

## **DIŞ BORÇLANMA, İKTİSADİ BÜYÜME, CARİ AÇIK VE FİNANSAL GELİŞME İLİŞKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

**Hamza ÇEŞTEPE\***

**Arzu TAY BAYRAMOĞLU\*\***

**Enes SÜMER\*\*\***

### **ÖZ**

Bu çalışmada, Türkiye ekonomisinde dış borçlanma ile ekonomik büyüme, cari açık ve finansal gelişme arasındaki ilişki ARDL eşbütünleşme yöntemi ile incelenmektedir. Çalışma 1998:Q1-2019:Q2 dönemini kapsamaktadır. Çalışmada elde edilen ekonometrik bulgulara göre, dış borçlanma ile ekonomik büyüme, cari açık ve finansal gelişme arasında eşbütünleşme ilişkisi mevcuttur. Buna göre, uzun dönemde ekonomik büyüme ve finansal gelişme ile dış borçlanma arasında pozitif ilişki, cari açık ile dış borçlanma arasında negatif ilişki tespit edilmiştir. Bu sonuçlar, Türkiye ekonomisinde tasarrufların yatırımları finanse etmeye yetmediğini, ithalata bağımlı üretim yapısının mevcut olduğunu ve ekonominin borçla büyüebildiğini göstermektedir.

**Anahtar Kavramlar:** Dış Borçlanma, Finansal Gelişme, Cari Açık, İktisadi Büyüme, ARDL Eşbütünleşme Analizi.

**Jel Kodları:** C22, F34, F43, O16.

---

**Atf Önerisi /Cited as (APA):** Çeştepe, H., Tay Bayramoğlu, A. & Sümer, E. (2021). Dış borçlanma, iktisadi büyüme, cari açık ve finansal gelişme ilişkisi: Türkiye örneği. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, (60), 419-445. DOI:10.18070/erciyesiibd.970296

\* Prof. Dr, Zonguldak Bülent Ecevit Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, hamzac@hotmail.com, <https://orcid.org/0000-0003-1541-5703>

\*\* Doç. Dr., Zonguldak Bülent Ecevit Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, arzutb@beun.edu.tr, <https://orcid.org/0000-0002-6659-4767>

\*\*\* Doktora Öğrencisi, Zonguldak Bülent Ecevit Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, enes\_sumer@hotmail.com, <https://orcid.org/0000-0002-8271-5549>

**Geliş/Received:**12.07.2021

**Kabul/Accepted:** 12.08.2021

## THE RELATIONSHIP BETWEEN EXTERNAL BORROWING, ECONOMIC GROWTH, CURRENT ACCOUNT AND FINANCIAL DEVELOPMENT: THE CASE OF TURKEY

### ABSTRACT

In this study, the relationship between external borrowing and economic growth, current account deficit, and financial development is analyzed by ARDL cointegration method in Turkey. The study covers the period 1998:Q1-2019:Q2. According to the econometric findings obtained in the study, there is a cointegration relationship between external borrowing and economic growth, current account deficit and financial development. Accordingly, a positive relationship between economic growth and financial development and external borrowing in the long run, and a negative relationship between current account deficit and external borrowing were found. The results implies that national savings is insufficient financing the investments in Turkey. In addition to that there is an import-dependent production structure and that the economy can grow with debt.

**Keywords:** External Borrowing, Financial Development, Current Deficit, Economic Growth, ARDL Cointegration Analysis.

**Jel Codes:** C22, F34, F43, O16.

### GİRİŞ

Dış borçlar, bir ülkenin yurt dışındaki yerleşiklerden bir sözleşmeye bağlı olarak sağlamış olduğu kısa, orta ve uzun vadeli yükümlülükler toplamı olarak tanımlanmaktadır. Borçluya yüklenen anapara ve faiz yükümlülükleri açısından değerlendirildiğinde dış kredilerle aynı anlamda da kullanılmaktadır. Dış borçların içerisinde yurtdışından alınan tüm krediler, IMF tarafından sağlanan fonlar ve yurt dışına ihraç edilen tahviller ve bonolar bulunmaktadır.

Uluslararası piyasalarda dış borçlanmanın yaygınlaşması ve miktarındaki artış, II. Dünya Savaşı sonrası döneme denk gelmektedir. Savaşın yarattığı ekonomik tahribatın azaltılması için uluslararası kurumlar ve gelişmiş ülkeler, başta az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere dış yardımlarda bulunmuşlardır. Bu süreçte yardımların yanı sıra bu ülkelere önemli miktarlarda borç vermişlerdir. 1970'lerden sonra ortaya çıkan teknolojik yenilikler, 1980 sonrası hâkim liberal ekonomi anlayışı ve sermaye hareketlerindeki serbestlikle, gelişmiş ve gelişmekte olan tüm ülkelerin dış borçları zaman içerisinde önemli oranda artış göstermiştir.

Dış borçlar, tasarruf sıkıntısı çeken gelişmekte olan ülkeler için yatırımların finansmanında kullanılarak ülkelerin kalkınma süreçlerine olumlu katkılarda bulunabilmektedir. Ancak, giderek artan borca bağlı olarak ortaya çıkan anapara ve faiz ödemeleri ülkelerin ekonomilerini kırılgan hale getirmektedir. Borç düzeyindeki artışla birlikte yabancı sermayenin risk algısındaki artış ülkedeki faizleri daha da yukarı çekerken, borcun reel değerini düşürmek isteyen hükümetleri enflasyonist politikalara yönlendirebilmektedir. Bu gelişmeler hükümetlerin kredibilitelerini, ekonomideki güveni, yatırımı ve büyümeyi olumsuz şekilde etkilemektedir. Nitekim 1980'lerde Latin Amerika'da, 1990'lı yıllarda

Asya ülkelerinde yaşanan ekonomik krizler kamu ve özel sektörün borçlanmasının makroekonomik dengesizlikler ve kırılganlıklarla birleşince, ne gibi sonuçlar doğurabileceğini tüm dünyaya göstermiştir. 2003 yılından itibaren Türkiye ekonomisinde dış borçluluk göstergeleri olumlu yönde değişirken, son yıllarda özel sektörün borçluluk düzeyindeki artış dikkati çekmektedir. Türkiye ekonomisi borç stoku göstergeleri açısından nispi olarak iyi durumda gibi görünse de, makroekonomik yapı göz önüne alındığında dış borçlar Türkiye ekonomisi için önemli bir kırılganlık oluşturmaktadır.

Literatürde, dış borçlarla ilgili teorik ve özellikle ampirik çeşitli çalışmalar bulunmaktadır. Bu konudaki ampirik çalışmaların, daha çok dış borç-iktisadi büyüme ilişkisi üzerine yoğunlaştığı görülmektedir. Bu çalışmada, Türkiye’de dış borcun belirleyicileri arasında yer alan finansal gelişme gibi finansal büyüklükle birlikte, cari açık ve iktisadi büyüme gibi ekonominin daha çok reel yönüyle ilgili olan faktörlerin dış borçla ilişkisi nispeten daha yeni verilerle analiz edilmiştir. Çalışmada belirtilen değişkenler arasındaki ilişkiyi ortaya koymak için, 1998-2019 dönemi çeyreklik verileriyle ARDL eşbütünleşme yöntemi kullanılmıştır.

Çalışma giriş ve sonuç dışında dört bölüm olarak kurgulanmıştır. Çalışmanın izleyen ilk bölümünde dış borçlanmanın türleri ve nedenleri teorik bilgiler ışığında sunulmaktadır. İkinci bölümde dış borçlanma ile ekonomik büyüme, cari açık ve finansal gelişme arasındaki ilişkiler teorik bağlamda ele alınmıştır. Üçüncü bölümde, geçmişten günümüze Türkiye ekonomisinin dış borçlanması anlatılmaktadır. Dördüncü bölümde konu ile ilgili yerli ve yabancı literatür özetlenmekte; beşinci bölümde model ve veri seti, ekonometrik yöntem ve ampirik bulgular yer almaktadır. Sonuç kısmında ise, çalışmanın genel sonuçları değerlendirilmektedir.

## I. DIŞ BORÇLANMA TÜRLERİ VE NEDENLERİ

Dış borçlar; temel olarak vadeye, borçlu taraf, alacaklı taraf ve kullanım biçimine göre çeşitli şekillerde sınıflandırılmaktadır. Vadelerine göre dış borçlar kısa (vadesi 1 yıldan az olan), orta (vadesi 1-5 yıl arası olan) ve uzun (vadesi 5 yıldan uzun olan) olarak üçe ayrılmaktadır. Dış borçlar, borçlu olan tarafa göre kamu borçları, özel borçlar (garantisiz), ve kamu garantili borçlar olarak sınıflandırılmaktadır. Alacaklı olan tarafa göre ise resmi ve özel kaynaklı olmaktadır. Resmi kaynaklı borçlar çok yanlı ve iki taraflı olabilirken özel kaynaklı borçlar ticari bankalardan sağlanan borçlar, tahvil ihraçları ve diğer borçlar şeklinde sınıflandırılmaktadır. Kullanım biçimine göre dış borçlar; proje ve program kredileri, serbest ve bağlı krediler, borç erteleme ve refinansman kredileri olarak değerlendirilmektedir. Ayrıca, dış borçlar borçlanılan para biriminin cinsine (Dolar, Euro, Yen vb.) göre, borçlanmanın hukuki statüsüne (askeri, siyasi, ekonomik, mali, teknik vb.) göre ve içerdiği bağış payına göre sınıflandırılmaktadır. İçeriğinde bir bağış ögesi bulunduran krediler imtiyazlı krediler, içeriğinde bağış ögesinin olmadığı krediler ise imtiyazsız krediler olarak adlandırılmaktadır (Sarı, 2004, s. 5-6).

Gelişmekte olan ülkelerde dış borçlanmanın pek çok nedeni bulunmaktadır. Bunlardan ilki, iç tasarruflardaki düşüklüğe bağlı olarak büyüme ve kalkınmayı sağlayacak yatırımların finansmanında dış tasarrufların kullanılması gerekliliğidir. Gelişmekte olan ülkelerde sermaye birikiminin yetersiz olması, ara malı ve hammadde ithalatı nedeniyle üretimin dışa bağımlı yapısı ve buna bağlı olarak ortaya çıkan döviz gereksinimi, özel sektör firmalarını zora sokmakta ve dış borçlarını arttırmaktadır. Faizlerin yüksek olması nedeniyle yurtiçi finansmanın yurtdışı finansmana göre daha maliyetli olduğu bu ülkelerde dış borçlanma iç borçlanmaya göre daha cazip hale gelirken, sermaye serbestisi uygulamaları cari işlemler açığının kapatılmasını mümkün kılmaktadır. Diğer taraftan kayıt dışı ekonomi, vergi toplamadaki güçlükler, iç ve dış borçların çevrilmesinin gerekliliği, gelişmekte olan ülkelerde kamu sektörünün dış borçlanmasına neden olmaktadır. Şüphesiz ki yüksek maliyetli alt yapı yatırımlarının fon temini, gelişmekte olan ülkeleri dış borçlanmaya iten en önemli nedenler arasındadır (Lessard, 1986, s. 3; Edo, 2002, s. 227). Gelişmiş ülkelerin dış borçlanmaya gitmesinde, geçici bütçe açıklarının kapatılması; savaş, doğal afet gibi olağanüstü giderlerin ve büyük projelerin finansman ihtiyacının karşılanması öne çıkmaktadır (Koçak, 2009, s. 66; Pehlivan, 2013, s. 177).

## II. DIŞ BORÇLANMA İLE EKONOMİK BÜYÜME, CARİ AÇIK VE FİNANSAL GELİŞME İLİŞKİSİ

Bu bölümde dış borçlanmanın ekonomik neden ve etkileri, çalışmada kullanılan değişkenler olan cari denge, ekonomik büyüme ve finansal gelişmişlik üzerinden açıklanmaya çalışılmaktadır.

### A. DIŞ BORÇLANMA VE CARİ AÇIK

Makro iktisat teorisinde ekonomi dengede iken, özel kesimin tasarruf (S) ve yatırım (I) dengesi ile kamu kesiminin gelir (T) ve gider (G) dengesinin toplamı cari dengeye (X-M) eşittir. Bu durum denklemle  $(S-I)+(T-G)=(X-M)$  şeklinde gösterilebilir. Denklem sol tarafındaki iki dengenin toplamı bir ülkenin iç ekonomik dengesini, sağ tarafı ise dış ekonomik dengesini gösterir. Yani bir ülkenin iç ekonomik dengesi ile dış ekonomik dengesi birbirine eşittir ve denklem kuruluş mantığı gereği bir ülkenin iç ekonomik dengesi ne kadar açık veriyorsa, dış ekonomik dengesi de o kadar açık veriyor demektir. Bunun anlamı, iç ekonomik denge açığının dış ekonomik denge açığı yoluyla finanse ediliyor olmasıdır. İç ekonomik dengeyi oluşturan dengelerden özel kesimin tasarruf yatırım dengesi (S-I) ya da kamu kesimi gelir gider dengesi (T-G) tek başına açık veriyor ve buna dış ekonomik denge, yani cari denge (X-M) açık vererek eşlik ediyorsa “ikiz açık” söz konusudur. Eğer iç ekonomik dengelerin ikisi de açık veriyor ve cari denge de bunlar kadar açık veriyorsa, o zaman “üçüz açık” dan bahsedilmektedir (Eğilmez, 2012).

Keynesçi bir yaklaşım olan İkiz Açıklar Teorisi’ne göre bütçe açıklarını arttıran genişletici maliye politikası ülke faizlerini yükselmesine neden olmaktadır.

Yurt içi faizlerdeki artış dışa açık ve sermaye hareketliliği durumunda ülkeye yabancı sermaye girişini teşvik etmekte ve esnek kur sisteminde döviz kurunu düşürürken yerli parayı değerli hale getirmektedir. Yerli paranın değer kazanması ihracatı ve dış ticareti olumsuz etkileyerek cari işlemler açığına neden olmaktadır. Özetle İkiz açıklar teorisine göre kamunun bütçe açığı vermesi ekonomilerin cari açık pahasına büyümesine neden olmaktadır. Finansal sermaye hareketlerinin serbest hale gelmesi ise cari açıkların finans hesabındaki fazla ile kapatılmasını sağlayarak süreci daha da mümkün hale getirmiştir. Gelişmekte olan ülkelerde cari açıklarla el ele giden bu büyüme süreci bu ülkeleri ekonomik olarak kırılgan hale getirmektedir. Zira bu süreçte artış gösteren faizler borçlanmanın maliyetini arttırırken bir taraftan özel yatırım harcamalarını dışlamakta, diğer taraftan kamunun bütçe açıklarını daha da arttırmaktadır. Böylece bütçe açığı ile cari açık arasındaki ilişki çift yönlü olarak karşımıza çıkmaktadır (Darrat, 1988).

Ülke ekonomilerinin yüksek cari açığa sahip olmaları ekonomik krizleri tetiklemektedir. Bu nedenle cari açığın finanse edilmesi ve sürdürülebilir bir cari açık politikasının uygulanması ülke ekonomileri için hayati önem taşımaktadır. Cari hesaplarda meydana gelen açık doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve borçlanma ile finanse edilmektedir. Cari açık, borçlanmanın dışındaki kalemlerle finanse edildiğinde sürdürülebilir, diğer durumda ise sürdürülemez bir hale gelebilmektedir (Yapar Saçık ve Alagöz, 2010, s. 113-115).

Borçların sürdürülebilirliği, bir ekonominin cari ve sonraki dönemlerde katlanacağı borç anapara ve faizi ödemelerini finanse edebilme isteği veya yeteneği olarak tarif edilmektedir. Cari işlemlerde meydana gelen açıklar dış borçlanmaya neden olduğundan cari açıkların ve dış borçların sürdürülebilirliği aynı anlamda kullanılabilir. Bunun sebebi ise döviz açığı olarak da ifade edilen cari işlemlerde açık meydana gelmesi durumunda dış borçlanmaya gereksinim duyulmasıdır. Cari açığın ve dış borçlanmanın sürdürülebilirlik ölçütleri sırasıyla cari açığın GSYH'ye oranı ve dış borçların GSYH'ye oranıdır (Azgün, 2005, s. 58).

Cari açığın sürdürülebilir bir politika çerçevesinde finanse edilmediği durumda ülke ekonomisine büyük zarar vereceği gerçeği cari açık dış borçlanma konusunu daha da önemli hale getirmektedir. Ülkeler dış borçlanma sayesinde kısa vadede elde ettikleri dövizlerle finansman açığını kapatma imkânı sağlarken kısa vadeli spekülasyon para hareketleri sebebiyle ekonomik istikrar sorunu yaşayabilmektedir. Diğer taraftan ülkeler finansal altyapı bakımından yetersiz ise ve buna ek olarak ekonomik istikrar sorunu yaşıyorlarsa ülkeler için cari açığı dış borçla finanse etme yoluna başvurmadan başka bir çare kalmamaktadır. Dolayısıyla da ekonomik istikrarsızlık ve dış borç geri ödemeleri ülke ekonomilerini büyük krizlere sürükleyebilmektedir (Bayraktutan ve Demirtaş, 2011, s. 15-16; Çeştepe, Ursavaş ve Güdenoğlu, 2014, s. 101).

## B. DIŞ BORÇLANMA VE İKTİSADİ BÜYÜME

Dış borçlanma, iktisadi büyüme üzerine olumlu ve olumsuz etkilerde bulunabilmektedir. Dış borçlanmanın yurtiçi tasarrufları ve yatırımları tamamlaması durumunda iktisadi büyümeye pozitif katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Diğer taraftan alınan dış borçların geri ödemelerinin zamanında yapılamayıp birikmesi durumunda ülkelerin mali açıdan kötüleşmesine neden olacağı dolayısıyla iktisadi büyümeyi olumsuz etkileyeceği ileri sürülmektedir (Matuka ve Asafo, 2018, s. 1-2).

Dış borçlanmanın iktisadi büyümeye etkisinin olumlu olduğunu savunan modeller; Keynesyen teori, Harrod-Domar modeli, ikiz açık modeli ve zamanlar arası borçlanma modelidir. Dış borçlanmanın iktisadi büyümeye etkisinin olumsuz olduğunu ileri süren modeller ise; Neo-klasik model ve borç fazlası modelleridir. Borçla büyüme modeli ise borçlanmanın sürdürülebilirliği konusu üzerinde odaklanmaktadır.

İktisadi büyüme ve kalkınma teorisinde ekonomik büyümeyi arttırmanın, kalkınmayı sağlamanın yolu, tasarrufları ve sermaye birikimini arttırmaktan geçmektedir. Yurtiçi tasarrufların yetersiz olduğu gelişmekte olan ülkelere dış borçlanma yolu ile elde edilen yabancı tasarruflar kalkınmanın finansmanında kullanılmaktadır. Bu bağlamda büyüme ve kalkınma literatüründe yer alan öncü teoriler ve modellerde dış borçlar büyüme ve kalkınma için pozitif etkide bulunan bir fon kaynağı olarak görülmektedir. Şöyle ki keynesyen büyüme modellerinden *Harrod-Domar büyüme modelinde* dış borçlanma ile ek tasarruf kaynağı sağlanmakta, böylece yatırımlar artmakta ve ekonomik büyüme gerçekleşmektedir (Kara, 2001, s. 96-97). Ancak bu modelde borç servisi kapasitesinin sürdürülebilmesi için ekonomik büyüme oranının faiz oranı ile ölçülen borçlanma maliyetine eşit ya da borçlanma maliyetini aşmasını gerektiği belirtilmektedir (Bilginöglü ve Aysu, 2008, s. 7).

Dış borçlanmanın ekonomik büyümeyi olumlu etkileyeceğini savunan yeni modellerden *zamanlararası borçlanma modeline* (Nissanke ve Ferrarini, 2001) göre, yurtiçi faiz oranının dünya faiz oranından yüksek olduğu durumda bugünkü ve gelecekteki tüketim arasında tercih yapmak durumunda olan ekonomiler için uluslararası borçlanmaya gitmek rasyonel olmaktadır. Düşük faiz oranından borçlanmak ise ülkedeki yatırım ve tüketim düzeyini arttırarak ekonomik gelir ve refahı olumlu etkileyecektir (Bilginöglü ve Aysu, 2008, s. 6).

Keynesyen büyüme ve kalkınma modellerinde dış borçların ekonomik büyümeyi olumlu etkileyeceği düşünülürken Neoklasik modellerde dış borçlanmanın iktisadi büyüme üzerinde yaratacağı olumsuzluklara değinilmektedir. Bu olumsuzluklar dış borç faiz ödemelerinin finansmanında kullanılmak üzere alınması muhtemel vergilere dayanmaktadır. Buna göre vergilerdeki artış vergi mükelleflerinin hem mevcut tüketimlerini hem de harcanabilir gelirdeki azalışa

bağlı olarak tasarrufları ve dolayısıyla sermaye stokunu azaltmaktadır (Diamond, 1965, s. 1126).

Dış borçlardaki artışın borçları çevirmeyi zorlaştırdığı ve pek çok gelişmekte olan ülkenin borç çıkmazlarına yol açtığını, bunun da yatırımlar ve büyüme üzerinde olumsuzluklara yol açtığı bilinmektedir. Bu bağlamda Krugman (1988) *borç yükü hipotezi* ile borç yükünün likidite, tüketim harcamaları ve sermaye birikimi üzerinde yarattığı negatif etkilere dikkati çekmektedir. Borç yükü hipotezi ile birlikte önem kazanan borç yükü kavramının analizinde *borç Laffer eğrisi* yaklaşımı dikkati çekmektedir. Bu yaklaşımda dış borcun nominal değeri ile piyasa değeri arasındaki ilişkinin belirli bir noktaya kadar bire bir olduğu, borçların artmaya devam etmesi durumunda ise nominal değerdeki mutlak artışın, borcun piyasa değerindeki marjinal düşüşü telafi edemeyeceği noktaya geleceği belirtilmektedir. Böyle bir durumda borç alanın uğradığı kayıpların borçlu tarafı borç çıkmazına sürüklemesi ve ekonomik büyümenin olumsuz etkilenmesi söz konusu olmaktadır (Yıldız, 2018, s. 11).

Dış borç stokunun ekonomik büyüme üzerinde olumsuzluklar yaratabileceğini öne süren bir diğer teori, *borç fazlası teorisidir*. Bu teoriye göre alınan borcun, gelecek dönemde ülke ekonomisinin borç geri ödeme gücünü aşması durumunda beklenen borç servisi ekonominin üretim seviyesinin artan bir fonksiyonu olmaktadır. Böylelikle ülke içindeki yatırım gelirlerinin bir kısmı adeta yabancı kreditorler tarafından vergilendirilmekte, bu durumda da yerli ve yabancı yatırımcıların yatırım yapma cesareti kırılmaktadır. Bu durum ise iktisadi büyümeyi olumsuz etkilemektedir (Claessens, Detragiache, Kanbur ve Wickham, 1996, s. 17-18).

Borçlanmanın iktisadi büyümeyi olumlu ve olumsuz etkide bulunacağına yönelik teorilerin yanı sıra borçlanmanın toplam talep ve büyüme üzerinde etki yaratmayacağını savunan görüşler de mevcuttur. Bu görüşlerin temeli *Barro-Ricardo (Ricardocu denklik) hipotezine* dayanmaktadır. Bu hipoteze göre, kamunun bütçe açığı vermesi ve bu açığın borçlanma ile kapatılması yurt içi piyasalar ve faiz oranları üzerinde etki yaratmamaktadır. Faizlerin yükselmemesi özel yatırımların dışlanmasının önüne geçmektedir. Bu modelde, bugün vergi indirimine bağlı olarak ortaya çıkan bir bütçe açığı borçlanma ile finanse edilmektedir. Genişletici maliye politikasının neden olduğu bu gelir artışı karşısında bireyler tüketimlerini değiştirmemekte, sadece tasarruflarını arttırmaktadır. Bireylerin rasyonel varsayıldığı bu modelde bireyler bugünkü vergi indiriminin gelecekte borç ve faiz ödemesi için kullanılacak vergi artışı anlamına geldiğini bilmekte ve buna göre davranmaktadırlar. Bu modele göre kamusal borçların artışı üretim, fiyat ve faiz üzerinde bir etkiye yol açmamaktadır.

### C. DIŞ BORÇLANMA VE FİNANSAL GELİŞME

Finansal sistemin beş temel işlevi vardır. Bu işlevler sırasıyla; olası yatırımlar hakkında önceden bilgi üretmek ve sermaye tahsis etmek; finansmanı

sağladıktan sonra yatırımları izlemek ve kurumsal yönetim uygulamak; riskin ticaretini, çeşitlendirilmesini ve yönetimini kolaylaştırmak; tasarrufları mobilize etmek ve bir araya getirmek; mal ve hizmet alışverişini kolaylaştırmak şeklinde sıralanabilmektedir. Bu işlevlerin yerine getirilmesi sürecinde finansal piyasalardaki bilgi, icra ve işlem maliyetlerinin azaltılması finansal gelişme olarak adlandırılmaktadır (Levine, 1996, s. 6; World Bank, 2016). Diğer bir deyişle iyi işleyen bir finansal sistem; iyi organize edilmiş parasal düzenlemelerden, büyük bir bankacılık sektöründen, sürdürülebilir bir kamu maliyesinden, bağımsız merkez bankasından ve gelişmiş menkul kıymet piyasalarından oluşmaktadır (İlgün, 2016, s. 184). Bu bağlamda finansal gelişmenin sağlanmasında finansal piyasaların liberalizasyonu karşımıza çıkmaktadır.

Teorik temellerini Shaw (1973)'ın attığı finansal serbestleşme, en genel tanımıyla finansal piyasalardaki fonların işleyişinin serbestçe piyasa güçlerine bırakılması şeklinde tanımlanmaktadır. 1970'li yıllarda yaşanan teknolojik gelişmeler ve hâkim liberal politikaların etkisiyle 1980'li yıllardan itibaren gelişmiş ve gelişmekte olan pek çok ülkede finansal piyasalar üzerindeki kontroller kademeli şekilde kaldırılmıştır. Bu süreç 1990'lı yıllar boyunca artarak devam etmiştir. İç finansal serbestleşmede, yurtiçi finans piyasalarında mevduat faiz oranları serbest bırakılmış, bankacılık ve finans kurumları ile ilgili çok sayıda yeni düzenleme getirilmiştir. Dış finansal serbestleşmede ise önce döviz sonra sermaye hareketleri serbest hale gelmiştir (Sönmez, 2003, s. 215). Shaw (1973)'a göre, iç finansal serbestleşme durumunda faiz oranları artarken tasarruflar üzerindeki baskı ortadan kalkmaktadır. Buna bağlı olarak ise finansal araçlar artmakta, finansal derinleşme ve piyasa etkinliği sağlanmaktadır. Diğer taraftan etkin kaynak dağılımı sağlanarak piyasa getiri oranları birbirine yaklaşmakta, tasarruflar yükselmektedir. Bu duruma paralel olarak fon maliyetlerinde düşüş yaşanırken yatırımlar artmaktadır (Yentürk, 1997, s. 134). Dış finansal serbestleşme ile finans piyasaları üzerindeki baskı kaldırılarak serbest sermaye hareketi sağlanmakta ve uzun vadede faktör gelirleri eşitlenebilmektedir. Dış finansal serbestleşme ile sermaye bolluğu yaşayan ülkelere sermaye sıkıntısı yaşayan ülkelere tasarruf akışı olmaktadır. Başka bir ifadeyle iktisadi büyüme ve istihdam seviyesini artırmak isteyen tasarruf oranı düşük olan ülkeler yurtiçi faiz oranlarını artırarak tasarruf oranı yüksek olan ülkelere tasarruf elde etmektedir. Teorik olarak bu durumun yurtiçi tasarruf oranının küresel faiz oranına eşit olana kadar devam etmesi beklenmektedir (Dağdelen, 2004, s. 25).

Gelişmekte olan ülkelere kısa vadede yatırım ve büyümeyi olumlu etkilemesi mümkün olan finansal serbestleşme ve finansal yabancı sermaye zaman içerisinde bu ülkelerin makroekonomik dengesizliklerinin artmasına yol açmıştır. Bu ülkelere finansal serbestleşme ile ülkeye giren spekülasyon amaçlı sermaye, bir taraftan cari açığı finanse etmiş diğer taraftan da ekonomiyi kırılgan hale getirmiştir. Bu süreçte gelişmekte olan ülkelere faizlerin yükselmesi, kamu açıkları ve borçlarının artmasına, yatırımların ise azalmasına yol açmıştır. Böylece



mal ve sermaye hesapları birbirinden bağımsız hareket etmeye başlamıştır (Sönmez, 2003, s. 216-223).

### III. TÜRKİYE EKONOMİSİNDE DIŞ BORÇLANMA

İlk borcunu 1930 yılında ABD'den alan Türkiye Cumhuriyeti devleti, 1934 yılında SSCB'den ve 1938 yılında İngiltere'den borç almıştır. Alınan bu dış borçların vadesinde ödenmesi 1945 yılına kadar sürmüştür. II. Dünya Savaşı'ndan sonra ise kredi şeklinde dış borçlanmalara başvurulmuştur. Bu dönemde Dünya Bankası, IMF, OECD gibi uluslararası kuruluşlar ve diğer devletlerden ülke ekonomisinin kalkınması ve dış finansman ihtiyacının karşılanması için dış borç alınmıştır (Orhaner, 2007, s. 251).

Türkiye Cumhuriyeti ekonomisinde 1960'lı yıllarda planlı ekonomiye geçilmiş ve bu dönemde ülke ekonomisinin yüksek iktisadi büyüme oranlarına ulaşması için dış kaynak gerekliliği oldukça artmıştır (Demir, 1988, s. 226). 1960-1969 döneminde yabancı devletler ya da uluslararası kuruluşlardan proje, program ve borç kredileri şeklinde dış kaynak ihtiyacı karşılanmıştır. Bu dönemde dış borçlanmanın vadesi 20 ila 30 yıl arası, ödemesiz dönem 5 ila 7 yıl arası ve faiz oranı %2 civarında olmuştur (Dönek, 1995, s. 175).

1970-1979 döneminde Türkiye ekonomisinde dış borçlanmada artış devam etmiştir. Bu dönemde ülke ekonomisi içinde yaşanan (kamu açıklarının finansman gereksinimi yüksek olması ve 1970, 1975 ve 1977 yıllarında yaşanan Türk Lirası'ndaki devalüasyon gibi) iktisadi problemlere küresel çapta yaşanan krizler de eklenince (1973 yılında baş gösteren petrol krizleri gibi) dış borçlanma giderek artış göstermiştir. Yine bu dönemde dış borçlanmaların vade yapısının kısa olması, yüksek faizli olması ve kısa vadeli borçlanma içinde yer alan özel sektörün borçlanmasında devletin kur garantisi verdiği "döviz çevirebilir mevduat" uygulamasının yapılması dış borçlanmanın daha da artış göstermesine neden olmuştur. Yaşanan döviz darboğazlarına bağlı olarak Türkiye ekonomisinde 1978-1982 yılları arasında altı kez borç ertelemesine gidilmiştir (Dönek, 1995, s. 176; Karagöl, 2010, s. 5-6; Keçeligil, 2019, s. 119).

Türkiye ekonomisinde 1980 yılında 24 Ocak kararları uygulamaya koyulmuş, IMF ile en uzun stand-by anlaşması yapılmış (1980-1983) ve ithal ikameci sanayileşme politikaları terk edilmiştir. 1980-1990 yılları arasında ekonomide dışa açılma, döviz kıtlığını giderme, dış borçlanma yoluyla finansman ihtiyacının giderme ve ihracata dayalı büyüme gibi politikalar uygulamaya başlanmıştır. Dış borçlanma ve dış sermaye girişi, bu dönemde kamu kesimi finansman ihtiyacının karşılanmasında daha da önemli hale gelmiştir. Ancak, yapılan dışa açılma politikalarının hızlı ve kontrolsüz oluşu 1990'lı yıllar boyunca dış borçların daha çok artmasına neden olmuştur (Keçeligil, 2019, s. 120-121). Türkiye ekonomisinde 1990-2020 dönemine ilişkin dış borç kompozisyonu Tablo 1'de sunulmuştur.

**Tablo 1:** Türkiye Ekonomisinin Brüt Dış Borç Kompozisyonu (1990-2020)

Yıllar	Kamu Sektörü			TCMB			Özel Sektör			Toplam Brüt Dış Borç Stoku (I)+(II)+(III) (Milyon \$)	Toplam Brüt Dış Borç Stoku/GSYH (%)
	Kısa Vade	Uzun Vade	Toplam (I)	Kısa Vade	Uzun Vade	Toplam (II)	Kısa Vade	Uzun Vade	Toplam (III)		
1990	0	33.26	33.26	855	7.48	8,33	8.64	2.12	10.76	52.38	26,1
1995	250	41.75	42.0	993	11.1	12.17	14.25	7.51	21.77	75.94	33,6
2000	2.46	47.62	50.08	653	13.4	14.09	25.1	29.2	54.43	118.602	43,4
2005	2.13	68.27	70.41	2.76	12.6	15.42	34.0	50.9	84.94	170.780	33,8
2010	4.29	84.81	89.10	1.55	10.0	11.56	71.3	119.0	190.4	291.141	37,4
2011	8.56	87.26	95.83	1.23	8.09	9.33	73.3	126.3	199.6	304.802	36,4
2012	13.32	92.98	106.3	1.03	6.05	7.08	88.0	140.0	228.1	341.568	38,9
2013	20.59	98.33	118.9	833	4.40	5.23	114.0	156.2	270.2	394.452	41,2
2014	21.44	99.82	121.2	342	2.14	2.48	115.2	167.9	283.2	406.970	43,3
2015	18.06	98.57	116.6	176	1.15	1.32	87.05	194.1	281.2	399.182	46,0
2016	19.72	103.6	123.3	399	711	1.11	81.11	202.5	283.6	408.081	46,9
2017	22.11	114.0	136.1	1.75	0	1.76	96.30	219.5	315.8	453.796	52,8
2018	22.48	117.3	139.8	5.91	0	5.92	89.01	207.7	296.7	442.573	55,5
2019	25.02	131.9	156.9	8.41	0	8.42	89.80	178.9	268.7	434.187	57,1
2020	25.64	147.6	173.2	21.3	0	21.38	91.40	163.9	255.3	450.056	62,8

**Kaynak:** T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü

Tablo 1’de görüldüğü üzere kamu sektörü brüt dış borç stoku 1990 yılında 33.26 milyar dolar iken, yıllar içinde artış göstererek 2000 yılında 50.08 milyar dolara ulaşmıştır. Aynı dönemde toplam brüt dış borç stoku/GSYH oranının %26,1’den %43,4’e yükseldiği görülmektedir. Yıllar itibariyle özel sektörün borcundaki artış dikkati çekmektedir.

Türkiye ekonomisi 1990’lı yıllar boyunca 1980’li yıllarda var olan iç tasarruf yetersizliği ve kamu kesiminin finansman açığı gibi sorunları yaşamaya devam etmiş ve bu sorunları çözmek için sıcak para, düşük kur ve yüksek faiz politikalarını uygulamıştır. Uygulanan bu politikalar kamu ve özel sektörü iç borçlanmadan çok, dış borçlanmaya yöneltmiştir. Dışarıdan borçlanma ise ülke ekonomisinin iç tasarruflarının azalmasına, ithalat ve tüketim harcamalarının artmasına ve kısa vadeli spekülasyon hareketlere dayanan suni bir iktisadi büyüme sürecine neden olmuştur. Yaşanan makroekonomik dengesizlikler finans piyasalarındaki kredibilite problemiyle birleşince 1994 yılında ekonomik kriz kaçınılmaz olmuştur (Sarı, 2004, s. 54-55; Yeldan, 2004, s. 12-16).

1994 Krizi’nden sonra ekonomide 5 Nisan istikrar kararları alınmıştır. Bu kararlar ile enflasyonun düşürülmesi ve kamu açıklarının finanse edilmesi hedeflenmiştir. Bu kapsamda daraltıcı maliye politikası uygulanmış, ek gelir elde etmek amacıyla bir defaya mahsus vergiler -ek motorlu taşıtlar vergisi, ekonomik denge vergisi gibi- çıkarılmış ve kamu harcamalarında kısıtlamalara gidilmiştir. Yapılan bu uygulamalar ile 1994-1996 yılları arasında brüt dış borç stoku/GSYH oranında azalma sağlanmıştır. 1998 yılında Asya’da, 1999 yılında Rusya’da

yaşanan krizlerin ihracat üzerindeki olumsuz etkisi, yaşanan Marmara Depremi, büyüme ve cari dengede problemlere yol açmıştır. Tüm bu ekonomik zorluklarla baş etmede yine dış borçlanmaya başvurulmuştur (Karagöz, 2007, s. 104; Sarı, 2004, s. 56-58).

Türkiye ekonomisinde 2000’li yılların hemen öncesinde 1999 yılında, IMF ile stand-by anlaşması imzalanmıştır. Bu anlaşma çerçevesinde ülke ekonomisinde iç borçların dış borçlarla karşılanması kararlaştırılmıştır. Diğer taraftan 2000 yılında yaşanan kısa vadeli sermaye çıkışlarını ve cari işlemler dengesinde meydana gelen açığı finanse etmek için dış borçlanmaya gidilmiştir. Bu nedenlerden dolayı 2000 yılında brüt dış borç miktarı artış göstermiş ve 118.6 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır (Adıyaman, 2006, s. 29; Sarı, 2004, s. 58-59).

1990’lı yıllardan itibaren artarak devam eden makroekonomik sorunlar ve spekülasyon amaçlı gelen yabancı sermayenin iyice kırılğan hale getirdiği Türkiye ekonomisi, siyasi istikrarsızlıkların da eklenmesiyle Kasım 2000 ve Şubat 2001 dönemlerinde önemli iki ekonomik kriz yaşamıştır. Ekonomik krizlerin etkisiyle ülke ekonomisinden yüksek oranda sermaye çıkışları meydana gelmiştir. Ekonomide yaşanan olumsuzlukları gidermek ve ekonomik istikrarı sağlamak amacıyla “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” uygulamaya konulmuş, IMF ile yeni bir stand-by anlaşması imzalanmış ve IMF’den 10.2 milyar dolar kaynak temin edilmiştir (Adıyaman, 2006, s. 29; Sarı, 2004, s. 59). 2001 krizi ile birlikte Türkiye, tarihinin en büyük IMF borçlanmasını gerçekleştirmiş, devalüasyon ile birlikte dış borcun TL karşılığı olan borç yükü katlanarak artmıştır. Türkiye ekonomisi 2003 yılında cari işlemler dengesinde meydana gelen açığı ve rezerv artışını finanse etmek için 10.5 milyar dolar dış kaynak kullanımına başvurmuştur (Adıyaman, 2006, s. 30; Sarı, 2004, s. 59-60). 2004 ve 2005 yıllarında ihracatta ve iktisadi büyümede artış görülmesine karşın, cari işlemler dengesinde ve bütçe finansmanında açıklar sebebiyle dış borçlanma miktarındaki artış devam etmiştir (Adıyaman, 2006, s. 30).

2002 ve 2005 yıllarında iktisadi krizlerin olumsuz etkisini gidermek, ekonomik canlanmayı sağlamak ve iktisadi istikrarı tesis etmek amacıyla IMF ile stand-by anlaşmaları yapılmış ve bu anlaşmaların gerekleri herhangi bir iktisadi kriz olmadan hayata geçirilmiştir. Bununla birlikte brüt dış borç stokunun GSYH içindeki payı 2002-2008 yılları arasında düşüş yaşamış ve ekonomide dış borç sürdürülebilirliği tesis edilmiştir (Karagöl, 2010, s. 10-12). Brüt dış borç stokunun GSYH’ye oranının 2002-2008 yılları arasında düşüş göstermesinde, kriz sonrasında bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması, başarılı uygulanan enflasyon hedeflemesi programı, sağlanan mali disiplin, 2004 yılı sonunda Türkiye’nin AB ile adaylık müzakerelerine başlaması gibi unsurlar etkili olmuştur. Bu dönemde ülkeye gelen yabancı kaynak, dış borç biçiminden doğrudan yabancı sermaye girişi şekline dönüşmüştür (Eğilmez, 2016).

2002 yılından sonra uluslararası likiditenin bol, kurun düşük, Türkiye ekonomisinin kredi notunun yükselmesi ve çok düşük faizlerle yurtdışından

borçlanabilmesi, özel sektörün borçluluk düzeyini önemli oranda arttırmıştır. 2005 yılından itibaren bankacılık sektörü borçlarının önemli etkisiyle, özel sektör borcu kamu sektörü borcunu aşmıştır. 2002-2009 yılları arasında dış borç stoku miktarı mutlak olarak artsa da, GSYH'de meydana gelen artış ve dolayısıyla ihracattaki artış ile birlikte borç göstergelerinde iyileşmeler sağlanmıştır. Bu sayede Türkiye borç göstergelerinde birçok Avrupa ülkesinden daha iyi duruma gelmiştir (Karagöl, 2010, s. 10-15). Tablo 1'de görüldüğü üzere Türkiye ekonomisinin toplam brüt dış borç stoku 2000 yılında 118.6 milyar dolar iken 2010 yılında 291.1 milyar dolara ulaşmıştır. 2001 yılında %56'ya ulaşan dış borç yükünü temsil eden toplam brüt dış borç stoku/GSYH oranı 2011 yılına kadar genel olarak azalma göstermiş ve 2012 yılında %38,9 olarak gerçekleşmiştir.

2008 Küresel Finans Krizi birçok ülkeyi etkilediği gibi Türkiye ekonomisini de etkilemiş, Türkiye ekonomisinde iktisadi daralma yaşanmış ve brüt dış borç stokunun GSYH'ye oranı 2009 yılında artış göstermiştir. Türkiye'nin AB'ye adaylık süreci 2009 yılından başlayarak ivme kaybetmiş ve yabancı kaynak girişi doğrudan yabancı sermaye biçimi yerine, yine dış borçlanma şekline dönmüştür. Küresel krizin etkilerinin hafifletilmeye çalışılması, ardı ardına yaşanan seçim ekonomileri, büyük projelerin hayata geçirilmesi için alınan krediler, darbe girişimi ve yaşanan siyasi çalkantılar Türkiye ekonomisinde döviz kuru ve faizleri yükseltmiş, borç yükünün artmasına yol açmıştır. Yaşanan ekonomik ve siyasi gelişmelere bağlı olarak, 2012 yılından itibaren 2019 yılına kadar brüt dış borç yükü sürekli artış göstermiştir. 2020 sonu itibariyle brüt dış borç stokunun GSYH'ye oranının, pandeminin de etkisiyle 2001 yılının yaklaşık yedi puan üzerinde %62,8 olarak gerçekleştiği görülmektedir. 2020 yılı itibariyle 2000 yılına göre kamunun dış borcunun yaklaşık üç katına, özel sektörün dış borcunun ise dört katına çıktığı görülmektedir.

#### **IV. AMPİRİK LİTERATÜR**

Literatürde dış borçlarla çeşitli makroekonomik göstergeler arasındaki ilişkinin incelendiği çalışmalar mevcuttur. Şüphesiz ki, bu değişkenlerin başında ekonomik büyüme, ihracat, ithalat, dışa açıklık, dış ticaret haddi, cari denge, yatırım, tasarruf ve enflasyon gibi değişkenler öne çıkmaktadır. Tablo 2'de literatürde seçilen çalışmalarda kullanılan yöntem, incelenen ülkeler ve ulaşılan sonuçlar özetlenmektedir. Tablo 2'de daha detaylı şekilde görüleceği üzere, yapılan çalışmalarda genel olarak sayılan değişkenler ile dış borçlar arasında nedensellik ve eşbütünleşme ilişkisinin varlığı tespit edilmiştir. Ayrıca, çalışmalarda büyüme ve yurt içi tasarruflar ile dış borçlar arasında negatif yönlü ilişki, cari açık, dışa açıklık gibi dış ticaret verileri ile dış borçlar arasında pozitif yönlü ilişki tespit edilmiştir.

**Tablo 2:** Ampirik Literatür Özeti

Yazar	Ülke ve Dönem	Kullanılan Yöntem	Çalışmanın Sonucu
Akdağ (2007)	Türkiye, 1955-2006	Granger Nedensellik Testi	Dış borç ile iktisadi büyüme arasında nedensellik tespit edilememiştir.
Zafar ve Butt (2008)	Pakistan, 1972-2007	ARDL Eşbütünlüşme Testi	Ticari serbestleşmenin de içinde yer aldığı makro değişkenler ve dış borç arasında eşbütünlüşme ilişkisinin olduğu tespit edilmiştir.
Koyuncu ve Tekeli (2010)	Türkiye, 1990-2009	Johansen Eşbütünlüşme ve Granger Nedensellik Testi	Değişkenler arasında uzun dönemde eşbütünlüşme ilişkisi tespit edilmiştir. Ayrıca dış borç stokundan yurtiçi tasarruflara çift yönlü, cari açıktan dış borç stokuna tek yönlü nedensellik ilişkisi bulunmuştur.
Loganathan, Sukemi ve Sanusi (2010)	Malezya, 1988-2008	Johansen-Juselius Eşbütünlüşme ve VECM Testi	Dış borç ve makroekonomik performans arasında hem uzun hem de kısa dönemde eşbütünlüşme ilişkisi tespit edilmiştir.
Hwang, Chung ve Wang (2010)	20 Asya ve Latin Amerika Ülkesi	Panel OLS, Dinamik GMM ve Granger Nedensellik Testi	Dış borç ile iktisadi büyüme arasında negatif ilişki ve finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasında pozitif ilişki olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasında çift yönlü nedensellik bulunmuştur.
Gül, Kamacı ve Konya (2012)	Türk Cumhuriyetleri, 1994-2010	Pedroni Eşbütünlüşme ve Granger Nedensellik Testi	Dış borçlanma ve iktisadi büyüme arasında uzun dönemde ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca, dış borçlanmadan iktisadi büyümeye doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi bulunmuştur.
Çeştepe vd. (2014)	Türkiye, 1980-2013	Granger Nedensellik Testi	Cari açık ve dış borç arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi bulunmuştur.
Lau, Lee ve Arip (2015)	Malezya, 1970-2013	Johansen Juselius Eşbütünlüşme Testi	Uzun dönemde dış borç ve çeşitli makroekonomik değişkenler arasında eşbütünlüşme ilişkisinin olduğu tespit edilmiştir.
Genç ve Tandoğan (2015)	Türkiye, 1971-2011	ARDL Eşbütünlüşme Testi	Değişkenler arasında eşbütünlüşme ilişkisinin olduğu tespit edilmiştir. Uzun dönemde dış borçla ile iktisadi büyüme arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Kısa dönemde ise dış borcun iktisadi büyümeyi negatif olarak etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.
Akdoğan (2017)	Türkiye, 1970-2015	ARDL Eşbütünlüşme Testi	Değişkenler arasında eşbütünlüşme ilişkisi bulunmuştur. Uzun dönemde dış borç stoku ile kişi başına GSYH arasında pozitif ilişki, para arzı ile ise negatif ilişki tespit edilmiştir. Kısa dönemde dış borç stoku ile kişi başına GSYH ve para arzı arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.
Bölükbaş ve Peker (2017)	Türkiye, 1998:Q1-2012:Q1	Vektör Otoregresif (VAR) Yöntemi	Varyans ayrıştırması sonuçlarına göre tüm değişkenlerin öngörü hata varyansının kaynağının öncelikle kendi şokları olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, dış borçlanmanın ticari dışa açıklıktan ve dış ticaret hadlerinden hemen hemen aynı oranda etkilendiği saptanmıştır.

Bingöl ve Pehlivan (2018)	Türkiye, 1987-2016	ARDL Eşbütünlüşme, Granger Nedensellik Testi	Cari açık değişkeni ile diğer değişkenler arasında (portföy kâr transferi değişkeni hariç) uzun dönemli bir eşbütünlüşme ilişkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca, değişkenler arasında nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.
Öztürk ve Çınar (2018)	Türkiye, 1975-2016	Engel-Granger Eşbütünlüşme Testi	Değişkenlerin eşbütünlüşük oldukları ve uzun dönemde kamu dış borçlanmasının iktisadi büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.
Matuka ve Asafo (2018)	Gana, 1970-2017	Johansen Eşbütünlüşme ve VECM Testi	Değişkenler arasında hem uzun dönemde hem de kısa dönemde ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır

## V. EKONOMETRİK ANALİZ

Ekonometrik analizde önce model ve veri seti açıklanmaktadır. Ardından, çalışmanın analiz yöntemi olan ARDL eşbütünlüşme analizi hakkında bilgi verildikten sonra, analiz bulguları değerlendirilmektedir.

### A. MODEL VE VERİ SETİ

Bu çalışmada dış borçlanma ile cari açık, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki incelenmektedir. Bu amaçla oluşturulan ekonometrik model, 1 no.lu denklemle gösterilmektedir.

$$db = \alpha_0 + \alpha_1 cd + \alpha_2 m + \alpha_3 y + u_{ti} \quad (1)$$

Denklem 1’de db: brüt dış borç stokunu, cd: cari hesap dengesinin GSYH’ye oranını, m:  $M_2$  para arzını (düzey), y: GSYH (düzey)’i ifade etmektedir. 1998:Q1-2019:Q2 dönemini inceleyen bu çalışmada kullanılan değişkenler, konuyla ilgili teorik literatürden ve benzer ampirik çalışmalardan yararlanılarak tespit edilmiştir. Bu kapsamda modelde yer alan para arzı değişkeni finansal gelişmişliğin göstergesi olarak kullanılmaktadır. Logaritmik dönüşümleri yapılan değişkenler çeyreklik frekanstadır. Modelde yer alan db, m, y değişkenlerine ait veriler Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası’ndan (TCMB), cd değişkenine ait veriler Ekonomik Kalkınma İşbirliği Örgütü’nden (OECD) alınmıştır. Analizde kullanılan değişkenlere ait açıklamalar Tablo 3’de yer almaktadır.

**Tablo 3:** Modelde Kullanılan Değişkenler ve Kaynakları

Değişken	Kısaltma	Kaynak
Brüt Dış Borç Stoku (Düzey)	db	TCMB
$M_2$ (Bin TL-Düzey)	m	TCMB
Cari Hesap Dengesi/GSYH (%)	cd	OECD
Gayrisafi Yurtiçi Hâsıla (Bin TL-Düzey)	y	TCMB

### B. ARDL EŞBÜTÜNLEŞME ANALİZİ

Eşbütünlüşme analizi, düzeyde durağan olmayan serilerin uzun dönemde dengeye gelip gelmediklerini sınamak için yapılan bir analizdir (Çakmur Yıldıztan,

2011, s. 247). Değişkenlerin aynı dereceden bütünleşik olması durumunda Engle-Granger (1987) ve Johansen (1988) eşbütünleşme testleri yapılabilmektedir. Pesaran, Shin ve Smith (2001) tarafından geliştirilen ARDL modeli ise değişkenlerin farklı derecelerden bütünleşik olması durumunu göz önünde bulundurarak değişkenlerin sınanmasına olanak sağlamaktadır. ARDL eşbütünleşme modelinin önemli bir avantajı, modelde kullanılacak değişkenlerin düzeyde durağan I(0) ya da farkta durağan I(1) olmasıdır. Ayrıca, ARDL modelinin bir diğer önemli avantajı ise kısıtsız hata düzeltme modelinin kullanılmasından dolayı, geleneksel eşbütünleşme analizlerine kıyasla daha güvenilir istatistiksel sonuçlara ulaşılmasına olanak sağlamasıdır (Çağlayan, 2006, s. 425). ARDL eşbütünleşme analizinde ilk olarak, kısıtsız hata düzeltme modeli tahmin edilmektedir. Denklem 2 bu çerçevedeki kısıtsız hata düzeltme modelinin denklemini göstermektedir.

$$\Delta db_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^m \beta_{1i} \Delta db_{t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_{2i} \Delta cd_{t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_{3i} \Delta m_{t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_{4i} \Delta y_{t-i} + \theta_1 db_{t-1} + \theta_2 cd_{t-1} + \theta_3 m_{t-1} + \theta_4 y_{t-1} + \mu_t \quad (2)$$

Kısıtsız hata düzeltme modeli Denklem 2'deki gibi tahmin edildikten sonra Wald testi (F istatistiği) yapılarak, değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin olup olmadığı tespit edilmektedir. Wald testinin hipotezleri ise aşağıdaki gibidir:

$$H_0: \theta_0 = \theta_1 = \theta_2 = \theta_3 = \theta_4 = 0 \text{ ise eşbütünleşme yoktur.}$$

$$H_1: \theta_0 \neq \theta_1 \neq \theta_2 \neq \theta_3 \neq \theta_4 \neq 0 \text{ ise eşbütünleşme vardır.}$$

Wald testiyle elde edilen F istatistiği, Pesaran vd. (2001) ile Narayan (2005)'in çalışmalarında asimptotik olarak türetilen anlamlılık değerleri I(0) alt kritik değeri ve I(1) üst kritik değeri ile karşılaştırılır. Bu karşılaştırmada üç durum bulunmaktadır: Birinci durumda, hesaplanan F istatistiği üst sınırdan daha büyük ise  $H_0$  hipotezi reddedilerek uzun dönemde değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin olduğu yorumu yapılmaktadır. İkinci durumda, hesaplanan F istatistiği alt sınırdan daha küçük ise  $H_0$  hipotezi reddedilemeyerek uzun dönemde değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin olmadığı yorumu yapılmaktadır. Üçüncü durumda ise, hesaplanan F istatistiği alt sınır ve üst sınır arasında yer alıyorsa, değişkenler arasında uzun dönemde eşbütünleşme ilişkisinin belirsizliğinden bahsedilmektedir. Çalışmada incelenen değişkenlerden m değişkeni I(0); y, cd ve db değişkenleri I(1) olduğu için, bu seriler arasındaki tahmini eşbütünleşme ilişkisi ARDL yöntemiyle incelenmiştir.

### C. BULGULAR

Çalışmada ilk olarak, değişkenlerin birim kök içerip içermediklerini incelemek için durağanlık analizleri yapılmıştır. Serilerin durağanlığının sınanması aşamasında, önce standart birim kök testlerinden Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF, 1979) ve Phillips-Perron (PP, 1988) birim kök testleri kullanılmıştır. Ayrıca, çalışmada incelenen 1998-2019 döneminde gerçekleşen 2001 krizinin seriler

üzerinde meydana getireceği etki dikkate alınarak, tek yapısal kırılmaya bakan Zivot-Andrews (1992) birim kök testi de yapılmıştır.

**Tablo 4:** ADF ve PP Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	ADF (Sabit ve Trendli)	ADF (Sabit)	ADF (Sabit ve Trendli)	PP (Sabit ve Trendli)	PP (Sabit)	PP (Sabit ve Trendli)
db	5,933605	-2,033400	-0,371561	5,071106	-1,887638	-0,630330
m	7,849291	-5,350982*	-3,267199***	5,278117	-5,363909*	-3,273612***
cd	-1,461267	-2,815742***	-2,629135	-1,567820	-2,495352	-2,353694
y	2,302394	-0,406189	-3,421303***	2,490266	-1,196769	-7,080832*

**Not:** “\*”, “\*\*”, “\*\*\*” sırasıyla % 1, % 5 ve % 10 anlamlılığı ifade etmektedir. ADF birim kök testi modellerinde Schwarz bilgi kriteri kullanılmış ve gecikme uzunlukları 9 olarak belirlenmiştir. ADF ve PP testleri kritik değerleri sabitsiz ve trendsiz model % 1 : -2,592452, % 5 : -1,944666, % 10 : -1,614261. Sabit model için % 1 : -3,510259, % 5 : -2,896346, % 10 : -2,585396. Sabitli ve trendli için % 1 : -4,071006, % 5 : -3,464198, % 10 : -3,158586’dir.

Tablo 4’de görüldüğü gibi db değişkeni ADF ve PP testlerine göre düzeyde durağan çıkmamıştır. m değişkeni ADF ve PP testlerine göre sabitli modelde %1 anlamlılık düzeyinde, sabitli ve trendli modelde %10 anlamlılık düzeyinde durağan çıkmıştır. cd değişkeni ADF testinde sabitli modelde %10 anlamlılık düzeyinde durağandır. y değişkeni ise ADF testine göre sabitli ve trendli modelde %10 anlamlılık düzeyinde durağan çıkarken, PP testine göre sabitli ve trendli modelde %1 anlamlılık düzeyinde durağan çıkmıştır.

**Tablo 5:** Zivot-Andrews (ZA) Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	Sabitli (A)	Trendli (B)	Sabitli ve Trendli (C)
db	-2,796589 2006-Q1	-2,788636 2013-Q2	-3,386627 2006-Q1
m	-5,082880** 2005-Q2	-4,961438* 2006-Q3	-8,548633* 2005-Q4
cd	-3,564641 2003-Q4	-4,059765 2011-Q4	-4,343438 2010-Q3
y	-4,996868** 2008-Q4		-5,015166*** 2009-Q1

**Not:** Zivot-Andrews kritik değerleri sabitli model (A) için %1, %5 ve %10 için sırasıyla -5.34, -4.93 ve -4.58; trendli model (B) için %1, %5 ve %10 için sırasıyla -4.80, -4.42 ve -4.11; sabitli ve trendli model (C) için %1, %5 ve %10 için sırasıyla -5.57, -5.08, -4.82. Gecikme uzunluğu 2’dir.

Tablo 5’de ZA testi sonuçları sunulmaktadır. Buna göre db değişkeni düzeyde durağan değildir. m değişkeni düzeyde durağandır. cd değişkeni düzeyde durağan çıkmamıştır. y değişkeni ise sabitli modelde %5 anlamlılık düzeyinde sabitli ve trendli modelde %10 anlamlılık düzeyinde düzeyde durağan çıkmıştır.



ADF, PP ve ZA test sonuçları birlikte değerlendirildiğinde m değişkeni düzeyde durağan yani I(0) olduğu sonucuna ulaşılmıştır. db ve cd değişkenlerinin ise düzeyde durağan olmadığı tespit edilmiştir. Diğer taraftan, y değişkeninin zaman serisi grafiği incelenmiş ve trend içerdiği görülmüştür<sup>1</sup>. Buna göre y değişkeni düzeyde durağan değildir, şeklinde yorumlanmıştır.

**Tablo 6:** Farklı Alınmış Serilerin ADF ve PP Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	ADF (Sabitsiz ve Trendsiz)	ADF (Sabit)	ADF (Sabit ve Trendli)	PP (Sabitsiz ve Trendsiz)	PP (Sabit)	PP (Sabit ve Trendli)
$\Delta db$	-5,793412*	-7,415674*	-7,617733*	-5,910954*	-7,389820*	-7,617425*
$\Delta m$	-3,002433*	-7,702814*	-8,966961*	-5,061727*	-7,724227*	-8,967504*
$\Delta cd$	-7,928576*	-7,880956*	-7,948435*	-7,903861*	-7,855195*	-7,900156*
$\Delta y$	-2,492475**	-2,857915***	-2,751711	-12,80587*	-15,76751*	-15,63883*

**Not:** “\*”, “\*\*”, “\*\*\*” sırasıyla % 1, % 5 ve % 10 anlamlılığı ifade etmektedir. ADF birim kök testi modellerinde Schwarz bilgi kriteri kullanılmış ve gecikme uzunlukları 9 alınmıştır. ADF ve PP testleri kritik değerleri sabitsiz ve trendsiz model % 1 : -2,592782, % 5 : -1,944713, % 10 : -1,614233. Sabit model için % 1 : -3, 510259, % 5 : -2,896346, % 10 : -2,585396. Sabitli ve trendli için % 1 : -4,071006, % 5 : -3,464198, % 10 : -3,158586'dir.

Tablo 6'da farklı alınmış serilerin ADF ve PP test sonuçları sunulmuştur. Test sonuçlarına göre, tüm değişkenlerin fark durağan olduğu tespit edilmiştir.

**Tablo 7:** Farklı Alınmış Serilerin Zivot-Andrews Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	Sabitli (A)	Trendli (B)	Sabitli ve trendli (C)
$\Delta db$	-8,271087* 2008-Q3	-7,892503* 2007-Q1	-8,568808* 2008-Q3
$\Delta cd$	-5,721080* 2009-Q2	-5,596731* 2016-Q1	-6,249387* 2002-Q1
$\Delta y$	-23,97146* 2002-Q2	-22,96436* 2004-Q2	-23,86352* 2002-Q2

**Not:** Zivot-Andrews kritik değerleri sabitli model (A) için %1, %5 ve %10 için sırasıyla -5.34, -4.93 ve -4.58; Trendli model (B) için %1, %5 ve %10 için sırasıyla -4.80, -4.42 ve -4.11; sabitli ve trendli model (C) için %1, %5 ve %10 için sırasıyla -5.57, -5.08, -4.82. Gecikme uzunluğu 2'dir.

Tablo 7'de farklı alınmış serilerin ZA test sonuçları sunulmuştur. Test sonuçlarına göre tüm değişkenlerin fark durağan olduğu tespit edilmiştir. Birim kök test sonuçlarına göre, m değişkeninin düzeyde yani I(0) olduğu, diğer tüm değişkenlerin ise (y, cd, db) fark durağan yani I(1) olduğu tespit edilmiştir.

Çalışmada ARDL modeli, bağımlı değişken db, bağımsız değişkenler cd, m ve y seçilerek kurulmuştur. ARDL yaklaşımında farklı gecikme kombinasyonları sınanarak en düşük değeri veren model, en uygun model olarak seçilmiştir. Bu çerçevede maksimum gecikme uzunluğunun 3 ve Schwarz bilgi kriterinin (SIC)

<sup>1</sup> Değişkenlere ait zaman serisi grafikleri Ek 1'de yer almaktadır.

olduğu durumda; kısa ve uzun dönem ilişkileri analiz etmek için sınanan en uygun modelinin ARDL (1,0,0,0) olduğu tespit edilmiştir. Bu çerçevede tahmini yapılan modelin sınır testi ve eşbütünleşme sonuçları Tablo 8’de yer almaktadır.

**Tablo 8:** Sınır Testi ve Eşbütünleşme Sonuçları

k	F test İstatistiği	Kritik Değerler %1		Kritik Değerler %5		Kritik Değerler %10	
		Alt Sınır	Üst Sınır	Alt Sınır	Üst Sınır	Alt Sınır	Üst Sınır
3	17.900	3.65	4.66	2.79	3.67	2.37	3.2

**Not:** “k” bağımsız değişken sayısını göstermektedir.

Tablo 8’de görüldüğü üzere, F test istatistiği kritik değerlerden büyük olduğundan söz konusu değişkenler arasında eş bütünleşme ilişkisinin olmadığını söyleyen  $H_0$  boş hipotezi reddedilmiştir. Dolayısıyla, seriler arasında eş bütünleşme ilişkisi olduğu sonucuna varılmıştır.

Sınır testi sonucunda eşbütünleşme ilişkisi tespit edildikten sonra, değişkenler arasındaki uzun ve kısa dönem ilişkileri tespit edilmektedir. Bu çerçevede bağımlı ve bağımsız değişkenlere ait gecikme uzunlukları, SIC bilgi kriterine göre seçilen ARDL (1,0,0,0) modeli Denklem 3’deki gibi oluşturulmuştur.

$$db_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^m \beta_{1i} db_{t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_{2i} cd_{t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_{3i} m_{t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_{4i} y_{t-i} + \mu_t \quad (3)$$

Seçilen ARDL (1,0,0,0) modelinin uygun ve istikrarlı olduğunu tespit etmek için diagnostik (tanısal) testler yapılmıştır. Modelde değişen varyansın olup olmadığını test etmek için White, Harvey ve ARCH testleri, hata terimlerinin normal dağılıp dağılmadığını tespit etmek için Jarque-Bera Normallik testi, ardışık bağımlılık sınaması için Breusch–Godfrey LM testi, model kurma hatasının olup olmadığını tespit etmek için Ramsey Reset testi yapılmıştır. ARDL (1,0,0,0) modeli tahmin sonuçları ve tanısal testlerine ait sonuçlar ise Tablo 9’da sunulmuştur.

**Tablo 9:** ARDL (1,0,0,0) Modeli Tahmin Sonuçları

Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	t-istatistiği	p-değeri
db(-1)	0.900712	0.033044	27.25803	0.0000
cd	-0.005137	0.001147	-4.478426	0.0000
m	0.013494	0.010041	1.343849	0.1828
y	0.064184	0.026370	2.433967	0.0172
c	-0.281749	0.351399	-0.801793	0.4250
Diagnostik (Tanısal) Testler				
R <sup>2</sup> = 0.99	Adj R <sup>2</sup> =0.99	Breusch –Godfrey LM Testi = 1.654(0.197)		
Ramsey Reset Testi=0,217(0,828)		Jarque-Bera Normallik Testi = 0.303 (0.859)		
Değişen Varyans Testleri		White= 0.376(0.973)		
		Harvey=0.170(0.953)		
		ARCH=0.200(0.655)		

Tablo 9’da görüldüğü üzere cd ve y değişkenlerinin katsayıları istatistiki olarak anlamlıdır. db değişkeninin bir gecikmesi yine istatistiki olarak anlamlıdır. Ancak, m değişkeninin katsayısı ise istatistiki olarak anlamlı değildir. Tablo 9’da sunulan sonuçlara göre, ARDL (1,0,0,0) modelinde değişen varyans sorununun, otokorelasyon sorununun olmadığı, hata terimlerinin normal dağılıma sahip olduğu görülmektedir. Başka bir ifadeyle kurulan ARDL (1,0,0,0) modelinin sorunsuz olduğu tespit edilmiştir. ARDL (1,0,0,0) modeline ait uzun dönem katsayıları Tablo 10’da sunulmuştur.

**Tablo 10:** ARDL (1,0,0,0) Modeli Uzun Dönem Katsayıları

Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	t-istatistiği	p-değeri
cd	-0.051743	0.022152	-2.335851	0.0220
m	0.135906	0.065112	2.087260	0.0400
y	0.646443	0.234935	2.751589	0.0073
c	-2.837698	3.560523	-0.796989	0.4278

Tablo 10’da görüldüğü üzere ARDL (1,0,0,0) modeline ait uzun dönem katsayıları istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur. m ve y değişkenlerinin db değişkeni üzerinde uzun dönemde pozitif ve istatistiki olarak anlamlı; cd değişkeninin db değişkeni üzerinde uzun dönemde negatif ve istatistiki olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir.

Uzun dönem katsayılarının tahmininden sonra, hata düzeltme modeli yardımıyla ARDL (1,0,0,0) modelinin kısa dönem katsayıları tahmin edilmektedir. Denklem 4’te ARDL (1,0,0,0) modeline ait hata düzeltme modelinin denklemi gösterilmektedir.

$$\Delta db_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \omega_{1i} \Delta db_{t-i} + \sum_{i=0}^m \varphi_{2i} \Delta cd_{t-i} + \sum_{i=0}^m \rho_{3i} \Delta m_{t-i} + \sum_{i=0}^m \tau_{3i} \Delta y_{t-i} + \delta ECT_{t-1} + \mu_t \quad (4)$$

Denklem 4’deki katsayılar ARDL (1,0,0,0) modelinin kısa dönem katsayılarını ifade etmektedir. Denklem 4’de yer alan  $ECT_{t-1}$  modelin hata

düzeltilme terimidir. Bu terime ait  $\delta$  katsayısının pozitif bir değer alması uzun dönem denge durumundan uzaklaşmayı ifade ederken, 0 ile -1 arasında bir değer alması ise uzun dönem denge durumuna yaklaşmayı ifade etmektedir. ARDL (1,0,0,0) modeline ait hata düzeltme modeli sonuçları Tablo 11’de sunulmuştur.

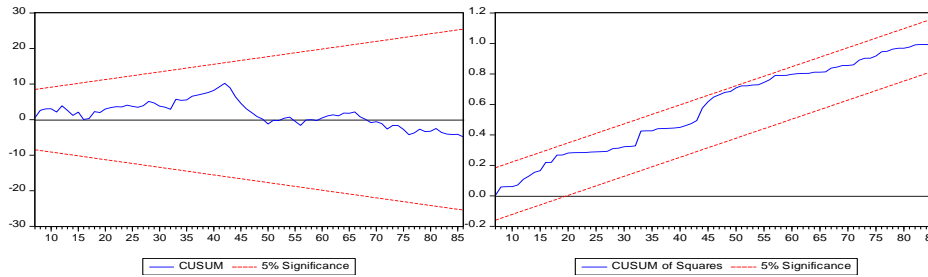
**Tablo 11:** ARDL (1,0,0,0) Hata Düzeltme Modeli

Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	t-istatistiği	p-değeri
C	-0.281749	0.351399	-0.801793	0.4250
db(-1)*	-0.099288	0.033044	-3.004727	0.0035
cd**	-0.005137	0.001147	-4.478426	0.0000
m**	0.013494	0.010041	1.343849	0.1828
y**	0.064184	0.026370	2.433967	0.0172
CointEq(-1)*	-0.099288	0.010242	-9.694070	0.0000

Tablo 11’de görüldüğü üzere cd değişkeninin katsayısının kısa dönemde negatif ve istatistiki olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Yine, db değişkeninin bir gecikmesinin katsayısının kısa dönemde negatif ve istatistiki olarak anlamlı olduğu görülmüştür. y değişkeninin katsayısının kısa dönemde pozitif ve istatistiki olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Ancak, m değişkeninin katsayısının kısa dönemde istatistiki olarak anlamlı olmadığı görülmüştür. Diğer taraftan, hata düzeltme terimi  $ECT_{t-1}$  katsayısının 0 ile -1 arasında olduğu ve istatistiki olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Buna göre, kısa dönemdeki sapmaların %9’nun bir sonraki dönemde giderildiği ve uzun dönem dengesine hızlı bir şekilde ulaşıldığı söylenebilir.

ARDL (1,0,0,0) modelinde uzun dönem katsayılarının istikrarlılığını ve modelde yapısal kırılma olup olmadığını tespit edebilmek için Cusum ve Cusum-sq testleri yapılmış ve grafikleri Şekil 1’de sunulmuştur.

**Şekil 1:** ARDL (1,0,0,0) Modeli Cusum ve Cusum-sq Grafikleri



Şekil 1’deki Cusum ve Cusum-sq grafiklerine göre ARDL (1,0,0,0) modelinde uzun dönem katsayılarının istikrarlı olduğu ve modelde herhangi bir yapısal kırılmanın olmadığı belirlenmiştir.

## SONUÇ

Bu çalışmada, Türkiye ekonomisinde dış borçlar ile iktisadi büyüme, cari açık ve finansal gelişme arasındaki ilişki incelenmiştir. ARDL eşbütünleşme analizi sonuçlarına göre dış borçlanma üzerinde finansal gelişmenin, cari açığın ve iktisadi büyümenin uzun dönemde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Yine analizde elde edilen bulgulara göre, uzun dönemde finansal gelişme ve iktisadi büyümenin dış borçlanma üzerindeki etkisinin pozitif ve istatistiki olarak anlamlı olduğu, cari açığın dış borçlanma üzerindeki etkisinin ise negatif ve istatistiki olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Elde edilen ekonometrik bulgular, Genç ve Tandoğan (2015) ve Akduğan (2017)'in çalışmaları ile paralellik göstermektedir.

Çalışmada elde edilen ampirik bulgulara göre, Türkiye ekonomisi büyürken dış borçları da büyümektedir. Bu bulgu, Türkiye ekonomisinin büyüme ve üretim sürecinde yurtiçi tasarrufların yatırımları finanse etmeye yetmediğini ve yabancı tasarrufların devreye girdiğini göstermektedir. Dış borçlar içerisinde özel sektörün ağırlığı düşünüldüğünde üretim ve borç ilişkisi daha netlik kazanmaktadır. Bu da sıklıkla vurgulanan borçla büyüme eleştirisinin, Türkiye ekonomisinde kısmen geçerli olduğunu göstermektedir.

Türkiye ekonomisinde finansal gelişme sürecinde gerçekleştirilen uygulamaların yurtdışından borçlanmayı kolaylaştırdığı bilinmektedir. Ayrıca, ülke içindeki yüksek faizler yurtdışından borçlanmayı cazip hale getirmektedir. Bu bağlamda, finansal gelişmenin yansımaları olan para arzı ve kredi hacmindeki artış, talebi canlı tutarak harcamaların ve gelirin artmasını sağlamaktadır. Kredi hacmindeki artıştan olumlu ivmelenen ekonomik büyüme, dış borçların daha fazla artmasının önünü açmaktadır.

Çalışmanın bulgularından bir diğeri, cari açıkla dış borçlar arasındaki negatif ilişkidir. Türkiye ekonomisinin üretim yapısının ithalata olan bağımlılığı düşünüldüğünde, Türkiye'de üretim artışının sonucu olarak bir yandan cari açık artarken, diğer taraftan ekonomik büyüme gerçekleşebilmektedir. Ekonomik büyümenin sermaye birikimi ve tasarruflar üzerindeki olumlu etkisine bağlı olarak, en büyük borçlanıcı olan özel sektörün borçlarını ödeme gücü artmaktadır. Türkiye ekonomisinde döviz borcu yüksek olan özel sektör firmaları, döviz kurundaki bir düşüşten bilançoları üzerinden olumlu etkilenmektedir. Döviz kurundaki düşüş ihracatçıları ise olumsuz etkilemektedir. Bu bağlamda, kurdaki düşüşün yol açtığı cari açık ile dış borçlanma arasında negatif bir ilişkinin ortaya çıkması mümkündür. Böylece döviz kurundaki düşüş bir taraftan cari açığa yol açarken, diğer taraftan dış borçların değerini düşürerek azalmasına yol açmaktadır.

Türkiye ekonomisinde dış borçlar, ekonomik büyüme, cari açık ve finansal gelişme ilişkisinin incelendiği bu çalışmanın bulgularından yola çıkılarak, dış borçların azaltılması için faizler ve döviz kurunun daha istikrarlı bir yapıya kavuşturulmasının gerekliliği ortaya çıkmaktadır. Makroekonomi politikaları, faizleri ve döviz kurunu sürdürülebilir seviyelerde tutabilecek ve dalgalanmaları

önleyecek şekilde koordine edilmelidir. Faizlerin düşürülebilmesi sürecinde, şüphesiz ki enflasyon oranlarının tek haneli rakamlara düşürülmesi, dış borçların azaltılması sürecinde de ithalata bağımlı üretim yapısının dönüştürülmesi önem arz etmektedir. Böylece özel sektörün döviz ve kredi gereksinimini azaltmak mümkün olabilecektir. Üretim yapısındaki bu dönüşümün pratikte borçlanma ihtiyacını azaltması söz konusu olabilecektir. Bunun yanı sıra dış borçlanmanın koşullarıyla, usul ve esaslarına ilişkin hukuki düzenlemeler de önem arz etmektedir. Türkiye ekonomisinde dış borçlanma ile ilgili en önemli yasal düzenleme olan 4749 sayılı yasanın özel sektör borçlanması ile ilgili düzenlemeler içermesinin, borçlanma usullerinde değişiklik ve sıkılaştırılmaya gidilmesinin borçlar üzerinde azaltıcı etkide bulunabileceği düşünülmektedir. Diğer taraftan, özellikle kamu kurumlarının, Musgrave (1959) tarafından “altın kural” olarak ifade edildiği şekilde cari harcamaları finanse etmek için değil, sermaye harcamalarını finanse etmek için borçlanması sağlanmalıdır. Bu doğrultuda, tabii ki özel tasarrufların yanı sıra kamu tasarruflarının da arttırılması gerekmektedir.

## KAYNAKÇA

- Adıyaman, A. T. (2006). Dış borçlarımız ve ekonomik etkileri, *Sayıştay Dergisi*, 62, Temmuz-Eylül, 21-45.
- Akdağ, A. (2007). *Dış borç ve ekonomik büyümeye etkisi* (Yayınlanmamış yüksek lisans tezi). Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Balıkesir.
- Akduğan, U. (2017). Türkiye’de dış borç stokunun belirleyicileri. *Business and Economics Research Journal*, 8(2), 183-202.
- Azgün, S. (2005). Dış borç sürdürülebilirliği: Zamanlararası bütçe kısıtı testleri. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* 5(2), 57-68.
- Bayraktutan, Y. ve Demirtaş, I. (2011). Gelişmekte olan ülkelerde cari açığın belirleyicileri: Panel veri analizi. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 2(22), 1-28.
- Bilginoğlu, M. A. ve Aysu, A. (2008). Dış borçların ekonomik büyüme üzerindeki etkisi: Türkiye örneği. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 31, 1-23.
- Bingöl, N. ve Pehlivan, C. (2018). Türkiye ekonomisinde cari açık ve nedenleri: ARDL analizi. *Journal of Institute of Economic Development and Social Researches*, 4(9), 170-181.
- Bölükbaş, M. ve Peker, O. (2017). Ticari dışa açıklık ve dış ticaret hadleri dış borçlanma üzerinde etkili mi? Türkiye için bir analiz. *Sosyoekonomi*, 25(34), 213-225.
- Claessens, S., Detragiache, E., Kanbur, R. ve Wickham, P. (1996). Analytical aspects of the debt problems of heavily indebted poor countries. *Policy Research Working Paper Series*, 1618, The World Bank.
- Çağlayan, E. (2006). Enflasyon faiz oranı ve büyümenin yurt içi tasarruflar üzerindeki etkileri. *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, 11(1), 423-438.
- Çakmur Yıldıztan, D. (2011). *E-views uygulamalı temel ekonometri makroekonomik verilerle*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Çeştepe, H., Ursavaş, U. ve Güdenoğlu, E. (2014). Türkiye’de cari açık ve dış borç arasındaki nedensellik ilişkisinin analizi. H. Vergil, Ö. Sezer ve G. Dökmen (ed.) içinde (100-109), *1. Karadeniz ve Balkan Ekonomik ve Politik Araştırmalar Sempozyumu*, Zonguldak: Buluş Tasarım.
- Dağdelen, İ. (2004). Liberalizasyon. *Uluslararası İnsan Bilimleri Dergisi*, 1(1), 1-66.
- Darrat, A. F. (1988). Have large budget deficits caused rising trade deficits?. *Southern Economic Journal*, 54(4), 879-887.

- Demir, G. (1988). Dış borçlanma ve Türkiye'nin dış borçları üzerine bazı gözlemler. *Anadolu Üniversitesi İİBF Dergisi*, 6(2), 219-238.
- Diamond, P. (1965). National debt in a Neoclassical growth model. *The American Economic Review*, 55(5), 1126-1150.
- Dickey, D. A. ve Fuller, W. A. (1979). Distribution of the estimations for autoregressive time series with a unit root. *Journal of American Statistical Association*, 74, 427-431.
- Dönek, E. (1995). Türkiye'nin dış borç sorunu ve 1980 sonrası boyutları. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 50(1), 173-186.
- Edo, S. E. (2002). External debt problem in Africa: A comparative study of Nigeria and Morocco. *African Development Review*, 14(2), 221-236.
- Eğilmez, M. (2012, Ekim 20). İkiz açık, üçüz açık. *Kendime Yazılar*. Erişim adresi <https://www.mahfiegilmez.com/2012/10/ikiz-ack-ucuz-ack.html>.
- Eğilmez, M. (2016, Nisan 10). Türkiye'nin dış borçları. *Kendime Yazılar*. Erişim adresi <https://www.mahfiegilmez.com/2016/04/turkiyenin-ds-borclar.html>.
- Engel, R. F. ve Granger, C. W. J. (1987). Co-integration and error correction representation, estimation and testing. *Econometrica*, 55(2), 251- 276.
- Genç, M. C. ve Tandoğan, D. (2015). Türkiye'de dış borçlanmanın ekonomik büyümeye etkisi: ARDL sınır testi yaklaşımı. *Paradoks Ekonomi Sosyoloji ve Politika Dergisi*, 11(1), 65-87.
- Gül, E., Kamacı, A. ve Konya, S. (2012). Dış borcun büyüme üzerine etkileri: Orta Asya Cumhuriyetleri ve Türkiye örneği. *International Conference On Eurasian Economies*, Almaty-Kazakhstan, 11-13 October 2012, 169-174.
- Hwang, J. T., Chung, C. P. ve Wang, C. H. (2010). Debt overhang, financial sector development and economic growth. *Hitotsubashi Journal of Economics*, 51(2010), 13-30.
- İlgün, M. F. (2016). Financial development and domestic public debt in emerging economies: A panel cointegration analysis. *Journal of Applied Economics and Business Research*, 6(4), 184-196.
- Johansen, S. (1988). Statistical analysis of cointegration vectors. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 12(2-3), 231-254.
- Kara, M. (2001). Türkiye'nin ekonomik büyüme sürecinde dış borç çıkmazı. *Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF Dergisi*, 6(1), 95-110.
- Karagöl, E. T. (2010). Geçmişten günümüze Türkiye'de dış borçlar. *SETA Analiz*, 26.
- Karagöz, K. (2007). Türkiye'de dış borçlanmanın nedenleri ekonometrik bir değerlendirme. *Sayıştay Dergisi*, 66-67, Temmuz-Aralık, 99-110.



- Keçelgil, H. T. (2019). Başlangıçtan günümüze Türkiye'nin borçları ve kırılğan beşli. *Ufuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 8(15), 103-129.
- Koçak, A. (2009). Küresel dönemde Türkiye'nin borç yapısındaki dönüşüm, *Maliye Dergisi*, 157, Temmuz-Aralık, 65-84.
- Koyuncu, F. T. ve Tekeli, S. (2010). 1990 sonrası dönemde Türkiye'de dış borç stoku üzerinde etkili olan ekonomik faktörlerin analizi. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2(1), 123-130.
- Krugman, P. (1988). Financing vs. forgiving a debt overhang. *Journal of Development Economics*, 29(3), 253-268.
- Lau, E., Lee, A. S. ve Arip, M. A. (2015). Macroeconomics determinants of external debt in Malaysia. *International Journal of Economic Sciences*, 4(4), 14-26.
- Lessard, R. D. (1986). International financing for developing countries, the unfulfilled promise. *World Bank Staff Working Paper*, 783.
- Levine, R. (1996). Financial development and economic growth views and agenda. *Policy Research Working Paper*, 1678, The World Bank.
- Loganathan, N., Sukemi, M. N. ve Sanusi, N. A. (2010). External debt and macroeconomics performance in Malaysia: Sustainable or not?, *Global Economy and Financial Journal*, 3(2), 122-132.
- Matuka, A. ve Asafo, S. S. (2018). External debt and economic growth in ghana: A co-integration and a vector error correction analysis. *Munich Personal RePEc Archive*, 90463, 6(1), 39-48.
- Musgrave, R.A. (1959). *The theory of public finance*. New York: McGraw Hill.
- Narayan, P. K. (2005). The saving and investment nexus for China: Evidence from Cointegration Tests. *Applied Economics*, 37(17), 1979-1990.
- Nissanke, M. ve Ferrarini, B. (2001). Debt dynamics and contingency financing: Theoretical reappraisal of the HIPC initiative. *UNU-WIDER Development Conference*, 17-18 August, Helsinki.
- Orhaner, E. (2007). *Kamu maliyesi*, 1. Baskı, Ankara: Siyasal Kitabevi.
- Öztürk, S. ve Çınar, U. (2018). Kamu dış borçlanması ve ekonomik büyüme ilişkisi: Türkiye üzerine ampirik bir uygulama (1975-2016). *Sosyal Bilimler Metinleri*, 2018(1), 66-79.
- Pehlivan, O. (2013). *Kamu maliyesi*, 1. Baskı, Trabzon: Celepler Matbaacılık.
- Pesaran, M. H., Shin, Y. ve Smith, R. J. (2001). Bounds testing approaches to the analysis of level relationships. *Journal of Applied Econometrics*, 16(3), 289-326.

- Phillips, P. C. B. ve Perron, P. (1988). Testing for a unit root in time series regression. *Biometrika*, 75(2), 335-346.
- Sarı, M. (2004). Dış borç yönetimi ve Türkiye uygulamaları (Yayımlanmamış uzmanlık yeterlilik tezi). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü.
- Shaw, E. S. (1973). *Financial deepening in economic development*. New York: Oxford University Press.
- Sönmez, S. (2003). Türkiye’de finansal serbestlik: İstikrarsızlık faktörü mü? Kalkınmanın itici gücü mü? *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, 14(49), 210-224.
- World Bank. (2016). Financial development. Erişim adresi <https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/gfdr-2016/background/financial-development>.
- Yapar Saçık, S. ve Alagöz, M. (2010). Türkiye’de cari işlemler açığı sorunu ve borçlanma ile ilişkisi. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2(2), 113-120.
- Yeldan, E. (2004). Türkiye ekonomisinde dış borç sorunu ve kalkınma stratejileri açısından analizi. *Çalışma ve Toplum*, 1(1), 1-29.
- Yentürk, N. (1997). Finansal serbestlik ve makroekonomik dengeler üzerindeki etkileri. *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, 8(27), 131-156.
- Yıldız, F. (2018). Gelişmekte olan ülkelerde dış borçlanma ve dış yardımların yoksulluk üzerindeki etkisi: Yatay kesit analizi ile bir inceleme. *Uluslararası Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 4(1), 9-19.
- Zafar, S. ve Butt, M. S. (2008). Impact of trade liberalization on external debt burden: Econometric evidence from Pakistan. *MPRA Paper*, 9548.
- Zivot, E. ve Andrews, D. W. K. (1992). Further evidence on the great crash, the oil-price shock, and the unit-root hypothesis. *Journal of Business & Economic Statistics*, 10(3), 251-270.

## Ek 1. Değişkenlerin Zaman Serisi Grafikleri

