

İstanbul Üniversitesi
İktisat Fakültesi
Maliye Araştırma Merkezi Konferansları
56. Seri / Yıl 2011-[2]

GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE İÇ BORÇLANMA DİNAMİKLERİ: PANEL VERİ ANALİZİ

Doç. Dr. Binhan Elif YILMAZ*
&
Yrd. Doç. Dr. Mehmet CURAL**

*İstanbul Üniversitesi
İktisat Fakültesi
Maliye Bölümü

&

**Bülent Ecevit Üniversitesi
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
Maliye Bölümü

ÖZ

Gelişmekte olan ülkeler, geçmişte genellikle büyük miktardaki dış borçlanmalarından kaynaklanan çok sayıda ekonomik kriz yaşadılar. Buna uygun şekilde bu ülkelerde borçlanma konusunda ilgi, dış borçlanma üzerine odaklanmıştı. Ancak gelişmekte olan ülkelerde 1990'lı yılların ortalarından itibaren iç borçlanma artmaktadır ve buna bağlı olarak kamu borçlarında ilgi, iç borçlanmaya kaymaktadır.

Bu bağlamda çalışmada, 17 gelişmekte olan ülkede 1980-2010 döneminde kamu iç borç stokunun gelişimi ve bunu etkileyen ekonomik dinamikler, panel veri analiziyle incelenmektedir. Analiz sonuçlarına göre, iç borç stoku ile GSYİH arasında pozitif yönlü, bütçe açığı/GSYİH ve enflasyon oranı ile negatif yönlü bir ilişki bulunmuştur.

DOMESTIC DEBT DYNAMICS IN DEVELOPING COUNTRIES: PANEL DATA ANALYSIS

ABSTRACT

Developing countries in the past, experienced many economic crises that usually caused by large amounts of external debt. Accordingly, interest on the debt in these countries focused on external borrowing. However, in developing countries, since the mid-1990s, due to increased domestic public debt interest is shifting to domestic borrowing.

In this study, using the data of 17 selected developing economies for the period of 1980-2010, the development of domestic debt stock is analyzed and economic dynamics of the domestic public stock is tested with the methodology of panel data analysis. The analysis indicates that GDP increase the domestic debt, while budget deficit/GDP and inflation rate reduce it.

GİRİŞ

Devletler, tarihin çeşitli dönemlerinde kamu harcamalarının finansmanı için gerekli olan fonları öncelikle kendi gelir kaynaklarından sağlamaya çalışmış

ardından, halktan aldığı vergileri kullanmaya başlamıştır. Modern devlet olarak adlandırılan günümüz devletlerinin en önemli gelir kaynağı vergilerdir. Fakat zamanla vergi kaynaklarının yetersiz kalması durumunda devletler borçlanma yolunu seçmişlerdir. Kamu borçlarının analizinde, geleneksel olarak üzerinde en fazla durulan dış borçlar olmuştur. Bununla birlikte gelişmekte olan ülkelerde 1990'lı yılların ortalarından itibaren dış borçlar yerine iç borçlara doğru bir yönelim gözlenmektedir. Ekonomik literatürde birçok yazar kamu borçlanmasında temel risk olarak, toplam kamu borcunun GSYİH'ye oranını ve ülkenin mali, finansal ve siyasi yapısını dikkate almaktadır.

Bu bağlamda bu çalışmada 17 gelişmekte olan ülkede kamu borçlarının iç ve dış arasındaki dağılımı üzerinde etkili olan ekonomik dinamikler analiz edilmektedir. Çalışma, dört bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın ilk bölümünde iç borçlanma kavramı, ikinci bölümde 17 gelişmekte olan ülkede 1980-2010 dönemindeki gelişimi, oransal olarak analiz edilmektedir. Çalışmanın üçüncü bölümünde, iç borçlanma dinamiklerine ilişkin değişik ülke gruplarında yapılan literatür taraması yer almaktadır. Çalışmanın son bölümünde ise 17 gelişmekte olan ülkede iç borçlanma dinamiklerine yönelik panel veri analizi çerçevesinde çeşitli bulgulara ulaşılmaktadır.

1. İÇ BORÇLANMA KAVRAMI

Kamu borçlanması, devletin belirlenen bir takvime göre, önceden tayin edilen hakların sahiplerine faiz ve/veya anapara ödemeleri yapmasına ilişkin yasal bir yükümlülüktür. Kamu borçlanmasında, iç ve dış borçlanma arasında bir ayırım yapmak oldukça zordur. Literatürde, iç borç ile dış borç ayırımında üç kriter kullanılmaktadır. Borç ayırımında kullanılan birinci kriter borcun ihraç edildiği para cinsine, ikinci kriter alacaklının yerleşim yerine ve üçüncü kriter ise borç ihracının yapıldığı yer ve borç sözleşmesinin düzenlendiği mevzuata odaklanmaktadır (Panizza, 2008: 6). Günümüzde, uluslararası sermaye piyasalarında serbestleşmenin artmasıyla borçlanma senedinin kimde olduğunu ayırt etmek zorlaşmıştır.

Kamu borçlanması, geçmişte olağanüstü bir finansman yöntemi olarak kabul edilirken, devlete yüklenen fonksiyonların artmasıyla olağan bir finansman yöntemi olarak maliye politikasının araçlarından biri haline

gelmiştir. Devletler, gerek harcamaların gelirlerden daha fazla olması durumunda mali bir amaçla gerekse çeşitli ekonomik amaçlarla iç borçlanmaya başvurabilir. Hükümetler, bütçe açıklarını finanse etmek, sermaye ve mali piyasaların gelişmesini sağlamak ve para politikası uygulamak amacıyla iç borçlanmaya başvurabilirler (Jonson, 2001: 8). Hükümetler ayrıca dış borç krizlerinde büyük miktarda dış borç servisini karşılamak ve dış borçlanma imkanlarının daralması durumunda iç borçlanmaya gidebilir. Diğer taraftan ekonomik gelişmeyi hızlandırmak amacıyla üretken altyapı yatırımlarının finansmanı amacıyla iç borçlanmaya başvurulabilir.

Aslında gelişmekte olan ülkeler (GOÜ)'in çoğunda iç borçlanma imkânları, oldukça sınırlıdır. Çünkü bu ülkelerin çoğunda kişisel-kurumsal gelirler ve yurt içi tasarruflar oldukça düşüktür. Diğer taraftan düşük olan gelirin oransal olarak büyük bir bölümü tüketime gitmektedir. Bu ülkelerde düşük düzeyde olan yurtiçi tasarruflar genellikle üretken alanlar yerine gayrimenkul, altın ve döviz gibi alanlarda değerlendirilmektedir (Şen vd., 2008: 246). Diğer taraftan GOÜ'lerde kredi piyasalarının sığ ve kurumsal kredi değerliliğinin zayıf olması, iç borçlanma imkânlarını sınırlandırmaktadır (Abbas, 2007). Bu ülkelerin çoğunda iç borçlanmanın en önemli kaynağı olan bankacılık sektörünün zayıf olmasının yanı sıra, sigorta, yatırım ve emeklilik fonlarının yetersizliği, borç verilebilir fon arzını sınırlandırmaktadır.

Diğer taraftan GOÜ'lerin çoğu, para ve maliye politikaları güvenilir olmadığından, gelişmiş ülkelerdeki gibi, uzun vadeli ve düşük reel faizle borçlanamamaktadır (Borensztein vd. 2009: 26). Zira yüksek enflasyon, diğer koşullar sabit olduğu varsayımı altında, ekonomik belirsizliği artırmaktadır. Yüksek enflasyon, iç borç stokunun tümü dövize ya da fiyatlara endeksli olmadıkça iç borçlanma maliyetlerini artıracaktır (Lima vd., 2008:207). Bu durumda yatırımcılar, enflasyon riskinden korunmak amacıyla sadece dış borç vermek isteyeceklerdir (Chamon and Hausmann, 2009: 12-13). Dolayısıyla maliye ve para politikaları istikrarlı olmayan GOÜ'lerde, hem yurt içi hem de yurt dışı yatırımcılar, iç borçlanma senetlerini almak istemeyeceklerdir.

Ancak GOÜ'lerin, belli bir gelişmişlik düzeyini yakalayabilmek için yeni yatırımlara ihtiyaçları vardır. Bu bağlamda GOÜ'lerin ekonomik gelişmeyi hızlandırma ve sanayileşme çabaları, kamu borçlarının artmasına neden olmaktadır (Blejer, 2009: 232). Bu süreçte, ekonomik gelişme düzeyi arttıkça, toplam kamu borçları içinde iç borçlar daha ağırlıklı bir yapıya

sahip olmaktadır. Çünkü ekonomi geliştikçe gönüllü tasarruflar artmakta, böylece kamu harcamaları için zorunlu ödemeler yerine gönüllü tasarruf kaynaklarını daha fazla kullanma olanağı doğmaktadır (Bulutoğlu, 2004: 200). Zira ekonomik gelişme sayesinde gelişen mali kurumlar ve sermaye piyasası, ödünç verilebilir fonları artırarak devletin tahvil sürerek gelir toplamasını kolaylaştırmaktadır. Bu nedenle, ülke geliştikçe daha yüksek tasarruf havuzuna ve iç borçlanmada daha yüksek güvene sahip olmaktadır (Abbas, 2007: 20). Diğer taraftan ekonomik gelişmeyle birlikte iç borç stoku arttıkça, iç borç faiz ödemeleri de artmaktadır (Reinhart and Rogoff, 2007: 5). Böylece, ekonomik gelişme düzeyi yükseldikçe, iç borçların toplam kamu borçları içindeki payı yükselmektedir.

Diğer taraftan GOÜ'lerin çoğu, yurtdışı tasarrufların yetersiz olması, kamu gelirlerinin düşük ve değişken olması ve kamu harcamalarının rasyonel olmaması nedeniyle yoğun olarak borçlanmanın doğurduğu iktisadi sıkıntılarla karşılaşmaktadır. Nitekim ülkelerin kamu borç yapıları, ekonomik performanslarının önemli bir faktörü olarak düşünülmektedir. Dünya Bankası'na göre tarih boyunca birçok ülkede ekonomik krizlerin ortaya çıkmasında ve yayılmasında, borç stokunun vade, döviz ve faiz yapısının zayıf olması ve borçla ilgili büyük ve değişken yükümlülüklerin olması önemli bir faktör olmuştur. Nitekim Latin Amerika, Rusya ve Asya'da yaşanan borç krizlerinin ekonomileri sarsması, politikacıların ve ekonomistlerin dikkatlerinin ihmal edilen borç yapısına odaklanmasını sağlamıştır. Özellikle Meksika'da Tekila Krizi ve 1998 Rusya Krizi, borç yapısının krizlerin sıklığı ve şiddeti üzerinde önemli etkilerinin olduğu izlenimlerin ortaya çıkmasını sağlamıştır (World Bank, 2001: 2).

Öyle ki son yıllarda GOÜ'lerde dış borçlar yerine iç borçlara doğru bir yönelim gözlenmektedir. Günümüzde genel kabul edilen görüşe göre iç borçlanma, genellikle döviz uyumsuzluğunu azaltarak ve daha istikrarlı bir yatırım tabanı yaratarak avantaj sağlamak ve dış borçlanmadan kaynaklanan riskleri azaltmaktadır. Çünkü gelişmiş ülkeler yurt dışından kendi ülke paralarıyla borçlanmakta, ancak çoğu GOÜ ise yabancı para cinsinden borçlanmaktadır. GOÜ'lerin çoğunda reel döviz kurunun oynaklığıyla birleşen dış borçlanma, Gayri Safi Yurtdışı Hâsıla (GSYİH) büyüme oranının oynaklığını, sermaye akışını ve ani borç patlaması riskini artırmaktadır. Dolayısıyla GOÜ'lerde son yıllarda kamu iç borçlanmasının artışı, uluslararası sermaye hareketlerinin finansal kriz üreden “ani durma” (sudden stop) ve

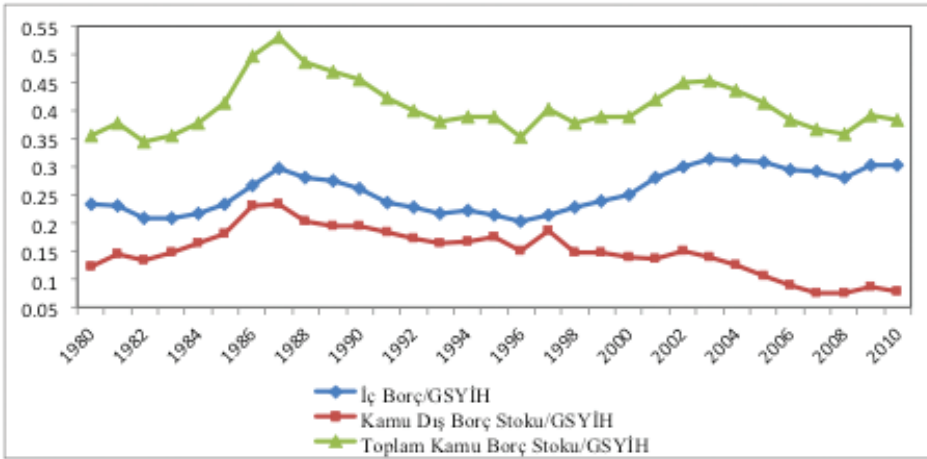
yabancı para cinsinden borçlanamama ile ilgili bazı sorunları azaltabileceği beklentilerini yansıtmaktadır (Panizza, 2008: 11).

2. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE KAMU İÇ BORÇLARININ GELİŞİMİ

GOÜ'lerde iç borçlanma, 1990'lı yıllardan sonra artmaya başlamıştır. İç borçlardaki bu artışa karşılık dış borçların toplam kamu borçları içindeki payı azalmaktadır. Öyle ki 1990'lı yıllarda iç borçların toplam borçları içindeki payı yaklaşık üçte bir iken (IMF, 2003: 116) bu eğilim son yıllarda hızlanmış, 2006 yılında yaklaşık %70'e ulaşmıştır (BM, 2007: 6).

Bu bağlamda iç borçların artışını değerlendirebilmek amacıyla aşağıda Grafik 1'de 17 GOÜ'de iç borç, kamu dış borç ve toplam kamu borç stokunun GSYİH içindeki gelişimi gösterilmektedir.

Grafik 1: GOÜ'lerde Kamu Borç Stokunun GSYİH İçindeki Gelişimi



Kaynak: IMF International Financial Statistics Yearbook 2002 ve GOÜ'lerin Maliye Bakanlığı, Resmi İstatistik Kurumları ve Merkez Bankası web sitelerinden derlenerek oluşturulmuştur.

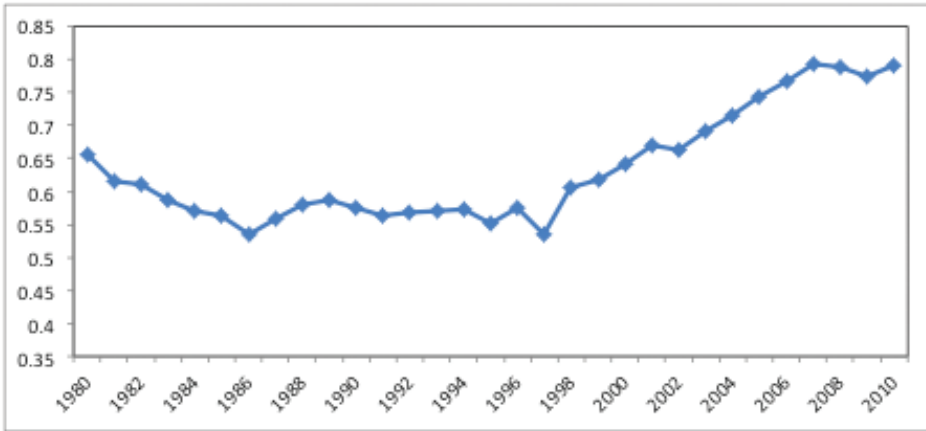
Grafik 1'de görüldüğü üzere toplam kamu borç stokunun GSYİH'ye oranı, 1980 yılında yaklaşık %35 iken 1983 yılından itibaren hızla yükselerek 1987 yılında yaklaşık %53 olarak gerçekleşmiştir. 1988 yılından itibaren sürekli olarak azalan toplam kamu borç stoku/GSYİH oranı, 1996 yılında tekrar %35'e

gerilemiş, daha sonraki yıllarda artarak 2003 yılında %45'e ulaşmıştır. Kamu borç stoku/GSYİH oranı 2004 yılından itibaren azalmaya başlamakla birlikte 2008 küresel finans krizinin de etkisiyle 2009 yılında bir miktar yükselmiştir.

Kamu dış borç stokunun GSYİH içindeki payı ise 1990'lı yılların sonlarına kadar toplam kamu stoku ve iç borç stoku ile benzer yönde hareket etmiş, 2000'li yıllarda ise sürekli olarak azalmıştır. Öyleki kamu dış borç stokunun GSYİH içindeki payı, 1980 yılında %12 iken en 1987 yılında en yüksek değerine ulaşmış (%23), sonraki yıllarda sürekli olarak azalarak 2008 yılında %1'in altına düşmüştür (Grafik 1).

Grafik 1'de görüldüğü üzere iç borç stokunun GSYİH'ye oranının, kamu dış borç stokundan daha yüksek ve genel olarak toplam kamu borç stokunun gelişimiyle benzer olduğu görülmektedir. Kamu iç borç stokunun GSYİH'ye oranı, 1980 yılında yaklaşık %23 iken 1987 yılında yaklaşık %29'a yükselmiş, 1988 yılından itibaren sürekli azalarak 1996 yılında %20 gerçekleşmiştir. Kamu iç borç stoku/GSYİH oranı, daha sonraki yıllarda artarak 2003 yılında en yüksek seviyesine, yaklaşık %31'e yükselmiştir. Bu oran, 2004 yılından itibaren azalmakla birlikte 2008 küresel finans krizinin etkisiyle 2009 yılında bir miktar yükselmiştir.

Grafik 2: GOÜ'lerde İç Borç Stokunun Toplam Kamu Borç Stoku İçindeki Gelişimi, %



Kaynak: IMF International Financial Statistics Yearbook 2002, GOÜ'lerin Maliye Bakanlığı, Resmi İstatistik Kurumları ve Merkez Bankası web sitelerinden derlenerek oluşturulmuştur.

Grafik 2’de GOÜ’lerde iç borç stokunun toplam kamu borç stoku içindeki gelişimi gösterilmektedir. Grafikte görüldüğü üzere 1980 yılında toplam kamu borç stokunun yaklaşık % 65’i iç borç stokundan oluşmaktadır. İç borç stokunun toplam kamu borç stokuna oranı, 1981-1986 döneminde sürekli azalarak %53’e gerilemiştir. Bu azalmanın, Grafik 1 ile birlikte değerlendirildiğinde, aslında bu dönemde kamu dış borç stokunun daha hızlı artışından kaynaklandığı görülmektedir. İç borç stokunun toplam kamu borç stoku içindeki payı, 1990’lı yıllarda yatay bir seyir izlemiş, yaklaşık %57 olarak gerçekleşmiştir. Bununla birlikte iç borç stokunun toplam kamu borç stoku içindeki payı, 1998 yılından itibaren hızla yükselerek 2007 yılında, en yüksek seviyesine, yaklaşık %79 olarak gerçekleşmiştir.

GOÜ’lerde iç borçlanımın toplam kamu borçları içindeki artışı, birçok faktörü yansıtmaktadır. *İlk olarak* 1994 ve 2002 yılları arasında GOÜ’leri etkileyen finansal krizler sonucunda iç borçlarda belirgin bir artış gerçekleşmiştir. Finansal kriz yaşanan ülkelerde kamu iç borçlanmasında gerçekleşen artışın çoğu, bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılmasından kaynaklanmıştır. Bankacılık krizleri nedeniyle dış finansman kaynaklarının azalması, hükümetlerin hem finansman ihtiyacını karşılamak hem de bankaları desteklemek amacıyla önemli miktarda iç borç ihracı yapmalarına yol açmıştır. 1995 ve 2004 arasında büyük ölçekli finansal kriz yaşayan Arjantin, Türkiye, Endonezya, Tayland, Uruguay ve Tayland’ın kamu iç borçları büyük miktarda artmıştır. Finansal kriz geçiren bu altı ülke, 1995-2004 arasında iç borç/GSYİH oranında en yüksek artış olan on ülkeden altısını temsil etmektedir. Üstelik finansal kriz geçiren altı ülkenin dördünde, iç borç stokundaki artışın hemen hemen tamamı finansal krizlerden kaynaklanmıştır (Hanson, 2007: 9).

İkinci olarak, sermaye akımlarının serbestleştirilmesi ve yurtiçi finansal piyasalarda uzmanlaşmanın artmasıyla uluslararası borç verilebilir fon arzı artmıştır. Zira sermaye akımlarının serbestleştirilmesi, birçok ülkede kurumsal ve düzenleyici politikaların uygulanmasını sağlayarak yurtiçi finansal piyasaların derinleşmesine ve iç borçlanmanın artmasına katkıda bulunmuştur. Hatta serbestleşme süreci, başarılı makroekonomik politikalarla enflasyonu kontrol altına alan ülkelerde iç borçlanma piyasalarına büyük miktarda yabancı yatırımcının girmesini sağlamıştır (World Bank, 2005: 69). Bunun yanı sıra gelişmiş ülkelerde getirilerin azalması, GOÜ’le-

rin yerel piyasalarına olan talebin artmasına katkıda bulunmuştur (Yavuz, 2009: 280). Hatta son yıllarda GOÜ'lerin yurt dışı piyasalarda yerel para birimi cinsinden yapmış oldukları ihraçlarda artış görülmektedir. Nitekim bu ülkelerde 1995 yılı sonunda yerel para birimi cinsinden yapılan ihraç miktarı 2 milyar dolar iken bu rakam 2006 yılı sonunda 102 milyar dolara çıkmıştır (Margolin, 2007).

Üçüncü olarak, son yıllarda özellikle finansal krizlerin yaşandığı GOÜ'lerde ihtiyatlı maliye politikaları sonucunda enflasyon oranları düşmüş ve güçlü verimlilik artışları sağlanmıştır (World Bank, 2005: 70). Bu gelişme kamu iç borçlanma maliyetlerinin geçmişe kıyasla düşmesine ve kamu iç borç talebinde artış yaşanmasına yol açmıştır (Hanson, 2007: 14). Zira düşük enflasyon oranı uluslararası borçlanma piyasalarının gelişimine elverişli bir ortam oluşturmakta ve hükümetlerin borçlarını şişirme eğilimlerini azaltmaktadır (Claessens vd., 2009: 15). Makroekonomik istikrarla birlikte ülke güveni artmakta, iç borçlanma reel faiz oranları düşmekte ve vade yapısı uzamaktadır.

Son olarak, finansal serbestleşme GOÜ'lerde döviz kuru istikrarını sağlamak ve sermaye akışlarında ansızın gerçekleşebilecek tersine akışlara karşı korunmak amacıyla, döviz rezervlerinin artışına yol açmıştır (United Nations, 2005: 75). Ancak bir ülkede döviz rezervlerinin yükselmesi, para arzını artırmakta ve enflasyonun potansiyel bir kaynağı haline gelmektedir. Bu süreçten kaçınmak için para otoriteleri, iç borçlanma senedi ihraç ederek (ulusal para biriminin değerlendirilmesini önlemek amacıyla) bu rezervleri sterilize etmektedir (CADTM, 2008: 3). Dolayısıyla GOÜ'lerde rezerv biriktirme stratejisi, parasal sterilizasyon nedeniyle kamu iç borçlarında artışa neden olmuştur.

3. LİTERATÜR TARAMASI

Bir ülkede kamu borç yapısını etkileyen uluslararası ekonomik ve siyasi koşulların yanısıra ülkelere özgü ekonomik ve kurumsal yapı, doğal kaynaklar, üretim yapısı, demokratik yapı, piyasa sistemi, eğitim düzeyi vb. dinamiklerin olduğu söylenebilir. Bu çalışmada, verilerin ulaşılabilirliği açısından, iç borçların artışını etkileyen ekonomik dinamikler olarak ekonomik gelişme düzeyi olarak alınan GSYİH, makroekonomik istikrar ve bütçe açığı incelenmektedir. Bu bağlamda iç borçlanmada ekonomik din-

amiklere ilişkin ampirik çalışmalar aşağıda Tablo 1’de ara başlıkları altında incelenmektedir.

Tablo 1: Ülke Gruplarında Kamu Borç Dinamiklerine Yönelik Ampirik Çalışmalar ve Bulgular

Yazar(lar)	İncelenen Ülkeler ve Dönem	Bulgular
Ekonomik Gelişme Düzeyi		
Goode (1984)	11 gelişmiş, 43 GOÜ / 1970’li yıllar	- Kamu iç borçlarının toplam kamu borçları içindeki payı, GOÜ’lerde gelişmiş ülkelere oranla genel olarak daha düşüktür.
Beaugrand, Loko and Mlachila (2002)	19 Orta ve Batı Afrika ülkesi / 1995-1999	- GSYİH, iç borçların toplam kamu borçları içindeki payı üzerinde önemli etkiye sahiptir.
Hausmann and Panizza (2003)	91 ülke/ 1993-2001	-Kişi başına GSYİH’nın yüksek olduğu ülkelerde iç borçlanma artmaktadır.
Borensztein v.d. (2007)	Latin Amerika Ülkeleri / 1996-2003	-Kişi başına gelir ile iç borçlanma arasında güçlü bir bağlantı vardır. -GSYİH, iç borçlarının büyüklüğünü açıklayan önemli bir faktördür
Lima, Panizza and Forslund (2008)	104 GOÜ / 1990-2007	-GSYİH ile iç borçlanma olumlu ilişkiye sahiptir. -Kişi başına GSYİH, iç borç stoku/toplam kamu borç stoku üzerinde pozitif etkiye sahiptir
Reinhart and Rogoff (2008)	64 ülke / 1914-2007	-İç borçlanma, gelişmiş ülkelerde gelişmekte olan ülkelere oranla daha yüksektir.
Makroekonomik İstikrar		
Burger and Warnock (2003)	50 gelişmiş ve GOÜ/ 1997-2001	-Makroekonomik istikrarın olduğu ülkelerde kamu iç borçlarının toplam kamu borçlarına oranı yüksektir.
Burger and Warnock (2006)	7 GOÜ, toplam 49 ülke / 1998-2001	- Makroekonomik istikrar, kamu iç borçların büyüklüğünü ve gelişimini belirlemede önemli bir faktördür. -Makroekonomik istikrarın olduğu ülkeler daha yüksek iç borçlanma imkânına sahiptir.
Guscina (2008)	19 GOÜ/ 1980-2004	-Makroekonomik istikrarın olduğu ülkelerde iç borçlar toplam kamu borçları içerisinde daha yüksek paya sahiptir.
Lima, Panizza and Forslund (2008)	104 GOÜ / 1990-2007	-Enflasyon oranı ile iç borçların toplam kamu borçları içindeki payı arasında istatistiksel olarak anlamlı ilişki bulunamamıştır.
Cural (2012)	18 GOÜ, 9 gelişmiş ülke/ 1972-2010	-Enflasyon oranındaki %1’lik artış, iç borç/toplam kamu borç stokunu yaklaşık %0,1 azaltmaktadır.
Bütçe Açığı		
Laurent (2008)	GOÜ /2002-2007	-Sağlam bütçe politikaları uygulayan ülkelerde iç borç miktarı, kamu dış borç miktarına oranla daha yüksektir.
Cural (2012)	18 GOÜ, 9 gelişmiş ülke / 1972-2010	-Bütçe açığı/GSYİH’deki %1’lik artış, iç borç/toplam kamu borç stokunu yaklaşık %1,28 artırmaktadır.

Kaynak: Literatür taraması sonucu oluşturulmuştur.

4. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE KAMU İÇ BORÇLANMA DİNAMİKLERİ: PANEL VERİ ANALİZİ, 1980-2010

4.1. Veri Seti Açıklamaları

Ekonometrik modelde kullanılan veriler yıllık olup, 1980-2010 yıllarını kapsamaktadır. Çalışmada, 17 GOÜ verisi ışığında regresyon modeli oluşturulmuştur. Bu dönem aralığının ve ülkelerin seçiminde, verilerin ulaşılabilirliği belirleyici olmuştur. Çalışmada, dengeli panel veri analizi uygulanmıştır. Çalışmada yer alan ülkeler ve ait olduğu coğrafi bölgeler Tablo 2’de gösterilmektedir.

Tablo 2: Panel Veri Analizine Dâhil Edilen Ülkeler

Latin Amerika	Doğu Asya ve Pasifik	Orta Doğu ve Afrika
El Salvador	Endonezya	Güney Afrika
Kolombiya	Filipinler	Türkiye
Honduras	Tayland	Tunus
Paraguay	Malezya	Fas
Guatemala	Hindistan	
Meksika		
Venezuela		
Uruguay		

İç ve dış borç stoku verileri, International Monetary Fund (IMF)’in International Financial Statistics Yearbook 2002 ve adı geçen ülkelerin Maliye Bakanlığı, Resmi İstatistik Kurumları ve Merkez Bankaları web sitelerinden derlenmiştir. İç ve dış kamu borç stoku verileri, öncelikle, her bir ülkenin ulusal para biriminden USD Doları’na dönüştürülmüş, daha sonra 2005 yılı baz yıllık USD GSYİH Deflatörü (2005=100) ile reel hale getirilmiştir. İç-dış kamu borç ayırımı, yerleşim yeri ilkesine göre yapılmıştır.

GSYİH ve enflasyon oranı verileri World Development Indicators 2012’den alınmıştır. GSYİH değerleri, 2000 fiyatları baz yıllık Amerikan Doları cinsinden hesaplanmış reel değerlerdir.

4.2. Regresyon Modeli

Regresyon modelinin çözümlenmesinde, ekonometrik paket programı Stata 11 kullanılmıştır. Çalışmada oluşturulan regresyon modeli, aşağıdaki gibidir:

$$IB_{it} = f(\ln GSY\dot{I}H_{it}, E_{it}, BA_{it}, \varepsilon_{it})$$

i: Ülkeler t: Yıllar $i=1, \dots, 17$; $t=1, \dots, 30$

Ekonometrik modeldeki değişkenlere ait veri özetleri ve beklenen katsayı işaretleri, aşağıda sırasıyla açıklanmaktadır:

IB_{it} : araştırmanın bağımlı değişkeni olup, 17 ülkenin reel iç borç stoku verilerinden oluşmaktadır.

$\ln GSY\dot{I}H_{it}$: i. ülkenin t dönemindeki reel logaritmik GSYİH'yi göstermektedir. Ekonomik gelişme düzeyi geliştikçe gönüllü tasarruflar artmakta, devlet harcamaları için zorunlu ödemeler yerine gönüllü tasarruf kaynakları daha fazla kullanma olanağı doğmaktadır (Bulutoğlu, 2004: 200). Ekonomik gelişmeyle birlikte gelişen mali kurumlar ve sermaye piyasası, devletin tahvil sürerek gelir toplamasını kolaylaştırmaktadır. Bu nedenle gelişmiş ülkeler daha yüksek tasarruf havuzuna ve iç borçlanmada daha yüksek güvene sahip olmaktadır (Abbas, 2007: 20). Dolayısıyla iç borçlanma ile ekonomik gelişmenin bir göstergesi olarak alınan GSYİH arasında pozitif yönlü bir ilişki beklenmektedir.

E_{it} : i. ülkenin t dönemindeki Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) ile ölçülen yıllık yüzde değişimi yansıtmaktadır. Makroekonomik istikrarın olmadığı ülkelerde, hem yurt içi hem de yurt dışı yatırımcılar iç borçlanma senetlerini almak istemeyeceklerdir. Zira yüksek enflasyon, ekonomik belirsizliği artırarak iç borç stokunun tümü dövize ya da fiyatlara endeksli olmadıkça iç borçlanma maliyetlerini artırmaktadır (Arnone and Presbitero, 2006: 2). Dolayısıyla enflasyonist eğilimlerin düşük olduğu ülkelerde hükümetlerin borçlarını şişirme eğilimlerini azaltmakta, ülkeye olan güven artmakta, iç borçlanma faiz oranları düşmekte ve vade yapısı uzamaktadır. Bu nedenle iç borçlanma ile enflasyon oranı arasında negatif yönlü bir ilişki beklenmektedir.

BA_{it} : i. ülkenin t dönemindeki negatif veya pozitif değer alabilen Bütçe Dengesi/GSYİH oranını temsil etmektedir. IMF'ye göre bütçe açıklarının dış borçlanmayla finansmanı, genellikle, iç borçlanma imkânları daraldığında söz konusu olmaktadır. Buna göre sermaye piyasaları sığ ve iç borçlanma olanaklarının sınırlı olduğu ülkelerde bütçe açığı ile dış borçlanma arasında kuvvetli bir ilişki bulunduğu ifade edilmektedir (IMF, 1998'den aktaran Duran, 1994: 450). Dolayısıyla, yurtiçi tasarrufların düşük ve sermaye

piyasaların zayıf olduğu GOÜ'lerde, bütçe açıklarının finansmanında dış borçlanmaya daha fazla başvurulacağı söylenebilir. Her ne kadar GOÜ'lerde özellikle 2000'li yıllarda iç borçlanma piyasası büyük bir gelişme gösterse de yurtiçi finansal piyasalar ve borçlanma piyasaları hala gelişmiş ülkelerdeki düzeyin çok altındadır. Bu nedenle iç borçlanma ile bütçe açığı/GSYİH arasında negatif yönlü bir ilişki beklenmektedir.

4.3. Panel Veri Analiz Sonuçları ve Değerlendirme

Analizde adı geçen ülke ve değişkenlerle uyumlu panel veri modelinin tercih edilebilmesi amacıyla, öncelikle, birim ve/veya zaman etkisinin bulunup bulunmadığı LR testiyle test edilmiştir. Tablo 3'deki test sonuçları incelendiğinde, birim ve zaman etkisinin birlikte sınanması sonucu test istatistiğinin olasılık değeri $0,00 < 0,05$ olduğu için, sıfır hipotezi $H_0: \sigma_\mu = \sigma_\lambda = 0$ reddedilerek alternatif hipotez $H_1: \sigma_\mu \neq \sigma_\lambda = 0$ kabul edilmiş ve modelde, birim ve/veya zaman etkilerinin geçerli olduğu sonucuna varılmıştır.

Birim etkilerin geçerliliğini test etmek amacıyla LR ve Breusch–Pagan Lagrange Çarpanı (LM) Testleri uygulanmıştır. Tablo 3'deki LR test istatistiğine göre, birim etkinin bulunmadığını belirten sıfır hipotezinin ($H_0: \sigma_\mu = 0$) reddedildiği, dolayısıyla söz konusu modelde birim etkinin var olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Tablo 3'deki LM Testine göre, olasılık değerinin $0,05$ 'den küçük olduğu görülmektedir. Bu sonuçlar, birim etkinin olduğu anlamına gelmektedir.

Tablo 3: Modelde Birim ve Zaman Etkisinin Birlikte Sınanması

Birim ve Zaman Etkisinin Birlikte Sınanması		
	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
LR Test	456.06	0.0000
Birim Etkisinin Sınanması		
	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
LR Test	456.03	0.0000
Breusch and Pagan Lagrangian Test	945.429	0.0000
Zaman Etkisinin Sınanması		
	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
LR Test	0.00	1.0000

Zaman etkilerin geçerliliğini test etmek için LR Testi uygulanmıştır. Tablo 3'de görüldüğü üzere LR test istatistiğine göre zaman etkisinin bulunmadığını belirten sıfır hipotezinin ($H_0: \sigma_\mu = 0$) reddedilemediği, dolayısıyla söz

konusu modelde zaman etkisinin olmadığı tespit edilmiştir.

Modelde, sadece birim etkinin geçerli olduğunun anlaşılmasının ardından Sabit Etkiler Modeli ile Tesadüfi Etkiler Modeli arasında seçim yapabilmek için Hausman Testinden yararlanılmıştır.

Tablo 4: Hausman Model Belirleme Testi Sonuçları

Test İstatistiği	Olasılık Değeri
12.47	0.0059

Hausman test istatistiği, H_0 : Tesadüfi Etkiler Modeli, H_1 : Sabit Etkiler Modeli hipotezine göre test edilmiştir. Tablo 4’de Hausman Testi sonucunda görüldüğü üzere, sabit etkilerin olduğunu ifade eden sıfır hipotezinin olasılık değeri 0,05’in altındadır. Bu durum, sıfır hipotezinin reddedilmesi anlamına gelmektedir. Bu sonuca göre modelde Tek Yönlü (Birim Etkili) Sabit Etkiler Modeli tercih edilmiştir. Modele ilişkin tahmin sonuçları, Tablo 5’de gösterilmektedir.

Tablo 5: Sabit Etkiler Modeli Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Standart Hatalar	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
lnGSYİH	1.232806	0.065469	18.83	0.000
E	-0.0124069	0.001703	-7.29	0.000
BA	-0.0404704	0.0095199	-4.25	0.000
Sabit Parametre	-21.36582	1.619052	-13.20	0.000
R^2	0.4795			
F Statistiği	F(15, 522) = 59.58 (0.0000)			

Tahmin edilen modelin katsayılarını yorumlamaya geçmeden, modelin ekonometrik olarak varsayımları sağlayıp sağlamadığı test edilmelidir. Bu bağlamda değişen varyans (heteroskedasite), otokorelasyon ve birimlerarası korelasyonun varlığını sınamak için Tablo 6’deki testler yapılmıştır.

Tablo 6: Varsayımdan Sapmaların Test Edilmesi

Değiştirilmiş Wald Test	chi2 (16) = 3174.18 (0.000)
Bhargava et al. Durbin-Watson Testi	0.50017202
Baltagi-Wu LBI Testi	0.55712754
Breusch-Pagan LM test	chi2(120) = 945.429 (0.0000)
Friedman Testi	34.954 (0.0025)
Frees Testi	3.636 (0.0000)

Doğrusal regresyon modelinin önemli varsayımlarından biri, sabit varyans (homoscedasticity) varsayımdır. Sabit varyans varsayımı her zaman sağlanamayıp, bazı durumlarda değişen varyans (heteroskedasite) hali ile karşılaşılmaktadır. Bu durumda hata terimi varyansları aynı kalmayıp, bağımsız değişken ile birlikte değişmektedir (Tarı, 2010: 169-175). Modelde değişen varyans olup olmadığı, Değiştirilmiş Wald Testi (Modified Wald Test) ile sınanmıştır. Tablo 6'da görüldüğü üzere, Değiştirilmiş Wald Testi'nin olasılık değeri 0,05'den küçük olduğundan, sabit varyans sıfır hipotezi reddedilmiş ve modelde değişen varyans olduğu kabul edilmiştir.

Panel veri analizlerinde otokorelasyon, önemli bir sorundur. Bilindiği üzere regresyon analizlerinin temel varsayımlarından birisi, farklı gözlemler için hatalar arasında ilişkinin (korelasyon) olmamasıdır. Eğer hata terimleri birbirleriyle ilişkili ise bu durum otokorelasyon ya da serisel korelasyon olarak adlandırılmaktadır. Hata terimindeki otokorelasyonu test etmek amacıyla, Bhargava Durbin Watson Testi ve Baltagi-Wu Yerel En İyi Değişmez (Locally Best Invariant) Testleri uygulanabilir (Tarı, 2010: 191-203).

Bhargava Durbin Watson Testi ve Baltagi-Wu Yerel En İyi Değişmez Testleri'nde, test istatistiklerinin karşılaştırılabileceği bir kritik değer bulunmamaktadır. Bununla birlikte test istatistiğinin 2'den küçük çıkması, modelde otokorelasyonun olduğu şeklinde yorumlanmaktadır (Tatoğlu, 2011: 214). Tablo 6'daki test istatistiklerine bakıldığında, her iki test istatistiğinin 2'den küçük olduğu görülmektedir. Dolayısıyla hata teriminde otokorelasyon olduğu belirtilebilir.

Bu testlerin ardından modelde birimler arası korelasyonun olup olmadığını öğrenmek amacıyla Breusch-Pagan LM test, Friedman ve Frees Testleri uygulanmıştır. Bu üç testin her birinde sıfır hipotezi, birimler arasında korelasyonun bulunmadığını ifade etmektedir (Tatoğlu, 2011: 199). Bu testlere göre, Tablo 6'da görüldüğü üzere, birimler arasında korelasyonun bulunmadığını ifade eden sıfır hipotezi reddedilerek, birimler arasında korelasyon olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Sonuç olarak modelde, otokorelasyon, değişen varyans ve birimlerarası korelasyon olduğu anlaşılmıştır. Bu durumda, etkinliğini kaybeden standart hataların düzeltilmesi gerekmektedir. Zira bu üç varsayımdan sapma, standart hataları sapmalı yapmaktadır. Bu durumda, parametre tahminlerine dokun-

madan sadece standart hataları düzeltmek yeterli olacaktır. Bu amaçla, bu üç probleme karşı dayanıklı olan robust standart hataların elde edilmesiyle güvenilir tahminlere ulaşılmaktadır (Tatoğlu, 2011: 244-246).

Tablo 7: Varsayımdan Sapmaların Düzeltildiği Nihai Model

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Standart Hatalar	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
lnGSYİH	1.232806	0.1977497	6.23	0.000
E	-0.0124069	0.0040393	-3.07	0.008
BA	-0.0404704	0.0204664	-1.98	0.067
Sabit Parametre	-21.36582	4.867741	-4.39	0.001
R^2	0.4795			
F Statistiği	F(3,15) = 17.72 (0.0000)			

Tablo 7’deki varsayımların düzeltildiği nihai modelin sonuçlarına göre, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama gücü, R^2 değeri, yaklaşık %48’dir. Bir başka ifadeyle iç borç stokundaki değişimin %48’si regresyon modelinde yer alan ekonomik değişkenlerle açıklanabilmektedir. Dolayısıyla, iç borç stokundaki değişimin %52’sinin modelde yer alan ekonomik değişkenler dışında ülkelerin doğal kaynakları, üretim yapısı, demokratik yapısı, piyasa sistemi, eğitim düzeyi vb. değişkenler tarafından belirlendiğini söyleyebiliriz.

İç borç stoku ile GSYİH arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Buna göre GSYİH’deki %1’lik artış iç borç stokunu yaklaşık % 0.01 artırmaktadır. Bu sonuç, beklentilere uygundur. Zira gelişmiş ülkeler finansal açıdan daha gelişmiş olduklarından daha yüksek tasarruf havuzuna ve iç borçlanmada daha yüksek güvene sahiptirler. Buna bağlı olarak borçlanma maliyetleri daha düşük olmakta, iç borçlanma imkânları ve talebi artmaktadır. Gelişmiş ülkelerde bu borçlanma sürecinde diğer taraftan borç servis ödemelerinin artması nedeniyle de iç borçlanmanın yükselmeye devam ettiği söylenebilir.

İç borç stoku ile bütçe açığı/GSYİH arasında negatif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Buna göre bütçe açığı/GSYİH’deki %1’lik artış, iç borç stokunu yaklaşık %0.04 azaltmaktadır. Bu sonuca göre yüksek miktarda bütçe açığına sahip ülkeler, bütçe açıklarını finanse etmek için çoğunlukla dış borçlanmaya başvurmaktadır. Dolayısıyla, GOÜ’lerde yüksek düzeyli

bütçe açıklarını finanse etmek için yurtiçi tasarrufların ve finansal piyasaların yetersiz kaldığı görülmektedir.

İç borç stoku ile enflasyon oranı arasında negatif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Buna göre, enflasyon oranındaki %1'lik artış iç borç/toplam kamu borç stokunu yaklaşık %0,01 azaltmaktadır. Başka bir ifadeyle istikrarlı makroekonomik ortama sahip GOÜ'lerde, iç borç/toplam kamu borç stoku artmaktadır. Çünkü makroekonomik istikrarın olduğu GOÜ'lerde bir taraftan ülkenin güvenilirliğinin artması diğer taraftan ödünç verilebilir fon arzının yükselmesi iç borçlanma maliyetlerinin düşmesini, iç borçlanma imkân ve isteğinin artmasını sağlamaktadır.

SONUÇ

GOÜ'lerde 1990'lı yıllarından ortasından itibaren dış borçlar yerine iç borçlara doğru bir yönelim gözlenmektedir. GOÜ'lerde iç borçlanmadaki artış, birçok faktörü yansıtmaktadır. 1994 ve 2002 yılları arasında GOÜ'leri etkileyen finansal krizlerde bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılmasından dolayı iç borçlanmada önemli artışlar gerçekleşmiştir. Diğer taraftan sermaye akımlarının serbestleştirilmesi ve yurtiçi finansal piyasalarda uzmanlaşmanın artması, borç verilebilir fon arzını arttırmış ve başarılı makroekonomik politikalarla enflasyonu kontrol altına alan GOÜ'lerde, iç borçlanma piyasalarına büyük miktarda yabancı yatırımcının girmesini sağlamıştır. Hatta son yıllarda GOÜ'lerin yurt dışı piyasalarda yerel para birimi cinsinden yapmış oldukları ihraçlarda artış görülmektedir. Diğer taraftan GOÜ'lerde döviz kuru istikrarını sağlamak ve sermaye akışlarında ansızın gerçekleşebilecek tersine akışlara karşı korunmak amacıyla döviz rezervlerinin artırılması, sterilizasyon politikaları nedeniyle, iç borçlanmada artışlara neden olmuştur.

Aslında bir ülkede kamu borç yapısını etkileyen dinamiklerin uluslararası ekonomik ve siyasi koşulların yanısıra ülkelere özgü ekonomik ve kurumsal yapı, doğal kaynaklar, üretim yapısı, demokratik yapı, piyasa sistemi, eğitim düzeyi vb. özelliklerin olduğu söylenebilir. Bu çerçevede 17 GOÜ'de 1980-2010 döneminde iç borçlanma dinamikleri GSYİH, Bütçe Açığı/GSYİH ve enflasyon oranı dikkade dikkade alınarak panel

veri analiziyle incelenmiştir. Analiz sonuçlarına göre iç borç stoku ile GSYİH arasında pozitif yönlü, bütçe açığı/GSYİH ve enflasyon oranı ile negatif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Bu sonuçlara göre ekonomik gelişme göstergesi olarak alınan GSYİH arttıkça iç borçlanma artmaktadır. Ayrıca GOÜ'lerin yüksek düzeyli bütçe açıklarını finanse etmek için yurtiçi tasarrufların ve finansal piyasaların yetersiz kalması nedeniyle dış borçlanmaya gittikleri görülmektedir. Diğer taraftan makroekonomik istikrar arttıkça iç borçların arttığı görülmektedir.

KAYNAKÇA

- Abbas, S. M. Ali (2007). "Public Domestic Debt and Economic Growth in Low-Income Countries," (chapter from doctoral dissertation; Oxford, United Kingdom: Department of Economics, University of Oxford).
- Abula, Adofu, M. (2010). "Domestic Debt and the Nigerian Economy", **Current Research Journal of Economic Theory**, (Çevrimiçi) maxwellsci.com/print/crjet/v2-22-26.pdf, 09.07.2011.
- Arnone, Marco, Andrea F. Presbitero (2006). "External Debt Sustainability and Domestic Debt in Heavily Indebted Poor Countries", **Munich Personal RePEc Archive**, (Çevrimiçi) <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/139/>, 17.08.2012.
- Beaugrand, Philippe, Boileau Loko, Montfort Mlachila (2002). "The Choice Between External and Domestic Debt in Financing Budget Deficit: The Case of Central and West African Countries", **IMF Working Paper**, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp0279.pdf>, 05.09.2012.
- Blejer, Mario I. (1986). "Public Debt and Fiscal Policy in Developing Countries", **IMF Working Paper**, (Çevrimiçi) http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=884531, 24.07.2012
- BM (2007). "Recent Development in External Debt", Report of the Secretary-General, 26 Jul 2007.
- Borensztein, Eduardo v.d., (2004). "Sovereign Debt Structure for Crisis

Prevention”, **IMF Occasional Paper**, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/np/res/docs/2004/070204.pdf>, 02.07.2011.

Borensztein, Eduardo, Levy Yeyati Eduardo, Ugo Panizza (2007). **Living With Debt: How The Limit The Risks of Sovereign Finance**, Inter-American Development Bank, Economic and Social Progress in Latin America, 2007 Report.

Bulutoğlu, Kenan (2004). **Kamu Ekonomisine Giriş: Demokraside Devletin Ekonomik Bir Kuramı**, Batı Türkeli Yayıncılık, İstanbul 2004.

Burger, John D., and Francis E. Warnock (2006). “Foreign Participation in Local-Currency Bond Markets”, **International Finance Discussion Papers**, (Çevrimiçi) <http://elsa.berkeley.edu/users/eichengr/af/warnock.pdf>, 24.08.2012.

CADTM (2008). “Developing Countries: Dangerous Times for the Internal Public Debt”, (Çevrimiçi) <http://www.cadtm.org/Developing-countries-dangerous>, 20.04.2010.

Chamon, Marcos, Ricardo Hausmann (2002). “Why Do Countries Borrow the Way They Borrow?”, (Çevrimiçi) http://www.hks.harvard.edu/fs/rhausma/paper/chamon_hausmann.pdf

Claessens, Stijn, Daniela Klingebiel, Sergio L. Schmukler (2007). “Government Bonds in Domestic and Foreign Currency: The Role of Institutional and Macroeconomic Factors”, (Çevrimiçi) <http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/SchmuklerRIE.pdf>, 25.07.2012.

Cural, Mehmet (2012). **Kalkınmanın Finansmanında Kamu İç-Dış Borç Yapısı**, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Maliye Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul 2012.

Daniel, Laurent (2008). “Foreign Investors’ Participation in Emerging Market Economies’ Domestic Bond Markets”, **Banque de France, Quarterly Selection of Articles**, (Çevrimiçi), http://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/173etud2.pdf, 28.10.2012

Duran, Mahmut (1996). “Kamu Finansman Açıklarının Optimal Finansmanı”, **Kamu Kesimi Finansman Açıkları**, **10. Maliye Sempozyumu**, Mayıs

- 1994, Antalya, İstanbul Üniversitesi Basımevi, No.554, İstanbul 1996.
- Eichengreen, Barry, Ricardo Hausmann, Ugo Panizza (2003). “The Pain of Original Sin”, (Çevrimiçi) <http://elsa.berkeley.edu/~eichengr/research/ospainaug21-03.pdf>, 20.01.2012.
- Forslund, Kristine (2008). “The Determinants of The Composition of Public Debt in Developing and Emerging Countries”, **UNCTAD Discussion Paper**, (Çevrimiçi) <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S187993371100025X>, 02.06.2012.
- Goode, Richard (1984). **Government Finance in Developing Countries**, The Brookings Institution, Washington, D.C., 1984.
- Guscina, Anastasia (2008). “Impact of Macroeconomic, Political, and Institutional Factors on the Structure of Government Debt in Emerging Market Countries”, **IMF Working Paper**, (Çevrimiçi), <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08205.pdf>, 07.06.2012.
- Hanson, James A. (2007). “The Growth in Government Domestic Debt: Changing Burdens and Risks”, **World Bank Policy Research Working Paper**, No.4348, September 2007, (Çevrimiçi), <http://elibrary.worldbank.org/content/workingpaper/10.1596/1813-9450-4348>, 25.08.2010.
- IMF (2003), “Public Debt in Emerging Markets: is it too High?” **World Economic Outlook 2003**, Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2003/02/pdf/chapter3.pdf>, 10.10.2012.
- Lima, Lycia, Ugo Panizza, Kristine Forslund (2008). “The Determinants of The Composition of Public Debt in Developing and Emerging Countries”, **UNCTAD Discussion Paper**, (Çevrimiçi) <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S187993371100025X>, 21.10.2012.
- Margolin, D. (2007). “Financial Stability and Local Currency Bond Markets”, **Committee on the Global Financial System Papers**, (Çevrimiçi) <http://www.bis.org/publ/cgfs28.pdf>, 20.04.2012.
- Paincheira, Juan Pablo (2009). “Finansallaşma Çağında Gelişmekte Olan Ülkeler: Açık Birikiminden Rezerv Birikimine”, çev. Sabriye Biçen, Finanskulüp, **Maliye ve Finans Yazıları**, Sayı 82, Ocak 2009.

- Panizza, Ugo (2008). "Domestic and External Public Debt in Developing Countries", BM, **UNCTAD Discussion Paper**, No.188, March 2008, (Çevrimiçi) http://unctad.org/en/docs/osgdp20083_en.pdf,_08.04.2012.
- Reinhart, Carmen M., Kenneth S. Rogoff (2007). "The Forgotten History of Domestic Debt", **NBER Working Paper Series**, 13946, (Çevrimiçi) <http://www.nber.org/papers/w13946>, 24.07.2011.
- Şen, Hüseyin v.d. (2008). **Kalkınmanın Finansmanı, Kalkınma Ekonomisi Seçme Yazılar**, Editörler, Sami Taban ve Muhsin Kar, 2.Baskı, Ekin Yayınevi.
- Tarı, Recep (2010). **Ekonometri**, 6.Baskı, Umuttepe Yayınları, Kocaeli, 2010.
- Tatoğlu, Ferda Yerdelen (2011). **Panel Veri Ekonometrisi**, Beta Yayınevi, İstanbul.
- World Bank (2005), **Global Development Finance 2005: Mobilizing Finance and Managing Vulnerability** (Çevrimiçi), <http://siteresources.worldbank.org/GDFINT/Resources/334952-1257197866375/gdf05complete.pdf>, 07.11.2012.
- Yavuz, H. Hakan (2009). "Kamu Borç Yönetiminde Yabancı Para Cinsinden Borçlanmanın Etkileri: Türkiye Örneği", **Maliye Dergisi**, Sayı 157, Temmuz-Aralık.