi alınacak kuruluşun incelenmesi yapılmalı ve borç alan kuruluşların yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyetleri bağımsız kuruluşlar tarafından derecelendirilmelidir (Nart, 2015, ss.78-81). Bununla kredi riski yönetimi daha başarılı olması ve alınan önlemlerin daha etkin olması sağlanabilecektir.

Gerek kamu sektörü gerekse özel sektör dış borçlanmasında risk yönetimi, kuruluşların dış borçlanma maliyetlerini negatif etkileyen unsurların tespit edilmesi, incelenmesi, etkilerinin ölçülmesi ve bu unsurların oluşturduğu risklerin en alt seviyeye gerilemesinin sağlanması sürecini kapsamaktadır. Dış borçlanmanın yönetilmesinde, karşılaşılan risk faktörlerinin tanımlanarak ölçülmesi ve oluşturacakları risklerin en alt düzeye indirilebilmesi için önlemler alınması ihtiyacının hissedilmesi, dış borç yönetiminde risk yönetimin önemini ortaya koymaktadır.

1.5. Dış Borçlara İlişkin İktisat Okullarının Görüşleri ve Hipotezler

Çalışmanın bu bölümünde dış borçlanmaya ilişkin iktisat okullarının teorik görüşleri ile ikiz açık ve üçüz açık hipotezleri değerlendirilmektedir.

1.5.1. İktisat Okullarının Görüşleri

İktisat okulları, borçlanma konusunu değerlendirirken özel sektör ya da kamu sektörü şeklinde net bir ayırım yapmadan tartışmışlardır. Bu bağlamda Klasik, Neo-Klasik, Keynesyen, Paracı İktisat, Yeni Klasik, Yeni Keynesyen ve Arz Yönlü İktisat okullarının dış borçlanmaya ilişkin görüşleri bu bölümde değerlendirmektedir.

1.5.1.1. Klasik Görüş

Klasik iktisat okulu, ekonomi bilimini diğer bilimlerden bağımsız bir disiplin olarak ortaya koyan bir düşünce sistemidir. Bu anlamda iktisadın bilim olarak ortaya konması klasik iktisatçılardan Adam Smith tarafından 1776 yılında yazılan“Milletlerin ZenginliğininDoğası ve Nedenlerine Dair Bir İnceleme” adlı eser ile başladığı kabul edilmektedir (Skousen, 2011, s. 13) .Klasik iktisat okulunun öncü düşünürlerinden bazıları ise, Sir Dudley North, David Hume, Thomas R. Malthus, David Ricardo, Jean-Baptiste Say ve John Stuart Mill’dir.

Klasik iktisadi görüş, kaynakların etkin kullanıldığı serbest piyasa mekanizmasını ve ekonomiye devlet müdahalesinin en düşük seviyede olması gerektiğini savunmaktadır (Çöğürçü, 2011, s.51). Adam Smith 1776 yılında yazdığı eserindeekonomik faaliyetlerin kendiliğinden görünmez bir el aracılığı ile doğal düzen şeklinde gerçekleşeceğini ve bu nedenle devletin ekonomiye müdahalesinin gereksiz olduğunu belirtmiştir (Blaug, 1985, ss.35-76). Devlet sadece sağlık, savunma, eğitim, adalet gibi cari harcamalar içinde olmalıdır (Şeker, 2006, s.76). Savaş dönemlerinde bütçe açıklarını kapatmak için sınırlı düzeyde borçlanmaya başvurulabilir. Ancak yapılan bu borçlanmaların barış dönemlerinde bütçe fazlası ile kapatılması gerektiğini düşünürler. Ayrıca iç borçlanma ülkenin servetinde azalmaya yol açmaz. Fakat borçlanma ile elde edilen kaynak üretimde yararlı şekilde kullanılmaz ise devletin ekonomik gücünün yapılan borçlanma ölçüsünce küçüleceğini savunurlar. Kısacasıborçlanmaya mesafeli durmakla beraber, kısa vadeli borçlanmaya hiç sıcak bakmazlar (Çelen & Zülfüoğlu, 2008, ss.289-307).

Klasik İktisat Okuluna göre; borçlanma demokrasi ile ilişkilidir. Borçlanma kredibilitelerini kurumların gelişmişlik durumu etkilemektedir. Kurumların gelişmesiyle borçlanma riskinin düşmesi faiz oranlarının düşüşünde, faiz oranlarının düşüşü ise borçlanma kredi riskinin düşmesinde etkilidir (Çelen & Zülfüoğlu, 2008, s.290).

Klasik iktisatçılardan Hume'a göre devlet borçlarının bazı olumsuz etkileri bulunmaktadır. Hume'un, "Kamu Borcu" adlı denemesinde "ya milletin kamu borcunu yıkması ya da kamu borcunun milleti yıkacağını" söylemiştir (Hume, 1994, s. 174). Devletin artan borçları ülke ekonomisinde enflasyonist etki oluşturmaktadır ve dış piyasadan alınan borçlar ülkeyi dışa bağımlı duruma getirmektedir. Bu nedenle devlet dış borçlanmasının önünün açılmasının yıkıcı etkisi olacağını açıklamaktadır. Hume, borçlanmanın çeşitli sakıncaları olduğunu düşünmektedir. Bunlardan birincisi, iç borçlanmada halkın yatırım yapmak yerine devlete borç vermesi sonucunda hem yatırımların azalması hem de istihdamın azalmasıdır. İkinci sakıncası, borçlanma araçlarının para gibi kullanılabilir olması sonucunda altın ve gümüşün değerinin düşmesidir. Üçüncü sakıncası, alınan borçların faizlerinin ödenebilmesi için vergilerin artırılmasından gelir düzeyi düşük kesimin olumsuz etkilenmesidir. Dördüncü sakıncası borçlanmada yabancıların etkileri altına girilmesi ve yabancılara bağımlı hale gelmesidir. Beşinci sakıncası ise, borçlanmanın hiç çalışmadan hayatını geçiren bir sınıf oluşturmastır (Hume, 1994, ss. 169-171; Toktay, 2011, s.26).

Smith'e göre borçlanmanın sakıncaları; savaş döneminde yapılan borçlanmalar barış döneminde tasarruf yapılarak ödenemez. Kamu harcamalarının finansmanı için borçlanmak, bugünün yükünün gelecek kuşaklara aktarılmasına neden olacaktır. Devlet borçlarını vade bitiminde tamamıyla ödemediğinde sadece kaynak aktarımı yapılmış olacaktır, ülke içinde sermaye artışı yaşanmayacaktır. Savaş döneminde borçlanmayı, savaşın sürdürülmesi için bir kaynak olarak görmektedir. Devletin savaş döneminde vergilendirmeyi tercih etmesi savaşın yükünü halka yansıtacağı için vergilendirmeden ziyade finansman ihtiyacının borçlanma ile karşılanması daha olumsuz etki oluşturacaktır (Savaş, 2007, s.215).

David Ricardo 1817 yılında yayınlanan Politik İktisat ve Vergilemenin İlkeleri adlı kitabında, borçların ancak gelirlerin giderlerden fazla olması durumunda ödenebileceğini söylemiştir (Çelen&Zülfüoğlu, 2008,s.303). Dış borçlanma, ekonominin gerçek durumunu gizleyeceğinden halkın daha az tasarruf etmesine sebep

olacaktır. Ayrıca borçların ödenmesinde vergiler yetersiz kalmaktadır. Bu nedenle alınan borçların faiz ödemeleri için vergilerin artırılması gerekliliği doğacağından dolayı aşırı borçlanan ekonomilerden sermaye kaçıışı söz konusu olacaktır (Bağcı, 2001, s.22).Ricardo'ya göre yatırım ile tüketim arasında tercih yapılabilmesi, harcamaların vergi ile mi borçlanma ile mi finanse edileceğine bağlı bir durumdur. Vergiler ile finanse edilmesi durumunda tüketim bununla aynı oranda azalış gösterir. Harcamaların, borçlanma ile finanse edilmesi durumunda tüketim faiz ödemelerinin miktarı kadar azalış gösterecektir. Kalan kısım ise yatırımlardaki azalma ile finanse edilecektir. Kamu borçlanması özel sektör borçlanması üzerinde dışlama etkisi gösterirken kamu harcamaları da özel sektör harcamaları üzerinde dışlama etkisi gösterecektir (Mundell, 1993, s.31).

Klasiklere göre, devlet muhasebesi ile kişi ya da özel firmaların muhasebesi arasında farklılık bulunmamaktadır. Borçlanma, borç alana ödemelerini erteleyebilme imkânı veren gelir artırıcı bir faktördür (Şeker, 2006, s.76). Ayrıca özel kişiler ile kamu borçları arasında fark bulunmamaktadır. Özel kişilerin borçlanma nedeniyle girmiş oldukları risk kamu sektörü borçlanması için de geçerli bir risktir. Devlet borçlanması ve özel sektör borçlanmasında borçlanmanın türü açısından ve borcun mahiyeti arasında bir fark yoktur. Her iki borçlu için de borçlanma, alınan borcun vaat edilen tarih ve şekilde geri ödenmesi şartını taşımaktadır (Pirimoğlu, 1982, s.5).

1.5.1.2. Neo-Klasik Görüş

Neo-Klasik iktisat, klasik iktisadın düşüncelerini devam ettiren ancak onların bazı görüşleri üzerinde değişiklikler yaparak geliştiren iktisadi yaklaşımdır. Neo-Klasik iktisadın öncülüğünü Alfred Marshall yapmıştır (Bocutoğlu, 2016, s. 184). Neo-Klasik iktisada göre; borçlanmanın ve verginin kamu açıklarının finanse edilmesindeki etkisi benzerdir. Borçlanma durumunda da vergi tercihi durumunda da özel sektörden kamuya kaynak geçişi söz konusu olmaktadır. Devlet borçlanması, özel sektör ile kamu sektörü arasında rekabet oluşturmaktadır. Borçlanma, sonraki kuşaklara sermaye birikimi gibi bir miras değil aksine yük olarak bırakılan bir unsurdur. Yatırımların finansmanı için kaynakların kamu kesimi tarafından vergi aracılığı ile alınması özel yatırımların faiz oranlarındaki değişmeye bağlı olarak dışlama etkisine neden olmaktadır (Adıyaman,2006, s.34; Şeker, 2006, s.77).

Neo-Klasik iktisatçılara göre; uzun vadeli borçlanmanın faiz ödemeleri için vergiler artırılarak bireylerin tüketimleri kısıtlanacaktır. Ayrıca borç ödemesi için vergilerdeki artışlar tasarrufların azalmasına neden olacaktır ve yarınki kuşaklara bırakılacak sermaye stokunun da azalmasına yol açacaktır. Bu görüş çerçevesinde, borç alınması ile borcun geri ödemesi arasında geçen sürede borçlar sonraki kuşağa devredilmiş olacak ve borcun kalan bölümünü yaşama yeni katılan kuşak vergiler aracılığı ile ödeyebilecektir. Neo-Klasikler, borç yükünün bu şekilde sonraki kuşaklara aktarılacağını söylemektedirler(Cural, 2012, s. 47). Ancak yeni kuşak, devlet tarafından ihraç edilen borç senetlerinin anapara ve faiz ödemelerinin finanse edilebilmesi için ileride elde edilecek vergi gelirlerini kullanmazlar ise, söz konusu borç senetleri özel sektöre ait servete dahil olarak düşünülecektir.

1.5.1.3. Keynesyen Görüş

Keynesyen İktisadi Yaklaşımı, 1929 Ekonomik Buhranı'na çözüm arayışları çerçevesinde geliştirilmiş ve 1936 yılında Keynes'in "İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi" adlı eseri ile büyük kabul görmüştür. 1950-1970 yılları arasında ise pek çok ülkenin iktisadi politikalarına yön vermiş bir yaklaşımdır. Bu yaklaşım, Müdahaleci Devlet Teorisi'ni benimsemiştir (Çoban, 2009, s.45). Devletin, eksik istihdam dolayısıyla ekonomiye her zaman müdahale etmesi gerektiğini savunmaktadır. Bu anlamda borçlanmanın, kullanılması gereken bir gelir kaynağı olduğu ileri sürülmektedir.

Keynes'e göre, gelişmekte olan ülkelerde büyüme ve kalkınma aşamalarında dış borçlanma kullanılmalıdır. Bunun için açık bütçe politikası uygulanabilir. Ayrıca politika yapıcılarının harcamaların finansmanı için borçlanmayı, vergilemeye tercih etmeleri gerektiği söylenmektedir (Buchanan, 1997, s. 120). Borçlanmanın sonraki kuşaklara etkisini önemsememiştir. Çünkü borçlanma, yük olmanın aksine gelecek kuşaklar için daha avantajlı daha iyi koşullarda yaşam olanağı sağlayacaktır. Fakat daha iyi şartlarda yaşamının karşılığı olarak faiz miktarı ek yük olabilecektir (Akkaya, 2010, s.23). Keynesyen düşünce, ekonomide daralma olduğu dönemlerde talebi artırmanın en etkin yolunun borçlanmaya yönelik politika izlenmesi gerektiğini ileri sürmüşlerdir. Bu çerçevede yapılan borçlanmanın anapara ve faiz ödemesinin karşılanması için vergilere başvurulması gerekecektir. Eğer etkin bir borçlanma politikası izlenirse hem faizlerin

getirdiği ek yük azalacak hem de milli gelire katkı sağlanmış olacaktır. Bu sayede borçlanmanın negatif etkisinin önüne geçilebilecektir.

1.5.1.4. Paracı İktisadi Görüş

Paracı iktisadın, Milton Friedman'ın Chicago Üniversitesi'ne katılmasıyla beraber 1946 yılında başladığı kabul edilmektedir. Paracı iktisadın inceleme konuları, Neo-Klasik teorisinin yeni bir türüdür (Bocutoğlu, 2016, s. 292). Bu yaklaşıma göre artan kamu harcamaları özel sektör yatırımları üzerinde dışlama etkisi yaratacaktır. Bunun nedeni iç tasarrufların kamu açıklarının kapatılmasında kullanılması sonucunda yaşanan faiz oranlarındaki artıştır. Faizlerin artması yatırım harcamalarını ve büyümeyi yavaşlatacaktır.

Paracı iktisat okuluna göre, sadece kısa dönemde para ve maliye politikaları ekonomi üzerinde etkili olabilir. Bunun nedeni adaptif beklentilerle uyumlu kısa dönemli iktisadi şoklardır. Fakat uzun dönemde ekonomi her zaman tam istihdamdadır. Bu nedenle uygulanacak iktisadi politikalar sadece fiyatlar genel düzeyinde artışa yol açacak, hâsılayı etkilemeyecektir. Bu yaklaşıma göre fiyat istikrarının sağlanabilmesi için devlet para arzını kontrol etmelidir. Yani merkez bankası para stokunu reel hâsılaya göre ayarlamalıdır. Kamu harcamaları ise sınırlı tutulmalıdır. Çünkü bütçenin açık vermesi para arzının artmasına yol açacaktır.

Devletler bütçe açıklarını iki biçimde finanse edebilmektedirler. Bunlar para basma ve borçlanma yoludur. Paracı iktisatçılar, devletlerin kamu finansman açıklarını kapatmak için borçlanmayı tercih etmeleri durumunda ekonominin olumsuz etkileneceğini savunmaktadırlar. Devletin, kamu harcamalarını iç borç yoluyla karşılaması yurtiçi faizlerin artmasına neden olacaktır. Dolayısıyla kredi maliyetleri yükselecektir. Öte yandan borçlanma toplam talebin artmasına enflasyonun yükselmesine yol açacak. Enflasyondaki bu yükselişi önlemek için ise faizler yükselecektir. Artan faizler ise borç yükünün daha da artmasına neden olacaktır. Bu anlamda Thomas Sargent ve Neil Wallece çalışmalarında (1981), bütçe açıklarının iç borçlanma yoluyla finanse edilmesinin uzun dönemde enflasyon oranının daha da yükselmesine neden olacağını açıklamışlardır. Bu çalışmada iç borçlanma ve enflasyon arasındaki ilişki "Hoş Olmayan Monetarist Aritmetik" olarak tanımlanmıştır. Yani kamu iç borçlanmaya sürekli başvurduğu sürece yurtiçi faiz oranları artmakta, bu durum kamunun borç yükünü artırmaktadır. Kamu borçlarının geri ödenmesinde

emisyonabaşvurulması ise, para arzını artırmakta ve enflasyonun daha da yükselmesine neden olmaktadır.

1.5.1.5. Yeni Klasik Görüş

Yeni klasik iktisat temelini, paracı iktisat teorisinden almıştır. 1970’li yıllardan itibaren paracı iktisattan bağımsız bir teori halini almıştır. Yeni Klasikler, paracı iktisadın kullandığı “*Uyumcu Beklentiler Hipotezi*”ni reddettiler ve yerine “*Rasyonel Beklentiler Hipotezi*”ni geliştirmişlerdir. Ayrıca paracı iktisadın konjonktür dalgalarının nedeni olarak para politikasını kabul etmelerine karşı çıkararak, konjonktür dalgalarının nedeninin önceden ilan edilmeyen para politikası olduğunu ileri sürmüşlerdir. Yeni Klasik görüşündeyandığı bazı temel ilkeler şu şekildedir; Rasyonel beklentiler, piyasaların sürekli olarak dengeye gelmesi, eksik bilgi, tesadüfi hata, firma yanılması, paranın uzun dönemde yansız olması ve öngörülebildiği durumda kısa dönemde de yansız olmasıdır. John Muth, Robert Lucas, Thomas Sargent, Robert Barro, Neil Wallace, Patrick Minford yeni klasik iktisadi okulun önde gelen temsilcilerindendirler (Erdem, 2005, s. 205-206).

Yeni Klasik Görüş’e göre, devletin kamu harcamasının finansmanı için vergiler yerine borçlanmanın tercih edilmesinin faiz ve sermaye stoku üzerinde etkili olmayacağı yani bu iki finansman aracının birbirine denk olduğu savunulmaktadır (Ceyhan, 2010, s.30). Borçlanmaya ilişkin bu yaklaşım Ricardo Denkliğinin, Barro Modeline dâhildir. Ricardo Denklik Teorisi’ne göre; bireyler rasyonel ve ileri görüşlüdürler. Bu doğrultuda bugünkü borçlanmalarının gelecekte oluşturacağı vergi yükünü tahmin ederler. Ayrıca birey ve hükümet aynı faiz oranı ile borçlanmaktadır çünkü sermaye piyasalarında tam rekabet koşulları geçerlidir (Yay, 1996, s. 1345). Yani borçlanma uzun dönemde hâsılayı etkilemez. Bu yaklaşıma göre, sadece beklenmeyen iktisadi politikalar kısa dönemde hâsıla üzerinde etkili olabilir. Fakat bu politikaların uzun dönemde etkileri yoktur. Bu anlamda dış borçlanmaya bağlı olarak uygulanan bir maliye politikası kısa dönemde hâsılayı artırabilirken uzun dönemde hâsılayı etkilemeyipsadece fiyat artışlarına yol açacaktır. Beklenen iktisadi politikaların ise, hâsıla üzerine hiçbir etkisi olmayacaktır.

1.5.1.6. Yeni Keynesyen Görüş

Yeni Keynesyen Görüş, Keynesyen iktisadi yaklaşım çerçevesinde geliştirilmiştir. Bu görüş, Neo Klasik görüşün bazı temel doğrulara sahip olduğunu ve doğru düzenlemeler yapılarak Ortodoks Keynesçi iktisat görüşünün yeniden makro iktisada hâkim olacağına inanan bir grup iktisatçı tarafından ortaya konulan yaklaşımdır. Yeni keynesyen görüş, bazı bakımlardan Keynes'in teorisinden ve Ortodoks Keynesçi iktisattan farklıdır. Yeni Keynesyen teori, ekonomik istikrarın sağlanmasında para politikasının kısa dönemde önemli etkisinin olduğunu ve maliye politikasının para politikasını desteklemesi amacıyla uygulanmasını savunmaktadır (Mankiw, 1991, s. 562). Bu görüş Lucas, Sargent ve Ortodoks Keynesçi iktisadın üç temel kusuru ortadan kaldırmayı amaçlamaktadır. Bu doğrultuda, birincisi Ortodoks Keynesçi iktisat teorisinin zayıf olan mikroekonomik temellerini güçlendirmeye çalışmışlardır. İkincisi, Ortodoks Keynesçi iktisadın benimsediği Uyumcu Beklentiler Hipotezini terk ederek Rasyonel Beklentiler Hipotezini benimsemişlerdir. Üçüncüsü, toplam talebi esas alan Ortodoks Keynesçi iktisadın, arz yönünü güçlendirmeyi çalışmışlardır (Bocutoğlu, 2016, s. 326). Yeni Keynesçi iktisat okulu; Gregory Mankiw, Edmund Phelps, Stanley Fischer, George Akerlof, Janet Yellen, Assar Lindbeck gibi düşünürleri bünyesinde barındırmaktadır.

Yeni Keynesyen İktisat Görüşü'ne göre, gelecek hakkında net bir bilgi olmadığı için ekonominin kendiliğinden tam istihdama ulaşması güç olacaktır. Bu nedenle devletin ekonomiye müdahale etmesi gerekmektedir. Buchanan'a göre, özel ya da kamu sektörünün gelirlerini harcamayıp tasarruf ettikleri bir durumda sermaye artışı olacaktır. Fakat harcamaların gelirleri aştığı bir durumda sermayede azalış yaşanacaktır. Cari tüketimin artırılması amacıyla borçlanma yapılması, hem özel hem de kamu sektörü tarafındakilere gelecekte gelirlerini kullanabilme olanağı sunacaktır (Buchanan, 1987, s.7). Bununla birlikte bu yaklaşıma göre beklenen ve beklenmeyen bütün iktisadi politikalar hâsılayı artırabilir. Çünkü ekonomi büyük ölçüde eksik istihdam düzeyinde faaliyet gösterir. Bu anlamda devletin açık bütçe politikası yürütmesi ve buna bağlı olarak borçlanmanın artması ekonomik büyüme için uygulanması gereken bir politikadır. Bu yaklaşımda keynesyen yaklaşıma benzer olarak, işsizlik ve ekonomik büyümeye odaklanılmış fiyat artışları önemsenmemiştir.

1.5.1.7. Arz Yönlü İktisadi Görüş

Arz Yönlü iktisat, 1970’li yıllarda enflasyon ile işsizliğin aynı anda görüldüğü ve yüksek oranlarda olduğu durum olarak tanımlanan stagflasyon kavramının ortaya çıkışı ve Keynesyen Görüş’ün stagflasyona çözüm üretememesi nedeniyle ileri sürülen bir yaklaşımdır. Keynesyen yaklaşıma alternatif olarak gösterilen bu görüşe göre, eksik istihdamı önleyebilmek için reel sektörü güçlendirmek gerekmektedir(Savaş, 2007, s.955). Bu anlamda vergi indirimleri ekonominin arz yönünü güçlendirecektir.

Arz yönlü iktisat, Arthur Laffer, Jude Wanniski, Paul Craig Roberts, Alan Reynolds ve Robert Bartley gibi iktisatçılardan oluşmaktadır. Bu yaklaşımda, ekonomik sorunların büyük ölçüde arz kaynaklı olduğu ileri sürülmektedir. Öte yandan devletin ekonomiye müdahalesinin sınırlandırılması ve denk bütçe politikasının uygulanması gerektiğini savunmaktadırlar (Eriç, 2009, s. 13). Bu anlamda Arz Yönlü iktisatçılar, temel politik araç olarak vergi oranlarında indirimin kullanılması gerektiğini ileri sürmektedirler. Brunner’e göre düşük vergi oranları kalkınmanın sağlanabilmesi için gerekli bir koşuldur. Kamu harcamalarının finansmanı için borçlanma gibi geçici çözümler yerine vergi gibi kalıcı finans kaynaklarının tercih edilmesinin daha sağlam bir çözüm olacağı ileri sürülmektedir(Brunner, 1982, 845).

1.5.2. İkiz Açık ve Üçüz Açık Hipotezleri

Dış borçlanma, yabancı tasarruf kullanımıdır.Gelişmekte olan ülkelerde dış ve iç açıkların kapatılmasında bu kaynaklardan yararlanılmaktadır (Azgün, 2005, s. 58). Dolayısıyla gerek bütçe açıkları gerek cari işlem açıkları dış borçlanmaya neden olabilmektedirler.Bu anlamda dış borçlanma kapsamında ikiz açık ve üçüz açık hipotezi incelenebilir.

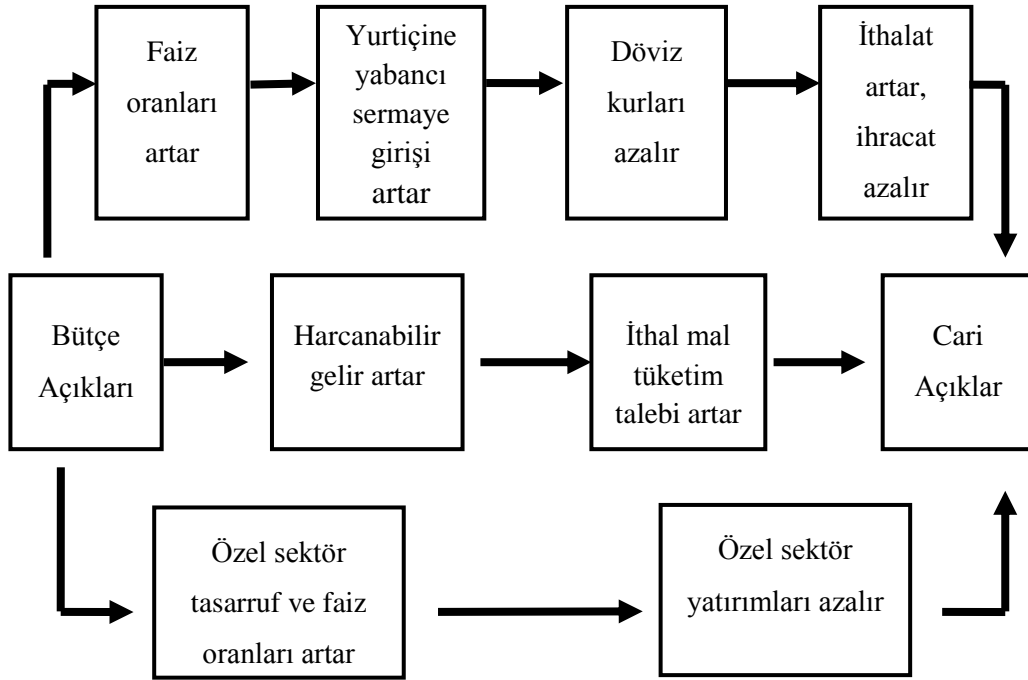
İkiz Açıklar Hipotezi ilk defa 1980’li yıllarda bütçe açığı ve cari işlemler açığının eşanlı görülmesiyle ortaya çıkmıştır (Danışman, 2009, s.18). Türkiye’de 1980 yılı sonrasında izlenen özelleştirme politikaları ile bütçe açığının azaltılması hedeflenmiş fakat ikiz açık problemi devam etmiştir (Kılavuz & Dumrul, 2012, s.2).

İkiz Açıklar Hipotezi, bütçe açığı ile cari açık arasındanedensel birbağlantı olduğunu ifade eden bir analizdir(Özdamar, 2015, s.2). Bütçe açığı ve cari açık arasındaki üç tür ilişki olasılığı bulunmaktadır. Bunlar; bütçe açıklarından cari açıklara

doğru, cari açıklardan bütçe açıklarına doğru, bütçe açıkları ile cari açıklar arasında çift yönlü ilişki şeklindedir (Danışman, 2009, s.25).

Keynesyen Teoriye göre, bütçe açığı cari açık arasındaki ilişki Tablo 2’de sunulmuştur.

Tablo 2.Bütçe Açığından Cari Açığa Doğru İlişki



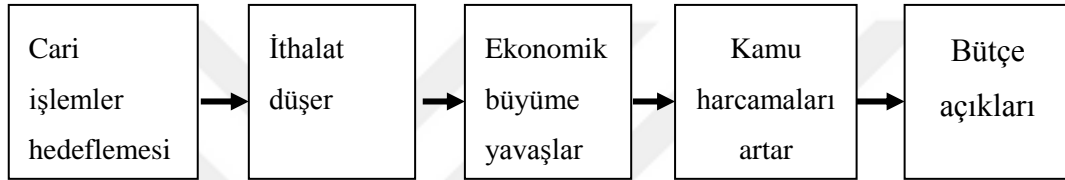
Kaynak: Danışman, 2009. s. 25.

Tablo 2’de görüldüğü üzere devletin bütçe açıklarını kapatmak için iç borçlanmaya başvurması faiz oranlarını artıracaktır. Faiz oranlarındaki artışlar bir yandan yabancı sermaye girişini artıracak buna bağlı olarak iç piyasada döviz bollaşacak ve döviz kurları azalacaktır (Türk Lirası değer kazanacaktır). Bu durum net ihracatın azalmasını dolayısıyla cari açığın artmasına yol açacaktır. Öte yandan artan faiz oranları özel sektör tasarruflarının artmasına ve böylece özel sektör yatırımlarının azalmasına yol açacaktır. Bütçe açıklarının artması toplam talebinde artarak ithal mallarının talebinin yükselmesine yol açacak ve buna bağlı olarak cari açık yükselecektir. Bütçe açıklarının dış borçlanma veya emisyonla kapatılması durumunda

da yine harcanabilir gelir artarak ithal mal talebi yükselecek ve cari açık artacaktır. Son olarak bütçe açıklarının artması toplam talebin yükselmesine, yurtiçi fiyatların yükselmesine(enflasyonun yükselmesi) ve ihracatınazalarak cari açığın yükselmesine yol açacaktır.

Cari açıklardan bütçe açıklarına doğru çeşitli yaklaşımlar söz konusudur. Cari açıklardan bütçe açıklarına doğru olan ilişki Tablo 3'te Cari İşlemler Hedeflemesi tablosu ile açıklanmaktadır.

Tablo 3.Cari Açıklardan Bütçe Açığına Doğru olan Cari İşlemler Hedeflemesi



Kaynak:Danışman, 2009, s. 26.

Tablo 3'te Cari İşlemler Mekanizmasına göre, ekonominin yönetiminde temel hedef cari açıkları azaltmak olduğu durumda, ithalat azaltılacak ve ekonomik büyüme yavaşlayacaktır. Hükümet bu yavaşlamayı, kamu harcamalarıyla yani bütçe açıkları oluşturarak karşılayacaktır.

Bütçe açığı, devlet giderlerinin gelirlerini aşması durumudur. Cari açık ise, mal ve hizmet ithalatının, mal ve hizmet ihracından fazla olması durumudur. Başka bir ifade cari açık, özel sektör ve kamu açıklarının toplamı olarak ifade edilebilmektedir ve kriz öncesi bir gösterge olarak dikkate alınmaktadır (Çiftci, 2014, s.1).

İkiz açıkların geçerliliğini ortaya koyan makroekonomik denge ve ulusal gelir hesaplamasına göre bütçe açığı, özel sektör tasarruf-yatırım açığı ve cari açık kavramları (1.1) ve (1.2) numaralı denklem ile ifade edilmektedir.

$$Y = C + I + G + (X-M) \quad (1.1)$$

$$(X-M) = (S-I) + (T-G) \quad (1.2)$$

(1.2) numaralı denkleme göre cari açığı, ihracat- ithalat(X-M); özel sektör tasarruf-yatırım açığını, tasarruf-yatırım(S-I); bütçe açığını, kamu gelirleri-kamu harcamaları(T-G) ifade etmektedir. Buradan hareketle makroekonomik denge yani özel sektör tasarruf ve yatırım dengesi ile kamu gelir ve harcamaları dengesinin toplamı cari dengeyi vermektedir. (1.2) numaralı denklemin sağ tarafı yani tasarruf-yatırım açığı ile bütçe açığını ifade eden tarafın toplamı iç dengeyi, denklemin sol tarafı yani cari açığı ifade eden taraf ise dış dengeyi göstermektedir. Bu denklemden hareketle bir ülke için iç denge ve dış denge birbirine eşit olmalıdır yani iç denge açık veriyorsa dış dengede aynı düzeyde açık vermektedir(Özçalık & Erataş, 2014, s.3).

İkiz Açık Hipotezi, dış kaynakların bir yandan iç kaynaklara destek olması diğer yandan ithalat yetersizliğinin büyümeyi negatif etkileyen bir unsur olduğu durumlarda döviz kaynaklarını artırıcı etkisi olduğunu vurgular (Pirimoğlu, 1982, s. 49). Yani iç dengedeki açık dış denge açığı yoluyla finanse edilmektedir. Bu eşitlikte iç dengeyi oluşturan özel sektör tasarruf-yatırım dengesi ile kamu sektörü gelir-harcamalar dengesi tek başlarına açık veriyorsa ve dış dengeyi ifade eden cari dengede de aynı şekilde açık oluyorsa bu durum ikiz açıklar hipotezini göstermektedir.

Üçüz Açıklar Hipotezinde, iç denge, dış denge ve yatırım-tasarruf açığı arasındaki ilişkiler incelenmektedir.Dış denge, yurt dışı yerleşikler üzerinden elde edilen döviz gelirleri (X) ve ödenen döviz giderleri (M) arasındaki farka eşittir. İç denge ise, özel sektör dengesi ve kamu sektörü dengesi olarak iki başlık altında toplanabilir. Özel sektör dengesi, tasarruf(I) – yatırım(S) dengesiyle; kamu sektörü dengesi ise, kamu gelirleri(T)-kamu harcamaları(G) olarak ifade edilmektedir(Eğilmez, 2016).Bu çerçevede iç denge (1.3) ve dış denge (1.4)şu şekilde oluşmaktadır:

$$(S - I) + (T - G) = \text{İç denge} \quad (1.3)$$

$$(X - M) = \text{Dış denge} \quad (1.4)$$

Bir ekonomide iç denge ve dış denge birbirine eşit olursaekonomide genel denge sağlanmıştır. (1.5) nolu denklemde iç denge denklemin sol tarafıyla, dış denge sağ tarafıyla ifade edilebilir:

$$(S - I) + (T - G) = (X - M) \quad (1.5)$$

$S=I$ yatırım tasarruf dengesini, $T=G$ ise bütçe dengesinin sağlandığını ifade eder. $X=M$ ise dış dengenin sağlandığını ifade eder. Sol taraftaki denge yatırım tasarruf dengesine bağlıdır. Sağ taraf ise ihracat ithalat değerlerine bağlıdır. Gelişmekte olan ülkelerde iç ve dış dengeyi ifade eden bu göstergeler aynı anda negatif değerler alabilmektedir.



İKİNCİ BÖLÜM:

TÜRKİYE'DE ÖZEL SEKTÖR DIŞ BORÇLANMASI VE GELİŞİMİ

Türkiye'de 1980'li yıllardan itibaren finansal serbestleşme dönemine girilmiştir. Bu süreçte dış borçlanma, sadece kamu değil özel sektör açısından da önemli bir finans kaynağı haline gelmektedir. Bu anlamda 1980'li yıllardan itibaren Türkiye'de de özel sektör dış borçlanması artmış ve özellikle 2000-2016 döneminde kriz yılları dışında sürekli yükselmiştir.

İkinci bölümünde 2000-2016 döneminde Türkiye'nin toplam dış borçlanması içinde özel sektörün payı değerlendirilmektedir. Bu kapsamda Türkiye'de özel sektörün dış borçlanma türleri; vade yapısına göre, borç alan kuruluşa göre, borç alınan kaynağın türüne göre, döviz türüne göre sınıflandırılarak anlatılmaktadır. Devamında tezin konusunu oluşturan Türkiye'de özel sektör dış borçlanması üzerinde etkili olan bazı makroekonomik göstergeler değerlendirilmektedir. Bu bölümün son başlığında literatür incelemesine yer verilerek, özel sektör dış borçlanması üzerinde etkili olan bazı makroekonomik göstergeler belirlenmiştir.

2.1. Türkiye'nin Dış Borçlanmasında Özel Sektör Dış Borç Stoku

1980'li yıllar öncesinde, Türkiye ilk dış borç kaydını, 1914 yılında Osmanlı Devleti'nin 142.2 milyon Sterlin olan dış borçlanmasını devralarak yapmıştır ve 1930 yılına kadar geçen sürede ise dış borçlanmaya fazla eğilim gösterilmemiştir. Bunun sebebi; Osmanlı Devleti'nin son döneminin kötü tecrübeleri ve 1929 yılındaki Dünya Ekonomik Buhranı'nın borçlanma olanaklarını ciddi şekilde azaltmış olmasıdır (Dönek, 1995, s.174).

1930-1938 döneminde millileştirme amacıyla önemli miktarda dış borçlanmaya başvurulmuştur. Bu dönemde Osmanlı Devleti'nden devralınan dış borçlar

haricinde Türkiye'nin ilk dış borçlanma yapılmıştır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın kurulabilmesi için 1930 yılında Amerikan menşeli bir kuruluştan donanım kredisi adıyla 10 milyon dolar tutarında alınan borç ilktir. Daha sonra 1934 yılında Sovyetler Birliği'nden 8 milyon dolar ve 1936-1938 yılları arasında da İngiltere'den toplamı 16 milyon sterlin tutarında borçlanmaya gidilmiştir. 1939-1950 yılları arasında dış borçlanma artmaya devam etmiştir. Bu dönemde dış borçlar, İkinci Dünya Savaşı sonunda 1939 yılına kıyasla %266 oranında artmıştır (Yavuz, 2009, s. 212). 1950-1960 yılları arasında da dış borçlanma önceki yıllara oranla daha hızlı artmıştır. Çünkü bu dönemde uygulanan liberal politikalar yetersiz kalmaya başlaması ve bunun beraberinde ekonominin iç ve dış dengesinin bozulması, dış borçlanmayı olumsuz etkilemiştir. İç tasarruf açığının kapatılması için gerekli olan dış borç bulunamamıştır. Nitekim, moratoryum (borç erteleme) ilan edilmiştir (Dönek, 1995, s.173). 1963-1977 yılları arasında Türkiye'nin borç ertelemeleriyle beraber dış borç toplamı 7.2 milyon dolara yükselmiştir. Artan dış borçlarını ve faizlerini ödemekte sıkıntılı sürece giren Türkiye, 1977-1980 döneminde dış finansman kaynağı bulmakta zorluklar yaşadığı için, vadesini ve faiz oranını dikkate almadan verilen borçları kabul etmiştir.

Küreselleşmenin başladığı 1980'li yıllarda Türkiye cari ihtiyaçları nedeniyle daha fazla dış borç kullanmıştır. 1980 yılında 18.3 milyar dolar olan dış borç, 1989 yılında yaşanan finansal serbestleşme süreciyle daha da artmıştır. Dış borç tutarı 1994 yılında 65.6 milyar dolara, 2000 yılında 118.6 milyar dolara yükselmiştir (Akdiş, 2003, s.2; Karagöl, 2010, s.9).

Türkiye 2000'li yıllara yüksek borç stoku, yüksek enflasyonun beraberinde batan bankaların maliyetiyle birlikte girmiştir. Kapanan özel bankaların döviz pozisyonu açıklarıyla beraber sermaye yetersizliklerinin olması kamu açıklarının yanında ekonomiye yeni bir yük oluşturmuştur (Buluş, 2015, s.157). 1994-2005 arası dönemde kapanan ya da farklı bankalarla birleşen yirmi üç bankanın maliyeti 31.4 milyar dolara ulaşmıştır. Bu dönemde Türk Bankacılık sisteminin yaşanan krizler karşısındaki kırılganlığını azaltmak amacıyla 18 Haziran 1999'da kurulan Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), 2000 yılında faaliyete geçirilmiştir. Bu sayede bankaların Türk Lirası ve döviz türünden açıklarını azaltmaya yönelik düzenlemeler uygulamaya konulmuştur. Uygulamaya konulan düzenlemeler Uluslararası Bankacılık Standartları'nda etkili olan Basel-1 ve Basel-2 Uzlaşmalarına uygun olarak hazırlanmıştır. Fakat bu uygulamalar yönetsel problemler ve güvensiz

ortam nedeniyle başarısız olmuştur (Buluş, 2015, s.177).Bu süreçte yaşanan 17 Ağustos 1999 Depremi de ekonominin genel görünümünü olumsuz etkilemiştir. Bu olumsuzluklar karşısında; IMF tarafından verilen mali desteğin Stand-By Sözleşmesi'nin kapsadığı “Enflasyonla Mücadele ve Mali Uyum Programı”na göre düzenlenmesi ve Avrupa Birliği'ne aday üyeliğinin kabulü gibi etkenler ekonominin canlanmasında etkili olmuştur. 1999 yılında olumlu beklentilere neden olan “Enflasyonla Mücadele ve Mali Uyum Programı” ile sıkı maliye politikası, enflasyonu düşürmeye yönelik kur ve para politikası öngörülmüştür. Bu doğrultuda 1 Ocak 2000'den Temmuz2001'e kadar 18 aylık sürede geçerli olan nominal çıpa uygulamasına geçilmiştir ve döviz kurunun aylık değerleri önceden ilan edilmiştir. Programın hedefi, kamu borçlanması ve borç faizlerinin ödenmesinin yanında özel sektör ücret ve fiyat artışlarının belirlenebilmesiydi (Ayhan, 2016, s.113). 2000 yılı başında reel faizlerin negatif değerlere geçmesi bankacılık sisteminde yeniden problem yaşanmasına neden olmuştur. Çünkü 2000 yılı öncesinde iç borç stoku ile kamu açıklarının artışının devam etmesi bankaların yurtdışından yüksek faiz oranlarıyla borçlanma senetleri almalarına yol açmıştır. Yurtdışından kısa vadeli olarak alınan fonların orta vadeli borçlanma senetleri için kullanılması açıkların artmasına neden olmuştur (Buluş, 2015, s.159). Bankacılık sisteminde yaşanan bu olumsuzlukların yanında kapatılan yada fona devredilen banka sayısı da artmıştır. Bu olumsuz süreci Kasım 2000 kriziyle artan ekonomik belirsizlik ile devalüasyon beklentileri ve Şubat 2001 krizi izlemiştir. Krizlerin sonucunda repo piyasasında gecelik faizler yüzde 6200 seviyesine kadar yükselmiştir. Merkez Bankası rezerv kaybı 5.36 milyar dolar olarak belirlenmiştir (Şahin, 2014, s.252).

2000 ve 2001 krizlerine sebep olan sorunlar şu şekilde sıralanabilir; aşırı değerlenmiş Türk Lirası, cari açığın kritik seviyeye yükselmesi, banka-reel-kamu sektöründeki açık pozisyonlar, kamu bankalarının görev zararları, , mali sektörde yaşanan sermayesizlik ile kur ve faiz riskindeki artış (Karaçor, 2006, s.388).

Krizlerin ardından IMF ile 14 Nisan 2001'de “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” başlıklı yeni bir Stand-by Anlaşması yapılarak; ekonomik istikrarsızlığı bitirmek, sürdürülebilir büyüme ve enflasyonla mücadele için ekonomi politikalarını daha etkili kullanmak amaçlanmıştır. Program sonucunda ekonomi %9.4 düzeyinde daralırken, %39.3 olan enflasyon oranı da %68.5'e yükselmiştir (Buluş, 2015, ss.166-167).

2002 yılından itibaren enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmaya başlamasıyla enflasyonda geçmiş dönemlere nispeten azalış olmuştur. 2002 yılı sonrasında enflasyonda başarılı olunan bir süreç yaşanmasının yanında 2008 yılına kadar büyümede ciddi yol alınmıştır. Ancak bu tarih aralığında dışa bağımlılık artmıştır. Çünkü ekonominin dışa açıklılık düzeyi arttıkça farklı sektörlerin dışa açılmasının önü açılmıştır. Fakat değerli Türk Lirası, ithalatın artmasını sağlarken ihracatın gerilemesinde etkili olduğundan özel sektör içindeki bazı sektörler ihracata yönelik üretim yapmakta geri adım atmışlardır (Buluş, 2015, s.171).Bu süreçte bütçe dengesine önem verilmesi ve dış açığın devam etmesi nedeniyle dış borçlanma ihtiyacındaki artış devam etmiştir (Yamaçlı, 2017, s.109). Dış tasarruflara olan bağımlılık düzeyi bu süreçte arttıkça büyümedüzeyidedış kaynak akımına bağlı halde artmıştır. Bu bağlamda daha fazla yabancı sermaye ülkeye çekilebilmiştir. Dış kaynaklardan borç kredisi kullanılması özel sektörün yüksek düzeydeki iç faizlerle yatırımlar yapmasındansa daha uygun maliyetler altında yatırımlarını finanse edebilmesini sağlamaktadır. Ancak bu durum döviz yükümlülüklerini artırması sebebiyle sakıncalı olabilmektedir. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı'yla ekonomik istikrarsağlanacağı, yatırımların finanse edilebileceği ve büyümenin sürdürülebilirliği öngörülmüştü(Buluş, 2015, s.172).

2008 Ağustos ayında patlak veren Küresel Krizi'nin etkisi tüm dünyada hissedilmiştir. Bu dönemde IMF temelli politikalar yerine Türkiye'nin kendi özel yapısına göre uygulanabilecek ekonomi politikalarının neler olabileceği düşünölmeye başlanmıştır. Kriz sonrasında para politikası çerçevesinde; yurtiçi faiz oranı, döviz kuru müdahalesi ve kredi kaynağı ile miktarına yönelik önlemler alınmıştır (Soylu, 2009, s.258). Türkiye'de krizden sonra sanayi üretimi %40 gerilemiştir. Krizden en çok etkilenen kesim olarak KOBİ'ler görölmektedir. KOBİ'lerin teminat sorunu yaşamalarının engellenmesi amacıyla kurulan Kredi Garanti Fonu (KGF) A.Ş.'nin sermayesi 60 milyon TL'den 240 milyon TL'ye artırılmıştır (Buluş & Kabaklarlı, 2010, s.17).

Türkiye'de2000-2001 krizleri, 2002 sonrasındaki gelişmiş ülkelere kıyasla yüksek enflasyon hedeflemesi, 2005 yılında Türk Lirasından altı sıfırın silinmesi, 2007 yılındaki kuraklık nedeniyle gıda ve enerji sektöründe fiyatların yükselmesi, 2008-2009 yıllarındaki Küresel Kriz, 2013 yılında Gezi Parkı Meselesi olarak adlandırılan olaylar, 2015 seçimleri nedeniyle oluşan iç siyasal gerginlikler ve Barış Süreci adlı girişimler çerçevesinde yapısal dönüşümler yaşanmıştır(Buluş, 2015, s.174).Bu süreçte bütçe

açığı, iç borç stoku gerilemiştir. Fakat dış açık devam etmiştir. Dış açıkların devam etmesi ise dış borçlanmaya olan ihtiyacın devam ettiğini göstermektedir (Süreççi, 2017, s.109).

Tablo 4’te 2000-2016 döneminde Türkiye’nin toplam dış borç stoku, özel sektör dış borç stoku ile vade dağılımı ve özel sektör dış borç yüküne ilişkin veriler kapsamlı olarak yer almaktadır.

Tablo 4. 2000-2016 Döneminde Türkiye Özel Sektör Dış Borç Stoku(milyon dolar)

Dönem	Kısa Vadeli Stok (a)	Uzun Vadeli Stok (b)	Özel Sektör Toplam Dış Borç Stoku (a+b)	Toplam Dış Borç Stoku	Özel Sektör Toplam Dış Borç Yükü*	Özel Sektör Toplam Dış Borç Stoku/GSYH
2000	25.187	29.244	54.431	118.600	0,45	0,20
2001	14.632	27.480	42.112	113.590	0,37	0,21
2002	13.854	29.212	43.066	129.600	0,33	0,18
2003	18.812	30.139	48.951	144.160	0,33	0,15
2004	27.076	36.993	64.069	161.147	0,39	0,16
2005	34.018	50.902	84.920	170.757	0,49	0,17
2006	38.540	82.302	120.842	208.107	0,58	0,22
2007	38.697	122.012	160.709	250.035	0,64	0,23
2008	47.390	141.142	188.532	280.932	0,67	0,24
2009	43.615	128.588	172.203	268.879	0,64	0,26
2010	71.389	119.746	191.135	291.809	0,65	0,25
2011	73.304	126.950	200.254	303.867	0,66	0,24
2012	88.079	140.477	228.556	339.667	0,67	0,26
2013	111.858	157.049	268.907	390.085	0,69	0,28
2014	113.390	168.703	282.093	402.286	0,70	0,30
2015	87.698	195.413	283.111	397.690	0,71	0,33
2016	90.826	207.941	298.767	421.434	0,71	0,33

*Tablo 4’de yer alan özel sektör dış borç yükü, toplam dış borçlanma içinde özel sektörün payını ifade etmektedir. Özel sektör dış borç yükü verileri her dönem için; “özel sektör dış borç stoku / toplam dış borç stoku” şeklinde hesaplanmıştır.

Kaynak:TCMB, EVDS ve T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı verileri kullanılarak tarafımda hazırlanmıştır.

Türkiye’de özel sektör, 2000’li yıllardan sonra iç piyasada istikrarın ve mali yapısının güçlenmesiyle birlikte daha kolay dış borç talep edebilir konuma gelmiştir. Bu durumun sunulduğu Tablo 4’teki verilerde toplam dış borç stoku 2000 yılında 54.431

milyon dolardır. Kasım 2000 krizi döneminde 54.431 milyon dolar olan özel sektör dış borcu, Şubat 2001 Krizi yılında 42.112 milyon dolara gerilemiştir. 2002-2005 döneminde gerek kamu gerekse özel sektör dış borçlanması artmıştır ve dış borçlanma içinde uzun vadeli dış borçlanmanın oransal payı %66'dan %87'e yükselmiştir (TCMB, EVDS). 2005:2-2006:2 döneminde kamu sektörünün dış borçlanması azalmıştır (TCMB, EVDS). Buna karşın 2005 yılından 2008 yılının son çeyreğine kadar özel sektör dış borç stoku, toplam dış borç stoku içindeki payı %48'den %68'e kadar artmıştır (TCMB, EVDS). Özel sektörün dış borçlanması, 2008 yılında yaşanan Küresel Kriz sürecine kadar toplam dış borç stokunu sürekli artırmıştır. 2008 yılında yaşanan Küresel krizden 2010 yılının ikinci çeyreğine kadarki süreçte özel sektör dış borçlanmasında azalma söz konusudur (TCMB, EVDS). Özel sektör toplam dış borç stoku 188.532 milyondan 169.436 milyona kadar gerilemiştir. Bu süreçte özel sektör uzun vadeli dış borçlanmasında da düşüş yaşandığı gözlenmektedir. Türkiye'de 2010 Avrupa borç krizinin yaşandığı dönemde özel sektör kısa vadeli dış borç stoku önceki yıllara kıyasla daha fazla artarken özel sektör uzun vadeli dış borç stokunda azalma söz konusudur. Dış borçlanma da kısa vadeli borçlanmaya gidilmesi yüksek risk primiyle borçlanma anlamına gelmektedir (Süreççi, 2010, s.31). 2000-2016 dönemine genel olarak bakıldığında özel sektör dış borç stoku içinde uzun vadeli dış borç stokunun oransal olarak daha yüksek payı olduğu söylenebilir. Bununla birlikte 2010-2014 döneminde kısa vadeli dış borçlanmanın hızlı arttığı gözlenmektedir. Bu borçlanma 2015-2016 döneminde önceki yıllara nispeten azalmıştır.

Tablo 4'te yeralan özel sektör dış borç yükü, özel sektörün dışa bağımlılık düzeyini yansıtan bir göstergedir. Dış borç yükü oranı ne kadar büyükse dışa bağımlılıkta o kadar büyüktür. Dış borç yükü oranı kavramı çoğunlukla devletlerin borçluluk seviyesini belirlemek amacıyla kullanılmaktadır. Özel sektör dış borç yükü kriz dönemlerinin etkisinde olan 2001-2002 ve 2009 yıllarında düşerken, bu yıllar dışında artmıştır.

Özel sektörün dış borçlanmayayönelmesinde yurtiçi faizler etkili olabilir. 2000 yılı öncesinde kamu bankaları likidite ihtiyaçlarını iç piyasadan karşılamışlardır. Bunun sonucunda yurtiçi faiz oranları yükselmiştir. Faizlerin yükselmesi yurtiçi kredi talebini sınırlandırmıştır. Bu durum özel sektörü, kur riski olmasına rağmen yüksek faiz oranlarında dış tasarruflarayönlendirmiştir (Şahin, 2012, s.48). Bu durum 2000'li yılların

ortalarında tersine dönmeye başlamıştır. Kasım 2002 genel seçimlerinden sonra süregelen siyasi istikrar ve ekonomideki iyileşme, siyasi konjonktür ve hükümet politikalarına olan güvenin artmaya başlaması gibi etkenlerle özel sektör daha düşük faizle dış kredi bulabilir duruma gelmiştir (Karagöl,2010,ss.25-26).Bir ülkenin özel sektör kurum ve kuruluşlarının mevcut dönem ile sonraki dönemlerde dış borçlarını geri ödeyebilme istek ve kabiliyeti, özel sektör dış borçlanmasını kolaylaştıran bir unsurdur. Borç alan kuruluşun, geri ödemesi gelmiş dış borçlarını biriktirmeden ya da borç ödemede yapılandırma talep etmeden cari dönem ve gelecekteki dış borç geri ödeme şartlarını yerine getirebilmesi durumunda, dış borçlanma sürdürülebilecektir (Adıyaman, 2010, s.76). Dış borçlanmanın sürdürülebilirliği için dış borçluluk düzeyini yansıtan göstergelerden biri olan Dış Borç/GSYH oranının belli sınırları aşp aşmadığına bakılır. Bu gösterge borç yükünün ne derece ağır ya da hafif olduğunu yansıtır (Bilginoglu & Dönek, 1995, s.40). Bu gösterge için Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu'nun belirlemiş olduğu kriter oran %30-%50'dir. Maastrich Kriterlerine göre ise bu oran %60 olmalıdır. Tablo 4'teki veriler doğrultusunda Türkiye'de özel sektör dış borçlanması/GSYH oranının 2000-2013 döneminde %18-%28 aralığında olduğu, 2014-2016 döneminde ise %30-%33 aralığında olduğu görülmektedir. Bu bilgilere göre son yıllarda Türkiye özel sektörünün orta seviyede borçlu olduğu söylenebilir.

Özel sektör dış borçlanmasının son yıllarda artış göstermesinde, dış borç verme de, borcunu doğru çevirebilen, uluslararası piyasalarda güvenilirliği yüksek olan ve uygun kredi koşullarına sahip olan şirketlerin daha çok tercih edilmesi etkili olmuştur. Bu çerçevede özel sektör dış borçlanması ile uluslararası piyasalardaki güvenilirlik faktörü arasında pozitif ilişki vardır denilebilmektedir (Karagöl, 2010, s.15).

2.2. Türkiye'de Özel Sektör Dış Borçlanmasının Türleri

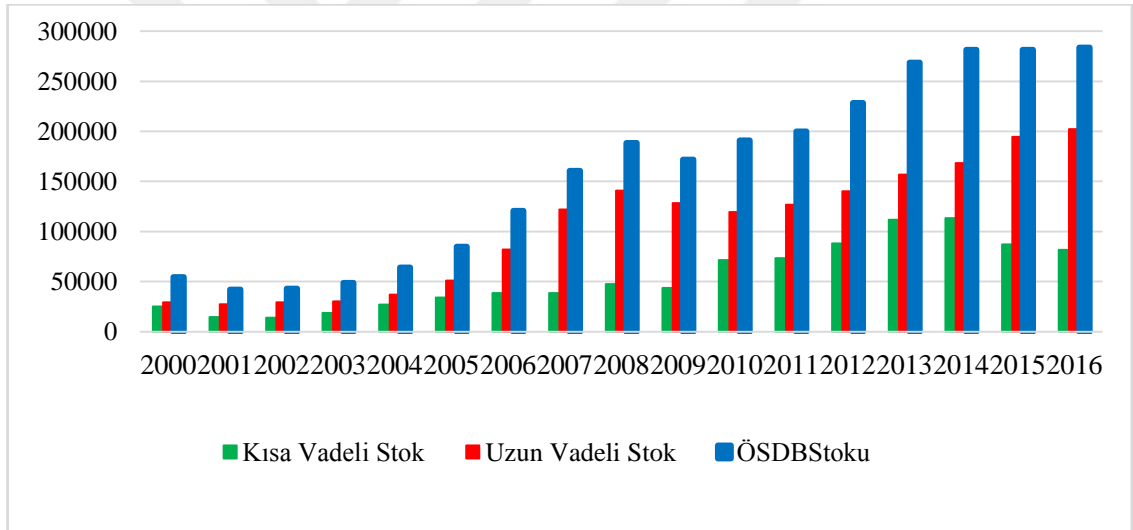
Toplam özel sektör dış borçlanması, finansal ve finansal olmayan kuruluşların belirli bir vadeye göre yabancı iktisadi kaynaklardan milli para yada dövizle geri ödemek üzere sağladıkları finansmanları kapsamaktadır. Bu tanım doğrultusunda bu bölümün alt başlıklarında Türkiye'de özel sektör dış borçlanma türleri incelenmektedir.

2.2.1. Vadelerine Göre Özel Sektör Dış Borçlanması

Özel sektör dış borçlanması, bankaların ve şirketlerin dış borçları toplamından oluşmaktadır. Özel sektör dış borçlanmasını vadesine göre; kısa vadeli ve uzun vadeli olarak sınıflandırmak mümkündür. Hazine Müsteşarlığı dış borcu vadelerine göre sınıflandırırken, anlaşma metninde yer alan vadeye bakarak vadenin 365 günden büyük olduğu kredi türünü orta ve uzun vadeli olarak; 365 günden az ise kısa vadeli dış borç stoku olarak tanımlamaktadır.

Grafik 1’de 2000-2016 döneminde özel sektörün dış borç stokunun kısa vadeli ve uzun vadeli gelişimi yer almaktadır. Grafik verileri Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi’nden derlenmiştir.

Grafik 1. Özel Sektör Kısa ve Uzun Vadeli Dış Borç Stoku (milyon dolar)



Grafik 1’deki veriler incelendiğinde 2000 yılında 29.244 milyon dolar olan özel sektör uzun vadeli dış borç stoku 2016 yılı sonu itibariyle 207.941 milyon dolar olduğu gözlenmektedir. Özel sektör kısa vadeli dış borç stoku ise 25.187 milyondan 90.826 milyona kadar artmıştır. Bu süreçte 2010-2014 yıllarında özel sektör kısa vadeli dış borç stok diğer yıllara nispeten fazladır. 2009 yılında özel sektör kısa vadeli dış borç stoku oransal payı %25 iken, 2010-2014 sürecinde %40 düzeyindedir. Özel sektör dış borçlanmasına yönelik tartışmalar kısa vadeli dış borçlanmasındaki artış nedeniyle ortaya çıkmıştır. Çünkü kısa vadeli dış borçlanmada faizler oransal olarak daha yüksektir ve geri ödeme süresi daha kısıtlıdır. Bu sebeple uzun vadeli dış

borçlanmaya gidiliyor olması daha düşük faizle ve daha uzun vadede geri ödeme yaşayarak dış borçlanıldığını göstermektedir.

2.2.2. Borç Alan Kuruluşa Göre Özel Sektör Dış Borçlanması

Özel sektör dış borçlanmasını borç alan tarafın statüsüne göre; finansal olmayan kuruluşlar (reel sektör) ve finansal olan kuruluşların dış borçlanması şeklinde sınıflandırma yapılmaktadır. Finansal olmayan kuruluşlar, tarım, sınaî ve hizmet sektöründen oluşmaktadır. Finansal olan kuruluşlar ise, bankalar, holdingler, sigorta-reasürans-emeklilik fonları ve diğerleri oluşturmaktadır.

Tablo 5'te 2000-2016 döneminde özel sektör dış borç stokunun borç alan kuruluşa göre dağılım bilgileri yer almaktadır.

Tablo 5. Borç Alan Kuruluşa Göre Özel Sektör Toplam Dış Borç Stoku Dağılımı
(milyon dolar)

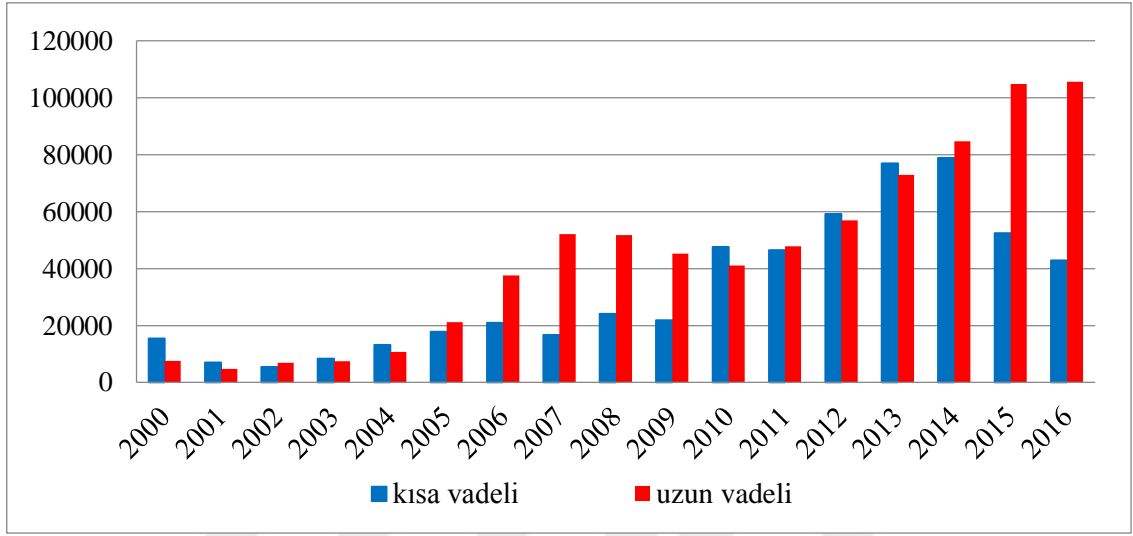
Dönem	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Finansal olan	23.020	11.767	12.324	15.776	23.948	39.091	58.600	68.805	75.887
Finansal olmayan	31.410	30.345	30.742	33.175	40.121	45.689	62.242	91.901	112.597
Dönem	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
Finansal olan	67.099	88.719	94.385	116.087	149.842	163.591	157.318	148.564	
Finansal olmayan	105.064	102.392	105.835	112.434	119.066	118.316	125.713	136.408	

Kaynak: TCMB, EVDS verileri kullanılarak tarafımca hazırlanmıştır.

Tablo 5'te borç alan kuruluşa göre dağılım incelendiğinde, 2016 yılı sonu itibarıyla özel sektör finansal kuruluşlarının toplam dış borcu 148.564 milyon dolar, finansal olmayan kuruluşlarının dış borcu ise 136.408 milyon dolardır. 2000 yılından 2016 yılına kadar geçen sürede özel sektör dış borç stoku içinde finansal kuruluşların payı %42.2'den %53.5'e yükselmiş, finansal olmayan kuruluşların payı ise %57.7'den %46.4'e gerilemiştir. 2012-2016 döneminde finansal kuruluşların, finansal olmayan kuruluşlar karşısında daha fazla dış borçlanma yaptıkları gözlenmektedir.

Özel sektörün finansal kuruluşlarının kısa ve uzun dönem dış borç stokunun 2000-2016 dönemindeki dağılımı Grafik 2 ile gösterilmektedir. Grafik verileri T.C. Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi'nden derlenmiştir.

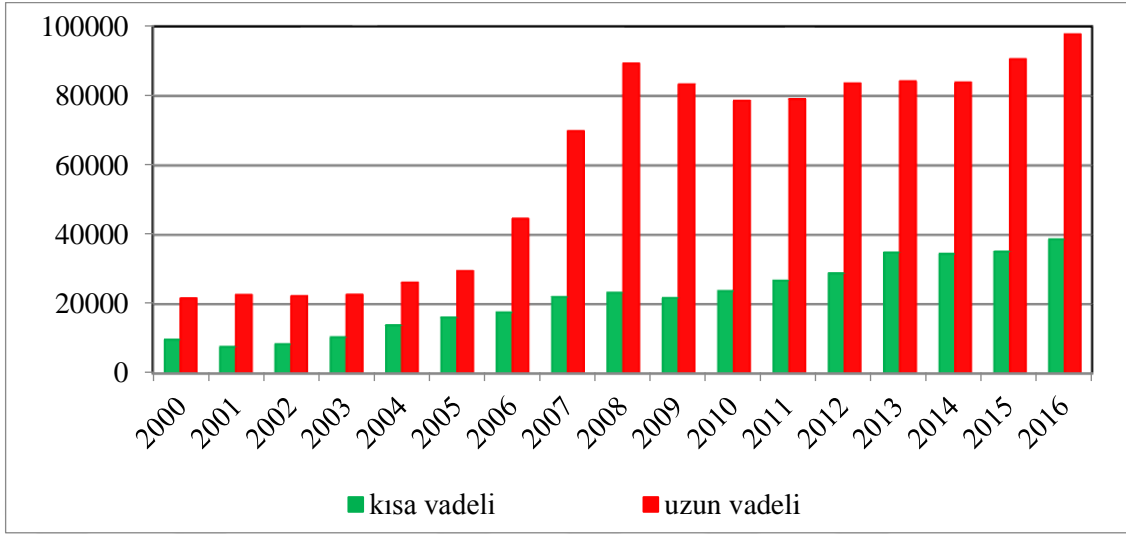
Grafik 2. Özel Sektör Finansal Kuruluşlarının Kısa ve Uzun Vadeli Dış Borç Stoku (milyon dolar)



Grafik 2'e göre finansal kuruluşların uzun vadeli dış borç stokuna ilişkin, 2001 krizinin yaşandığı dönem ile 2008 küresel krizin etkisini hissedildiği dönemler dışında sürekli artış göstermiştir. Özel sektörün finansal kuruluşlarının toplam dış borcu içinde uzun vadeli dış borç tercihinin payı 2000-2016 döneminde %33'den %71'e yükselmiştir. 2000'li yılların başında kısa vadeli borçlanmanın daha çok yapıldığı fakat sonraki dönemlerde kısa vadeli borçlanma miktarı artmış olmasına karşın borçlanma içindeki oranı 2016 yılsonu ile kıyaslandığında %67'den %29'a düşmüştür. Grafikte 2010-2014 döneminde kısa vadeli dış borçlanma dikkat çekmektedir. Buna göre finansal kuruluşların kısa vadeli dış borçlanmasının önceki yıllara nispeten ve uzun vadeli dış borçlanmasının artışına nispeten daha fazla artışı gözlenmektedir. Bu dönemde özel sektör finansal kuruluşlarının kısa vadeli dış borç stoku 21.850 milyondan 78.881 milyona, uzun vadeli dış borç stoku ise 45.209 milyondan 84.710 milyona yükselmiştir.

2000-2016 döneminde özel sektörün finansal olmayan kuruluşlarının kısa ve uzun vadeli dış borç stok durumu ise Grafik 3 ile gösterilmektedir. Grafik verileri T.C. Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi'nden derlenmiştir.

Grafik3.Özel Sektör Finansal Olmayan KuruluşlarınınKısa ve Uzun Vadeli Dış Borç Stoku(milyon dolar)



Grafik 3'e göre 2000 yılı başından 2016 yılına kadarki süreçte finansal olmayan kuruluşların dış borçlanmasında uzun vadeli dış borçlanmanın daima daha fazla tercih edildiği görülmektedir. Bu süreçte özel sektörün finansal kuruluşlarının toplam dış borcu içinde uzun vadeli dış borç stoku 21.662 milyon dolardan 97.712 milyon dolara yükselmiştir. Uzun vadeli dış borç stokunun oransal payı %69'dan %72'ye yükselirken kısa vadeli borç stokunun oransal payı ise, %31'den %28'a düşmüştür.

Kısa vadeli dış borçlanmanın yüksek risk primiyle borçlanmaya neden olması sebebiyle, özel sektör finansal ve finansal olmayan kuruluşlarının dış borçlanma tercihi içinde uzun vadeli dış borçlanmanın 2000 yılından 2016 yılına doğru gelen süreçte istisnai dönemler dışında sürekli artış gösterdiği ve özel sektör toplam dış borç yapısı içerisinde daha fazla payı olduğu söylenebilir.

2.2.3. Borç Alınan Kaynağa Göre Özel Sektör Dış Borçlanması

Dış borçlanmada başvuru finansman kaynakları Dış Proje Kredilerinin Dış Borç Kaydı, Bütçeleştirilmesi ve Muhasebeleştirilmesine İlişkin Esas ve Usuller Hakkında Yönetmelik'e göre; yabancı ülkeler ve yabancı ülkeler tarafında kurulmuş birlikler, resmi fonlar, uluslararası kuruluşlar ve firmalar, uluslararası piyasalarda faaliyet gösteren bankalardır (Hazine Müsteşarlığı, 2016). Yabancı ülkeler ve yabancı ülkeler tarafından oluşturulmuş kaynaklar dış borç alınan resmi kaynaklardır.

Uluslararası piyasalarda faaliyet gösteren firma ve bankalar tarafından verilen borçlar, dış borçlanmada özel kaynak olarak görülmektedir.

Türkiye'nin özel sektör kuruluşları uluslararası piyasalardan resmi alacaklılar, özel alacaklılar ve tahvil ihracı aracılığıyla dış borçlanma yapabilmektedirler. Bu çerçevede 2000-2016 dönemi için alındığı kaynağa göre toplam özel sektör dış borçlanması dağılımı Tablo 6'da yer almaktadır.

Tablo 6. Alındığı Kaynağa Göre Özel Sektör Toplam Dış Borç Stoku(milyon dolar)

Dönem	Resmi Alacaklılar	Özel Alacaklılar	Tahvil
2000	2.018	52.367	45
2001	2.377	39.696	39
2002	2.935	40.115	15
2003	3.420	45.535	0
2004	4.059	60.017	0
2005	4.005	80.934	0
2006	4.901	115.836	0
2007	6.889	153.710	0
2008	8.484	179.890	0
2009	9.710	162.307	0
2010	12.054	177.709	1.200
2011	14.387	182.189	3.503
2012	15.873	200.732	11.846
2013	18.928	227.244	22.414
2014	18.984	229.050	33.606
2015	19.595	228.967	33.049
2016	20.418	228.626	34.756

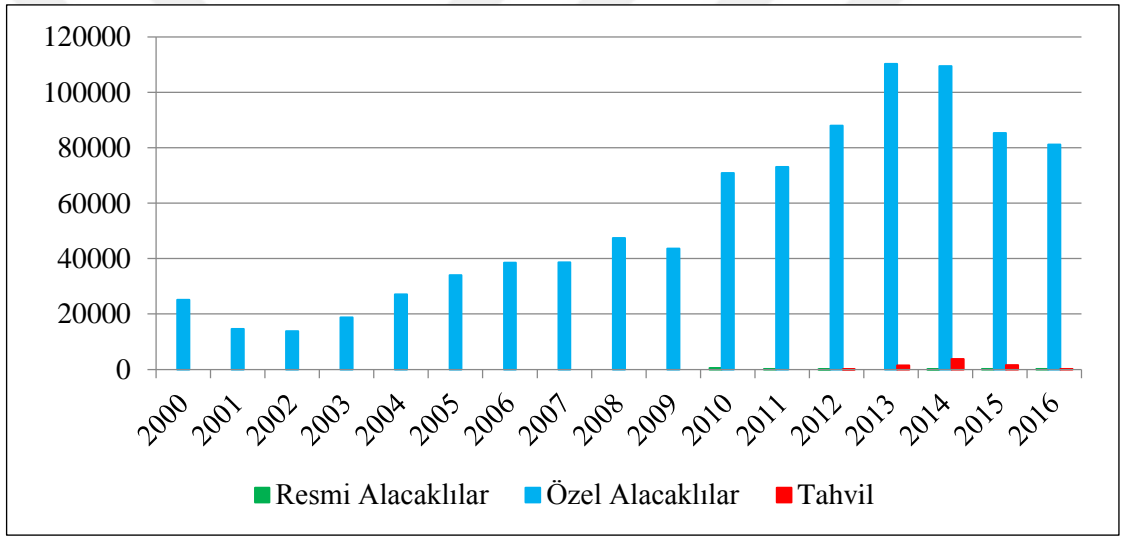
Kaynak: T.C. Hazine Müsteşarlığı, Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü verilerinden derlenerek hazırlanmıştır.

Tablo 6 incelendiğinde, özel sektör borçlanmasının çok önemli bir kısmının resmi niteliği olmayan yani özel kuruluşlardan yapıldığı görülmektedir. Özel nitelikli kuruluşlardan yapılan dış borçlanma miktarının 2000-2016 döneminde sürekli artmasına rağmen resmi alacaklılardan ve tahvil yoluyla yapılan dış borçlanma miktarında da artış olması sonucunda özel nitelikli kuruluşların payı %95'den %81'e gerilemiştir. Ayrıca tahvil ihracı yoluyla özel sektör dış borçlanmasının 2010 yılından itibaren yapılmaya

başladığı görülmektedir. Dış borçlar arasında yer alan tahvil borçları 2010 yılına gelene kadar yalnızca kamu kesimine aitken bu yıldan başlayarak özel kesim de tahvil ihracına girmiş ve dışarıya tahvil borcu yapmaya başlamıştır. 2016 yılsonundaki tahvil yoluyla yapılan borç stoku 34.756 milyon dolardır (Eğilmez, 2014).

2000-2016 döneminde özel sektörün alındığı kaynağa göre resmi alacaklılar, özel alacaklılar ve tahvil yoluyla kısa vadeli dış borçlanmasının durumu Grafik 4 ile gösterilmektedir. Grafik, T.C. Hazine Müsteşarlığı, Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü verilerinden derlenerek tarafımca hazırlanmıştır.

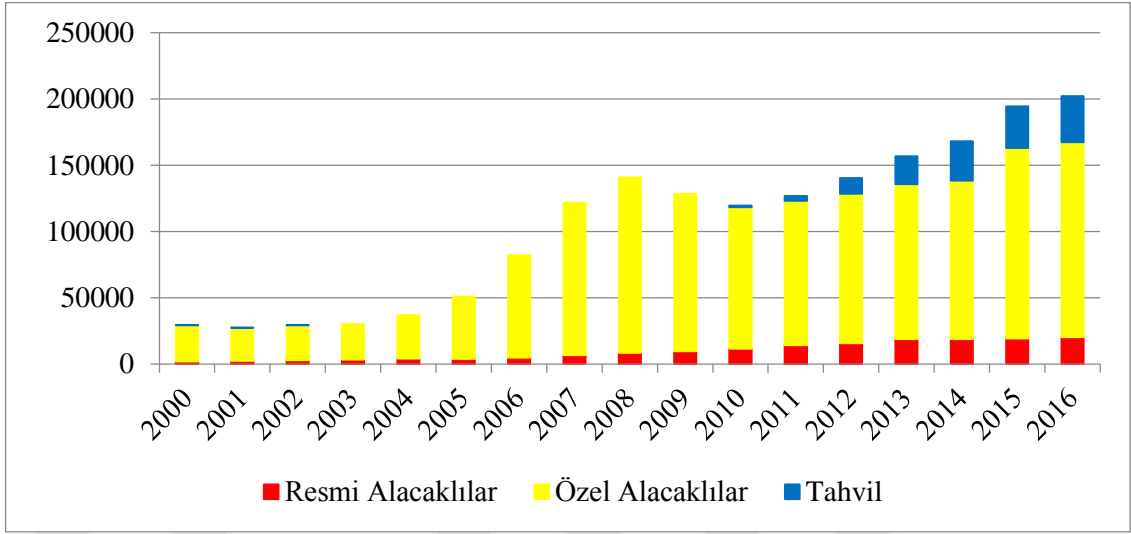
Grafik 4.Alındığı Kaynağa Göre Özel Sektör Kısa Vadeli Dış Borç Stoku (milyon dolar)



Grafik 4'e göre özel sektör 2000-2016 döneminde kısa vadeli dış borçlarının tamamına yakını uluslararası resmi olmayan kuruluşlardan almıştır. Özel sektörün toplam kısa vadeli dış borç stoku 2000 yılında 25.187 milyon dolardır ve tamamı özel alacaklılardan yapılmıştır. 2016 yılındaki özel sektör kısa vadeli dış borç stoku ise 81.613 milyon dolardır ve 81.252 milyon doları özel alacaklılardan yapılmıştır. Özel sektör kısa vadeli dış borç stoku içinde resmi alacaklıların payı 2010 yılında %0.7 iken 2016 sonu itibariyle ise %0.3'tür. Tahvillerin payı ise 2013 sonrasında %1 civarındadır.

Özel sektörün resmi alacaklılar, özel alacaklılar ve tahvil yoluyla uzun vadeli dış borç stokunun durumu Grafik 5 ile gösterilmektedir. Grafik, T.C. Hazine Müsteşarlığı, Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü verilerinden derlenerek tarafımca hazırlanmıştır.

Grafik 5. Alındığı Kaynağa Göre Uzun Vadeli Özel Sektör Dış Borç Stoku (milyon dolar)



Grafik 5'e göre uzun vadeli özel sektör dış borçlanması içinde 2010 yılından sonra tahvil yoluyla borçlanmanın payı olmaya başlamıştır. Ancak gerek uzun vadeli gerek kısa vadeli özel sektör dış borçlanmasında en büyük etki resmi nitelikli olmayan kuruluşlardan yapılan borçlanmalardır. Grafik 5'te görüldüğü üzere özel sektör tarafından 2000-2016 döneminde alınan dış borç stoku içinde resmi alacaklıların payı 2.018 milyon dolardan 20.203 milyon dolara, özel alacaklıların payı 29.244 milyon dolardan 202.180 milyon dolara yükselmiştir. Resmi alacaklılardan yapılan borçlanmanın düzeyinin bu dönemde sürekli arttığı görülmektedir. Ancak özel alacaklılardan yapılan borçlanma 2001 kriz dönemi 2008 küresel krizinin devamındaki dönemler haricinde sürekli artmaktadır. Tahvil ihracı yoluyla dış borçlanmanın payı ise 2010 yılından itibaren görülmektedir.

Tablo 7 ile özel sektörün uzun vadeli dış borçlanmada başvurduğu resmi kaynaklar ve bu kaynaklardan aldığı borç düzeyi gösterilmektedir.

Tablo 7. Uzun Vadeli Özel Sektör Dış Borç Stokunun Resmi Alacaklılar Dağılımı
(milyon dolar)

Dönem	Resmi Alacaklılardan alınan dış borç stoku (a+b+c)	Hükümet Kuruluşları (Resmi Kalkınma Bankaları) (c)	Uluslararası Kuruluşlar (a+b)	Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası (a)	Diğer Uluslararası Kuruluşlar (b)
2000	2.018	0.664	1.139	0	1.139
2001	2.377	1.349	1.028	0	1.028
2002	2.935	1.843	1.092	0	1.092
2003	3.420	1.807	1.613	0	1.613
2004	4.059	1.685	2.373	177	2.196
2005	4.005	1.597	2.408	286	2.122
2006	4.901	1.850	3.051	478	2.573
2007	6.889	2.158	4.731	676	4.055
2008	8.484	2.255	6.230	923	5.307
2009	9.710	2.278	7.432	1.212	6.220
2010	11.553	2.713	8.840	1.338	7.502
2011	14.171	2.621	11.550	1.695	9.855
2012	15.823	3.109	12.714	1.951	10.763
2013	18.928	4.528	14.401	2.006	12.395
2014	18.960	4.522	14.438	1.860	12.579
2015	19.431	5.022	14.409	1.738	12.671
2016	20.203	5.677	14.526	1.778	12.748

Kaynak: T.C. Hazine Müsteşarlığı, Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü verilerinden derlenerek tarafımda hazırlanmıştır.

Tablo 7 incelendiğinde resmi alacaklıların çok önemli bir kısmının uluslararası kuruluşlar olduğu görülmektedir. Uluslararası kuruluşlar içerisinde özel sektörün Uluslararası Para Fonu'ndan ve hükümetlerin merkez bankalarından hiç borçlanma yapmamışlardır (TCMB, EVDS). 2000-2016 döneminde özel sektörün resmi kalkınma bankalarından aldığı dış borç stoku artmış olmasına karşın resmi alacaklılardan aldığı dış borç stoku azalarak %33'den %28'e düşmüştür. Bunun sebebi hükümet kuruluşlarının yabancı ülkenin özel sektör finansman ihtiyacına yönelik teminat karşılığında kredi vermeyi tercih etmeleridir. Bu nedenle resmi uluslararası kuruluşlardan alınan dış borç stokunun oranı hükümet kuruluşlarına nispeten daha yüksektir. 2000-2016 döneminde resmi uluslararası kuruluşların özel sektör dış borç stoku içinde oransal payı %56'dan %72'e yükselmiştir.

Tablo 8’de özel sektörün uzun vadeli dış borç aldığı özel kaynak türleri ve bu kaynaklardan aldığı borç miktarı yer almaktadır.

Tablo 8. Uzun Vadeli Özel Sektör Dış Borç Stokunun Özel Alacaklılar Dağılımı
(milyon dolar)

Dönem	Özel Alacaklılar (a+b+c+d)	Parasal Kuruluşlar (a+b+c)	Bankacılık Dışı Finansman Kuruluşları (a)	Yabancı Ticari Bankalar (b)	Ticari Bankaların Yurtdışı Şubeleri ve Diğerleri (c)	Parasal Olmayan Kuruluşlar (d)
2000	27.180	23.442	3.880	14.296	5.251	3.738
2001	25.064	21.482	1.795	18.940	731	3.582
2002	26.261	22.328	1.700	15.300	5.329	3.933
2003	26.723	23.189	1.480	15.981	5.728	3.535
2004	32.941	29.469	1.743	19.388	8.337	3.472
2005	46.916	42.279	2.257	26.860	13.162	4.637
2006	77.296	72.337	4.890	46.834	20.613	4.959
2007	115.013	108.286	6.779	69.342	32.165	6.727
2008	132.500	124.100	8.254	74.097	41.749	8.400
2009	118.692	109.675	7.994	65.974	35.707	9.017
2010	106.821	97.457	8.625	60.244	28.587	9.363
2011	109.101	99.961	9.557	65.645	24.759	9.140
2012	112.717	102.250	12.021	66.485	23.744	10.468
2013	116.863	105.781	13.062	68.807	23.911	11.082
2014	119.519	109.931	13.139	72.200	24.592	9.587
2015	143.579	133.189	16.894	89.693	26.602	10.390
2016	147.374	135.316	18.377	89.117	27.823	12.058

Kaynak: T.C. Hazine Müsteşarlığı, Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü verilerinden derlenerek tarafımda hazırlanmıştır.

Uzun vadeli özel sektör dış borçlanmasının parasal kuruluşlar ve parasal olmayan kuruluşlardan aldığı toplam borç stoku miktarını gösteren Tablo 8’de parasal kuruluşların uzun vadeli dış borç stoku üzerinde daha etkili olduğu görülmektedir. Özel sektör tarafından özel alacaklılardan yapılan dış borç stoku 2000-2008 döneminde hızla artarak 27.180 milyon dolardan 147.374 milyon dolara yükselmiştir. Özel sektöre en çok dış borç veren kuruluşlar ise yabancı ticari bankalardır.

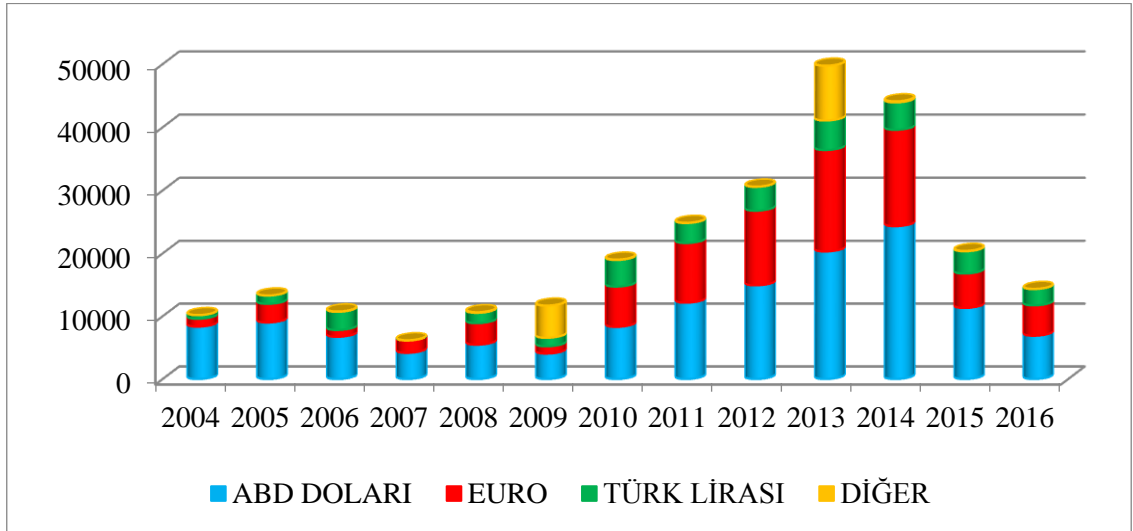
2.2.4. Döviz Türüne Göre Özel Sektör Dış Borçlanması

Özel sektör dış borçlanmasının belirleyici unsurları olan firmaların ve bankaların, yurtdışından borçlanmalarının milli paralarının türünden yüklendiği maliyet eğer yurtiçinden borçlanmalarının milli para türüyle kendisine yüklediği maliyetin altında ise yurtdışından borçlanma tercih edilmektedir.

Özel sektör dış borçlanmasında, geri ödeme şekli borç alana göre milli para yada döviz olarak belirlenebilmektedir. Ancak özel sektör dış borçlanmasında en çok tercih edilen döviz türü Dolar ve Euro'dur. Dış borçlanmada milli para ile borçlanma ülkeler ya da kuruluşlar tarafından pek tercih edilmeyen bir durumdur. Türkiye özel sektör dış borç döviz dağılım verilerinin yer aldığı Grafik 6 ve Grafik 7 ile bu varsayım Türkiye için doğrulanmaktadır.

Grafik 6'da 2004-2016 döneminde Türkiye özel sektör kısa vadeli dış borçlanmasının (ticari olmayan) hangi para birimleri ile yapıldığı görülmektedir. Grafik, Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi'nden derlenerek tarafımızca hazırlanmıştır.

Grafik6.2004-2016 Dönemi Özel Sektör Kısa Vadeli Dış Borç Döviz Dağılımı (ABD Doları karşılığı- milyon dolar)

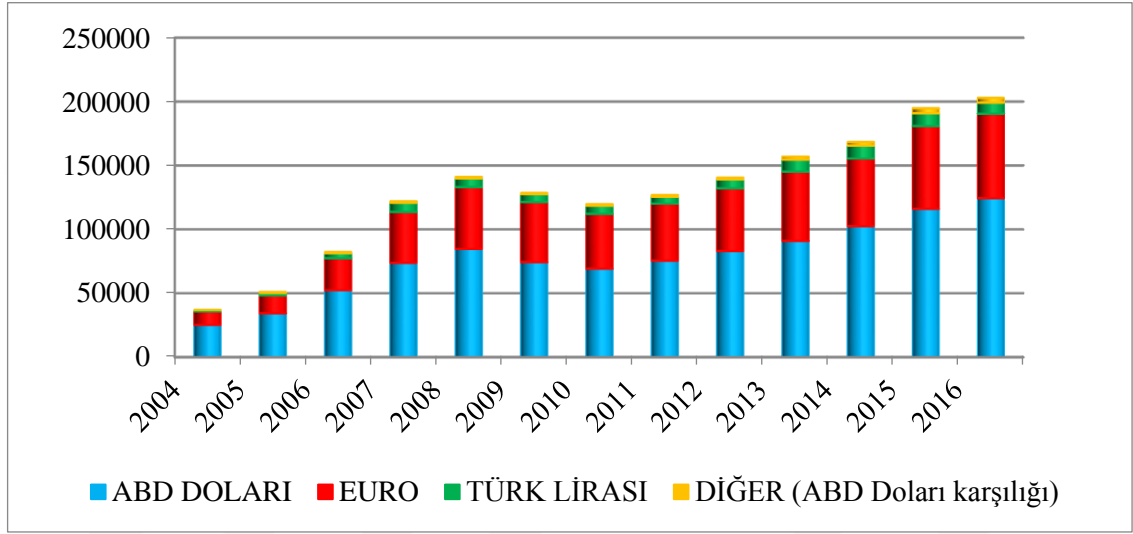


Özel sektörün kısa vadeli dış borçlanmasının döviz kompozisyonunun yer aldığı Grafik 6'nın verilerine göre, 2016 yılında 81.613 milyon dolar olan özel sektör kısa

vadeli dış borçlanmanın %18'i Türk Lirası, %33'ü Euro, %48'i Dolar ve %1'i de diğer döviz türündendir.

Grafik 7'de 2004-2016 döneminde Türkiye özel sektör uzun vadeli dış borçlanmasının döviz dağılımı yer almaktadır. Grafik, Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi'nden derlenerek hazırlanmıştır.

Grafik 7. 2004-2016 Dönemi Özel Sektör Uzun Vadeli Dış Borç Döviz Dağılımı (ABD Doları karşılığı - milyon dolar)



Özel sektörün uzun vadeli dış borçlanmasının döviz kompozisyonunun bulunduğu Grafik 7'de, 2016 yılında 202.837 milyon dolar olan uzun vadeli dış borçlanmasının %61'i Dolar, %4'ü Türk Lirası, %33'ü Euro ve %2'si de diğer döviz türündendir.

Kısa vadeli ve uzun vadeli özel sektör dış borçlanmasının döviz kompozisyonu genel olarak değerlendirildiğinde, en önemli kalemin Amerikan Doları cinsinden yapılan dış borçlanmalar olduğu görülmektedir. Diğer para birimleri türünden yapılan dış borçlanmaların toplam stok içindeki miktarı, sürekli azalma eğilimi göstermektedir. Toplam özel sektör dış borç stokunun yaklaşık % 90'ının sadece Amerikan Doları ve Euro türünden oluşması, kur değişmelerinin olumsuz etkisi nedeniyle alınan dış borç stokunun geri ödenebilirliği açısından risklidir (Adıyaman, 2002, s.36).

Gerek kamu gerek özel sektör olsun dış borç stokunun miktarının yanı sıra, dış borçlanmanın vadesi ve döviz kompozisyonu çok önemlidir. Çünkü dış borç stokunun döviz dağılımı hem ülke riskini artırmaktadır hem de borç alan tarafı ciddi boyutta bir

borç tuzağına götürebilmektedir(Akduğan, 2017, s.184). Eichengreen ve Hausmann milli para birimi ile uluslararası piyasalardan borçlanılamaması durumunu “Yurtdışı Orijinal Günah” olarak adlandırarak özetlemişlerdir (Hausmann ve Panizza, 2003, s.958).

Hem kamu hem de özel sektörün kaynak ihtiyacının karşılanması için ülkenin döviz cinsinden dış borçlanmasının artarak devam etmesi, milli paranın devalüe edilmesine ve ülkenin iç piyasalarda ciddi sıkıntılar yaşamasına neden olmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde milli para türünden yapılan dış borçlanmalar dövizle yapılan dış borçlanmalardan daha kısa vadeli ve milli para cinsinden borçlanmada maliyetlerin daha fazla olması borç alan tarafa faiz oranı riski yaşatmaktadır (Jeanneau ve Tovar, 2008, s.70).

2.3. Türkiye’de Özel Sektör Dış Borçlanması ve Bazı Temel Makroekonomik Göstergeler ile Arasındaki İlişkiler

Türkiye ekonomisinde enflasyonu azaltmak, ihracatı artırmak, kaynakları etkin kullanmak, iç tasarrufların artırılması hedefleri ve ihracat odaklı sanayileşme politikası devamında ekonominin dışa açılmasını getirmiştir. 1989 yılında sermaye hareketleri serbestleştirilmiştir. Bu dönemde özel sektörün yurt dışından borçlanmasının önü açılarak ve hızlı borçlanma süreci başlamıştır. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, döviz arzının artmasıyla ülke parasının değerlenmesine ve sermaye arzının artmasıyla ise kredi hacminin genişlemesine ve yurtdışından alınan kredilerle özel sektörün dış borç yükünün artmasına yol açmıştır (Takım, 2012, s.25).

Özel sektör dış borçlarının varlığının nedeni, özel sektör kuruluşlarının kaynak ihtiyaçlarında yurtiçi kaynakların yetersiz kalması ve dış kaynaklara yönelmeleridir. Özel sektör dış borçlanmasıyla, özel kuruluşlar kaynak ihtiyaçlarını karşılamaktadırlar. Ancak borçlu özel kuruluşlar, aldıkları dış borçları geri ödemeye yetecek kadar gelir ve varlıklara sahip değillerse, ülke ekonomisinin dış borç krizi riski ile karşılaşmasına neden olabilirler. Ayrıca bu durum özel sektörün dış piyasalardaki kredi hacmini olumsuz etkileyerek sonraki dönemlerde dış borç kaynaklarından kredi alabilmelerinde sıkıntı sebebi olabilmektedir(Çukurçayır, 2011, s.29).

Türkiye’de 2000-2016 döneminde özel sektör tarafından gerçekleştirilen dış borçlanma belirgin bir şekilde artış göstermiştir. Bu dönemde uluslararası piyasalardaki bolluğu olması ve cazip şartlarda fon bulma imkânı bulunması

sebebiyle özel sektör dış borçlanmasının toplam dış borçlanma içindeki payı hızlı bir şekilde artmıştır (Akdoğan, 2017, s.185).Özel sektörün, toplam dış borç stoku içindeki payı %46'dan % 71'e yükselmiştir.

Türkiye'de özel sektör dış borçlanması üzerinde etkili olan makroekonomik göstergeler olarak; bütçe dengesi, yurtiçi faiz (politika faiz) oranı, LIBOR (yurtdışı faiz)oranı, döviz kuru, sabit sermaye yatırım harcamaları, ihracat ve ithalatdeğerleri,Borsa İstanbul-100 (BİST-100)göstergesibu bölümde yıllık veriler üzerinden değerlendirilerek çalışmanın teorik alt yapısını oluşturmak amaçlanmıştır.

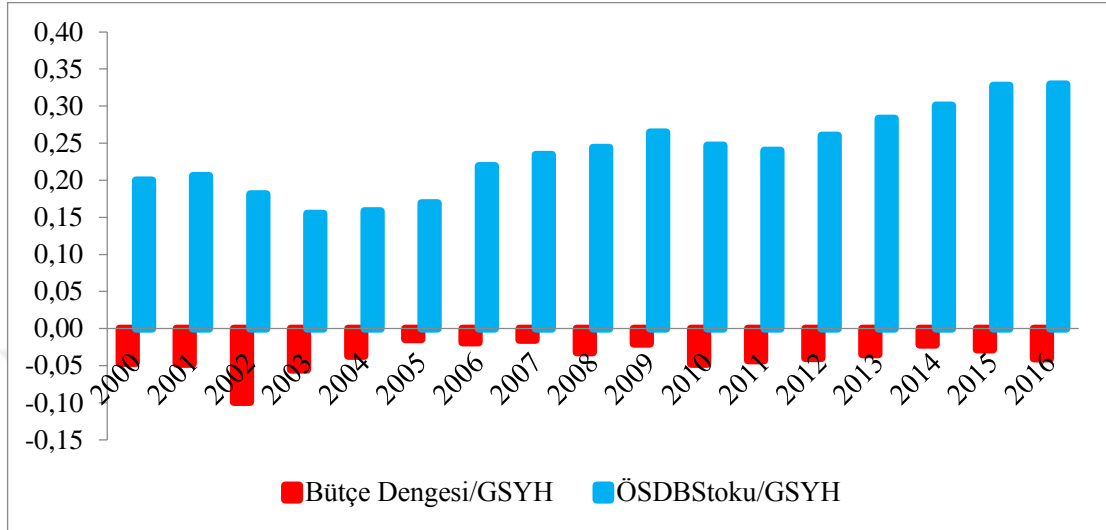
2.3.1. Bütçe Dengesi

Bütçe, belirli bir zaman aralığında finansal bir plan çerçevesinde devletin uyguladığı sosyo-ekonomik politikanın sonucunu ve gelir-gider tahminlerini yansıtan belgedir (Akdoğan, 2016, s.325). 5018 sayılı Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu'nda bütçe, belirli bir dönemdeki gelir-gider tahminleri ve bu tahminlerin uygulanabilmesine yönelik usullerin yürürlüğe konulduğu belgedir. Devletlerin planladıkları harcamalar ve bu harcamalar için gerekli olan gelirlerin tahmini doğrultusunda oluşturulan bütçe, devletin ekonomik durumuna göre açık ya da fazla verebilmektedir. Ancak bütçe, tahmini gelir ve giderleri yansıtan mali bir belge olsa da denklik olması umulmaktadır. Bütçe içinde gelir kalemlerinde azalma olması bütçe açığına neden olmaktadır. Bütçe açığının gidermenin yolu ise; vergi gelirlerini artırmak ve harcamaları azaltmaktır (Hyman, 1990, s.689). Bütçe açığının artması kamu borçlanmasının artmasına yol açtığı için, devletin gelecek dönemlerdeki faiz ödemeleride artacaktır (Hyman, 1990, s.689).Bütçe açığının kapatılabilmesi amacıyla kamu sektörünün finans kaynağı olarak iç borçlanmayı tercih etmesi, piyasalardan yüksek miktarda fon talep edilmesine neden olacağından faiz oranları artacaktır. Bu durum özel sektörün iç piyasalardan kullanabileceği kaynak hacminin daralmasına yol açacaktır. Bunun sonucunda özel sektör özellikle yatırımlarının finansmanında dış piyasalara yönelmek durumunda kalacaktır. Kamu sektörü ve özel sektör arasındaki bu ilişki dışlama etkisi olarak adlandırılmaktadır (Kazgan, 2000, ss.258-259).

Grafik 8'de 2000-2016 döneminde bütçe dengesinin seyri gösterilmektedir. Grafik verileri Hazine Müsteşarlığı İstatistikleri ve Merkez Bankası elektronik veri

dağıtım sisteminden (EVDS)derlenmiştir. Tabloda 2000-2016 dönemlerine ait genel bütçe dengesi verilerinden yararlanılmıştır.

Grafik 8. 2000-2016 Dönemi Bütçe Dengesi/GSYH ve Özel Sektör Dış Borç Stoku/GSYH



2000 yılında bütçe dengesi -3.335 milyon dolar iken, özel sektör dış borçlanması 54.431 milyon dolardır. Bütçe dengesi en fazla 2001-2002 ekonomik kriz dönemi sonrasında ve 2010 ile 2016 yılında önceki yıllara göre azalmıştır. 2000-2001 dönemlerinde yaşanan ekonomik kriz süreçlerinde enflasyonun %40'dan %69'ya yükseldiği, büyüme hızının %6.8'den %-5.7'e gerilediği bir ortamda bütçe açığında artış yaşanmıştır. Bu süreçte toplam dış borçlanma artışı içinde özel sektör dış borçlanmasının payı azalmıştır. 2008 yılında yaşanan küresel krizin etkilerinin giderilmesi için, Türkiye'de likidite sıkışıklığını önlemek amacıyla parasal genişlemeyi sağlayıcı politikalar uygulanmıştır. 2004 yılında tek haneli rakamlara düşen enflasyon oranı, 2008 yılında uygulanan bu politikalar sonucunda tekrar iki haneli rakamlara yükselmiştir (Yamaçlı, 2017, s.108). Enflasyon oranları; 2004 yılında %9.3, 2008 yılında %10.1, 2009 yılında %6.5, 2011 yılında %10.1, 2013 yılında %7.2 ve 2016 yılında %8.3 olarak gerçekleşmiştir. Grafik 8'de 2000-2001 krizlerinden sonra bütçe açığında net artış olduğu ve özel sektör dış borç stokunun azaldığı görülmektedir. 2002-2004 döneminde konsolide bütçe dengesinde ise gerileme görülmektedir. 2004-2016 döneminde ise durağan bir seyir göstermiştir. Bu dönemde bütçe dengesine önem veren bütçe politikası yürütülmüştür. 2005-2006 döneminde bütçe açığı azalırken özel sektör dış borcunun nispeten daha fazla arttığı görülmüştür. 2008 krizinde sonra 2009 yılında

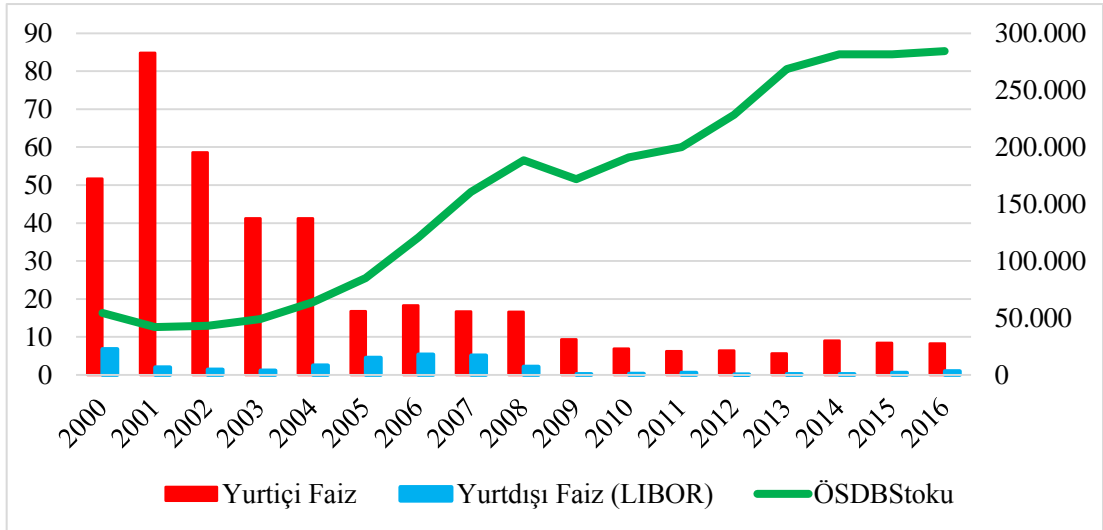
ise bütçe açığındaki azalış karşısında özel sektör dış borçlanmasının arttığı görülmektedir. 2010-2014 döneminde bütçe açığındaki azalırken özel sektör dış borç stok oranı artmaktadır. 2014-2016 sürecinde bütçe açığının artması karşısında ise özel sektör dış borç stok oranındaki artış istikrarla devam ettirmiştir.

2.3.2. Faiz Oranları

Devletlerin yurtiçi ve yurtdışı faiz oranlarının arasındaki farkın artması, kriz ihtimalinin öncü göstergesi olarak görülmektedir. Bu açıdan bakıldığında, faizler arasındaki farkların yüksek olmaması önemlidir. Yurtiçi faizlerin yüksek olması özel sektörün yatırımların finansmanında yurtdışı finans kaynaklarına yönelmesine sebep olmaktadır.

Grafik 9'da yurtiçi (politika) faiz oranları ve LIBOR(yurtdışı faiz) oranlarının değişimi ve özel sektör dış borç stoku verisinin seyri gösterilmektedir. Grafik, yurtiçi faiz göstergesi olarak Merkez Bankası elektronik veri dağıtım sisteminden (EVDS)1 haftalık repo ağırlıklı ortalama faiz oranları ve yurtdışı faiz göstergesi olarak ise Bank Of England- Interactive Database sitesinden LIBOR oranları derlenerek tarafıma hazırlanmıştır.

Grafik 9. Yurtiçi Faiz Oranları ile LIBOR Oranları ve Özel Sektör Dış Borç Stoku (milyon dolar)



Gelişmiş ülkelerde yurtiçi faiz oranları için tavan oran %10 civarındadır (Yurdakul, 2009, s.16). Türkiye'de bu oran 2000 yılında %51.6 iken; 2001 yılında

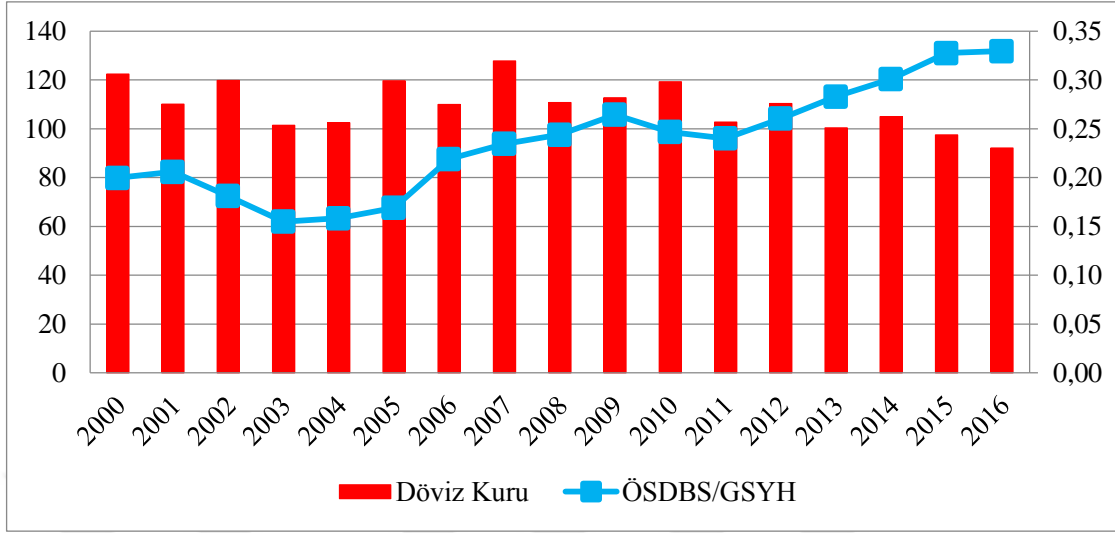
%84.8'e yükselmiş ve 2009 yılından sonra %10 oranının altına düşebilmiştir. 2016 yılı sonu itibariyle %8.3 düzeyindedir. LIBOR oranlarını bu çerçevede değerlendirdiğimizde 2000 yılında %6.8 iken; Türkiye'de faizlerin en yüksek olduğu 2001 yılında ise %2.02'dir. 2009-2016 döneminde ise %0.26-%0.99 düzeyinde seyretmiştir. Özel sektör dış borçlanmasının, 2001 krizi sonrasında 2016 yılı sonuna kadarki süreçte yurtiçi faizlerde görülen azalmalar karşısında kayda değer şekilde etkilenmediği dikkat çekmektedir. Yurtiçi faiz oranlarının önemli ölçüde düştüğünün gözlemlendiği 2000-2005 dönemlerinde bile özel sektör borçlanmasının önemli ölçüde arttığı söylenememektedir. Bu durumun nedeni olarak kamu kesiminin ihtiyaç duyduğu yüksek tutardaki fon ihtiyacı nedeniyle özel sektöre verilebilecek fon tutarı kısıtlı kalmıştır. Bunun yanı sıra özel sektöre sunulan fon miktarının azalmasıyla beraber fon fiyatlarında da artış yaşanması nedeniyle özel sektör kamu sektörü ile rekabete girememiştir. Bunun sonucu olarak, küresel ekonomideki likidite bolluğunun sunduğu avantajla ve daha düşük faiz oranları nedeniyle özel sektör yurtdışı kaynaklara yönelmiştir (Coşkun, 2010, ss.7-10). Özel sektör, yurtdışından döviz ile borç almayı tercih etmiştir. Grafik 9'a göre yurtdışı faiz oranlarındaki artış ya da azalışların, özel sektörün dış borçlanma tercihini önemli ölçüde etkilemediği ve hem yurtiçi hem de yurtdışı faiz oranlarının tek başlarına, özel sektör dış borçlanması için önemli bir etken olmadığı söylenebilir.

2.3.3. Döviz Kuru

Devletlerin enflasyon oranlarındaki farklılıklar sebebiyle nominal efektif kur değişimleri, ticari rekabetin gücünü açıklamada yetersizdir. Bu nedenle nominal efektif kur değerinden reel kur değeri elde edilmelidir. Bu düzenleme için, söz konusu ülke ve diğer piyasalar arasındaki enflasyon oranları arasındaki farktan yararlanılmaktadır (Sürekcı, 2010, s.24).

Grafik 10'da reel efektif döviz kuru verileri ve özel sektör dış borç stoku/GSYH verileri yer almaktadır. Grafik verileri Merkez Bankası elektronik veri dağıtım sisteminden (EVDS) derlenmiştir. Reel efektif döviz kuru endeks değerlerindeki yükselme, Türk Lirası'ndaki değerlenmeyi yani Türk ürünlerinin yabancı ürünlercinsinden fiyatının arttığını göstermektedir (TCMB, 2017).

Grafik 10. 2000-2016 Dönemi Reel Efektif Döviz Kuru ve Özel Sektör Dış Borç Stoku/ GSYH



Grafik 10'a göre, 2000-2001 döneminde döviz kuru endeksi azalırken, TL'de değer kaybı yaşanırken, özel sektör dış borcu artış göstermiştir. 2002'de döviz kuru endeksi artarken ise özel sektör dış borcu azalmıştır. 2003-2004 döviz kuru endeksi azalırken özel sektör dış borcu kısmen azalmış ama istikrarlı kalmıştır. 2005 yılında döviz kuru endeksi önceki yıllara nispeten daha fazla artarken özel sektör dış borcu istikrarlı şekilde artışını devam ettirmiştir. 2006 yılında döviz kuru endeksinin azalması karşısında özel sektör dış borç oranı önceki yıllara nispeten daha fazla artış göstermiştir. Özel sektör dış borç stoku artışı, 2007-2010 aralığında döviz kuru endeksinin gösterdiği seyir ile zıt yönlüdür. 2010-2011 döneminde döviz kuru endeksi ile özel sektör dış borçlanması paralel şekilde artış göstermektedir. 2012 yılındadöviz kurundaki artış karşısında özel sektör dış borçlanması artmıştır. Buna karşın 2012-2016 yıllarında döviz kuru endeksi 100'ün altındayken özel sektör dış borç stokunun kısmen arttığı ve istikrarlı olduğu görülmektedir.

Türkiye'de 2000 yılına tam anlamıyla uygulanamayan sabit kur rejimi ile girmiştir. Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri sonrasında Türk ekonomisine uygun döviz kuru rejiminin tespiti için uzun süre dalgalanan kur politikası gözlenmiş ve dalgalanmayı azaltacak önlemler belirlenerek 2001 yılında para ve kur politikasında değişikliklere gidilerek dalgalı döviz kuru rejimine geçilmiştir (Akdoğan, 2017, s.190; Acaravcı& Öztürk, s.198). Dalgalı döviz kuru, milli paranın değer kaybetmesi

nedeniyle piyasalara müdahale edilmesi gerekliliğini hissettirmiştir. Döviz kurlarında meydana gelen değişiklikler, firmaların ihracatının yanında bilançoları üzerinde de etkilidirler. Döviz kurunun düşmesi firmaların ihracata yönelik üretimlerinin maliyetini düşürürken, ithalat maliyetlerinin artmasına neden olmaktadır (Erdoğan & Yıldırım, 2008, s.95). Genellikle firmalar dış borçlanmalarını yabancı para cinsinden yapmaktadırlar. Döviz açığına sahip ekonomik kesimler, kur riskine karşı daha duyarlı durumdadırlar. Döviz kurunda meydana gelecek dalgalanmalar borçlu kesimin borçlanma davranışlarının değişmesinde önemli rol oynamaktadırlar (Kamin & Klau, 1998, ss.12-13).

2.3.4. Sabit Sermaye Yatırım Harcamaları

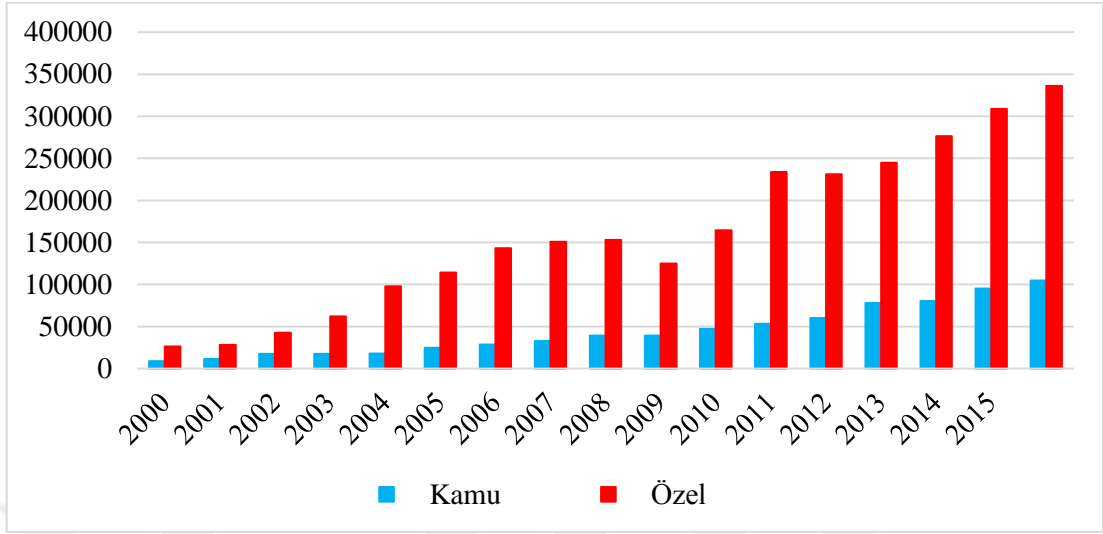
Sabit sermaye yatırım harcamaları, bina, makine gibi üretim sürecinde uzun süreli kullanılabilen dayanıklı malların üretilebilmesi için yapılan harcamalardır. Bir ekonomideki üretim faktörlerinin, belli bir dönemdeki reel sermayeyi artırmak amacıyla kullanılmaktadır (Yılmaz & Tezcan, 2007, s.5).

Gelişmekte olan ülkelerin kalkınma hızlarını artırabilmek için yatırımlarını sürdürebilmeleri gerekmektedir. Söz konusu yatırımlar da tasarruf miktarına bağlı olarak gerçekleşmektedir. Bu noktada dış borçlanma ile gelişmekte olan ülkeler tasarruf ihtiyaçlarını karşılamakta ve yatırımlarını finanse etmektedirler. Sürekli dış açık veren bu ülkelerin ithalat harcamalarını karşılayacak ölçüde döviz geliri elde edememeleri dış borçlanmayı da beraberinde getirmektedir (Saraç & Yücel, 2017, s.19).

Kamu ve özel sektörde sabit sermaye yatırımlarının yapılması sonucunda ekonomide mal ve hizmet artışı olması, hem milli geliri artıracak hem de ekonominin kalkınmasını pozitif etkileyecektir. Sabit sermaye yatırımları, 1980'lerden sonrakamudan özel sektöre doğru kaymıştır. Özel sektörün altyapı ihtiyaçlarının giderilmesi ve özel sektörün gelişmeye başlamasıyla, devletin faaliyet gösterdiği enerji, ulaştırma, madencilik, sağlık, eğitim gibi alanlardaki yatırımlar büyük ölçüde özel sektöre kaymıştır. Özel sektör sabit sermaye yatırım harcamalarının artışında özelleştirmeler ve teşviklerinde etkisi olmuştur (Yılmaz & Tezcan, 2007, s.5).

Kamu ve özel sektör sabit sermaye yatırımlarının toplamında yıllar itibariyle özel sektörün payı artmaktadır. Bu durum Grafik 11 ile gösterilmektedir. Grafik verileri Merkez Bankası elektronik veri dağıtım sisteminden (EVDS) derlenmiştir.

Grafik 11. 2000-2016 Dönemi Kamu-Özel Sabit Sermaye Yatırım Harcamaları (milyon dolar)

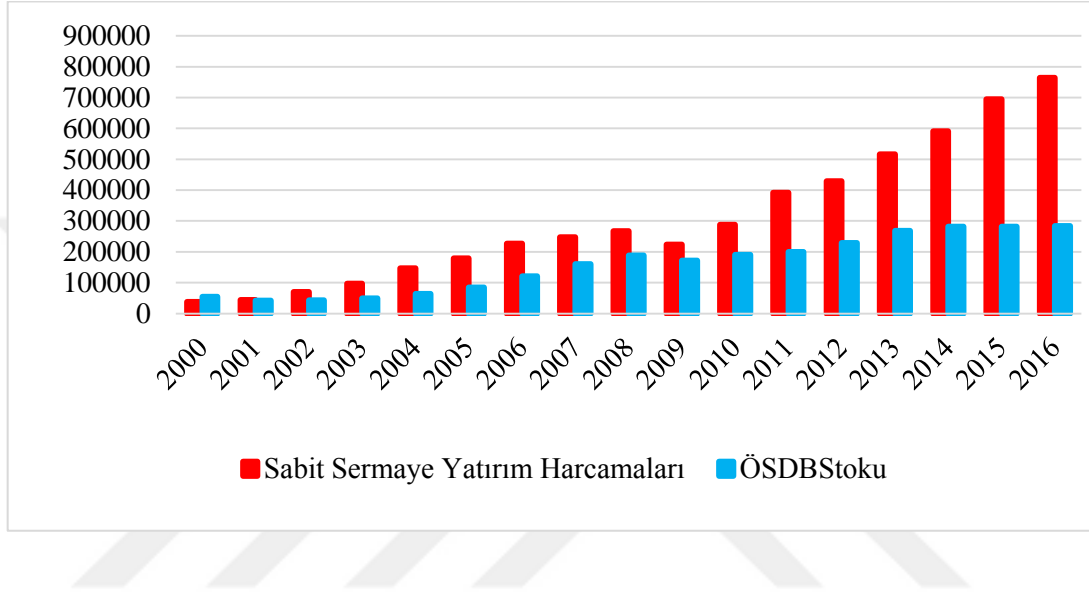


Grafik 11’de toplam sabit sermaye yatırımları kamu özel sektör ayrımı yapılarak incelenmiştir. Sabit sermaye yatırımlarındaki artış yada azalışların yanında bu yatırımlarda kimin etkisinin olduğu önemlidir. Ekonomide güvensizlik ortamının söz konusu olduğu dönemlerde sabit sermaye yatırımlarında kamu sektörü etkisi artış göstermektedir (Akar, 2013, s.107). Fakat özel sektör yatırımları yinede kamu sektörüne kıyasla yaklaşık iki kat fazladır. Grafik verilerine göre, özel sektör sabit sermaye yatırım harcamalarının 2000-2016 döneminde sürekli arttığı ve sadece 2009 yılında azaldığı görülmektedir. Özel sektör sabit sermaye yatırım harcamalarının 2011 yılında diğer yıllara nispeten daha hızlı arttığı ve 2012 yılında istikrarlı şekilde devam ettiği görülmektedir. 2000-2016 döneminde kamu sektörü sabit sermaye yatırım harcamalarının ise istikrarlı bir seyirde arttığı gözlenmektedir.

Toplam sabit sermaye yatırımları içinde 1980’lerde kamu sektörü payı %45 düzeyindeyken, özel sektörünün payı %55 düzeyindeydi. Bu oranlar 2000’lerde değişerek kamunun payında azalma ve özel sektörün payında artış başlamıştır. 2000’de kamu sabit sermaye yatırım harcamalarının payı %24.8 ve özel sektör sabit sermaye yatırım harcamalarının payı %74.2 seviyesine yükselmiştir. 2000-2016 döneminde bu oranlarda belirgin değişiklik yaşanmamıştır. 2016 yılında kamu sektörünün payı %23.7 iken özel sektör payı ise %76.3 olmuştur (TCMB, EVDS).

2000-2016 döneminde toplam sabit sermaye yatırım harcamaları ve özel sektör dış borç stokunun yıllar itibariyle miktarı artmaktadır. Bu durum Grafik 12 ile gösterilmektedir. Grafik verileri, Merkez Bankası elektronik veri dağıtım sisteminden derlenmiştir.

Grafik 12. Toplam Sabit Sermaye Yatırım Harcamaları ve Özel Sektör Dış Borç Stoku
(milyon dolar)



Grafik 12’de 2000- 2001 yıllarında sabit sermaye yatırım harcamaları artarken özel sektör dış borç stokunun azalmıştır. 2002-2008 döneminde ise sabit sermaye yatırım harcamaları artarken özel sektör dış borç stokunun da arttığı görülmektedir. 2008 yılı sonundaki Küresel Krizin etkisinin devam ettiği 2009 yılında sabit sermaye yatırımlarının azalış gösterirken ve bu duruma paralel olarak özel sektör borç stoku da azalmıştır. 2009 yılında sabit sermaye yatırım harcamalarındaki azalmasında bu dönemde özel sektör yatırım harcamalarının azalması etkili olmuştur (TCMB, EVDS). 2009-2016 döneminde yine sabit sermaye yatırım harcamaları artarken özel sektör dış borç stokunun da arttığı görülmüştür. Verilere göre, istisnai yıllarda haricinde sabit sermaye yatırım harcamalarının seyri ile özel sektör dış borç stokunun seyri paralellik göstermektedir.

2.3.5. İhracat ve İthalat Oranları

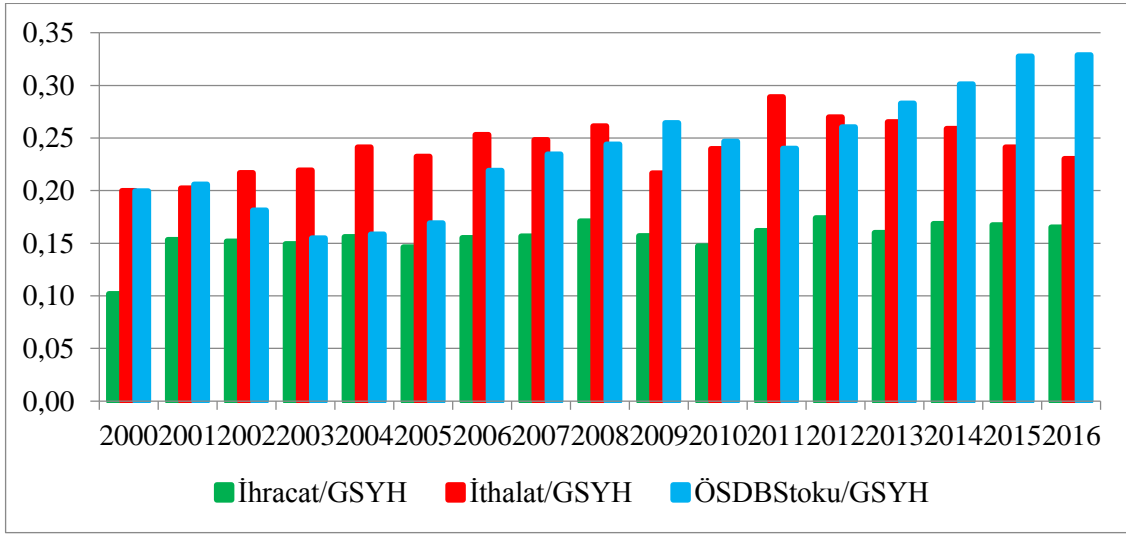
Türkiye’de dışa açılma sürecinin hızlandığı 1980’den sonra, yıllarca ithalatı yasaklanmış ürünlerin ülkeye girmesiyle birlikte ortaya çıkan ithalat artışı dış ticaret

açığı sorununu da beraberinde getirmiştir. Dışa açılmayla teknoloji transferi hızlanmış, Türkiye’de ihraç ürünlerinin çeşitliliği artmış ve Türkiye yeni pazarlara açılarak ihracat hacmini arttırmıştır. Üretim ve tüketim açısından ortaya çıkan bu her iki olumlu gelişmeye rağmen maalesef ülkemizde söz konusu dönem sonrasında ihracat hacmi sürekli ithalat hacminin gerisinde kalmış ve dış ticaret açığı ülke ekonomisi için yapısal bir sorun haline gelmiştir (Çelik & İlkay,2016, s.962).

Türkiye’de 2003 yılından sonra artan sıcak para girişleri reel döviz kurunun değerini düşürmüştür ve ithalat önceki dönemlere nispeten ucuz hale gelmiştir. Bu dönemde yatırım malları, hammadde ve aramaların ithalatı artmıştır. Reel kesimin gerçekleştirdiği ucuz ara mallar ve yatırım malları ithalatı yurt içi üretimi arttırmakla beraber, ihracatın ithalata dahayüksek oranda bağımlı olmasına neden olmuştur (Yeldan, 2008). Türkiye’de ihracatın ithalata bağımlı yapısı cari açığın sürekli bir kısır döngü içerisinde artmaya devam etmesine sebep olmaktadır. 2008 yılındaki küresel kriz, kredi olanaklarını daralttığı için döviz fiyatları yükselmiş ve ithalata dayalı ihracat yapan reel sektörü bu durum negatif etkilemiştir (Susam & Bakkal, 2008, s.2). Üretim sürecindeki verimliliğin öneminin arttığı bu dönemde teknolojik sermaye malı ithalatının sermaye malı birikimine yapacağı katkı ve sonrasında gelecek olan verimlilik artışının, üretim ve ihracata yapacağı artan oranlı etki cari açık kısır döngüsünden çıkılabilmesi açısından önemlidir (Dücan, 2017, s.4).

Grafik 13’te Türkiye 2000-2016 dönemi için ihracat ve ithalat miktarları ile özel sektör dış borç stokunun GSYH’ya oranı yer almaktadır. Grafik verileri, Merkez Bankası elektronik veri dağıtım sisteminden derlenmiştir.

Grafik 13. 2000-2016 Dönemi İhracat- İthalat ve Özel Sektör Dış Borç Stoku Oranları



2002 yılından itibaren enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmaya başlamasıyla 2000-2001 yıllarındaki yüksek enflasyon oranının düşürülmesi sağlanmıştır. Bunun yanında 2008 yılına kadar büyümede ciddi yol alınmıştır. Ancak bu tarih aralığında dışa bağımlılık artmıştır. Çünkü ekonominin dışa açıklılık düzeyi arttıkça farklı sektörlerinde dışa açılmasının önü açılmıştır. Böylece sektörler dış rekabetin güçlükleri ile karşılaşmaya başlamışlardır. Bu güçlükler verimli yada ihracatta etkili olan sektörlerin belirlenmesini sağlamıştır. Bu süreçte sıcak para girişi Türk Lirası'nın değerini artırmıştır. Değeri artan Türk Lirası, ithalatın artmasını sağlarken ihracatın gerilemesinde etkili olduğundan özel sektör içindeki bazı sektörler ihracata yönelik üretim yapmakta geri adım atmışlardır (Buluş, 2015, s.171). İthalattaki artışın yükselmesiyle beraber özel sektörün dış borçlanma ihtiyacındaki artış devam etmiştir. Grafik 13'te görüldüğü gibi 2000-2016 döneminde ithalat oranları daima ihracat oranının üzerindedir. 2000 ve 2001'deki iç krizlerinin ardından ihracat ve ithalatın GSYH'ya oranlarının artarken özel sektör dış borç stoku/GSYH oranı azalmıştır. 2008 yılında yaşanan küresel krizin etkilerinin Türkiye'de 2009 yılında ortaya çıktığı dikkate alındığında, ihracat ve ithalat oranlarındaki gerileme karşısında özel sektör dış borç stokunun arttığı görülmüştür. 2011-2016 döneminde özel sektör dış borç oranındaki artış devam etmiştir. 2011-2016 döneminde ithalat düzeyi azalarak devam ederken ihracat düzeyinin önceki yıllara nispeten daha yüksek seviyede olduğu görülmüştür. Buna göre özel sektör dış borçlanmasında, ihracata yönelik alınan kredilerin payının arttığı ve dışa bağımlılığın önceki yıllara nispeten azaldığı söylenebilir.

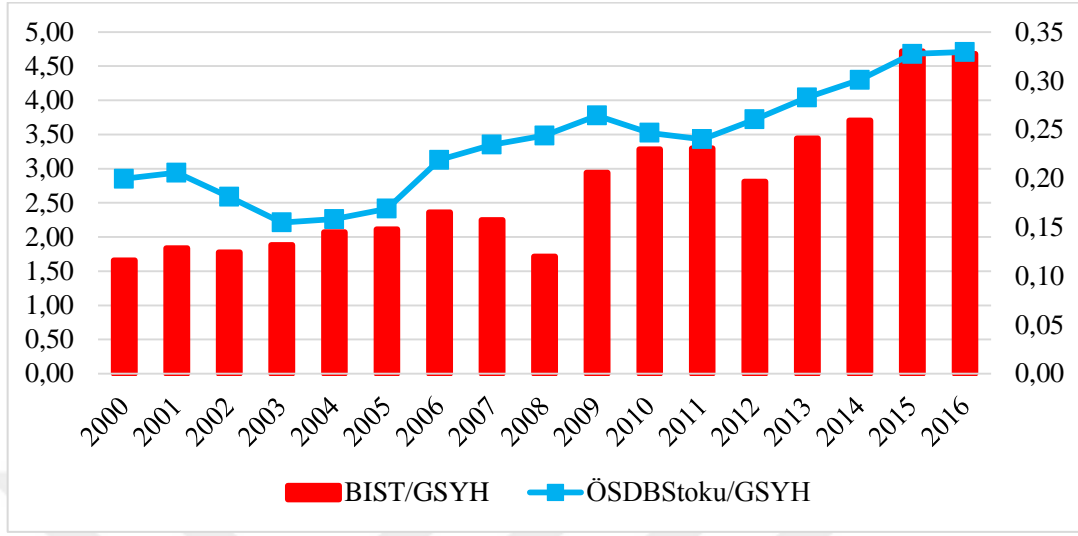
Türkiye'nin dış ticaretinde 2000'lerden sonra görülen önemli bir gelişme Çin etkisidir. Bu yıla kadar Çin ile olan ticaretimiz fazla verirken, bu dönemden sonra Çin ile dış ticaretimiz artan bir şekilde açık vermeye başlamıştır. 2000'li yılların başında Türkiye'nin Çin ile olan dış ticareti yaklaşık 2 milyon dolar fazla verirken bu rakam 2015 yılında yaklaşık 17 milyon dolar açığa dönmüştür. Çin ile aynı dönemde Türkiye'nin Kuzey Afrika ülkeleriyle dış ticaretinde olumlu bir gelişme ortaya çıkmıştır. 2000'lerin başında dış ticaretimiz 3 milyon dolar açık verirken, 2011'de bu rakam 10 milyon dolar fazlaya çıkmış ve Çin'den kaynaklanan açığın önemli bir kısmının karşılanma imkânı bulunmuştur (Çelik & İlkay, 2016, s.963).

2.3.6. BİST-100 Göstergesi

Türkiye'de 30 Aralık 2012 yılında Resmi Gazetede yayınlanarak yürürlüğe giren 6362 sayılı yeni Sermaye Piyasası Kanunu ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) yerini Borsa İstanbul A.Ş.'ye bırakmıştır ve bu tarihte BİST borsacılık faaliyetleri yapmak amacıyla kurulmuştur. Sermaye Piyasası Kurulu tarafında hazırlanarak ilgili Bakan tarafından onaylanarak 3 Nisan 2013 yılında ise tescil ve ilan edilerek faaliyete başlamıştır (Eroğlu, 2014, s.66). BİST endeks ve işlem hacmi değerleri piyasaların güvenilirliğini yansıtan bir gösterge niteliğindedir (Tanrıöver & Çöllü, 2015, s.127). Endekse dâhil olan özel sektör kuruluşları, kurumsal sürdürülebilirliklerini değerlendirme ve küresel anlamda performanslarını karşılaştırma imkânı elde etmiş olmaktadır. Bu sayede yabancı yatırımcılar karşısında tanınırlık ve itibarları artmaktadır. Firmalara olan itibarın artması, firmaların küresel piyasada kredisi genişlemekte ve yabancı piyasalarda daha rahat dış borç kredisi almalarının önü açılmaktadır. Tez de bu kapsamda, özel sektör dış borçlanmasında BİST-100 toplam işlem hacminin etkisi araştırılmıştır. Bu çerçevede, henüz BİST-100 göstergesi ile özel sektör borçlanması arasındaki ilişkiyi inceleyen bir çalışmaya rastlanmadığı belirtilebilir.

Grafik 14'te 2000-2016 dönemine ait BİST-100 toplam işlem hacminin ve özel sektör dış borç stokunun GSYH'ya oranı yer almaktadır. Grafik, Merkez Bankası elektronik veri dağıtım sisteminden yararlanılarak tarafımda hazırlanmıştır.

Grafik 14.BİST-100Toplam İşlem Hacmi/GSYH ve Özel Sektör Dış Borç Stoku/GSYH



Grafik 14’te bir ülkenin ihraç edebileceği borç senetleri stokunu yansıtan BİST toplam işlem hacminin Türkiye için değerleri yer almaktadır. Grafığe göre, BİST/GSYH ve özel sektör dış borç stoku/GSYH değerleri 2000-2001 Kriz yıllarında artarken 2002’de azalmıştır. BİST-100/GSYH düzeyi 2002-2006 döneminde artarken, 2006-2008 döneminde azalmıştır. Buna karşın özel sektör dış borç stoku/GSYH ise artışı sürmüştür ve istikrarlıdır. 2008-2012 döneminde BİST-100 göstergesi ile özel sektör dış borç stok oranının seyrinin zıt yönlü olduğu görülmüştür. 2012-2016 döneminde ise BİST-100 gösterge değeri artarken özel sektör dış borç stoku da artmıştır.

BİST-100 toplam işlem hacmindeki artış, şirketlerin performanslarının arttığını yansıtmaktadır. Buna göre, BİST-100 göstergesi, yabancı yatırımcıların Türkiye piyasasına girmeden ön bilgiye sahip olmalarında ve yatırım veya kaynak aktarımı konusunda karar vermelerinde yönlendirici olmaktadır.

2.4. Literatür İncelemesi

Dünya ekonomisinde uluslararası ekonomik ilişkilerin önemli sonuçlarından biri olan ve ülkelerin ekonomilerinin şekillenmesinde önemli bir etkiye sahip olan dış borçlanma 1960’lı yıllardan itibaren birçok iktisatçı tarafından incelenmiştir. Ekonomik literatüre giren ilk ampirik çalışma ise 1962’de Rosentein-Rodan tarafından yapılmıştır (Şeker, 2006,s.2).

Literatürde özel sektör dış borçlanmasını etkileyen makroekonomik göstergelere yönelik çalışmalar sınırlı sayıdadır. Türkiye’de özel sektör dış borçlanmasına yönelik yapılmış çalışmalar incelendiğinde çoğunluğunun son yıllara ait olduğu ve çoğunluğunda özel sektör dış borçlanmasının bağımsız değişken olarak uygulamaya dâhil edildiği gözlenmiştir. Bu çalışmalarda genel olarak özel sektör dış borçlanmasının ekonomik büyüme göstergeleri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Bunun yanında dış borçlanma göstergelerinin belirlenmesine yönelik olan çalışmaların büyük bölümünde özel-kamu ayırımına gidilmediği gözlenmiştir. Özel-kamu ayırımının yer aldığı çalışmalarda ise çoğunlukla kamu borçlanması göstergelerineve dışlama etkisine odaklanılmıştır.

Tablo 9’da çalışmanın konusunu oluşturan özel sektör dış borçlanması üzerinde etkili olan bazı faktörlerin belirlenmesine yönelik tarafımcı incelenmiş ampirik çalışmalar yer almaktadır. Bu doğrultuda Tablo 9’da gelişmekte olan ülkelerde özel sektör dış borçlanması üzerinde etkili olan bazı makroekonomik göstergelerin belirlenmesine yönelik yapılan çalışmalar ile gelişmekte olan ülkelere dış borçlanma üzerinde borçlanma rasyolarının etkilerinin, dış borçlanmanın nedenlerinin, dış borç yönetiminin ve dış borçlanmayla ekonomik kriz ilişkisinin incelendiği ampirik çalışmalara yer verilmiştir.

Tablo 9.Dış Borç Stokunu Etkileyen Göstergelerin Analizine Yönelik Çalışmalar (Kamu ve Özel Sektör Dış Borçlanması Odaklı Çalışmalar)

Yazar/ Tarih	Dönem/ Ülke	Yöntem	Değişkenler	Bulgular
Dücan (2017)	2002:1– 2015:2/ Türkiye	Vektör Oto regresif modeli, Johansen eşbütünleşme analizi	Bağımlı değişken: Özel sektör yurtdışı uzun vadeli kredi borç stoku, Bağımsız değişkenler: Sermaye malı ithalatı, ihracat, sanayi üretim endeksi	Özel sektör yurt dışı borçlanması ile toplam mal ihracatı ve sanayi üretim endeksi arasında güçlü, pozitif ve istatistikî olarak anlamlı ilişki olduğu tespit edilmiştir.
Akduğan (2017)	1970-2015/ Türkiye	ARDL analizi	Bağımlı değişken: Toplam dış borç stoku, Bağımsız değişkenler: enflasyon oranı, Döviz kuru, Gayrisafi yurtiçi tasarruflar, kişi başına GSYİH, borç servisi, bütçe dengesi, para arzu, yurtiçi krediler, dış açıklık	Dış borç stoku üzerinde; enflasyon oranı, döviz kuru ve para arzının dış etkisi anlamlı ve negatif yönlü; kişi başına GSYİH, borç servisi, bütçe dengesi, dış açıklık ve yurtiçi kredilerin etkisinin istatistikî olarak anlamlı ve pozitif olduğu tespit edilmiştir.
Al-Fawwaz (2016)	1990-2014/ Ürdün	ARDL Analizi	Bağımlı değişken: Toplam dış borç stoku, Bağımsız değişkenler: Kişi başı GSYİH, bütçe açığı, dış açıklık, dış ticaret hadleri, döviz kuru	Dış açıklık oranı ve dış ticaret hacminin dış borç stoku üzerinde pozitif etkisi olduğu ve kişi başına GSYİH'nın dış borç stoku üzerinde negatif etkisi olduğu tespit edilmiştir.
Dücan & Bakan (2015)	2010-2015/ Türkiye	VAR Testi, Granger Nedensellik Analizi	Bağımlı Değişken: Özel Sektör Yurtdışı kısa vadeli kredi borç stoku, Bağımsız değişkenler: Toplam mal ithalatı, toplam mal ihracatı, sanayi üretim endeksi	Özel sektör kısa vadeli kredi borç stoku ve sanayi üretim endeksi değişkenlerinin ithalat ve ihracatın nedeni olduğu tespit edilmiştir.
Erdem, Akdemir & İlgün (2014)	1995-2005/ 27 AB Ülkesi ve 12 EURO Bölgesi Ülke	Panel Veri Analizi	Bağımlı değişken: AB tanımlı kamu borç stoku/ GSYH, Bağımsız değişkenler: 10 yıl vadeli devlet tahvili faiz oranı, fiyat endeksi, reel kişi başına GSYH' nın doğal logaritmik değerleri, genel bütçe dengesi/millî gelir, borç stokunun bir önceki dönem değeri	Yüksek borç stokuna sahip ülkelerde borç stokunun faiz oranları ve millî gelir ile arasında pozitif yönlü, enflasyon ile arasında anlamsız etkisinin olduğu tespit edilmiştir. Düşük borç stokuna sahip ülkelerde borç stokunun enflasyon ile arasında pozitif yönlü, bütçe dengesi ile negatif yönlü etkisi olduğu tespit edilmiştir.
Imimole, Imoughele & Okhuese (2014)	1986-2010/ Nijerya	Johansen Eşbütünleşme Analizi, ECM Modeli	Bağımlı değişken: Toplam dış borç stoku/GSYH, Bağımsız değişkenler: GSYH, dış açıklık, dış ticaret hadleri, dış borç servisi/ihracat, bütçe açığı/GSYH, doğrudan yabancı sermaye yatırımları, döviz kuru	Dış borç stokunun temel belirleyicilerinin GSYİH, dış borç servisi/ihracat ve döviz kuru değişkenleri olduğu tespit edilmiştir.
Peker & Bölükbaş (2013)	1994:2- 2010:2 & 2001:3- 2010:2/ Türkiye	Granger Nedensellik Analizi, En Küçük Kareler Yöntemi	Bağımlı değişken: Toplam dış borç stoku, Bağımsız değişkenler: Dış ticaret dengesi, kamu harcamaları, iç borç, dış borcun bir dönem gecikmeli değeri	Dış borçlanma belirleyicisi olarak 1994:2-2010:2 döneminde iç borçlanma ve 2001:3-2010:2 döneminde kamu harcamalarının önemli bir faktör olduğu tespit edilmiştir.
Bölükbaş (2012)	1923-2010/ Türkiye	En Küçük Kareler Yöntemi, Engle -Granger Yöntemi	Bağımlı değişken: toplam dış borç stoku, Bağımsız değişkenler: Dış açıklık, döviz kuru, ekonomik kriz göstergeleri.	Dış açıklık ile dış borç stoku arasında güçlü ve her iki değişken arasında doğrusal bir ilişki tespit edilmiştir. Döviz kuru ile dış borç stoku arasında negatif ilişki olduğu ve 2008 krizi kukla değişkeninin de anlamlı çıktığı belirtilmiştir.

Tablo 9. Dış Borç Stokunu Etkileyen Göstergelerin Analizine Yönelik Çalışmalar (Kamu ve Özel Sektör Dış Borçlanması Odaklı Çalışmalar) (Devamı)

Yazar/ Tarih	Dönem/ Ülke	Yöntem	Değişkenler	Bulgular
Esener (2012)	1980-2010/ 30 Gelişmekte olan ülke	Panel Veri Analizi	Bağımlı değişken: Dış borç stoku ve Toplam dış borçstoku/GSYİH, Bağımsız değişkenler: GSYH, dış açıklık düzeyi, dış ticaret hadleri, sabit Sermaye yatırım, nüfus artış hızı, sermaye kaçıışı, dış ticaret dengesi, dış borç faizi, kentleşme oranı, kamu tüketim harcamaları, sermaye çıkışı/ihracat(ihracatın standart sapması), finansal liberalizasyon	1990 yılı öncesi için dış borç stokunun GSYH, dış ticaret hadleri, dış açıklık düzeyi, sabit sermaye yatırım, kamu tüketim harcamaları ve finansal liberalizasyon ile arasında negatif yönlü; dış borç faiz ödemeleri, sermaye kaçıışı, nüfus artış hızı, kentleşme oranı, gelir istikrarsızlığı ile arasında pozitif yönlü ilişki tespit edilmiştir. 1990 yılı sonrası için dış borç stokunun; dış açıklık, dış ticaret hadleri, nüfus artış hızı, sermaye kaçıışı, dış borç faiz ödemeleri, kentleşme oranları ve finansal liberalizasyon ile arasında pozitif yönlü ilişki tespit edilmiştir.
Abdelhafidh (2011)	1970-2008/ Tunus Ekonomisi	ARDL Analizi, Granger Nedensel Analizi, VECM Modeli	Bağımlı değişken: Toplam dış borç stoku, Bağımsız değişkenler: ekonomik büyüme, iç tasarruflar	Kısa vadeli borçlanmadan tasarruflara ve büyümeye doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi olduğu tespit edilmiştir. Uzun vadeli borçlanmanın nedenlerinin ise tasarruf ve büyüme olduğu belirlenmiştir.
Awan, Asghar & Rehman (2011)	1972-2008/ Pakistan	VAR Analizi, Granger Nedensellik Analizi	Bağımlı değişken: Toplam dış borç stoku, Bağımsız değişkenler: Döviz kuru, kamu açığı, dış ticaret hadleri	Uzun dönemde dış borç stokunun; döviz kuru ile arasında pozitif yönlü, dış ticaret hadleri ile negatif yönlü ve kamu açığı ile anlamsız bir ilişki vardır. Kısa dönemde ise üç değişkenle anlamlı bir ilişki görülmemiştir.
Udoka & Anyingang (2010)	1970-2006/ Nijerya	En Küçük Kareler Yöntemi	Bağımlı değişken: Toplam dış borç stoku, Bağımsız değişkenler: GSYİH, döviz kuru, kamu açığı, LIBOR faiz oranı ve dış ticaret hadleri	GSYİH (%1) artışı dış borç stokunu (%0,71) artırmaktadır. Döviz kuru, kamu açığı, LIBOR oranı, ticaret hadleri ile dış borçlanma arasında pozitif yönlü ilişki olduğu gözlenmiştir.
Koyuncu & Tekeli (2010)	1990-2009/ Türkiye- çeyrek dönemlik veriler	Johansen Eşbütünleşme Analizi, - Granger Nedensellik Analizi ve VARAnalizi	Bağımlı değişken: Toplam dış borç stoku, Bağımsız değişkenler: İç borç stoku, cari işlemler açığı, kamu harcamaları ve yurtiçi tasarruf düzeyi	Cari işlemler açığı ve yurtiçi tasarrufların dış borç stoku üzerinde anlamlı etkisi olduğu tespit edilmiştir.
Hallak (2009)	1990- 2007/Geliş mekte olan ülkeler Güney Kore ve İzlanda	En küçük Kareler Yöntemi	Bağımlı değişken: Özel sektör dış borç servisi ve uzun vadeli dış borç stoku, Bağımsız değişkenler: Sabit döviz kuru, özel sektör iç borç stoku, ekonomik büyüme, yatırım harcamaları, enflasyon oranı, dış açıklık, borç servisi/ihracat, makro-ekonomik ortam, siyasi istikrar göstergeleri, uluslararası kredi kuruluşlarının etkisine ait göstergeler	Ülkelerin özel sektör dış borçlanmasında finansal istikrar önemli bir etkiye sahiptir. Özel sektör dış borç stokunuyatırımlar ile arasında negatif yönlü; ekonomik büyüme, dış açıklık oranı, enflasyon ve borç servisi/ihracat ile arasında pozitif yönlü ilişki olduğu tespit edilmiştir.
Uysal, Özer & Mucuk (2009)	1965-2007/ Türkiye	Granger Nedensellik Analizi, VAR Analizi	Bağımlı değişken: Toplam dış borç stoku, Bağımsız değişkenler: Ekonomik büyüme	Kısa dönemde ekonomik büyüme ile dış borçlanma arasında negatif yönlü ilişkinin var olduğu tespit edilmiştir. Uzun dönemde ise Granger testi sonucuna göre dış borçlanma ve ekonomik büyümenin birbirinin nedeni olmadığı belirlenmiştir.

Tablo 9. Dış Borç Stokunu Etkileyen Göstergelerin Analizine Yönelik Çalışmalar (Kamu ve Özel Sektör Dış Borçlanması Odaklı Çalışmalar) (Devamı)

Yazar/ Tarih	Dönem/ Ülke	Yöntem	Değişkenler	Bulgular
Cordella, Ricci & Arranz (2005)	1970-2002/ Gelişmekte olan 79 ülke	Panel Veri Analizi	Bağımlı değişken: Toplam dış borç stoku, Bağımsız değişkenler: Ekonomik büyüme	Dış borç stoku ve büyüme arasında negatif yönlü ilişki olduğu tespit edilmiştir.
Javed & Şahinöz (2005)	1983-2002/ Türkiye	En Küçük Kareler Yöntemi	Bağımlı değişken: Toplam dış borç stoku, Bağımsız değişkenler: Ekonomik büyüme, toplam yatırım ve toplam ihracat	Dış borç stoku ile yatırım arasında negatif yönlü, ihracat arasında pozitif yönlü ve ekonomik büyüme arasında herhangi bir ilişki olmadığı tespit edilmiştir.
Tinureh (2004)	1982-1998/ Gelişmekte olan 60 ülke	Panel veri analizi	Bağımlı değişken: Toplam dış borç stoku, Bağımsız değişkenler: GSYH, sermaye çıkışı/ihracat, toplam borç servisi/ihracat, dış açıklık, sermaye kaçıışı/ihracat, dış ticaret hadleri	Dış borç stoku; GSYH, gelir istikrarsızlığı, toplam borç servisi/ihracat, dış açıklık düzeyi ile pozitif ilişkilidir. Bazı yıllar hariç sermaye kaçıışı/ihracat, dış ticaret hadleri ile de pozitif ilişkili olduğu tespit edilmiştir.
Schclarek (2004)	1970-2002/ 24 Gelişmiş ve 59 Gelişmekte olan ülke	Genelleştirilmi ş Momentler Yöntemi (GMM), Panel Veri Analizi	Bağımlı değişken: Toplam dış borç stoku, Bağımsız değişkenler: Ekonomik büyüme, toplam faktör verimliliği, özel tasarruf oranları	Gelişmekte olan ülkelerde kamu dış borçları ve ekonomik büyüme arasında negatif yönde bir ilişki tespit edilmiştir ve özel sektör dış borçlanması ile ekonomik büyüme arasında istatistiksel olarak anlamlı herhangi bir ilişki olmadığı gözlenmiştir.
Lane (2004)	1970-1998/ Düşük ve Orta Gelir Düzeyinde 55 Ülke	Panel Veri Analizi	Bağımlı değişken: Kişi başı dış borç stoku, Bağımsız değişkenler: Kişi başı GSYH, dış açıklık düzeyi, eğitim düzeyi	Kişi başı dış borç stoku ile kişi başı GSYH, dış açıklık düzeyi ve eğitim arasında pozitif yönlü ilişki olduğu tespit edilmiştir.
Edo (2002)	1980-1999/ Fas ve Nijerya	En Küçük Kareler Yöntemi	Bağımlı değişken: Toplam dış borç stoku, Bağımsız değişkenler: Dış ticaret dengesi, iç tasarruflar, kamu harcamaları, LIBOR	Dış borçlanma ile küresel faiz(LIBOR) ve kamu harcamaları arasında pozitif, ödemeler dengesi ve iç tasarruflar ile negatif yönlü ilişkiye sahip olduğu tespit edilmiştir.
Amoateng &Amoako (1996)	1971-1990/ 35 Afrika ülkesi	Granger Nedensellik Analizi	Bağımlı değişken: Toplam dış borç servisi, Bağımsız değişkenler: GSYH ve ihracat	GSYH dışlandığında, Dış borç ile ihracat arasında iki yönlü ve negatif bir ilişki olduğu gözlenmiştir.
Hajivassilio u (1987)	1970-1982/ Gelişmekte olan 79 ülke	Panel Veri Analizi	Bağımlı değişken: Toplam Borç Stoku, Bağımsız değişkenler: kişi başına reel GSYH büyüme oranı, toplam borç servisi/ihracat, İthalat/GSYH, borç faizi/ihracat, borç anaparası/ihracat	Toplam borç stokunun; toplam borç servisi/ihracat, ithalat/GSYH, borç faizi/ihracat, borç anapara/ihracat ile pozitif yönlü; kişi başına reel GSYH ile negatif yönlü ilişkisi olduğu gözlenmiştir.

Tablo 9’da yeralan çalışmalar şu şekilde özetlenebilir: Çalışmalarda bağımlı değişken olarak; özel sektör dış borç servisi, uzun ve kısa vadeli özel sektör dış borç stokuyada toplam dış borç stoku belirlenmiştir. Bu çalışmalarda bağımsız değişken olarak; döviz kuru, özel sektör iç borç stoku, ekonomik büyüme, yatırım harcamaları, enflasyon oranı, dış açıklık, dış ticaret hacmi, toplam mal ithalatı, toplam mal ihracatı, sanayi üretim endeksi, bütçe dengesi, kamu borçlanması, yurtiçi-yurtdışı faiz oranları, uluslararası kredi kuruluşlarının etkisi, borç servisi gibi değişkenlerle

çalışılmıştır. Tablo 9'da Türkiye'ye yönelik yapılan çalışmaların büyük bölümünde dış borç stoku üzerinde, borç servisi, bütçe dengesi, dışa açıklık, yurtiçi kredi hacmi, iç tasarruf, iç borç stoku, ihracat değişkenlerinin pozitif yönlü; enflasyon, para arzı, döviz kuru, yatırım harcamaları değişkenlerinin negatif yönlü etkisi olduğu belirtilmektedir. Gelişmekte olan ve gelişmemiş ülkelere yönelik yapılmış çalışmaların genelinde dış borç stokunu yurtdışı faiz oranları, dışa açıklık, bütçe açığı, döviz kuru, nüfus değişkenleri pozitif yönlü; kişi başına GSYH, sabit sermaye yatırım harcamaları, kamu tüketim harcamaları değişkenleri ise negatif yönlü etkilemektedirler.

Teorik çalışmalarda çoğunlukla Türkiye'de ve gelişmekte olan ülkelere özel sektör ve kamu sektörü dış borçlanmasına yönelik tespitler, borçlanmayı etkileyen makro göstergeler, iç tasarruf yetersizliği, borç yönetimi ve kriz riski kavramları tartışılmaktadır. Örneğin, Aykın (2017)'in çalışmasında, Türkiye'de özel sektör dış borçlanmasının işletmeler ile genel ekonomi açısından yüksek borçlanmaya dayalı sermaye yapısı ve uluslararası vergi tabanı için risk oluşturduğunu belirtmektedir. Dayar ve Sandalcı (2017) tarafından yapılan çalışmada 2002-2015 döneminde özel sektör borçlanmasının arttığı yıllarda ihracatın arttığı ve özel sektör sabit sermaye yatırımlarının ise kriz yılları hariç arttığı gözlenmiştir. Ayrıca büyümenin özel sektörden beslenerek büyüdüğü belirtilmektedir. Dembiermont, Drehmann ve Muksakunratana (2013) tarafından yapılan çalışmada, 1940-1950 dönemi sonrasında 45 yıl için 40 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin sistematik bankacılık krizleri öncesinde özel sektör kredilerinin alışılmadık şekilde büyüme eğiliminde oldukları gözlenmiştir. Ayrıca finansal istikrarın para transferini etkileyen önemli bir etken olduğu ve özel sektör borçlanmasının politikaya önemli etkilerde bulunduğu belirtilmektedir. Aksoy (2012)'un çalışmasında, 1699-1923 döneminde Osmanlı İmparatorluğu'nda dış borçlanma ile bütçe açıkları ilişkisinin yanında borç yönetimi kavramı üzerinde durulmaktadır. Dış borçlanmanın bütçe açıklarının finanse edilmesinde tek başına yeterli bir faktör olmadığı, dönemin iktisadi, sosyal, siyasi ortamının ve dış borçlanmada uygulanan yanlış iktisat politikalarının da etkili olduğu belirtilmektedir. Akkaya (2010)'nın çalışmasında, 1970-2009 döneminde gelişmekte olan ülkeler ve Türkiye'yi incelemiştir. Çalışma sonucunda özel sektörün, işletme sermayesi ve spekülasyon amaçlı dış borçlanmaya başvurmasının dış borç stokunun artışında belirleyici olduğu belirtilmektedir. Coşkun (2010)'un çalışmasında, Türkiye'de özel sektör borçlanma araçları piyasasının gelişmesinde dışlama etkisi, kredi kullanımı ve yurt dışı

finansman gibi etkenlerin ön planda olmasının yanında kurumsal yatırımcı talebinin yetersizliğinde etkili olduğunu belirtilmektedir. Keskin (2010)'in çalışmasında, AB'ye üye ülkeler ile Türkiye'de benzerlik ve farklılıkları çerçevesinde kamu borçlanma gereğinin azalan bir eğilim içinde olmasının özel sektör borçlanmalarına daha fazla şans verildiğinin göstergesi olduğu savunulmaktadır. Karagöl (2010)'ün çalışmasında, Türkiye ekonomisinin gücünün ve uluslararası piyasalardaki güvenilirliğinin artması sonucu özel sektör dış borçlanmasının önünün açıldığı belirtilmiştir. Arteta ve Hale (2008) tarafından yapılan çalışmada, gelişmekte olan 30 ülke için 1980-2004 döneminde özel sektör piyasaları ve dış kredi miktarı incelenmiştir. Çalışma sonucunda büyük borç krizlerinin yaşanmasının gelişmekte olan özel sektör piyasaları için uluslararası piyasalara erişimde ve dış kredi miktarının düşüşünde etkili olduğu belirtilmektedir. Kara (2001) çalışmasında Türkiye'de istikrarın olmadığı ve enflasyonun düşük olduğu dönemlerde özel sektörün orta ve uzun vadeli borçlanmaya yönelmesinin daha doğru olacağı ileri sürmektedir. Ulusoy (1992)'un çalışmasında, 1948-1990 yıllarında bölgelere göre gelişmekte olan ülkelere Güney Afrika, Doğu Asya ve Pasifik, Latin Amerika ve Karayipler, Kuzey Afrika ve Orta Doğu, Gelişmiş Akdeniz Ülkelerini değerlendirmektedir. Bölgelere göre gelişmekte olan ülkeler için petrol üreten-üretmeyen şeklinde ayrıma giderek dış borç kaynakları ve dış borçlanma hareketlerinin değerlendirmesini yapmaktadır. Çalışmanın sonucunda kişi başına düşen milli gelirin düşük olduğu ülkelerde yatırım harcamalarını artırmak için iç tasarruflar yerine dış borçlanmanın tercih edilmesinin daha etkili olduğunu belirtmektedir. Pirimoğlu (1982)'un çalışmasında, 1963-1980 arası yıllarda Türkiye için dış borç hacmi üzerinde durulmakta ve dış borçlanma nedenleriyle geri ödeme de yaşanan güçlüklerin nedenleri araştırılmaktadır. Çalışmanın sonucunda Türkiye'nin iktisadi kalkınmasını sağlamak için iç tasarruflara ilave olarak dış borçlanmaya ihtiyacı olduğu ve dış borç servis oranının yükselmesinin borç ödemede zorluklara neden olduğu belirtilmektedir.

Literatürde yer alan ampirik ve teorik çalışmalar, tezin konusu kapsamında belirlenen bağımlı ve bağımsız değişkenlere kaynaklık etmiştir. Bununla birlikte literatüre katkı sağlamak amacıyla, özellikle özel sektör dış borçlanmasının nedenleri kısa, uzun ve toplam borç stoku değişkenleri kapsamında, üç ayrı model oluşturularak incelenmiş, iç piyasada istikrar göstergesi olarak Borsa İstanbul-100 (BİST-100) toplam işlem hacmi, yurtiçi faiz göstergesi olarak TCMB tarafından politika faizi olarak

belirtilen bir haftalık repo faiz oranı kullanılmıştır. Modelde yer alan diğer değişkenler ve model sonuçları Üçüncü Bölümde kapsamlı olarak sunulmuştur.



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM:

ÖZEL SEKTÖR DIŞ BORÇLANMASINI ETKİLEYEN MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER ÜZERİNE EKONOMETRİK MODEL UYGULAMASI

Çalışmanın üçüncü bölümünde uygulama aşaması yer almaktadır. Bu bölümde çalışmanın amacı ve önemi belirtilmiştir. Daha sonra uygulama yöntemi ve verileri tanımlanmıştır. Çalışmanın sonraki aşamasında uygulama sonuçları ve politika önerileri sunulmuş ve çalışma sonlandırılmıştır.

3.1. Çalışmanın Amacı ve Önemi

Türkiye’de finansal serbestleşme sonrasında özel sektörün dış borçlanması artış göstermiştir. Özellikle son yıllarda dönemlerinde Türkiye’de özel sektör dış borçlanmasının artması iktisadi çevrelerde olumsuz bir gelişme olarak değerlendirilmektedir. Buna karşın özel sektör dış borçlanmasının nedenlerini inceleyen sınırlı sayıda çalışma bulunmaktadır. Mevcut çalışmalar çoğunlukla özel sektörün reel olmayan kuruluşları ve dışlama etkisi üzerine yapılmıştır. Bu çalışmanın amacı; özel sektör dış borçlanmasını etkileyen temel makroekonomik göstergeleri belirlemek ve bu göstergelerle özel sektör dış borçlanması arasındaki etkileşimi tespit edebilmektir. Bu sayede temel bazı makroekonomik göstergeler kapsamında, Türkiye’de özel sektör dış borçlanmasının etkileyen unsurlar belirlenebilecektir. Çalışmaya iç istikrar göstergesi olarak BİST-100 toplam işlem hacmi dâhil edilerek uluslararası piyasalar karşısında güvenilirliğin etkisi belirlenmeye çalışılmıştır. Çalışmanın özel sektör dış borçlanma kapsamında yürütülmesinin ekonomi yazınına katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

3.2. Araştırmada Kullanılan Yöntemlerin Tanımlanması

Çalışmanın uygulama aşamasında model olarak Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif Model - ARDL (Auto-regressive Distributed Lag) Analizi ve Hata Düzeltme Modeli (ECM) kullanılmıştır. ARDL Analizi öncesinde, zaman serileri incelenerek durağanlık düzeylerinin belirlenmesi amacıyla ADF ve KPSS Birim Kök Testleri kullanılmıştır. Devamında ARDL Analizinin uygulamasına ve sonuçlarına yer verilmiştir.

3.2.1. Durağanlık Testleri

Değişkenlerin gelecekteki değerlerinin tahmin edilebilmesi için zaman serisi analizlerinden yararlanılmaktadır. Zaman serilerinin verileri günlük, haftalık, aylık, üç aylık, altı aylık, yıllık yada daha uzun aralıklı dönemler halinde düzenlenmektedirler. Zaman serilerinin analizindeki amaçlar; serilerin geleceğe yönelik tahminlerde bulunabilmek için analizinin yapılması, serilerin özelliklerini belirleyebilmek ve bu şekilde incelenen dönemlerde trendin olup olmadığının, mevsimlik dalgalanmaların sergilediği izlenimin belirlenebilmesidir. Ayrıca zaman serilerinin analizinin yapılmasının bir diğer amacı ise, serilerin birbiriyle ilişkisinin tespit edilmesi, açıklanması ve sonuçlar yardımıyla tahmin yapılabilmesini sağlamaktır (Torun, 2015, ss.2-11).

Zaman serilerinin analizinin yapılmasında durağanlık testleri önemli bir yer tutmaktadır. Zaman serileri, analiz sonuçlarında doğru bulgular elde edilebilmesi için serilerin durağan olmaları gerekmektedir. Serilerin durağanlıklarının incelenebilmesinde birim kök testleri çok önemlidir. Gujarati (2016)'ye göre bir zaman serisinin ortalaması ile varyansı zaman içerisinde aynı kalıyorsa ve belirtilen iki dönemin kovaryansı bu kovaryansın hesaplandığı döneme değilde yalnızca belirtilen iki döneme ait uzaklığa bağlı ise seri durağandır. Yani incelenecek zaman serisinin ortalaması, varyansı ile kovaryansı zaman süresince sabit kalıyorsa serinin durağan olduğu kabul edilir (Torun, 2015, s.48).

Bir zaman serisinin durağan olmalarının iki önemli nedeni vardır (Gujarati, 2016, s. 320): Birincisi, bir zaman serisinin durağan olmaması durumunda seriler sadece ele alınan zaman aralığı için incelenebilir. Bu durumda her bir zaman serisi özel bir durum oluşturacaktır ve seriyi başka zamanlar için genelleştirmek mümkün

olmayacaktır. İkincisi, zaman serilerinin iki yada daha fazlası durağan değilse zaman serilerinin yer aldığı regresyon analizi sahte yada anlamsız olarak değerlendirilir. Çünkü böyle bir durumda yüksek R^2 değeri söz konusu olacağı için t ve F testlerine bağlı regresyon analizlerinin sonuçları anlamlı çıkabilir. Fakat bu testler güvenilir kabul edilemezler çünkü zaman serilerinin durağanlıkları sahte olmasına karşın durağan kabul edilmişlerdir. Durağanlık analizlerinde değişkenlerin durağan olup olmadıkları ve durağanlık düzeylerini belirlemek için en geçerli metot birim kök testleridir. Birim kök testleriyle, serilerin trend durağan süreç veya fark durağan süreçten hangisine uyum gösterdiği tespit edilebilmektedir (Torun, 2015, s.50).

Serilerin durağanlık düzeylerinin belirlenmesinde çeşitli birim kök testleri yapılmaktadır. Bu çalışmada 2000:1-2016:4 dönemine ait üç aylık verilerin durağanlık düzeylerinin belirlenmesi için literatürde en çok kullanılan Augmented Dickey-Fuller (ADF) ve Kwiatkowski, Phillips, Schmidt, Shin (KPSS) Birim Kök Testleri kullanılmıştır.

3.2.1.1. Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) Testi

Dickey-Fuller tarafından 1981 yılında geliştirilen Genişletilmiş Dickey-Fuller (Augmented Dickey Fuller) Testi (ADF Testi), durağanlık düzeyi belirlenecek serinin, kendi gecikmeli değeri ile gecikmeli farklarının üzerine regrese olmasını içerir (Gujarati, 2016, s.88).

Birim Kök Testinin Hipotezleri sırasıyla şu şekildedir

$$H_0: p \geq 1 \quad (\text{Seri durağan değildir, birim kök vardır})$$

$$H_1: p < 1 \quad (\text{Seri durağandır})$$

Dickey-Fuller testinin uygulanabilmesi için hata terimlerinde otokorelasyon ve değişen varyans sorunu bulunmaması gerekir. Zaman serilerinin gecikmeli değerleri alınarak hata terimlerinde otokorelasyon sorunu bulunması engellenebilir. Dickey ve Fuller, bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerinin bağımsız değişken şeklinde modelde kullanıldığı yeni bir test olarak Genişletilmiş (Augmented) Dickey-Fuller Testini oluşturmuşlardır. Bu modelde gecikmeli değişkenin uygun gecikme seviyesi Akaike ve Schwarz Bilgi Kriterleriyle tespit edilmektedir (Enders, 2010, s.215).

ADF Testinde sabit terimsiz ve trendsiz durum (3.1) numaralı denklemlerle, sabit terimli ve trendsiz durum (3.2) numaralı denklemlerle ve hem sabit terimli hem de trendli durumun olduğu model (3.3) numaralı denklemlerle sırasıyla gösterilmiştir (Tarı, 2014, s.389):

$$\Delta y_t = \delta y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3.1)$$

$$\Delta y_t = \mu + \delta y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3.2)$$

$$\Delta y_t = \mu + \beta t + \delta y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3.3)$$

$$\Delta y_t = \mu + \beta t + \delta y_{t-1} + \sum_{i=1}^k a_i \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (3.4)$$

ADF Birim Kök Testinde sabit durum için olan modelin kullanılmasının daha sağlıklı sonuç vereceği düşünülmektedir. Ancak serinin trend içerdiği tahmin ediliyorsa trendli model; trend içermediği tahmin ediliyorsa sabit durum için olan model kullanılır. Hem sabiti hem de trendi olmayan model ise, seriler açısından istatistiksel açıdan sorun oluşturacağı düşünülmektedir (Tarı, 2014, s.390).

Denklemlerden (3.4) numaralı denklemlerde gecikmeli fark terimlerine yer verilmiştir ve gecikmeli fark terimlerinin sayısı bu modelde ampirik olarak sunulmuştur. Denklemlerle, hata teriminin otokorelasyonsuz olmasını sağlayacak kadar terimleri modele dâhil etmek amaçlanmıştır. Denklemlerde sıfır hipotezi $P=1$ veya $\delta=0$ 'dır. Bu durum y 'de birim kök olduğunu ve y 'nin durağan olmadığını ifade etmektedir (Tarı, 2014, s.390).

3.2.1.2. Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS) Testi

Kwiatkowski, Phillips, Schmidt ve Shin tarafından 1992 yılında geliştirilmiştir. Kwiatkowski, Phillips, Schmidt ve Shin (KPSS) Testinde amaç zaman serilerindeki deterministik trend durumunun arındırılarak serilerin durağanlığının sağlanmasıdır. ADF Birim Kök Testinden farklı olarak KPSS Testinde sıfır hipotezi trend durağanlık olduğunu ifade etmektedir (Dücan, 2017, s.31). KPSS Testinin hipotezleri sırasıyla şu şekildedir (Dücan & Bakan, 2015, s.175):

$$H_0 = \sigma_u^2 = 0 \quad \text{Birim kök yoktur / Veri durağandır.}$$

$$H_1 = \sigma_u^2 \neq 0 \quad \text{Birim kök vardır / Veri durağan değildir.}$$

KPSS Testinde analizi yapılacak olan değişkenlerin deterministik(belirleyici) trend(eğilim) katsayısı; rassal terimi ve bozucu terimi ifade eder. Buna göre “t” ile deterministik trendin, “φ” ile rassal teriminin, “ε” ile hata teriminin belirtildiği ilişki (3.5) ve (3.6) numaralı denklemler ile ifade edilmiştir (Bayat, 2011, s.26):

$$Y_t = \beta_t + \varphi_t + \varepsilon_t \quad (3.5)$$

$$\varphi_t = \varphi_{t-1} + \mu_t \quad (3.6)$$

Denklemdede μ_t , rassal terimin kendisi ile gecikmeli değeri arasında olan hata terimini ifade etmektedir. Söz konusu hata terimi KPSS Testinin özel varsayımları için oluşturulmuştur. Hata terimi (σ_u^2), ardışık bağımsız ve eş-varyans özelliklerine sahip eşitliklidir. Hata teriminin varyansının sıfır olması, φ_t 'nin yani rassal terimin durağan olmasını sağlayan koşulu sağlamaktadır (Dücan & Bakan, 2015, s.176). KPSS Testinde serinin durağan olduğu hipotezi için Langrange Multiplier (LM) İstatistiği ile test edilmektedir. LM İstatistik Testinde, hesaplanan değer kritik değer ile karşılaştırılarak hipotez test edilmektedir.

3.2.2. Auto-Regressive Distribution Lag (ARDL) Analizi ve Hata Düzeltme Modeli (ECM)

Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif Model (Auto-Regressive Distribution Lag-ARDL), 1999 yılında Pesaran ve Shin tarafından geliştirilmiştir. ARDL, kısa ve uzun dönemli serilerin nedensellik ilişkilerini test etmekte kullanılan ve küçük örneklemlerde de kullanılabilen bir modeldir. ARDL Analizi, analize dâhil edilecek değişkenlerin zaman serilerine uygulanan birim kök testlerinin sonucunda farklı bütünleşme düzeylerine sahip olduğu görülen değişkenlerin bütünleşme ilişkisinin tespitinin yapılmasına olanak sağlamaktadır. Birim kök testlerinin sonuçları düzeyde ve farkta durağan olmaları durumunda ARDL Analiziyle çalışılabilmektedir. Fakat ARDL Analizi ikinci dereceden bütünleşik olan seriler için kullanılamamaktadır (Yayla, Ceylan, & Çeviş, 2017, s. 190).

ARDL Analizinin uygulaması üç aşamadan oluşmaktadır: Birinci aşamasında, değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığı araştırılmaktadır. Eş-bütünleşme ilişkisinin olduğunun varsayımı altında, ikinci aşamasında uzun dönemli ve üçüncü aşamasında kısa dönemli elastikiyetleri tespit edilir. ARDL Analizinin ilk

aşamasında uygulanan Sınırsız Hata Düzeltme Modeli (3.7) numaralı denklemlerle gösterilmektedir (Sevüktekin & Çınar, 2014, s.575):

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \alpha_{1i} \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^m \alpha_{2i} \Delta X_{1t-i} + \dots + \sum_{i=0}^m \alpha_{ki} \Delta X_{kt-i} + \alpha_1 Y_{t-1} + \alpha_2 X_{1t-1} + \dots + \alpha_k Y_{kt-1} + \mu_t \quad (3.7)$$

Denklemden yeralan Δ , birinci dereceden farkları gösterir. Modelde eşbütünlük ilişkisinin olup olmadığını sınamak için gecikme değerini belirlemek amacıyla Akaike (AIC) ve Schwarz (SIC) gibi Bilgi Kriterlerinden yararlanılır (Sevüktekin & Çınar, 2014, s.576). Gecikme uzunluğu belirlendikten sonra, değişkenler arasında eşbütünlük ilişkisinin var olmadığını gösterildiği temel denklem (3.7) 'deki bağımlı ve bağımsız değişkenlerin düzey değerleri, bir dönem gecikmeli değerlerin anlamlılığının sınanmasıyla test edilir.

$$H_0 = \alpha_1 = \alpha_2 = 0 \quad (\text{Eşbütünlük yoktur})$$

$$H_1 \neq \alpha_1 \neq \alpha_2 \neq 0 \quad (\text{Eşbütünlük vardır})$$

Değişkenler arasında eşbütünlük ilişkisinin olup olmadığını belirlemek için, ARDL Sınır Testi modelinin ikinci aşamasında, değişkenler arasındaki uzun dönem dengesinin tespiti için gecikme uzunluğu ve AIC, SIC, LM Bilgi Kriterleriyle uzun dönem Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif Model (ARDL) oluşturulması gerekmektedir (Sevüktekin & Çınar, 2014, s.576). Değişkenler arasında eşbütünlük ilişkisi olması durumunda faydalanılacak uzun dönem ARDL Modeli 3.8 numaralı denklemden gibidir (Gülmez, 2015, s.147):

$$Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \alpha_{1i} \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^n \alpha_{2i} \Delta X_{1t-i} + \dots + \sum_{i=0}^l \alpha_{ki} \Delta X_{kt-i} + \mu_t \quad (3.8)$$

Değişkenler arasındaki kısa dönem ilişkisinin ARDL Modeline dayanan Hata Düzeltme (ECM) Modeliyle ifade edilmesi (3.9) numaralı denklemden gibidir:

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \alpha_{1i} \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^n \alpha_{2i} \Delta X_{1t-i} + \dots + \sum_{i=0}^l \alpha_{ki} \Delta X_{kt-i} + \mu_{ecm,t-1} + \mu_t \quad (3.9)$$

Model (3.9)'da μ_{ecm} ile ifade edilen değişken hata düzeltme terimidir. Bu terimin katsayısının 0 ile 1 değer aralığında olması uzun dönemli denge değerine yaklaşma olduğunu ifade eder. Katsayısının -1 ile -2 değer aralığında olması hata düzeltme sürecinin uzun dönem değeri etrafında azalan dalgalanma göstererek dengeye

ulaşıldığını ifade eder. Katsayının pozitif değerli yada -2'den küçük olduğu durum ise dengeden uzaklaşıldığını ifade eder (Sevüktekin & Çınar, 2014, s.576).

3.3. Araştırmada Kullanılan Değişkenlerin Tanımlanması

Çalışma, Türkiye’de 2000-2016 dönemine ait üçer aylık veriler dikkate alınarak yürütülmüştür. Çalışmanın verileri, T.C. Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS), T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı İstatistikleri ve Bank Of England- İnteractive verilerinden elde edilmiştir. Çalışmada kullanılan değişkenler; özel sektör toplam, kısa ve uzun vadeli dış borç stoku/ GSYH, bütçe dengesi/ GSYH, yurtiçi (politika) faiz oranı, yurtdışı faiz oranı (LIBOR), reel efektif döviz kuru, sabit sermaye yatırım harcamaları/ GSYH, ihracat/ GSYH ve ithalat/ GSYH miktarları ve Borsa İstanbul-100 (BİST-100) toplam işlem hacmidir.

Çalışmada Türkiye’de özel sektör dış borçlanması üzerinde etkili olan temel makroekonomik göstergeler arasında kısa ve uzun dönemli ilişkilerin belirlenmesi amacıyla ARDL (Auto-Regressive Distribution Lag) Analizi ve Hata Düzeltme Modeli (ECM) uygulanmıştır. Analizde kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenler hakkında bilgiler Tablo 10 ile açıklanmaktadır.

Tablo 10. Modelde Kullanılan Değişkenler ve Açıklamaları

Serinin Adı	Serilerin Açıklaması	Serilerin Elde Edildiği Veri Kaynağı
PTD/GDP	Özel Sektör Toplam Dış Borç Stoku / GSYH (milyon dolar)	T.C. Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS).
PLD/GDP	Özel Sektör Uzun Vadeli Dış Borç Stoku / GSYH (milyon dolar)	T.C. Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS).
PSD/GDP	Özel Sektör Kısa Vadeli Dış Borç Stoku / GSYH (milyon dolar)	T.C. Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS).
BD/GDP	Bütçe Dengesi/ GSYH (milyon dolar)	T.C. Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS) ve T.C. Hazine Müsteşarlığı İstatistikleri.
ITR	Yurtiçi FaizOranları	T.C. Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS).
LIBOR	Yurtdışı Faiz oranı (LIBOR)	Bank Of England- İnteractive Database.
EXC	Döviz Kuru	T.C. Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS).
INV/GDP	Sabit Sermaye Yatırım	T.C. Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım

Tablo 10. Modelde Kullanılan Değişkenler ve Açıklamaları (Devamı)

	Harcamaları/GSYH(milyon dolar)	Sistemi (EVDS).
E/GDP	İhracat/GSYH (milyon dolar)	T.C. Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS).
I/GDP	İthalat/GSYH(milyon dolar)	T.C. Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS) ve T.C. Hazine Müsteşarlığı İstatistikleri.
BIST-100/GDP	BİST-100/ GSYH	T.C. Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS).

Tablo 10’da yer alan ilk üç değişken bağımlı değişken olarak, diğer sekiz değişken ise bağımsız değişken olarak modellemede kullanılmıştır. Özel sektör kuruluşlarının uluslararası piyasalardaki itibar ve güvenilirliğinin dış borçlanmadaki etkisini analize dâhil edebilmek amacıyla BİST-100 toplam işlem hacmi göstergesine yer verilmiştir. Değişkenlerin belirlenmesinde literatürdeki dış borçlanma ile özel sektör dış borçlanmasına yönelik mevcut çalışmalardan ve iktisaditeoriden yararlanılmıştır.

Değişkenler ile özel sektör dış borçlanması arasında beklenen iktisadi ilişkilere bakıldığında: bütçe dengesizliği ile özel sektör dış borç stoku arasında pozitif yönlü ilişki beklenmektedir. Bunun nedeni, dışlama etkisinin varlığı nedeniyle özel sektör dış borçlanmasının artacağı görüşüdür. Yurtiçi faiz oranları ile özel sektör dış borç stokunun arasında ise pozitif yönlü ilişki beklenmektedir. Bu durum, yurtiçi faiz oranlarının yüksek olması ve iç borçlanma maliyetinin artması durumunda özel sektörün daha fazla dış borçlanmaya başvurması ile açıklanabilir. Yurtdışı faizlerle özel sektör dış borçlanması arasında ise ters yönlü ilişki beklenmektedir. Öte yandan yurtdışı faiz oranlarının artması borç faiz ödemelerini olumsuz etkileyeceği için bu iki değişken arasında pozitif yönlü ilişkide gözlenebilir. Döviz kuru ile özel sektör dış borç stoku arasında ise genel beklenti negatif yönlü ilişki olmasıdır. Fakat bu ilişki bazı çalışmalarda pozitif de çıkmıştır. Sabit sermaye yatırım harcamalarındaki artış özel sektör dış borç stoku arasında pozitif yönlü ilişki olduğu düşünülmektedir. Sabit sermaye yatırım harcamaları içinde özel sektör yatırımlarının oransal payı kamu sektöründen daha fazladır. Artan yatırım harcamalarıyla beraber özel sektörün dış borçlanması da artmaktadır. İhracat ve ithalat ile özel sektör dış borç stoku arasında ise pozitif yönlü ilişki beklenmektedir. Özel sektördış ticarete rekabet edebilmek için ihtiyaç duyduğu kaynak hacmini dışarıdan sağlayabilir. Bununla birlikte Türkiye’de ihracatın büyük bir bölümünün

KOBİ'ler tarafından yapıldığı düşünüldüğünde üretimin borçlanmaya bağlı olduğu söylenebilir. BİST-100 göstergesiyle özel sektör dış borç stoku arasında pozitif ilişki olduğu düşünülmektedir. BİST göstergesini, yurtdışı istikrar göstergesi olarak aldık. BİST-100 göstergesinin pozitif artması, uluslararası piyasalar karşısında güvenilirliği artıracağı için özel sektörün dış borçlanmasında kaynak hacmini genişleteceği düşünülmektedir.

3.4. Uygulamalar ve Sonuçları

Uygulama aşamasında öncelikle veriler Üssel Düzeltme Yöntemiyle mevsimsellikten arındırılmıştır. Daha sonra değişkenlerin durağanlıkları Genişletilmiş (Augmented) Dickey-Fuller (ADF) Testleri ve Kwiatkowski, Phillips, Schmidt, Shin (KPSS) Testleri kullanılarak belirlenmiştir. Genişletilmiş (Augmented) Dickey-Fuller (ADF) Testinin ve Kwiatkowski, Phillips, Schmidt, Shin (KPSS) Testinin sıfır hipotezleri birbirinin tersidir. ADF Testinde sıfır hipotezi birim kök olduğunu ifade ederken, KPSS Testinde sıfır hipotezi durağanlığın varlığını ifade etmektedir (Yamaçlı & Saatçi, 2017, s.59).

Çalışmanın bu bölümünde 2000:1-2016:4 dönemlerinde özel sektör dış borçlanmasının makroekonomik göstergelerine yönelik zaman serilerinin durağanlık düzeyleri ADF ve KPSS Birim Kök Testleri ile belirlenmeye çalışılmaktadır.

Tablo 11'de modelde kullanılan değişkenlerin ADF Birim Kök Testiyle tespit edilen durağanlık sonuçları yer almaktadır.

Tablo 11.AugmentDickey-Fuller (ADF) Test İstatistiği

AugmentDickey-Fuller (ADF) Test İstatistiği*					
Değişkenler	Düzye/Birinci Fark	Sabit	Olasılık	Trend ve Sabit	Olasılık
PSD/GDP	Düzye	-1.753	0.400	-3.268	0.081
	Birinci Fark	-2.931	0.047	-2.975	0.147
PLD/GDP	Düzye	-1.756	0.398	-3.286	0.078
	Birinci Fark	-3.705	0.006	-3.829	0.021
PTD/GDP	Düzye	-1.901	0.673	-3.326	0.071
	Birinci Fark	-4.369	0.001	-4.713	0.002
BD/GDP	Düzye	-1.238	0.653	-3.857	0.020
	Birinci Fark	-3.414	0.014	-3.401	0.060
EXC	Düzye	-4.187	0.001	-4.101	0.002
	Birinci Fark	-	-	-	-
ITR	Düzye	-1.965	0.301	-3.195	0.094
	Birinci Fark	-7.780	0.000	-7.719	0.000
LIBOR	Düzye	-3.332	0.017	-3.567	0.041
	Birinci Fark	-	-	-	-
INV/GDP	Düzye	-1.353	0.599	-2.554	0.302
	Birinci Fark	-5.005	0.000	-4.962	0.000
E/GDP	Düzye	-4.300	0.001	-5.164	0.000
	Birinci Fark	-	-	-	-
I/GDP	Düzye	-2.988	0.041	-3.606	0.037
	Birinci Fark	-	-	-	-
BIST/GDP	Düzye	-7.010	0.000	-6.344	0.000
	Birinci Fark	-	-	-	-

* Shwarz bilgi ölçüsü (SIC)'ne göre maksimum gecikme uzunluğu 10 olarak hesaplanmıştır.

ADF Testi sonuçlarına göre; döviz kuru,LIBOR (yurtdışı faiz oranı), ihracat/GSYH,ithalat/GSYH, BİST/GSYH değişkenleri düzeyde durağandırlar. Özel sektör toplam dış borç stoku/GSYH, özel sektör kısa vadeli dış borç stoku/GSYHileözel sektör uzun vadeli dış borç stoku/GSYH, bütçe dengesi/GSYH, sabit sermaye yatırım harcamaları/GSYH, yurtiçi faiz oranı değişkenlerinin ise birinci fark durağan yapıda oldukları sonucu tespit edilmiştir.

Tablo 12'de modelde kullanılan değişkenlerin KPSS Birim Kök Testiyle tespit edilen durağanlık sonuçları yer almaktadır.

Tablo 12.Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin(KPSS) Test İstatistiği

Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS) Birim Kök Testi					
Düzy/Birinci Fark		Düzy (sabit)	Düzy (Sabit- trend)	Birinci Fark (sabit)	Birinci Fark (sabit- trend)
Değişkenler	%1 level	0.739	0.216	0.739	0.216
	%5 level	0.463	0.146	0.463	0.146
	%10 level	0.347	0.119	0.347	0.119
PSD/GDP	LM-stat	0.600	0.200	-	-
PLD/GDP	LM-stat	0.710	0.069	-	-
PTD/GDP	LM-stat	0.816	0.128	0.240	0.159
BD/GDP	LM-stat	0.704	0.198	-	-
EXC	LM-stat	0.461	0.182	-	-
ITR	LM-stat	0.802	0.229	0.128	0.128
LIBOR	LM-stat	0.568	0.068	-	-
INV/GDP	LM-stat	0.680	0.102	-	-
E/GDP	LM-stat	0.601	0.087	-	-
I/GDP	LM-stat	0.475	0.098	-	-
BIST/GDP	LM-stat	0.102	0.107	-	-

Tablo 12’de yeralan %1 , %5 ve %10 düzeylerinde değişkenlerin anlamlılıkları görülmektedir. KPSS Testi sonucuna göre, özel sektör toplam dış borç stoku/GSYH ve yurtiçi faizoranı birinci fark durağan yapıdadırlar. Özel sektör kısa vadeli dış borç stoku/GSYH ile özel sektör uzun vadeli dış borç stoku/GSYH, bütçe dengesi/GSYH, döviz kuru, LIBOR, sabit sermaye yatırım harcamaları/GSYH, ihracat/GSYH, ithalat/GSYH ve BİST değişkenlerinin düzeyde durağan yapıda oldukları tespit edilmiştir.

Tablo 11 ve Tablo 12’de sonuçları verilen ADF ve KPSS Testlerinin sonuçlarına göre, değişkenlerin farklı düzeyde durağan oldukları sonucu elde edilmiştir. ARDL Analizi değişkenlerin durağanlık seviyelerinin I(2) olması haricinde, I(0) veya I(1) durağanlık seviyesinde uygulanabilmektedir. Bu nedenle değişkenler arasındaki uzun ve kısa dönemli ilişkilerinin analizinde ARDL Analizi kullanılmıştır. Analizde kullanılan denklemler şunlardır:

$$\text{Model 1: PTD/GDP} = \gamma_0 + \gamma_1(\text{BD/GDP}) + \gamma_2\text{EXC} + \gamma_3\text{ITR} + \gamma_4\text{LIBOR} + \gamma_5(\text{INV/GDP}) + \gamma_6(\text{E/GDP}) + \gamma_7(\text{I/GDP}) + \gamma_8(\text{BIST-100/GDP}) + u_t \quad (3.9)$$

$$\text{Model 2: PSD/GDP} = \beta_0 + \beta_1(\text{BD/GDP}) + \beta_2\text{EXC} + \beta_3\text{ITR} + \beta_4\text{LIBOR} + \beta_5(\text{INV/GDP}) + \beta_6(\text{E/GDP}) + \beta_7(\text{I/GDP}) + \beta_8(\text{BIST-100/GDP}) + u_t \quad (3.10)$$

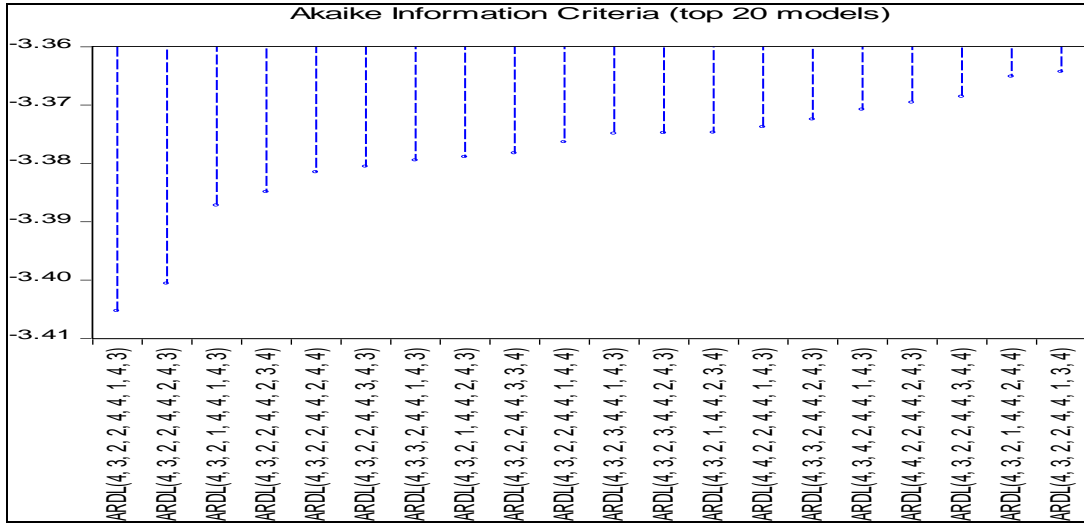
$$\text{Model 3: PLD/GDP} = \alpha_0 + \alpha_1(\text{BD/GDP}) + \alpha_2\text{EXC} + \alpha_3\text{ITR} + \alpha_4\text{LIBOR} + \alpha_5(\text{INV/GDP}) + \alpha_6(\text{E/GDP}) + \alpha_7(\text{I/GDP}) + \alpha_8(\text{BIST-100/GDP}) + u_t \quad (3.11)$$

Model 1’de kullanılan bağımlı değişken; özel sektör toplam dış borç stoku/GSYH’ dir. Bağımsız değişkenler; bütçe dengesi/GSYH, döviz kuru, yurtiçi faizoranı, LIBOR, sabit sermaye yatırım harcamaları/GSYH, ithalat/GSYH, ihracat/GSYH, BİST-100/GSYH’ dir. Model 2’de kullanılan bağımlı değişken; özel sektör kısa vadeli dış borç stoku/GSYH’ dir. Bağımsız değişkenler; bütçe dengesi/GSYH, döviz kuru, yurtiçi faizoranı, LIBOR, sabit sermaye yatırım harcamaları/GSYH, ithalat/GSYH, ihracat/GSYH, BİST-100/GSYH ‘dir. Model 3’de kullanılan bağımlı değişken; özel sektör uzun vadeli dış borç stoku/GSYH’dir. Bağımsız değişkenler; bütçe dengesi/GSYH, döviz kuru, yurtiçi faizoranı, LIBOR, sabit sermaye yatırım harcamaları/GSYH, ithalat/GSYH, ihracat/GSYH, BİST-100/GSYH ‘dir.

Model 1’de Türkiye’de özel sektör toplam dış borç stoku/GSYH’nın bütçe dengesi/GSYH, döviz kuru, yurtiçi faizoranı, LIBOR, sabit sermaye yatırım harcamaları/GSYH, ithalat/GSYH, ihracat/GSYH, BİST-100/GSYH değişkenlerinden etkilenip etkilenmediği araştırılmaktadır.

Model 1’ingecikme uzunluğunun tahmininde Akaike Bilgi Kriteri Testinden yararlanılmıştır. Model 1’ingecikme uzunluğunu temsil eden Akaike Bilgi Kriteri Testi sonucu Tablo 13 ile sunulmuştur.

Tablo 13. Model için Model Seçim Kriteri



Tablo 13'te sunulan Akaike Bilgi Kriteri Testi sonucunda gecikme uzunluğu dört dönem olarak tespit edilmiştir.

Akaike Bilgi Kriteriyle dört dönem gecikmeli olarak tahmin edilen Model 1'in hata terimlerinin otokorelasyonlu olup olmadığını, değişen varyans problemi olup olmadığını, normallik varsayımının sağlanıp sağlanmadığını belirlemek için yapılan tanısal testler ve sonuçları Tablo 14 ile sunulmuştur.

Tablo 14. Model 1'in Hata Terimi ve Güvenilirliğine Ait Test Sonuçları

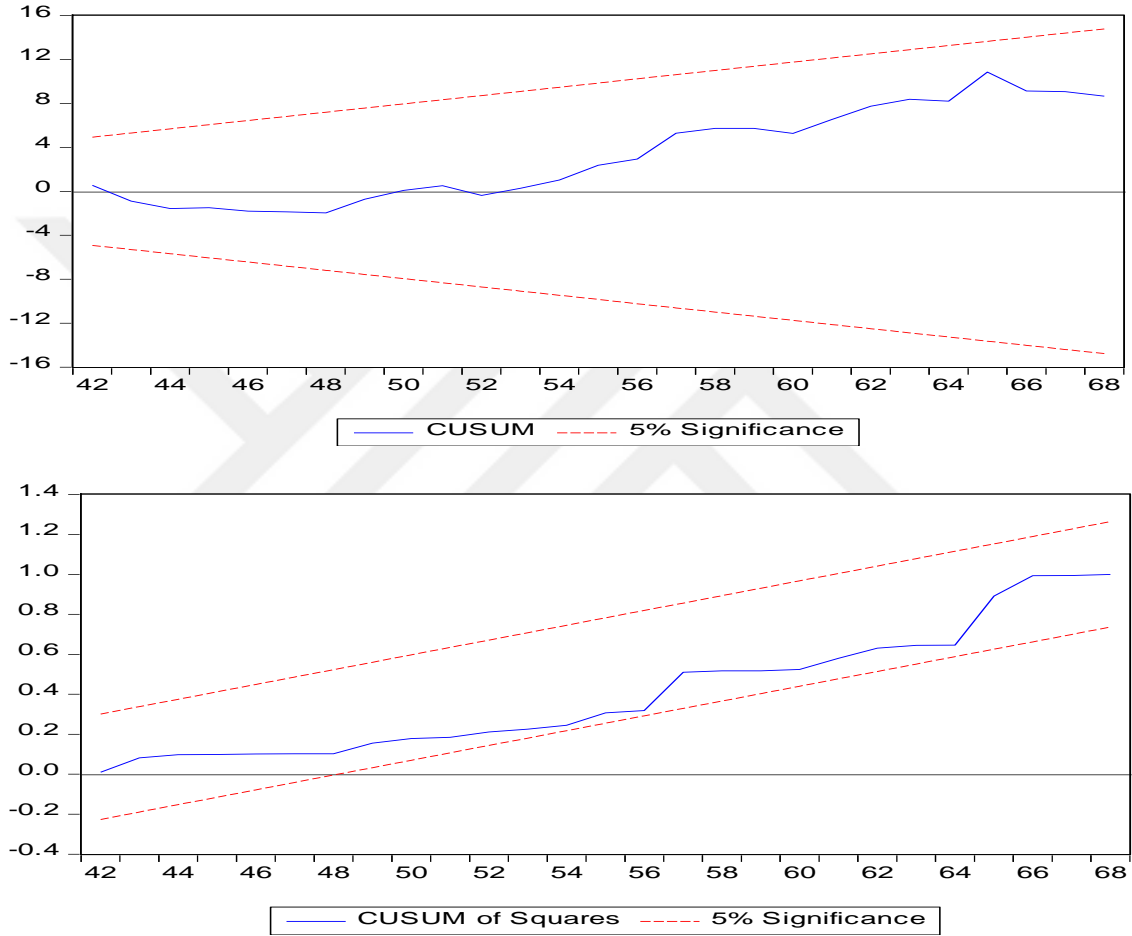
$R^2 = 0.95$ F-istatistik= 14.807 Olasılık: 0.000
Breusch-Godfrey Otokorelasyon LM Testi, F--istatistik: 0.584 Olasılık: 0.711
Breusch-Pagan-Godfrey Değişen Varyans Testi, F-istatistik: 0.894 Olasılık: 0.626
Jarque-Bera Normallik Testi, JB=1.732 Olasılık: 0.420

R^2 değerinin 1'e yakın olması Model 1'in bağımsız değişkenlerinin bağımlı değişkeni çok iyi açıkladığını ifade etmektedir. Hata terimlerinin otokorelasyonlu olup olmadığını belirlemek için yapılan Breusch-Godfrey Otokorelasyon LM Testi, değişen varyans problemi için Breusch-Pagan-Godfrey Değişen Varyans Testi, Normallik varsayımının sağlanıp sağlanmadığını belirlemek için Jarque-Bera Normallik Testi yapılmıştır. Tablo 14'te sonuçlar otokorelasyon sorunu olmadığını, normal dağılıma

sahip olduğunu ve model kurmada hata olmadığını ifade etmektedir. Model 1 için elde edilen sonuçların istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir.

Kurulan Model 1 için 2000-2016 döneminde yapısal kırılmanın olup olmadığını belirlemek amacıyla uygulanan CUSUM ve CUSUM Q Testleri uygulanmıştır. Testlerin sonuçları Tablo 15 ile sunulmuştur.

Tablo 15. Model 1 için CUSUM ve CUSUM Q Testleri



Tablo15'te CUSUM ve CUSUM Q Analizlerinin sonucu Model 1'in durağan yapıda olduğunu göstermektedir. Model 1'in CUSUM Testi sonucunda %5 aralığında sapma olmadığı ve değerlerin zamanla değişen işaretli olmadığı sonucu elde edilmiştir. Bu durum yapısal kırılmanın olmadığına işaret etmektedir. CUSUM Q Testi sonucunda Model 1 için tespit edilen güven aralığının dışına sapma olmadığı ve yapısal kırılmanın söz konusu olmadığı belirlenmiştir.

ARDL Analizinin ilk aşamasında belirlenen modele bağlı Sınır Testi(Bound Test) yapılarak Model1'in değişkenleri arasında uzun dönemli(eşbütünleşme) ilişkisinin

olup olmadığı test edilmiştir. Model 1 için yapılan Sınır Testi(Bound Test) sonuçları Tablo 16’da sunulmuştur.

Tablo 16.Model 1’in Sınır Testi (Bound Test) Sonucu

F-istatistik katsayısı:	Kritik Değerler						k Terimi
	%1		%5		%10		
	Alt Sınır	Üst Sınır	Alt Sınır	Üst Sınır	Alt Sınır	Üst Sınır	
7.492	2.62	3.77	2.11	3.15	1.85	2.85	8

k terimi, bağımsız değişken sayısını göstermektedir. Uzun dönem (eşbütünleşme) için H_0 hipotezi, değişkenler arasında uzun dönemli ilişki yoktur şeklindedir. Hesaplanan F istatistik %1 anlamlılık düzeyinin üst sınırından da büyük olduğu için H_0 hipotezi reddedilmiştir. Model 1 için eş bütünleşme ilişkisi vardır. Bu sonuç değişkenler arasında uzun dönemli ilişki olduğunu göstermektedir.

Sınır Testi ile eşbütünleşme ilişkisi incelenirken, Hata Düzeltme Mekanizması (ECM) doğrusal formasyonla ve eş zamanlı olarak tahmin edilebilmektedir. Bu yaklaşım kapsamında değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişki Model 1 için aşağıdaki denklemlerle tahmin edilmiştir.

Model 1 için uzun dönemli ilişkinin tahmini:

$$\begin{aligned} \Delta \text{PTD/GDP} = & \gamma_1(\text{PTD/GDP})_{t-1} + \gamma_2(\text{BD/GDP})_{t-1} + \gamma_3(\text{EXC})_{t-1} + \gamma_4(\text{ITR})_{t-1} + \\ & \gamma_5(\text{LIBOR})_{t-1} + \gamma_6(\text{INV/GDP})_{t-1} + \gamma_7(\text{E/GDP})_{t-1} + \gamma_8(\text{I/GDP})_{t-1} + \gamma_9(\text{BIST/GDP})_{t-1} + \sum_{i=0}^m \gamma_{10} \\ & \Delta(\text{PTD/GDP})_{t-1} + \sum_{i=0}^m \beta \gamma_{11} \Delta(\text{BD/GDP})_{t-1} + \sum_{i=0}^m \gamma_{12} \Delta(\text{EXC})_{t-1} + \sum_{i=0}^m \gamma_{13} \Delta(\text{ITR})_{t-1} + \\ & \sum_{i=0}^m \gamma_{14} \Delta(\text{LIBOR})_{t-1} + \sum_{i=0}^m \gamma_{15} \Delta(\text{INV/GDP})_{t-1} + \sum_{i=0}^m \gamma_{16} \Delta(\text{E/GDP})_{t-1} + \sum_{i=0}^m \gamma_{17} \\ & \Delta(\text{I/GDP})_{t-1} + \sum_{i=0}^m \gamma_{18} \Delta(\text{BIST/GDP})_{t-1} + u_t \quad (3.12) \end{aligned}$$

Bir sonraki aşamada Model 1’indeğişkenlerinin%10, %5 ve %1 önem düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığıve değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişki ARDL Analizi yardımıyla belirlenmiştir. Elde edilen sonuçlar Tablo 17’de sunulmuştur.

Tablo 17.ARDL Analizi Model 1'in Uzun Dönem Katsayıları

Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	t-istatistik	Olasılık
LIBOR	-0.004	0.101	-0.044	0.965
D(ITR)	-0.232	0.099	-2.343	0.026
EXC	0.409	0.140	2.905	0.007
BIST_GDP	0.004	0.002	1.793	0.084
D(BD_GDP)	2.925	5.636	0.519	0.607
D(INV_GDP)	-2.643	6.634	-0.398	0.693
E_GDP	5.383	1.620	3.321	0.002
I_GDP	0.635	0.348	1.823	0.079
C	0.581	0.338	1.715	0.097

Tablo 17'e göre Model 1 için belirtilen dönemlerde değişkenlerin uzun dönem sonuçları şu şekilde özetlenebilmektedir: LIBOR, bütçe dengesi ve sabit sermaye yatırım harcamaları ile özel sektör toplam dış borç stoku arasındaki istatistikî olarak anlamsız ilişki olduğu tespit edilmiştir. Yurtiçi faiz oranı ile özel sektör toplam dış borç stoku arasında istatistikî olarak anlamlı ve negatif yönlü ilişki vardır. Döviz kuru, BİST, ihracat/GSYH ve İthalat/GSYH ile özel sektör toplam dış borç stoku arasında istatistikî olarak anlamlı ve pozitif yönlü ilişki vardır. Uzun dönemli belirleyicilere bakıldığında, ihracat/GSYH değişkeni diğer değişkenlere göre daha güçlü etkiye sahiptir.

Model 1 için Hata Düzeltme Modeli (ECM):

$$\begin{aligned} \text{Eşbütünleşme Denklemi} = & D(\text{PTD_GDP}) - (-0.0045 * \text{LIBOR} - \\ & 0.2326 * D(\text{ITR}) + 0.4095 * \text{EXC} + 0.0050 * \text{BIST_GDP} + 2.9259 * D(\text{BD_GDP}) - \\ & 2.6434 * D(\text{INV_GDP}) + 5.3838 * \text{E_GDP} + 0.6359 * \text{I_GDP} + 0.5811) \end{aligned} \quad (3.13)$$

Hata düzeltme sürecinde; EC(-1) değişkeni, uzun dönem ilişkisinden elde edilen hata terimlerinin bir dönem gecikmeli değerlerini ifade etmektedir. EC(-1) değişkeninin işareti negatif ve değeri sıfır ile bir arasındadır. Bu şekilde kısa dönemde oluşan dengesizliğin uzun dönemde düzeleceğini göstermektedir. Tablo 18'de Model 1'e göre oluşturulan Hata Düzeltme Modeli (ECM) sonuçları sunulmuştur.

Tablo 18. Model 1 için ARDL Hata Düzeltme Modeli(ECM) Tahmin Sonuçları

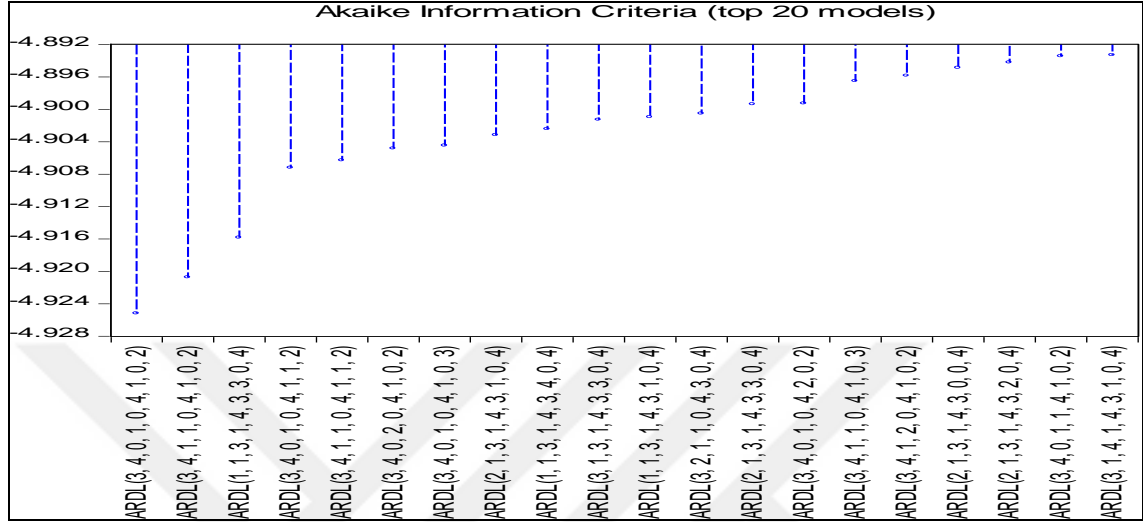
Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-istatistik	Olasılık
D(LIBOR)	-0.001	0.029	-0.033	0.973
D(ITR, 2))	-0.002	0.001	-1.874	0.071
D(EXC)	-0.002	0.002	-1.361	0.184
D(EXC(-1))	0.005	0.002	2.707	0.011
D(EXC(-2))	0.003	0.002	2.018	0.053
D(EXC(-3))	0.001	0.002	0.176	0.861
D(BIST_GDP)	0.020	8.810	0.002	0.998
D(BIST_GDP(-1))	3.810	10.405	0.366	0.717
D(BIST_GDP(-2))	-6.173	10.729	-0.575	0.569
D(BIST_GDP(-3))	8.061	10.253	0.786	0.438
D(BD_GDP, 2))	-0.304	0.185	-1.646	0.111
D(BD_GDP(-1))	0.131	0.188	0.695	0.492
D(INV_GDP, 2))	0.621	1.130	0.549	0.587
D(INV_GDP(-1))	1.846	1.496	1.234	0.227
D(INV_GDP(-2))	0.830	1.468	0.565	0.576
D(INV_GDP(-3))	0.841	1.011	0.832	0.412
D(E_GDP)	0.446	0.746	0.598	0.554
D(E_GDP(-1))	0.534	0.257	2.079	0.047
D(E_GDP(-2))	0.221	0.248	0.889	0.381
D(E_GDP(-3))	-0.093	0.238	-0.390	0.699
D(I_GDP)	-0.243	0.436	-0.557	0.581
EC (-1)	0.075	0.023	0.327	0.746

Özel sektör toplam dış borç stoku/GSYH için kurulan modelde Hata Düzeltme Terimi 1'den küçük fakat pozitif çıkmıştır. Bu parametre istatistikî olarak anlamlıdır. Anlamlı olması değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Fakat işaretinin pozitif olması Hata Düzeltme Mekanizmasının işlemeyeceğini göstermektedir.

Model 2'de Türkiye'de özel sektör kısa vadeli dış borç stoku/GSYH'nın bütçe dengesi/GSYH, döviz kuru, yurtiçi faiz oranı, LIBOR (yurtdışı faiz oranı), sabit sermaye yatırım harcamaları/GSYH, ithalat/GSYH, ihracat/GSYH, BİST-100/GSYH değişkenlerinden etkilenip etkilenmediği araştırılmaktadır. Model 2'nin gecikme

uzunluğunun tahmininde Akaike Bilgi Kriteri Testinden yararlanılmıştır. Model 2'nin gecikme uzunluğunu temsil eden Akaike Bilgi Kriteri Testi sonucu Tablo 19 ile sunulmuştur.

Tablo 19. Model 2 için Model Seçim Kriteri



Tablo 19'da sunulan Akaike Bilgi Kriteri Testi sonucunda gecikme uzunluğu dört dönem olarak tespit edilmiştir.

Akaike Bilgi Kriteriyle dört dönem gecikmeli olarak tahmin edilen Model 2'in hata terimlerinin otokorelasyonlu olup olmadığını, değişen varyans problemi olup olmadığını, normallik varsayımının sağlanıp sağlanmadığını belirlemek için yapılan tanısal testler ve sonuçları Tablo 20 ile sunulmuştur.

Tablo 20. Model 2'nin Hata Terimi ve Güvenilirliğine Ait Test Sonuçları

$R^2 = 0.86$ F-istatistik= 10.747 Olasılık: 0.000
Breusch-Godfrey Otokorelasyon Testi, F-istatistik: 0.486 Olasılık: 0.784
Breusch-Pagan-Godfrey Değişen Varyans Testi, F-istatistik: 1.108 Olasılık: 0.378
Jarque-Bera Normallik Testi, JB=0.950 Olasılık: 0.621

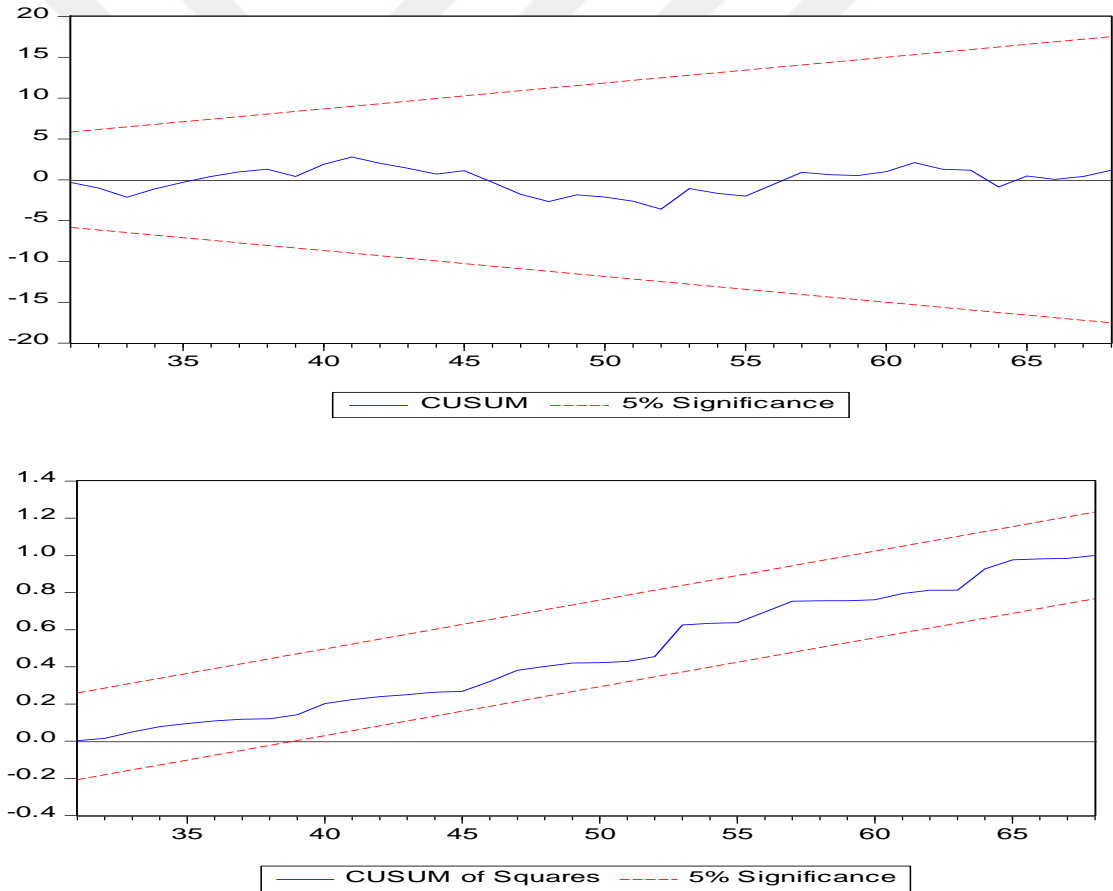
R^2 değerinin 1'e yakın olması Model 2'nin bağımsız değişkenlerinin bağımlı değişkeni çok iyi açıkladığını ifade etmektedir. Hata terimlerinin otokorelasyonlu olup olmadığını belirlemek için yapılan Breusch-Godfrey Otokorelasyon LM Testi, değişen

varyans problemi için Breusch-Pagan-Godfrey Değişen Varyans Testi, Normallik varsayımının sağlanıp sağlanmadığını belirlemek için Jarque-Bera Normallik Testi yapılmıştır.

Tablo 20’de sonuçlar otokorelasyon sorunu olmadığını, normal dağılıma sahip olduğunu ve model kurmada hata olmadığını ifade etmektedir. Model 2 için elde edilen sonuçların istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir.

Kurulan Model 2 için 2000-2016 döneminde yapısal kırılmanın olup olmadığını belirlemek amacıyla uygulanan CUSUM ve CUSUM Q Testleri uygulanmıştır. Testlerin sonuçları Tablo 21 ile sunulmuştur.

Tablo 21. Model 2’ e ait CUSUM-CUSUMQ Testleri Sonuçları



Tablo21’de CUSUM ve CUSUM Q Testlerinin sonucu Model 2’nin durağan yapıda olduğunu göstermektedir. Model 2’nin CUSUM Testi sonucunda %5 aralığında sapma olmadığı ve değerlerin zamanla değişen işaretli olmadığı sonucu elde edilmiştir.

Bu durum yapısal kırılmanın olmadığına işaret etmektedir. CUSUM Q Testi sonucunda Model 2 için tespit edilen güven aralığının dışına sapma olmadığı ve yapısal kırılmanın söz konusu olmadığı belirlenmiştir.

ARDL Analizinin için belirlenen modele bağlı Sınır Testi(Bound Test) yapılarak Model 2'in değişkenleri arasında uzun dönemli(eşbütünleşme) ilişkisinin olup olmadığı test edilmiştir. Model 2 için yapılan Sınır Testi(Bound Test) sonuçları Tablo 22'de sunulmuştur.

Tablo 22.Model 2'nin Sınır Testi (Bound Test) Sonucu

F-istatistik katsayısı:	Kritik Değerler						k Terimi
	% 1		%5		% 10		
	Alt Sınır	Üst Sınır	Alt Sınır	Üst Sınır	Alt Sınır	Üst Sınır	
10.403	2.62	3.77	2.11	3.15	1.85	2.85	8

k terimi, bağımsız değişken sayısını göstermektedir. Uzun dönem (eşbütünleşme) için H_0 hipotezi, değişkenler arasında uzun dönemli ilişki yoktur şeklindedir. Hesaplanan F istatistik %1 anlamlılık düzeyinin üst sınırından da büyük olduğu için H_0 hipotezi reddedilmiştir. Model 2 için eş bütünleşme ilişkisi vardır. Bu sonuç değişkenler arasında uzun dönemli ilişki olduğunu göstermektedir.

Sınır Testi ile eşbütünleşme ilişkisi incelenirken, Hata Düzeltme Mekanizması (ECM) doğrusal formasyonla ve eş zamanlı olarak tahmin edilebilmektedir. Bu yaklaşım kapsamında değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişki Model 2 için aşağıdaki denklemlerle tahmin edilmiştir.

Model 2 için uzun dönemli ilişkinin tahmini:

$$\begin{aligned} \Delta \text{PSD/GDP} = & \beta_1(\text{PSD/GDP})_{t-1} + \beta_2(\text{BD/GDP})_{t-1} + \beta_3(\text{EXC})_{t-1} + \beta_4(\text{ITR})_{t-1} + \\ & \beta_5(\text{LIBOR})_{t-1} + \beta_6(\text{INV/GDP})_{t-1} + \beta_7(\text{E/GDP})_{t-1} + \beta_8(\text{I/GDP})_{t-1} + \beta_9(\text{BIST/GDP})_{t-1} + \\ & \sum_{i=0}^m \beta_{10}\Delta(\text{PSD/GDP})_{t-1} + \sum_{i=0}^m \beta_{11}\Delta(\text{BD/GDP})_{t-1} + \sum_{i=0}^m \beta_{12}\Delta(\text{EXC})_{t-1} + \sum_{i=0}^m \beta_{13}\Delta(\text{ITR})_{t-1} + \\ & \sum_{i=0}^m \beta_{14}\Delta(\text{LIBOR})_{t-1} + \sum_{i=0}^m \beta_{15}\Delta(\text{INV/GDP})_{t-1} + \sum_{i=0}^m \beta_{16}\Delta(\text{E/GDP})_{t-1} + \\ & \sum_{i=0}^m \beta_{17}\Delta(\text{I/GDP})_{t-1} + \sum_{i=0}^m \beta_{18}\Delta(\text{BIST/GDP})_{t-1} + u_t \end{aligned} \quad (3.14)$$

Bir sonraki aşamada Model 2’indeğişkenlerinin %10, %5 ve %1 önem düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığıveğişkenler arasındaki uzun dönemli ilişki ARDL Analizi yardımıyla belirlenmiştir. Elde edilen sonuçlarTablo 23’de sunulmuştur.

Tablo 23. ARDL Analizi Model 2’nin Uzun Dönem Katsayıları

Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-istatistik	Olasılık
LIBOR	-0.003	0.001	-2.499	0.016
D(ITR)	-0.000	0.000	-1.657	0.105
EXC	0.001	0.000	3.505	0.001
BIST_GDP	1.285	1.134	1.133	0.264
D(BD_GDP)	1.046	0.199	5.239	0.000
D(INV_GDP)	0.562	0.286	1.959	0.057
E_GDP	-0.036	0.072	-0.496	0.622
I_GDP	0.172	0.036	4.798	0.000
C	-0.212	0.040	-5.238	0.000

Tablo 23’e göre Model 2 için belirtilen dönemlerde değişkenlerin uzun dönem sonuçları şu şekilde özetlenebilmektedir: Yurtiçi faiz, BİST-100 göstergesive ihracat/GSYH ile özel sektör kısa vadeli dış borç stoku/GSYH arasındakiistatistikî olarak anlamsız ilişki olduğu tespit edilmiştir. LIBOR oranı ile özel sektör kısa vadeli dış borç stoku/GSYH arasında istatistikî olarak anlamlı ve negatif yönlü zayıf ilişki vardır. Döviz kuru, bütçe dengesi/GSYH, sabit sermaye yatırım harcamaları/GSYH ve ithalat/GSYH ile özel sektorkısa vadeli dış borç stoku/GSYH arasında istatistikî olarak anlamlı ve pozitif yönlü ilişki vardır. Uzun dönemli belirleyicilere bakıldığında, bütçe dengesi/GSYH diğer değişkenlere göre daha güçlü etkiye sahiptir.

Model 2 için Hata Düzeltme Modeli(ECM):

$$\text{Eşbütünleşme Denklemi} = D(\text{PSD_GDP}) - (-0.0031 \cdot \text{LIBOR} - 0.0005 \cdot D(\text{ITR}) + 0.0011 \cdot \text{EXC} + 1.2851 \cdot \text{BIST_GDP} + 1.0469 \cdot D(\text{BD_GDP}) + 0.5617 \cdot D(\text{INV_GDP}) - 0.0360 \cdot \text{E_GDP} + 0.1723 \cdot \text{I_GDP} - 0.2119)$$

(7.2)

Hata düzeltme sürecinde; EC(-1) değişkeni, uzun dönem ilişkisinden elde edilen hata terimlerinin bir dönem gecikmeli değerlerini ifade etmektedir. EC(-1) değişkeninin işareti negatif ve değeri sıfır ile bir arasında olmalıdır. Bu şekilde kısa dönemde oluşan dengesizliğin uzun dönemde düzeleceğini göstermektedir. Model 2'nin ARDL Hata Düzeltme Mekanizması tahmin sonuçları Tablo 24 ile sunulmuştur.

Tablo 24. Model 2 için ARDL Hata Düzeltme Modeli(ECM) Tahmin Sonuçları

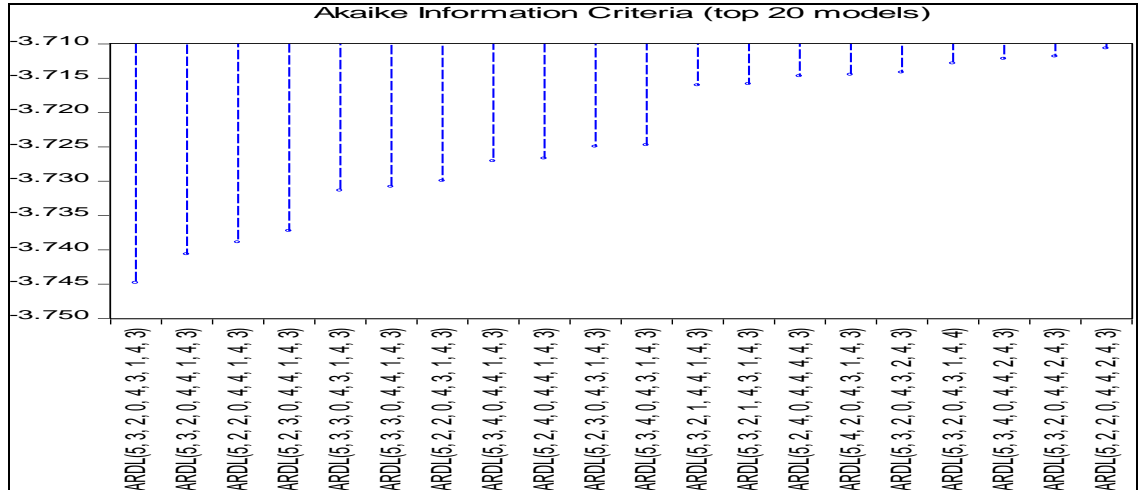
Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-istatistik	Olasılık
D(PSD_GDP(-1))	0.353	0.109	3.223	0.002
D(PSD_GDP(-2))	0.265	0.084	3.149	0.003
D(LIBOR)	0.003	0.006	0.582	0.563
D(LIBOR(-1))	-0.014	0.007	-2.217	0.032
D(LIBOR(-2))	0.003	0.006	0.494	0.623
D(LIBOR(-3))	-0.014	0.005	-2.664	0.011
D(ITR, 2)	-0.001	0.0002	-4.438	0.000
D(EXC)	-0.000	0.0003	-0.975	0.335
D(BIST_GDP)	1.615	1.649	0.979	0.333
D(BD_GDP)	0.096	0.064	1.492	0.143
D(BD_GDP(-1))	-1.141	0.157	-7.249	0.000
D(BD_GDP(-2))	-0.643	0.117	-5.454	0.000
D(BD_GDP(-3))	-0.201	0.078	-2.555	0.014
D(INV_GDP)	0.264	0.093	2.825	0.007
D(E_GDP)	-0.135	0.109	-1.244	0.220
D(I_GDP)	0.125	0.066	1.870	0.069
D(I_GDP(-1))	-0.087	0.018	-4.756	0.000
EC(-1)	-0.582	0.158	-3.669	0.000

Tablo24'de Model 2'ye ait değişkenlerin %10, %5 ve %1 önem düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlılık durumları ve kısa dönemli ilişkileri görülebilmektedir. Tablo 24'ün sonuçları su şekilde özetlenebilir: EC(-1) teriminin katsayısının (-0.58) olması bağımlı değişkene etki eden faktörün etkisinin bir sonraki çeyrek dönemde ortalama0.6 oranında azalacağını göstermektedir. Bir dönem gecikmede özel sektör kısa vadeli dış borç stoku için belirlenen katsayılar 0.35 ve 0.26'dır. LIBOR değişkeninin bir ve üç dönem gecikmeli değerleri ile özel sektör kısa vadeli dış borç stoku arasında

istatistikî olarak anlamlı ve negatif yönlü ilişki vardır. Yurtiçi faizoranı değişkeni ile özel sektör kısa vadeli dış borç stoku arasında istatistikî olarak anlamlı ve negatif yönlü ilişki vardır. Döviz kuru, ihracat ve BİST-100 göstergesi ile özel sektör kısa vadeli dış borç stoku arasında istatistikî olarak anlamsız ilişki tespit edilmiştir. Bütçe dengesi değişkeninin bir, iki ve üç dönem gecikmeli ile özel sektör kısa vadeli dış borç stoku arasında istatistikî olarak anlamlı ve negatif yönlü ilişki vardır. Sabit sermaye yatırım harcamaları değişkeni ile özel sektör kısa vadeli dış borç stoku arasında istatistikî olarak anlamlı ve pozitif yönlü ilişki vardır. İthalat değişkeni ile özel sektör kısa vadeli dış borç stoku arasında istatistikî olarak cari dönem değeriyle pozitif yönlü, bir dönem gecikmeli değeriyle negatif yönlü ve anlamlı ilişki vardır.

Model 3’de Türkiye’de özel sektör uzun vadeli dış borç stoku/GSYH’ nin bütçe dengesi/GSYH, döviz kuru, yurtiçi faizoranı, LIBOR oranı, sabit sermaye yatırım harcamaları/GSYH, ithalat/GSYH, ihracat/GSYH, BİST-100/GSYH değişkenlerinden etkilenip etkilenmediği araştırılmaktadır. Model 3’ün gecikme uzunluğunun tahmininde Akaike Bilgi Kriteri Testinden yararlanılmıştır. Model 3’ün gecikme uzunluğunu temsil eden Akaike Bilgi Kriteri Testi sonucu Tablo 25 ile sunulmuştur.

Tablo 25. Model 3 için Model Seçim Kriterleri



Tablo25’de sunulan Akaike Bilgi Kriteri testi sonucunda gecikme uzunluğu 4 dönem olarak tespit edilmiştir.

Akaike Bilgi Kriteriyle 4 dönem gecikmeli olarak tahmin edilen Model 3'ün hata terimlerinin otokorelasyonlu olup olmadığını, değişen varyans problemi olup olmadığını, normallik varsayımının sağlanıp sağlanmadığını belirlemek için yapılan tanısal testler ve sonuçları Tablo 26 ile sunulmuştur.

Tablo 26. Model 3'ün Hata Terimi ve Güvenilirliğine Ait Test Sonuçları

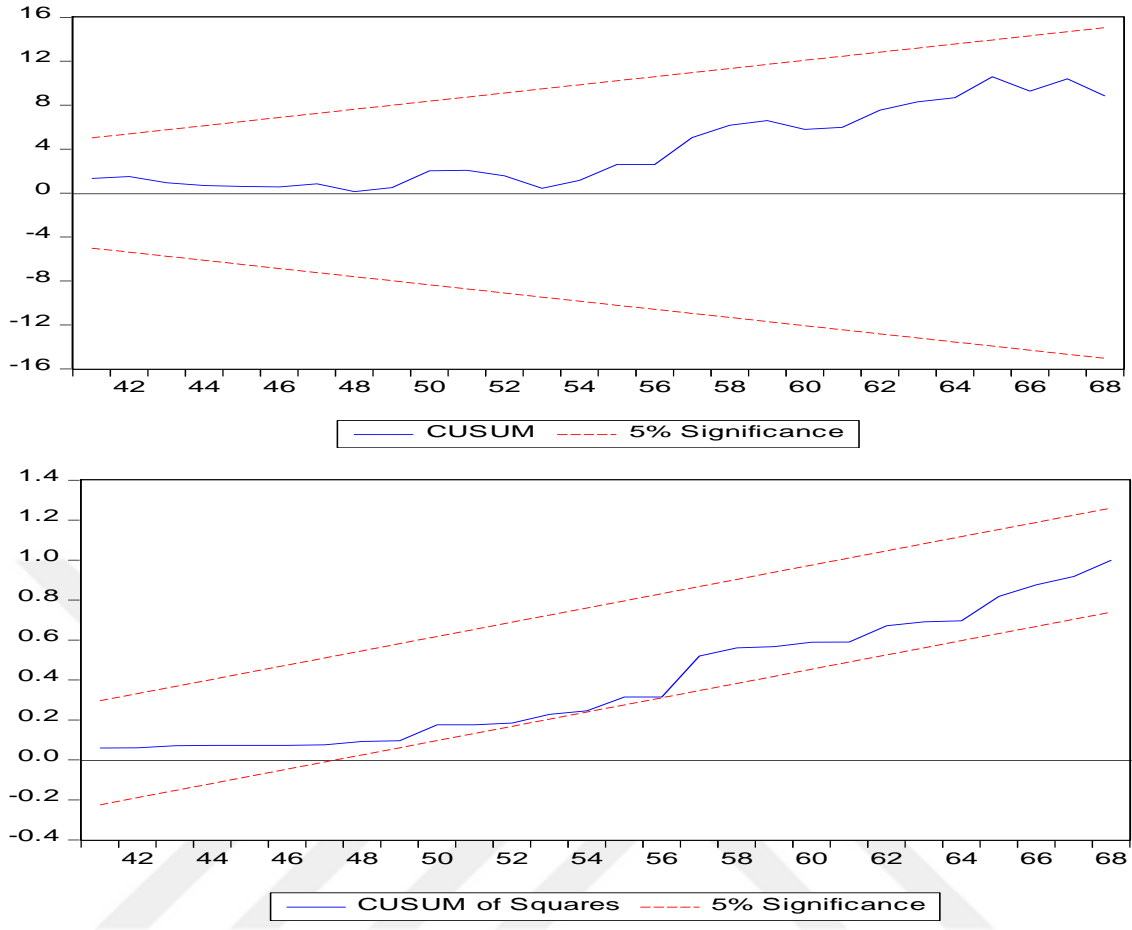
R ² = 0.93 F-istatistik:11.173 Olasılık: 0.000
Breusch-Godfrey Otokorelasyon Testi, F- istatistik: 0.771 Olasılık: 0.58
Breusch-Pagan-Godfrey Değişen Varyans Testi, F- istatistik: 0.832 Olasılık: 0.695
Jarque-Bera Normallik Testi, JB: 0.108 Olasılık: 0.947

R² değerinin 1'e yakın olması Model3'ün bağımsız değişkenlerinin bağımlı değişkeni çok iyi açıkladığını ifade etmektedir. Hata terimlerinin otokorelasyonlu olup olmadığını belirlemek için yapılan Breusch-Godfrey Otokorelasyon LM Testi, değişen varyans problemi için Breusch-Pagan-Godfrey Değişen Varyans Testi, Normallik varsayımının sağlanıp sağlanmadığını belirlemek için Jarque-Bera Normallik Testi yapılmıştır.

Tablo 26'da sonuçlar otokorelasyon sorunu olmadığını, normal dağılıma sahip olduğunu ve model kurmada hata olmadığını ifade etmektedir. Model 3 için elde edilen sonuçların istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir.

Kurulan Model 3 için 2000-2016 döneminde yapısal kırılmanın olup olmadığını belirlemek amacıyla uygulanan CUSUM ve CUSUM Q Testleri uygulanmıştır. Testlerin sonuçları Tablo 27 ile sunulmuştur.

Tablo 27. Model 3 için CUSUM ve CUSUM Q Testleri



Tablo 27’de CUSUM ve CUSUM Q Testlerinin sonucu Model 3’ün durağan yapıda olduğunu göstermektedir. Model 3’ün CUSUM Testi sonucunda %5 aralığında sapma olmadığı sonucu elde edilmiştir. Bu durum yapısal kırılmanın olmadığına işaret etmektedir. CUSUM Q Testi sonucunda Model 3 için tespit edilen güven aralığının dışına sapma olmadığı ve yapısal kırılmanın söz konusu olmadığı belirlenmiştir.

ARDL Analizinin ilk aşamasında belirlenen modele bağlı Sınır Testi(Bound Test) yapılarak Model 3’ün değişkenleri arasında uzun dönemli(eşbütünleşme) ilişkisinin olup olmadığı test edilmiştir. Model 3 için yapılan Sınır Testi sonuçları Tablo28’de sunulmuştur.

Tablo 28. Model 3'ün Sınır Testi (Bound Test) Sonucu

F-istatistik katsayısı:	Kritik Değerler						k Terimi
	% 1		%5		% 10		
	Alt Sınır	Üst Sınır	Alt Sınır	Üst Sınır	Alt Sınır	Üst Sınır	
3.666	2.62	3.77	2.11	3.15	1.85	2.85	8

k terimi, bağımsız değişken sayısını göstermektedir. Uzun dönem (eşbütünleşme) için H_0 hipotezi, değişkenler arasında uzun dönemli ilişki yoktur şeklindedir.

Hesaplanan F istatistik %5 anlamlılık düzeyinin üst sınırından daha büyük olduğu için H_0 hipotezi reddedilmiştir. Model 3 için eş bütünleşme ilişkisi vardır. Bu sonuç değişkenler arasında uzun dönemli ilişki olduğunu göstermektedir.

Sınır Testi ile eşbütünleşme ilişkisi incelenirken, Hata Düzeltme Mekanizması (ECM) doğrusal formasyonla ve eş zamanlı olarak tahmin edilebilmektedir. Bu yaklaşım kapsamında değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişki Model 3 için aşağıdaki denklemle tahmin edilmiştir.

Model 3 için uzun dönemli ilişkinin tahmini:

$$\begin{aligned} \Delta \text{PLD/GDP} = & \alpha_1(\text{PLD/GDP})_{t-1} + \alpha_2(\text{BD/GDP})_{t-1} + \alpha_3(\text{EXC})_{t-1} + \alpha_4(\text{ITR})_{t-1} + \\ & \alpha_5(\text{LIBOR})_{t-1} + \alpha_6(\text{INV/GDP})_{t-1} + \alpha_7(\text{E/GDP})_{t-1} + \alpha_8(\text{I/GDP})_{t-1} + (\text{BIST/GDP})_{t-1} + \\ & \sum_{i=0}^m \alpha_{10} \Delta(\text{PLD/GDP})_{t-1} + \sum_{i=0}^m \alpha_{11} \Delta(\text{BD/GDP})_{t-1} + \sum_{i=0}^m \alpha_{12} \Delta(\text{EXC})_{t-1} + \sum_{i=0}^m \alpha_{13} \Delta(\text{ITR})_{t-1} + \\ & \sum_{i=0}^m \alpha_{14} \Delta(\text{LIBOR})_{t-1} + \sum_{i=0}^m \alpha_{15} \Delta(\text{INV/GDP})_{t-1} + \sum_{i=0}^m \alpha_{16} \Delta(\text{E/GDP})_{t-1} + \sum_{i=0}^m \alpha_{17} \\ & \Delta(\text{I/GDP})_{t-1} + \sum_{i=0}^m \alpha_{18} \Delta(\text{BIST/GDP})_{t-1} + ut \end{aligned} \quad (3.15)$$

Bir sonraki aşamada Model 3'ün değişkenlerinin %10, %5 ve %1 önem düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığı ve değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişki ARDL Analizi yardımıyla belirlenmiştir. Elde edilen sonuçlar Tablo 29'da sunulmuştur.

Tablo 29. ARDL Analizi Model3'ün Uzun Dönem Katsayıları

Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-istatistik	Olasılık
LIBOR	0.015	0.002	7.168	0.000
D(ITR)	0.002	0.001	1.752	0.091
EXC	-0.001	0.000	-2.709	0.011
BIST_GDP	7.150	3.371	2.121	0.043
D(BD_GDP)	0.715	0.433	1.650	0.110
D(INV_GDP)	1.264	0.691	1.829	0.078
E_GDP	1.091	0.228	4.775	0.000
I_GDP	-0.087	0.088	-0.987	0.332
C	-0.248	0.081	-3.066	0.005

Tablo 29'a göre Model 3 için belirtilen dönemlerde değişkenlerin uzun dönem sonuçları şu şekilde özetlenebilmektedir: Bütçe dengesi ve ithalat ile özel sektör uzun vadeli dış borç stoku/GSYH arasında istatistikî olarak anlamsız ilişki olduğu tespit edilmiştir. Döviz kuru ile özel sektör uzun vadeli dış borç stoku/GSYH arasında istatistikî olarak anlamlı ve negatif yönlü zayıf ilişki vardır. LIBOR, yurtiçi faiz, BİST-100 göstergesi, sabit sermaye yatırım harcamaları/GSYH ve ihracat/GSYH ile özel sektör uzun vadeli dış borç stoku/GSYH arasında istatistikî olarak anlamlı ve pozitif yönlü ilişki vardır. Uzun dönemli belirleyicilere bakıldığında BİST-100 göstergesi, sabit sermaye yatırım harcamaları ve ihracat/GSYH diğer değişkenlerden daha güçlü etkiye sahiptirler.

Model 3 için Hata Düzeltme Modeli(ECM):

$$\begin{aligned} \text{Eşbütünleşme Denklem} = & D(\text{PLD_GDP}) - (0.0157 * \text{LIBOR} + 0.0022 * D(\text{ITR}) - \\ & 0.0011 * \text{EXC} + 7.1502 * \text{BIST_GDP} + 0.7149 * D(\text{BD_GDP}) + 1.2637 * D(\text{INV_GDP}) \\ & + 1.0907 * \text{E_GDP} - 0.0870 * \text{I_GDP} - 0.2478) \end{aligned} \quad (3.16)$$

Hata düzeltme sürecinde; EC(-1) değişkeni, uzun dönem ilişkisinden elde edilen hata terimlerinin bir dönem gecikmeli değerlerini ifade etmektedir. EC(-1) değişkeninin işareti negatif ve değerleri sıfır ile bir arasındadır. Bu değerler kısa dönemde oluşan dengesizliğin uzun dönemde düzeleceğini göstermektedir.

Model 3'ün ARDL Hata Düzeltme Mekanizması tahmin sonuçları Tablo 30 ile sunulmuştur.

Tablo 30. Model 3 için ARDL Hata Düzeltme Modeli(ECM) Tahmin Sonuçları

Değişken	Katsayı	StandartHata	t-istatistik	Olasılık
D(PLD_GDP(-1))	0.592	0.233	2.542	0.017
D(PLD_GDP(-2))	0.331	0.168	1.975	0.058
D(PLD_GDP(-3))	-0.019	0.126	-0.151	0.881
D(PLD_GDP(-4))	0.247	0.097	2.537	0.017
D(LIBOR)	0.022	0.011	1.908	0.066
D(LIBOR(-1))	-0.042	0.013	-3.151	0.004
D(LIBOR(-2))	0.017	0.011	1.498	0.145
D(ITR)	0.002	0.001	2.628	0.013
D(ITR(-1))	-0.002	0.001	-3.123	0.004
D(EXC)	-0.002	0.001	-3.968	0.000
D(BIST_GDP)	6.357	3.365	1.889	0.069
D(BIST_GDP(-1))	-2.327	3.956	-0.586	0.562
D(BIST_GDP(-2))	1.122	3.392	0.331	0.743
D(BIST_GDP(-3))	-12.067	3.707	-3.254	0.003
D(BD_GDP)	0.096	0.092	1.047	0.304
D(BD_GDP(-1))	-0.802	0.180	-4.458	0.000
D(BD_GDP(-2))	-0.304	0.103	-2.937	0.006
D(INV_GDP)	0.999	0.344	2.908	0.007
D(E_GDP)	0.652	0.257	2.540	0.017
D(E_GDP(-1))	-0.594	0.249	-2.383	0.024
D(E_GDP(-2))	-0.503	0.188	-2.665	0.012
D(E_GDP(-3))	0.361	0.083	4.343	0.000
D(I_GDP)	0.092	0.149	0.612	0.545
D(I_GDP(-1))	0.166	0.134	1.241	0.225
D(I_GDP(-2))	0.366	0.126	2.903	0.007
EC(-1)	-0.777	0.285	-2.727	0.000

Tablo 30'da Model 3'e ait değişkenlerin %10, %5 ve %1 önem düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlılık durumları ve kısa dönemli ilişkileri görülebilmektedir.

Tablo 30 sonuçları şu şekilde özetlenebilir: EC(-1) teriminin katsayısının (-0.77) olması bağımlı değişkene etki eden faktörün etkisinin bir sonraki çeyrek dönemde ortalama 0.77 oranında azalacağını göstermektedir. Özel sektör uzun vadeli dış borç stoku için belirlenen katsayılar 0.59, 0.33 ve 0.24'tür. LIBOR değişkeninin özel sektör uzun vadeli dış borç stoku arasında istatistikî olarak cari dönem değeriyle pozitif yönlü, bir dönem gecikmeli değeriyle negatif yönlü ve anlamlılığı vardır. Yurtiçi faiz oranı değişkeni ile özel sektör uzun vadeli dış borç stoku arasında istatistikî olarak cari dönem değeriyle pozitif yönlü, bir dönem gecikmeli değeriyle negatif yönlü ve anlamlı ilişki vardır. Döviz kuru ve özel sektör uzun vadeli dış borç stoku arasında istatistikî olarak anlamlı ve negatif yönlü ilişki vardır. BİST-100 değişkeninin cari dönem ve üç dönem gecikmeli değeri ile özel sektör uzun vadeli dış borç stoku arasında istatistikî olarak anlamlı ilişki vardır. Bütçe dengesi değişkeninin bir ve iki dönem gecikmeli değeri ile özel sektör uzun vadeli dış borç stoku arasında istatistikî olarak anlamlı ve negatif yönlü ilişki vardır. Sabit sermaye yatırım harcamaları değişkeni ile özel sektör uzun vadeli dış borç stoku arasında istatistikî olarak anlamlı ve pozitif yönlü ilişki vardır. İhracat değişkeninin bir, iki ve üç dönem gecikmeli değerleri ile özel sektör uzun vadeli dış borç stoku arasında istatistikî olarak anlamlı ilişki tespit edilmiştir. İthalat değişkeninin iki dönem gecikmeli değeri ile özel sektör uzun vadeli dış borç stoku arasında istatistikî olarak anlamlı ve pozitif ilişki olduğu belirlenmiştir.

Sonuç olarak ARDL Analizine sonucunda Model 1, Model 2 ve Model 3'de kullanılan değişkenlerinin belirlenen işaretleri Tablo 31'de sunulmuştur. Bunun nedeni uzun dönemde değişkenler arasındaki ilişkilerin daha net bir şekilde görülebilmesini sağlamaktır.

Tablo 31. ARDL Analizi Sonucunda Model 1, Model 2 ve Model 3 için Değişkenlerin Uzun Dönem İşareti

Seriler	Model-1	Model-2	Model-3
Bütçe Dengesi/ GSYH	NA	+	NA
Yurtiçi faiz	-	NA	+
LIBOR	NA	-	+
Döviz Kuru	+	+	-

Seriler	Model-1	Model-2	Model-3
Sabit Sermaye Yatırım Harcamaları/ GSYH	NA	+	+
İhracat/ GSYH	+	NA	+
İthalat/ GSYH	+	-	NA
BİST-100 Göstergesi	+	NA	+

Tablo 31'e göre NA, anlamsız; +, pozitif; -, negatif ilişkiyi ifade etmektedir. Bu sonuçlar şu şekilde özetlenebilir: Model 1'e göre; yurtiçi faizindeki artış özel sektör toplam dış borçlanmasını olumsuz etkilemektedir. Yani Merkez Bankası, faizleri artırdıkça özel sektör dış borçlanması da azalma gösterebilecektir. Reel efektif döviz kuru ile özel sektör toplam dış borçlanması arasında ise pozitif yönlü ilişki belirlenmiştir. Yani Türk Lirasının değerlenmesi (döviz kuru artışı) özel sektör toplam dış borçlanmasını artıracaktır. Bunun nedeni Türk Lirasının değerlenmesine bağlı azalan net ihracat olarak görülebilir. Bu anlamda Merkez Bankası tarafından kur baskısının azaltılması önem taşımaktadır. Döviz kurunda sağlanacak istikrar, özel sektörün dış borçlanmasına bağlı oluşabilecek finansal kırılganlığı olumlu etkileyebilecektir. Bununla birlikte iç ekonomik istikrar göstergesi olan BİST-100 göstergesi ile özel sektör toplam dış borçlanması arasında pozitif yönlü ilişki gözlenmiştir. Bu sonuç ekonomik istikrar arttıkça özel sektör toplam dış borçlanmasının kolaylaştığı şeklinde yorumlanabilir. Model 1'deki diğer değişkenlerin katsayıları ise istatistikî olarak anlamlı bulunamamıştır. Model 2'ye göre, bütçe dengesi, döviz kuru, sabit sermaye yatırım harcamaları, ithalat ile özel sektör kısa vadeli dış borçlanması arasında pozitif yönlü ilişki vardır. Bütçe açığı ortaya çıktığı zaman özel sektör kısa vadeli dış borçlanmasında da artış gözlenmiştir. Bütçe dengesi, özel sektör kısa vadeli dış borçlanmasını etkileyen en önemli değişkendir. Bu anlamda hükümetin denk bütçe politikası uygulamaya devam etmesi özel sektör kısa vadeli dış borçlanmasını azaltabilecektir. Bununla birlikte reel efektif döviz kurundaki artış yani Türk Lirasındaki değerlenme kısa dönemde de özel sektör toplam dış borçlanmasını artırmaktadır. Sabit sermaye yatırım harcamaları, yine özel sektör kısa vadeli dış borçlanmasını artırmaktadır. Bir ülkede sabit sermaye yatırımlarının artması ekonomik büyümeyi sağlayacaktır. Bu anlamda özel sektör kısa vadeli dış borçlanması verimli alanlara yöneldiği sürece iktisadi açıdan sorun yaratmayacaktır. Model 2 bu anlamda,

sabit sermaye yatırım harcamaları arttığı için özel sektör kısa vadeli dış borçlanmasının arttığını göstermiştir. İthalat arttıkça özel sektörün dış tasarruf ihtiyacı artmakta ve kısa vadeli kaynak kullanımını da yükselmektedir. Bu anlamda ithalatın azalması özel sektör kısa vadeli dış borçlanmasını azaltacaktır. Fakat Türkiye'nin ihracatının ithalata bağımlılığı yüksektir. Bu nedenle ithalatın azaltılması yerine iç piyasada ithalat bağımlılığını engelleyecek mal ve hizmetlerin üretilmesinin özel sektör kısa vadeli dış borçlanmasını azaltacağı söylenebilir. LIBOR (yurtdışı faiz oranı) ile özel sektör kısa vadeli dış borçlanması arasında negatif yönlü ilişki bulunmuştur. Yurtdışı faiz oranı arttıkça özel sektör kısa vadeli dış borçlanması azalmaktadır. Yurtiçi faiz, ihracat, BİST-100 değişkenleri istatistikî olarak anlamlı bulunamamıştır. Model 3'te, reel efektif döviz kuru artışı ile özel sektör uzun vadeli dış borçlanması arasında zayıf ve ters yönlü ilişki vardır. Yurtdışı faiz oranı, yurtiçi faiz, BİST-100, sabit sermaye yatırım harcamaları, ihracat ile özel sektör uzun vadeli dış borçlanması arasında pozitif yönlü ilişki vardır. Model 3'e göre özel sektör uzun vadeli dış borçlanmaya özellikle sabit sermaye yatırım harcamaları, ihracatın finansmanı ve iç ekonomik istikrara bağlı olarak başvurmaktadır. Bununla birlikte yurtdışı faiz oranı da özel sektör dış borçlanmasında etkili olan bir diğer değişkendir.

SONUÇ VE DEĞERLENDİRMELER

Özel sektörün yatırımlarının finansmanı için yurtdışındaki sermaye kaynaklarından sağlanan krediler ve ihraç edilen tahvillerden oluşan sorumlulukların tamamı özel sektör dış borçlanması olarak tanımlanmaktadır. Türkiye’de finansal serbestleşme süreciyle belirgin şekilde artan özel sektör dış borçlanması, bu konuya ilginin artmasını sağlamıştır.

Çalışmayla 2000-2016 döneminde özel sektör dış borçlanmasını etkileyen makroekonomik göstergeler arasındaki ilişkinin belirlenmesi amaçlanmıştır. Bu doğrultuda üç model kurularak ARDL Modeli ve ECM Mekanizması kullanılmıştır. Bu kapsamda çalışmada özel sektörün toplam, kısa vadeli ve uzun vadeli dış borçlanmasını etkileyen bütçe dengesi, yurtiçi faiz oranı, LIBOR oranı, döviz kuru, sabit sermaye yatırım harcamaları, ihracat, ithalat miktarları ve BİST-100 göstergesi arasındaki ilişki analiz edilmiştir.

Çalışmada üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde dış borçlanma kavramı ve nedenlerine, vade yapısına göre, alındığı kaynağın türüne, finansman türüne göre, borç alan kuruluşun statüsüne göre, döviz türüne göre sınıflandırılmasına yer verilmiştir. Daha sonra dış borçlanma ve sürdürülebilirlik göstergeleri ile dış borç yönetimi ve risk kavramlarıyla alınmıştır. Sürdürülebilirlik göstergelerine göre; dış borçlanma hangi nedenle yapılırsa yapılsın doğal bir üst sınırı olmalıdır. Bu üst sınırın aşılması durumunda borçlanma fayda yerine ekonomiye yük haline dönüşecektir. Dış borçlanma/GSYH için Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu’nun belirlediği kriter %30-50, Maastrich Kriterlerine göre ise %60’tır. Türkiye’nin 2016 yılı sonunda özel sektör dış borç stokunun ve toplam dış borç stokunun GSYH’ya oranına göre dış borç durumu değerlendirildiğinde orta seviyede borçlu olduğu söylenebilmektedir. Devlet yada özel sektör dış borçlanmasını, borçlanmanın marjinal faydasının sosyal maliyete eşit olduğu noktaya kadar devam ettirilmelidir. Bu bölüm içerisinde kamu ve özel sektör dış borçlanması çerçevesinde Klasik, Neo-Klasik, Keynesyen, Paracı İktisat, Yeni Klasik, Yeni Keynesyen ve Arz Yönlü İktisat’ın görüşleri incelenmiştir. Klasik, Neo-Klasik, Paracı İktisat, Yeni Klasik, Arz Yönlü İktisat’a göre dış borçlanmanın kamu harcamalarındaki artışa bağlı olarak oluşan dışlama etkisi nedeniyle doğduğunu ileri

sürmektedirler. Kamu harcamaları nedeniyle artan dış borçların gelecekteki kuşaklar için yük olacağını ileri sürmüşlerdir. Keynesyen ve Yeni Keynesyen Görüş'e göre ise cari harcamalarda kullanılan dış borçlanma gelecekteki kuşaklara miras olarak daha iyi bir yaşam koşulu bırakılmasını sağlayacaktır. Çünkü dış borçlanma ile efektif talep yetersizliği giderilerek daha yüksek gelir düzeylerine ulaşılabilir.

İkinci bölümde Türkiye'de özel sektör dış borçlanması incelenmiştir. Özel sektör dış borçlanması; kısa ve uzun vadeli, finansal ve finansal olmayan kuruluşlar, borç alınan kaynağın türüne göre, döviz türüne göre sınıflandırılarak değerlendirilmiştir. Bu bağlamda Türkiye'de özel sektör dış borçlanmasının 2000-2016 döneminde ekonomik krizlerin yaşandığı yıllar haricinde sürekli arttığı ve özel sektör dış borçlanmasında, uzun vadeli dış borçlanmanın oransal payının daha fazla olduğu görülmüştür. Bununla birlikte 2012 yılı sonrasında finansal kuruluşların etkisinin daha fazla olduğu, döviz türünün dolar ağırlıklı olduğu ve özel sektörün dış borçlanmada çoğunlukla özel kuruluşlardan borçlandığı görülmüştür. Daha sonraki aşamada Türkiye'de özel sektör dış borçlanması ve bazı makroekonomik göstergelerin ilişkisi değerlendirilmiştir. Özel sektör dış borçlanmasının yıllar itibarıyla göstermiş olduğu seyir ile bütçe açığı, yurtiçi faiz oranı, LIBOR oranı, döviz kuru, sabit sermaye yatırım harcamaları, ihracat, ithalat ve BİST-100 göstergesi ilişkisi değerlendirilmiştir. Çalışmaya yönelik literatür incelemesi sonucunda bütçe dengesi, dışa açıklık, iç borçlanma, iç tasarruf, ihracatın dış borçlanma üzerinde pozitif yönlü etkisi olduğu görülmüştür. Enflasyon, para arzı, döviz kuru, yatırım harcamaları değişkenlerinin ise negatif yönlü etkisi olduğu belirlenmiştir. Dış borçlanmada özel sektör ayrımının yapıldığı çalışmalarda ithalat, ihracat, sanayi üretim endeksi, döviz kuru, ekonomik büyüme, yatırım harcamaları, enflasyon, dış açıklık değişkenleri özel sektör dış borçlanmanın nedenleri olarak belirlenmiştir. Literatürde özel sektör dış borçlanması ayrımı yapan çalışmalarda daha çok kalkınmaya yönelik yatırımların finanse edilebilmesi için dış borçlanmanın tercih edildiği görülmektedir.

Üçüncü bölümde, özel sektör toplam dış borç stokunu etkileyen bazı temel makroekonomik göstergelerle arasındaki ilişkilerin belirlenmesi amacıyla Türkiye'de 2000:1-2016:4 dönemi için, ARDL Analizi ve Hata Düzeltme Modeli uygulanmıştır. Değişkenlerin belirlenmesinde literatürde yer alan çalışmalar ve iktisadi teoriler kaynaklık etmiştir. Çalışmada özel sektör toplam, kısa ve uzun vadeli dış borçlanması

olmak üzere üç ayrı model incelenmiştir. Modellerde kullanılan değişkenler; özel sektör dış borç stoku, özel sektör kısa vadeli dış borç stoku, özel sektör uzun vadeli dış borç stoku ile bütçe dengesi, yurtiçi faiz oranı, LIBOR, döviz kuru, sabit sermaye yatırım harcamaları, ihracat, ithalat ve BİST-100 göstergesidir. Literatüre katkı sağlamak amacıyla özel sektör dış borçlanması öncelikle üç dönemde incelenmiş daha sonra iç piyasada istikrar göstergesi olarak Borsa İstanbul-100 (BİST-100) göstergesi eklenmiş, yurtiçi faiz göstergesi olarak TCMB tarafından yurtiçi faiz olarak belirtilen bir haftalık repo faiz oranı kullanılmıştır. Çalışma sonucunda, oluşturulan modellerde, değişkenler arasında eş bütünleşme ilişkisinin varlığı tespit edilmiştir.

Hata Düzeltme Modeli sonucuna göre, Model 1 için hata düzeltme mekanizması işlememekte, Model 2 ve Model 3 için işlemektedir. Model 2’de bütçe dengesi, yurtiçi faiz oranı, yurtdışı faiz oranı, sabit sermaye yatırım harcamaları ve ithalat ile özel sektör kısa vadeli dış borç stoku arasında istatistikî olarak anlamlı ilişki tespit edilmiştir. Model 3’de değişkenlerin tamamının cari dönem ve gecikmeli dönem değerlerinin özel sektör uzun vadeli dış borç stoku üzerinde etkili olduğu sonucu elde edilmiştir.

Model 1’e göre ARDL Analizi uzun dönem sonucunda, yurtiçi faiz, reel efektif döviz kuru, BİST-100 göstergesi, ihracat ve ithalat değişkenleri ile özel sektör toplam dış borç stoku arasında istatistikî olarak anlamlı ve pozitif yönlü ilişki olduğu belirlenmiştir. Bütçe dengesi ve sabit sermaye yatırım harcamalarının ise özel sektör toplam dış borçlanması üzerinde etkisinin olmadığı ortaya çıkmıştır. İhracat değişkeni ile özel sektör toplam dış borç stoku arasında istediği değişkenlerden daha güçlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuç Dücan (2017)’in çalışmasındaki özel sektör uzun vadeli dış borçlanması üzerinde ihracatın önemli bir etken olduğu sonucuyla örtüşmektedir. Özel sektör toplam dış borç stoku üzerinde Model 1’e dâhil edilen değişkenler içerisinde sadece yurtiçi faiz oranındaki artışların negatif etkiye sahip olduğu belirlenmiştir. Model 1’in analiz sonuçlarından yola çıkarak; yurtiçi faiz artışı özel sektör toplam dış borçlanmasını olumsuz etkilemektedir. Yani Merkez Bankası, faizleri artırdıkça özel sektör dış borçlanması azalma gösterecektir. Reel efektif döviz kuru artışı yani Türk Lirasının değerlenmesi özel sektör toplam dış borçlanmasını artıracaktır. Bunun nedeni Türk Lirasının değerlenmesine bağlı azalan net ihracat olarak görülebilir. Türkiye’de ihracat artışı ile özel sektör dış borçlanması arasında aynı yönlü ilişki olduğu da görülmüştür. Bu durumu ihracatın büyük bir bölümünün KOBİ’ler

tarafından yapıldığı ve üretimin satıcı kredileri ve Eximbank kredileri kanalıyla yürütüldüğü görüşü ile açıklanabilir. Borçlanmaya bağlı olduğu düşüncesi açıklamaktadır. Bu anlamda Merkez Bankası tarafından kur baskısının azaltılması önem taşımaktadır. Dolayısıyla döviz kurunda istikrar sağlanması, özel sektörün dış borçlanmasına bağlı oluşabilecek finansal kırılganlığı olumlu etkileyebilecektir. Bununla birlikte BİST-100 göstergesi artışı yani iç ekonomik istikrar artışı özel sektör toplam dış borçlanmasının kolaylaştığı şeklinde yorumlanabilir.

Model 2'ye göre ARDL Analizi uzun dönem sonucunda, yurtdışı faiz oranı (LIBOR) ile özel sektör kısa vadeli dış borçlanması arasında negatif yönlü ilişki vardır. İthalat ile özel sektör kısa vadeli dış borçlanma arasında pozitif yönlü ilişki belirlenmiştir. Bu sonuç Hajivassiliou (1987)'nin çalışmasında ithalatın toplam dış borçlanmayı pozitif yönlü etkilediği sonucunu desteklemektedir. Bütçe dengesi, döviz kuru, sabit sermaye yatırım harcamaları ile özel sektör kısa vadeli dış borçlanması arasında pozitif yönlü ilişki vardır. Bu sonuç Akduğan (2017)'in çalışmasında bütçe dengesinin toplam dış borçlanma üzerinde pozitif yönlü etkisi olduğu sonucu ile örtüşmektedir. Bütçe dengesi, özel sektör kısa vadeli dış borçlanmasını etkileyen en önemli değişkendir. Bu anlamda hükümetin denk bütçe politikası uygulamaya devam etmesi özel sektör kısa vadeli dış borçlanmasını azaltabilecektir. Bununla birlikte reel efektif döviz kurundaki artış yani Türk Lirasındaki değerlenme kısa dönemde de özel sektör toplam dış borçlanmasını artırmaktadır. Model 2 sabit sermaye yatırım harcamaları arttığı için özel sektör kısa vadeli dış borçlanmasının arttığını göstermiştir. Özel sektör kısa vadeli dış borçlanması verimli alanlara yöneldiği sürece iktisadi açıdan sorun yaratmayacak ve sabit sermaye yatırımlarının artmasıyla ekonomik büyüme artacaktır. Ayrıca ithalat arttıkça özel sektörün dış tasarruf ihtiyacı artmakta ve kısa vadeli kaynak kullanımı da yükselmektedir. Bu anlamda ithalatın azalması özel sektör kısa vadeli dış borçlanmasını azaltacaktır. Fakat Türkiye'nin ihracatının ithalata bağımlılığı yüksektir. Bu nedenle ithalatın azaltılması yerine iç piyasada ithalat bağımlılığını engelleyecek mal ve hizmetlerin üretilmesinin özel sektör kısa vadeli dış borçlanmasını azaltacağı söylenebilir. Bununla birlikte yurtdışı faiz oranı arttıkça özel sektör kısa vadeli dış borçlanması azalmaktadır. Yurtiçi faiz, ihracat, BİST-100 değişkenlerinin ise özel sektör kısa vadeli dış borçlanması üzerinde etkisinin olmadığı belirlenmiştir. Bu sonuç Dücan ve Bakan (2015)'in çalışmasında tespit edilen ihracatın özel sektör kısa vadeli dış borçlanmanın nedeni olmadığı sonucunu desteklemektedir.

Model 3'e göre ARDL Analizi uzun dönem sonucunda, yurtdışı faiz oranı, yurtiçi faiz oranı, BİST-100 göstergesi, sabit sermaye yatırım harcamaları ve ihracat ile özel sektör uzun vadeli dış borçlanması arasında istatistikî olarak anlamlı ve pozitif yönlü ilişki tespit edilmiştir. Bütçe dengesi ve ithalat değişkenleri ile özel sektör uzun vadeli dış borç stoku arasında istatistikî olarak anlamsız ilişki olduğu görülmüştür. Uzun dönemli belirleyicilerden BİST-100 göstergesi, sabit sermaye yatırım harcamaları ve ihracat değişkenleri diğerlerinden daha güçlü etkiye sahiptirler. Değişkenler içerisinde sadece döviz kurunun özel sektör uzun vadeli dış borçlanması üzerinde zayıf ve negatif yönlü etkiye sahip olduğu belirlenmiştir. Bu sonuç Akdoğan (2017) ve Bölükbaş (2012)'in çalışmalarında da döviz kurunun toplam dış borçlanmayı negatif yönlü etkilediği sonucunu desteklemektedir. Model 3'e göre özel sektör uzun vadeli dış borçlanmaya özellikle sabit sermaye yatırım harcamaları, ihracatın finansmanı ve iç ekonomik istikrara bağlı olarak başvurmaktadır. Bununla birlikte yurtdışı faiz oranı da özel sektör uzun vadeli dış borçlanmada etkili olan bir diğer değişkendir. Bu sonuç Udoka ve Anyingang (2010)'in çalışmasında toplam dış borçlanma üzerinde yurtdışı faiz oranının pozitif yönlü etkisi olduğu sonucu ile örtüşmektedir..

KAYNAKÇA

Abdelhafidh, S. (2011). Saving, Debt Inflows, And Growth Nexus In Tunisia. *Saving and Development*, 35 (1), s. 29-53.

Acar, M. (2006). DB: Dünya Bankası. Ş. H. Çalış, B. Akgün, & Ö. Kutlu içinde, *Uluslararası Örgütler ve Türkiye* (s. 77-105). Konya: Çizgi Kitabevi.

Acaravcı, A., & Öztürk, İ. (2002). Döviz Kurundaki Değişkenliğin Türkiye İhracatı Üzerine Etkisi: Ampirik Bir Çalışma. *Review of Social, Economic & Business Studies* (2), s. 197-206.

Adıyaman, A. T. (2006). Dış Borçlarımız Ve Ekonomik Etkileri. *Sayıştay Dergisi* (62), s. 21-45.

Akar, H. (2013). Dış Borç Sorunu ve Mali Kriz. Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi.

Akdiş, M. (2003). Türkiye'nin Borç Gelişimi (Sorunlar- Öneriler). *GETIAD Konferansları-6*, (s. 2-50). Denizli.

Akdoğan, A. (2016). *Kamu Maliyesi*. Ankara: Gazi Kitabevi.

Akdoğan, U. (2017). Türkiye'de Dış Borç Stokunun Belirleyicileri. *Business and Economics Research Journal*, 8 (2), s. 183-202.

Akkaya, A. T. (2010). *Uluslararası Borç Krizi ve Türkiye Borçlarının Sürdürülebilirliği*. Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi.

Aksoy, E. (2012). Osmanlı İmparatorluğu'nda Yenileşme Döneminde Dış Borçlanmanın Bütçe Açıklarının Finansmanı Üzerindeki Etkisi (1699-1923). İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Doktora Tezi.

Aktan, C. C., Utkulu, U., & Togay, S. (1998). *Nasıl Bir Para Sistemi? Parasal Disiplin ve Parasal İstikrar İçin Alternatif Öneriler*. İstanbul: İMKB Yayını.

Al-Fawwaz, T. M. (2016). Determinants of External Debt in Jordan: An Empirical Study(1990-2014). *International Business Research*, 9 (7), s. 116-123.

Amoateng, K., & Amoako, A. B. (1996). Economic Growth, Export and External Debt Causality: The Case of African Countries. *Applied Economics*, 28 (1), s. 21-27.

Arteta, C., & Hale, G. (2008). Sovereign Debt Crises and Credit to the Private Sector. *Journal of International Economics* (74), s. 53-69.

Ateş, G. (2002). *Borç Yönetim Ofisi ve Türkiye Uygulaması Üzerine Bir Çalışma*. T.C. Hazine Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Araştırma ve İnceleme dizisi.

Awan, A., Asghar, N., & Rehman, H. u. (2011, June). The Impact of Exchange Rate, Fiscal Deficit and Terms of Trade on External Debt of Pakistan: A Cointegration and Causality Analysis. *Australian Journal of Business and Management Research*, 1 (3), s. 10-24.

Ayhan, F. (2016). Döviz Kuru Oynaklığı, Dış Ticaret ve İstihdam İlişkisi: Türkiye Uygulaması. Konya: Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Doktora tezi.

Aykın, H. (2017). *Özel Kesim Dış Borçlarının Ulusal Vergi Tabanını Aşındırması ve Karşı Önlemler*. Vergi Dosyası: <https://vergidosyasi.com/2017/01/01/ozel-kesim-dis-borclarinin-ulusal-vergi-tabanini-asindirmasi-ve-karsi-onlemler/> (01.12.2017)

Azgün, S. (2005). Dış Borç Sürdürülebilirliği: Zamanlararası Bütçe Kısıtı Testleri. *Sosyal Bilimler Dergisi* (2), 57-68.

Bağcı, H. (2001). *Kamu Borçları Yönetimi ve Türkiye İçin Bir Değerlendirme*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No:135.

Bal, H. (1999). Uluslararası Finansman , Dış Borç Yönetimi ve Türkiye. Adana: Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Doktora Tezi.

Bayat, T. (2011). Türkiye'de Döviz Kuru ve Nispi Fiyat Değişkenliği: Doğrusal ve Doğrusal Olmayan Zaman Serileri Analizi. İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Doktora Tezi.

- Berber, M. (2017). *İktisadi Büyüme ve Kalkınma*. Trabzon: Celepler Yayınevi.
- Bilginöglü, M., & Dönek, E. (1995). Gelişmekte Olan Ülkelerde (GOÜ)'de Dış Borç Sorununun Nedenleri ve Bugünkü Boyutu. *İşletme ve Finans* (112), s. 31-43.
- Blaug, M. (1997). *Economic Theory in Retrospect*. İngiltere: Cambridge University Press.
- Bocutoğlu, E. (2016). *İktisadi Düşünceler Tarihi*. Bursa: Ekin Yayınevi.
- Bölükbaş, M. (2012). Türkiye'de Dışa Açılmanın Dış Borçlanma Üzerindeki Etkisi: Ekonometrik Bir Analiz. Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi.
- Brunner, K. (1982). Is Supply Side Economics Enough? *Cato Journal*, 2 (3), s. 843-849.
- Buchanan, J. M. (1987). Public Debt, *New Palgrave Dictionary of Economics*. 5, s. 1044-1047.
- Buchanan, J. M. (1997). The Balanced Budget Amendment: Clarifying The Arguments. *Public Choice*, 90 (1-4), s. 117-138.
- Buluş, A. (2015). *Türk İktisat Politikalarının Tarihi Temelleri*. Konya: Çizgi Kitapevi.
- Buluş, A., & Kabaklarlı, E. (2010). 1929 Ekonomik Buhranı ile Son Dönem Global Krizin Karşılaştırılması. *Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, s. 1-22.
- Ceyhan, A. C. (2010, Ağustos). Türkiye'de Dış Borç Sorunu ve Dış Borç Ekonomik Büyüme İlişkisinin Analizi. Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Üniversitesi Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi.
- Cordella, T., Ricci, L. A., & Arranz, M. R. (2005, December). Debt Overhang or Debt Irrelevance? Revisiting the Debt-Growth Link. *IMF Working Paper*, 223 (5), s. 1-55.

Cosio-Pascal, E. (2006). *The Debt Office And The Effective Debt Management Functions: An Institutional and Operational Framework*. <https://publications.iadb.org/handle/11319/6531?locale-attribute=pt&> (2.11.2017).

Coşkun, Y. (2010). Özel Sektör Borçlanma Araçları Piyasasının Gelişmesinde Düzenlemelerin Etkileri. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 4 (65), s. 2-38.

Cural, M. (2012). Kalkınmanın Finansmanında Kamu İç-Dış Borç Yapısı. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Doktora Tezi.

Çelen, M., & Zülfüoğlu, Ö. (2008). Klasik Borçlanma Teorisinin Oluşumu. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi*, 25 (2), 289-308.

Çelik, T., & İlkay, S. Ç. (2016). Türkiye’de İhracat ve İthalat Arasındaki İlişkinin 1989-2015 Dönemi İçin Test Edilmesi. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 21 (3), s. 961-969.

Çiftci, N. (2014). Türkiye’de Cari Açık, Reel Döviz Kuru ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkiler: Eş Bütünleşme Analizi. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 14 (1), s. 129-142.

Çoban, O. (2009). *İktisada Giriş*. Konya: Selçuk Üniversitesi Basımevi.

Çoğürücü, İ. (2011). Dış Borçların Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Üzerine Ekonometrik Bir İnceleme (1980-2009). Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Doktora Tezi.

Çukurçayır, S. (2011). Dış Borçların Sürdürülebilirliği: Türkiye Örneği (1980-2010). Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi.

Danışman, Y. (2009). İkiz Açıklar Ve Doğru Makro Ekonomi Politikası Seçimi. Ankara: T.C. Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Başkanlığı Mesleki Yeterlilik Tezi.

Das, T. (2005, November). *Management of External Debt: International Experiences and Best Practices*. UNITAR Best Practices Series: <http://www.unitar.org/dfm> (18.10.2017).

Dayar, H., & Sandalcı, İ. (2017, Eylül). Türkiye’de Özel Sektör Dış Borçlarının Gelişimi ve Ekonomi Üzerindeki Etkileri. *Uluslararası Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 3 (3), s. 369-382.

Dembiermont, C., Drehmann, M., & Muksakunratana, S. (2013, March). How Much Does The Private Sector Really Borrow? A New Database For Total Credit To The Private Non-Financial Sector. *BIS Quarterly Review*.

Derdiyok, T. (2001). 1980 Sonrası Borçlanma Politikaları. *Maliye Dergisi*, s. 1-18.

Doğan, İ. (2012). Borçlanmanın Büyüme Üzerine Dinamik Etkilerinin Analizi: Teori ve OECD Panel Data Çalışması. Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Doktora Tezi.

Dönek, E. (1995). Türkiye'nin Dış Borç Sorunu ve 1980 Sonrası Boyutları. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 50 (1), s. 173-186.

Dücan, E. (2017, Haziran). Özel Sektör Yurtdışı Borçlanmasının Reel Sektör ve İhracata Etkisi. *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 9 (19), s. 22-41.

Dücan, E., & Bakan, S. (2015). Özel Sektör Kısa Vadeli Borçlanmasının Reel Sektöre Etkisi: Hollanda Hastalığı Örneği. *Akademik Bakış Dergisi* (52), s. 164-185.

Edo, S. E. (2002). *The External Debt Problem in Africa: A Comparative Study of Nigeria and Morocco*. Wiley Online Library: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/1467-8268.00052/full> (01.10.2017).

Eğilmez, M. (2016, Mayıs 31). *AKP Öncesi ve Sonrası Ekonomi*. Kendime Yazılar: <http://www.mahfiegilmez.com/2016/05/akp-oncesi-ve-sonras-ekonomi.html> (20.02.2017).

Eğilmez, M. (2013, Mayıs 28). *Dış Borçlarımız Ve Yorum Farkları*. Kendime Yazılar: <http://www.mahfiegilmez.com/2013/05/ds-borclarmz-ve-yorum-farklar.html> (28.11.2017).

Enders, W. (2010). *Applied Econometric Time Series*. New York: John Wiley and Sons.

Erdem, E., Akdemir, T., & İlgün, F. (2014). Borç Krizi ve Merkez Bankası Bağımsızlığı İlişkisi: Parasal Birliğe Dahil Ülkelere Yönelik Panel Veri Analizi. *The International Journal of Economic and Social Research*, 10 (1), s. 61-81.

Erdem, M., Şenyüz, D., & Tathoğlu, İ. (2007). *Kamu Maliyesi*. Bursa: Ekin Yayınevi.

Erdoğan, S., & Yıldırım, D. Ç. (2011). Türkiye'de Döviz Kuru Kanalinin İşleyişi: Var Modeli İle Bir Analiz. *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi* (39), s. 94-108.

Eriç, G. E. (2009). Arz-Yönlü İktisat ve Laffer Eğrisinin Türkiye Tahmini: 1982-2008. İstanbul Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi.

Erkan, Ç., Tutar, E., Tutar, F., & Eren, M. V. (2012). *Türkiye'nin Dış Borçlarının Analizi (1980-2012)*. <http://www.eecon.info/papers/483.pdf> (05.05.2017).

Eroğlu, M. (2014, Nisan). Paylari Borsada İşlem Gören Halka Açık Şirketlerde Kurumsal Yönetim İlkelerine İlişkin Yeni Sistem. *Legal Hukuk Dergisi*, 12 (136), s. 31-71.

Esener, Ç. (2012). Gelişmekte Olan Ülkelerde ve Türkiye'de İktisadi ve Mali Yapı Üzerindeki Etkileri Çerçevesinde Dış Borçlanmanın Belirleyicilerinin İncelenmesi ve Değerlendirilmesi: 1980- 2010. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Doktora Tezi.

Evgin, T. (1996). Dış Borçlanma Ve Dış Borçlarımızda Yapılan Düzenlemeler. *Ekonomik Yaklaşım* . Hazine Müsteşarlığı, Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, sayı:23.

Gök, A. (2006, Haziran). Kalkınmanın Finansmanında Dış Borçlanma ve Borç Yönetimi. *Öneri Dergisi*, 7 (26), s. 199-204.

Gözler, K. (2007). *Hukuka Giriş*. Bursa: Ekin Kitabevi.

Gujarati, D. N. (2016). *Temel Ekonometri*. (Ü. Şenesen, & G. Şenesen, Çev.) İstanbul: Literatür Yayıncılık.

Gülmez, A. (2015). Türkiye'de Dış Finansman Kaynakları Ekonomik Büyüme İlişkisi: ARDL Sınır Testi Yaklaşımı. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 11 (2), s. 139-152.

Güneş, İ., Kutlu, E., & Yakut, K. (1999). Avrupa Birliği. E. Kutlu içinde, *Çağdaş Dünya Tarihi* (s. 180-201). T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları.

Hajivassiliou, V. A. (1987). The External Debt Repayments Problems of LDC's: An Economic Model Based on Panel Data. *Journal of Econometrics*, 36 (1), s. 205-230.

Hallak, I. (2009, May). External Debt to the Private Sector and the Price of Bank Loans. *Carefin Working Paper*, 9 (8), s. 1-23.

Hausmann, R., & Panizza, U. (2003, Aralık). On the determinants of Original Sin: an empirical investigation. *Journal of International Money and Finance*, 22 (7), s. 957-990.

Hume, D. (1994). *Political Essays*. (K. Haakonssen, Çev.) Cambridge:Cambridge University Press.

Hyman, D. N. (1990). *Public Finance: A Contemporary Application of Theory to Policy*. Chicago: The Dryden Press Printed in The United States of America.

Imimole, B., Imoughele, L. E., & Okhuese, M. A. (2014). Determinants and Sustainability of External Debt in a Deregulated Economy: A Cointegration Analysis from Nigeria (1986-2010). *American International Journal of Contemporary Research*, 4 (6), s. 201-2014.

İnce, M. (1996). *Devlet Borçlanması (Kamu Kredisi)*. Ankara: Seçkin Kitapevi.

International Monetary Fund, IMF Lending. (2017, October). <http://www.imf.org/en/About/Factsheets/IMF-Lending> (15.03.2017).

International Monetary Fund, The Challenge of Maintaining Long-Term External Debt Sustainability. (2001, April 20). <https://www.imf.org/external/np/hipc/2001/lt/042001.pdf> (15.03.2017).

Javed, Z. H., & Şahinöz, A. (2005). External Debt: Some Experience from Turkish Economy. *Journal of Applied Sciences*, 5 (2), s. 363-367.

Jeanneau, S., & Tovar, C. E. (2008). Financial stability implications of local currency bond markets: an overview of the risks. *Bank for International Settlements Papers* (36), s. 65-88.

Kamin, S. B., & Klau, M. (1998). Some Multi-Country Evidence on the Effects of Real Exchange Rates on Output. *International Finance Discussion Paper* (611), s. 1-23.

Kara, M. (2001). Türkiye'nin Ekonomik Büyüme Sürecinde Dış Borç Çıkmazı. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6 (1), s. 95-110.

Karaçor, Z. (2006). Öğrenen Ekonomi Türkiye: Kasım 2000-Şubat 2001 Krizinin Öğrettikleri. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, s. 379-391.

Karagöl, E. T. (2010, Ağustos). *Geçmişten Günümüze Türkiye'de Dış Borçlar*. Siyaset, Ekonomi ve Toplum Araştırma Vakfı: <http://file.setav.org/Files/Pdf/gecmisten-gunumuze-turkiyede-dis-borclar.pdf> (22.11.2016).

Kazgan, G. (2000). *İktisadi Düşünce veya Politik İktisadın Evrimi*. İstanbul: Remzi Kitabevi.

Keskin, K. (2010). Özel Sektör Tahvil İhracı, Avrupa Birliği Ve Türkiye. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi.

Kılavuz, E., & Dumrul, Y. (2012). İkiz Açıklar Hipotezinin Geçerliliği: Teori ve Uygulama. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 26 (3-4), s. 239-258.

Koyuncu, F. T., & Tekeli, S. (2010). 1990 Sonrası Dönemde Türkiye'de Dış Borç Stoku Üzerinde Etkili Olan Ekonomik Faktörlerin Analizi. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2 (1), s. 123-130.

Kutlu, E. (1999). Avrupa Birliği. İ. Güneş, E. Kutlu, & K. Yakut içinde, *Çağdaş Dünya Tarihi* (s. 181-202). Anadolu Üniversitesi Yayınları.

Kutlu, S., & Yurttagüler, İ. M. (2016). Türkiye'de Dışborç Ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: 1998-2014 Dönemi için Nedensellik Analizi. *Marmara Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Dergisi*, 38 (1), 229-248.

Lane, P. R. (2004). Empirical Perspectives on Long-Term External Debt. *Topics in Macroeconomics*, <http://qed.econ.queensu.ca/pub/students/dunbar/826/4/lane.pdf>, 4 (1), s. 1-30. (01.12.2017).

Mankiw, N. G. (1991). The Reincarnation of Keynesian Economics. *NBER Working Paper Series* (36), 559-565.

Mundell, R. (1993). Debts and Deficits in Alternative Macroeconomic Models. E. b. Baldassari içinde, *Debt, Deficit and Economic Performance*. New York: 5-131.

Nart, E. Ç. (2015). Dış Borç Yönetimi Açısından Finansal Kriz Riski. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 30 (2), s. 71-85.

Özçalık, M., & Erataş, F. (2014). İkiz Açıklar Hipotezinin Geçerliliği: Yükselen Piyasa Ekonomileri İçin Bir Örnek. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi* (22), 136-151.

Özdamar, G. (2015). İkiz Açıklar Hipotezi: Teorik Yaklaşımlar ve Türkiye Üzerine Ampirik Literatür İncelemesi. *Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, 7 (2), 165-186.

Özkan, H. (2006). Dış Borçların Sürdürülebilirliği Ve Türkiye Örneği. Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi.

Öztürk, S., Sözdemir, A., & Koçbulut, Ö. (2007). Türk Eximbank Programlarının Türkiye İhracatına Etkileri ve AB/DTÖ'ye Uygunluğu. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 12 (2), 179-197.

Peker, O., & Bölükbaş, M. (2013). Türkiye'de Dış Borçlanmanın Belirleyicileri: Ekonometrik Bir Analiz. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 27 (2), 289-302.

Pirimoğlu, A. (1982). *Türkiye'nin Dış Borçları İle İlgili Bir Tahlil Denemesi (1963-1980)*. Erzurum: Atatürk Üniversitesi Basımevi.

Saraç, T. B., & Yücel, M. H. (2017). Dış Borç ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği. *TURAN-SAM Uluslararası Bilimsel Hakemli Dergisi*, 9 (35), s. 15-20.

Sarı, M. (2004, Ekim). Dış Borç Yönetimi Ve Türkiye Uygulamaları. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü.

Savaş, V. (2007). *İktisadın Tarihi (5.Baskı)*. Ankara: Siyasal Kitabevi.

Schlarek, A. (2004). Debt and Economic Growth in Developing and Industrial Countries. Department of Economics Lund University.

Selvi, B. (2014). Dünya'da ve Türkiye'de Dış Borçlanma ve Dış Borçlanmanın Kontrolü. Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi.

Sevüktekin, M., & Nargeleçekenler, M. (2014). *Ekonometrik Zaman Serileri Analizi EViews Uygulamalı*. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.

Seyidoğlu, H. (2017). *Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama*. İstanbul: Güzemcan Yayınları.

Skousen, M. (2014). *İktisadi Düşünce Tarihi-Modern İktisadın İnşası*. (M. Acar, E. Erdem, & M. Toprak, Çev.) Ankara: Liberte Yayınları.

Soylu, H. (2009). Global Krize Karşı Politika Önlemleri ve Türkiye. *Maliye Dergisi* (157), s. 251-266.

Sönmezoglu, Faruk; Arıboğan, Ülke; Ayman, Gülden; Dedeoğlu, Beril;. (2005). *Uluslararası İlişkiler Sözlüğü*. İstanbul: DER yayınları.

Susam, N. (2004). Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Kamu Açığı ve Cari İşlemler Açıklarının İlişkilendirilmesi (İkiz Açıklar): Türkiye Üzerine Bir Deneme. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Doktora Tezi.

Susam, N., & Bakkal, U. (2008). Kriz Süreci Makro Değişkenleri ve 2009 Bütçe Büyüklüklerini Nasıl Etkileyecek? *Maliye Dergisi* (155), s. 72-88.

Süreççi, D. (2010). *Türkiye’de Cari Açık Üzerine Uygulanan İktisadi Politika Politika Araçlarının Etkileri*. Celal Bayar Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Doktora Tezi.

Şahin, B. E. (2012). Türkiye’de Dış Borç Sorunu Ve Avrupa Borç Krizi’nin Etkileri. *Hukuk Ve İktisat Araştırmaları Dergisi*, 4 (1), s. 45-54.

Şahin, H. (2014). *Türkiye Ekonomisi*. Bursa: Ezgi Kitabevi.

Şeker, M. (2006). Dış Borçlanmaya Teorik Bir Bakış ve Dış Borçların Ekonomik Etkileri. *SosyoEkonomi* , s. 73-92.

T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, *Kamu Borç Yönetimi Raporu*. (2016). <https://m.hazine.gov.tr/File/Index?id=9E197BA3-9FC7-4C85-AE3F-667386F46599> (01.09.2017).

Takım, A. (2012). Dış Finansal Liberalleşme Sonrası Türkiye’nin Dış Borç Dinamiğindeki Değişmeler: Bir Literatür Araştırması. *SosyoEkonomi*, 18 (18), s. 23-44.

Tanrıöver, B., & Çöllü, D. A. (2015). Türkiye’de Yatırımcıların Öngörü Performanslarının Rassal Yürüyüş Modeli Çerçevesinde Analizi. *Business and Economics Research Journal*, 6 (2), s. 127-139.

Tarı, R. (2014). *Ekonometri*. Kocaeli: Umuttepe Yayınları.

Tiruneh, M. W. (2004). An Empirical Exploration into the Determinants of External Indebtedness. *Prague Economic Papers*, 13 (3), s. 261-277.

Toktay, S. (2011). Dış Borçlar ve İktisadi Büyüme İlişkileri: Türkiye Üzerine Bir Uygulama. Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi.

Torun, N. (2015). Birim Kök Testlerinin Performanslarının Karşılaştırılması. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2017). <http://www.tcmb.gov.tr/> (01.11.2017).

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, EVDS. (2017). <https://evds2.tcmb.gov.tr/> (01.11.2017).

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Metaveri. (2017). <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/istatistikler/doviz+kurulari/reel+efektif+doviz+kuruu/metaveri> (30.12.2017).

Uçak, S. (2006). Dış Borç, Gelişmekte Olan Ülke Deneyimleri ve Türkiye. *Bilim, Eğitim ve Düşünce Dergisi*, 6 (4), 1-14.

Udoka, C. O., & Anyingang, R. A. (2010). Relationship between External Debt Management Policies and Economic Growth in Nigeria (1970-2006). *International Journal of Financial Research*, 1 (1), s. 2-13.

Ulusoy, A. (2017). *Devlet Borçlanması*. Trabzon: Umuttepe Yayınları.

Ulusoy, A. (1992). Gelişmekte Olan Ülkelerin Dış Finansman İhtiyacı, Dış Borçlanmaları ve Dünya Borç Krizi. Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Doktora Tezi.

Uysal, D., Özer, H., & Mucuk, M. (2009). Dış Borçlanma Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği (1965-2007). *Ankara Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Dergisi*, 23 (4), 161-177.

Yamaçlı, D. S. (2017). *Türkiye'de Parasal İstikrar ve 1923 Yılından Günümüze Para Politikasındaki Gelişmeler*. Ankara: Nobel Yayın.

Yamaçlı, D. S., & Saatçi, M. (2017). Türkiye’de Tüketici Enflasyonunun İktisadi Belirleyicileri: ARDL Analizi. *Business and Economics Research Journal*, 7 (3), s. 53-71.

Yavuz, A. (2009, Aralık). Başlangıcından Bugüne Türkiye’nin Borçlanma Serüveni: Durum ve Beklentiler. *SÜleyman Demirel Üniversitesi Fen Edebiyat Fakültesi Sosyal Bilimler Dergisi* (20), s. 203-226.

Yay, T. (1996). Ricardocu Denklik Teoremi. *İşletme ve Finans Ansiklopedisi* (s. 1342-1348). içinde İstanbul.

Yayla, N., Ceylan, R., & Çeviş, İ. (2017). *Türkiye’de Hisse Senetleri Piyasası ile Ekonomik Büyüme İlişkisine ARDL Yaklaşımı*. ResearchGate: DOI: 10.12739/NWSA.2017.12.4.3C0165 (01.12.2017).

Yeldan, E. (2008, Ekim 6). Bu Krizden Sonra Savaş Gelebilir. *Milliyet Gazetesi*.

Yılmaz, F., & Tezcan, N. (2007). Vergi Hasılatı ve Sabit Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Olan Etkisi: Ekonometrik Bir İncelem. *8. Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi*. Malatya.

Yurdakul, F. (2009). Türkiye’de Yüksek Faiz Politikası ve Yurtiçi-Yurtdışı Faiz Oranları Farkını Etkileyen Faktörler. *Uluslararası İnsan Bilimleri Dergisi*, 6 (1), s. 15-26.

Zerenler, M. (2004). Devletin Dış Borçlanmasının Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri. *Selçuk Üniversitesi İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 187-214.

EKLER

Ekler 1. Reel Efektif Döviz Kuru Endekslerine İlişkin Yöntemsel Açıklama

Reel efektif döviz kuru (REK), Nominal efektif döviz kurundaki (NEK) nispi fiyat etkileri arındırılarak elde edilmektedir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) tarafından hesaplanan reel efektif döviz kuru endeksleri ülkemiz fiyat düzeyinin dış ticaret yaptığımız ülkelerin fiyat düzeylerine oranının ağırlıklı geometrik ortalaması alınarak hesaplanmaktadır. Bu yöntem aşağıdaki matematiksel formül ile ifade edilebilir.

$$REK = \prod_{i=1}^N [P_{TUR} / P_i * e_{i,TU}]^{w_i}$$

Denklemden yer alan w_i "i" ülkesinin Türkiye'nin reel efektif döviz kuruendeksindeki ağırlığını, P_{TUR} Türkiye'nin fiyat endeksini, P_i "i" ülkesinin fiyat endeksini, $e_{i,TUR}$ "i" ülkesinin parasının TL cinsinden kur değerini ve N ülke sayısını göstermektedir.

Denklemden reel efektif kurun artışı TL'nin reel olarak değer kazandığını, diğer bir anlatımla Türk mallarının yabancı mallar cinsinden fiyatının arttığını göstermektedir (TCMB, Metaveri, 2017).

ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı, Soyadı : Melek Kıdemli
Uyruğu :Türkiye (TC)
Doğum Tarihi ve Yeri : 28 Mayıs 1987, Kayseri
Medeni Durumu : Bekâr
Telefon : 0 507 433 67 80
E mail : melekkidemli@gmail.com

EĞİTİM

Derece	Kurum	Mezuniyet Tarihi
Yüksek Lisans	NNY Sosyal Bilimler Enstitüsü	2018
Lisans	Selçuk Üniversitesi/İİBF/ Uluslararası İlişkiler	2010
Lise	Kayseri Lisesi	2004

YABANCI DİL

İngilizce

